

mBank – CASE Seminar Proceedings No. 143/2016

Zeszyty mBank – CASE nr 143/2016

---

Gábor Oblath

# Economic policy and macroeconomic developments in Hungary, 2010–2015

Polityka gospodarcza i rozwój  
sytuacji makroekonomicznej  
na Węgrzech, 2010–2015



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych  
CASE – Center for Social and Economic Research

mBank-CASE Seminar Proceedings are a continuation of BRE-CASE Seminar Proceedings, which were first published as PBR-CASE Seminar Proceedings

Zeszyty mBank-CASE są kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE i następującej po niej serii BRE Bank-CASE

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa  
al. Jana Pawła II 61/212, 01-031 Warszawa

mBank SA  
ul. Senatorska 18, 00-950 Warszawa

Scientific editor/Redakcja naukowa  
Ewa Balcerowicz

Series Coordinator/Sekretarz Zeszytów  
Agata Kwiek  
Aleksandra Polak (cooperation/współpraca)

Translation/Tłumaczenie  
Nathaniel Espino

DTP  
Tandem Studio

**Keywords:**

Economic policy in Hungary, macroeconomic developments, international comparisons, EU transfers, institutional quality

**JEL codes:**

E65, E66

**EAN: 9788371786419**

**Publisher/Wydawca**

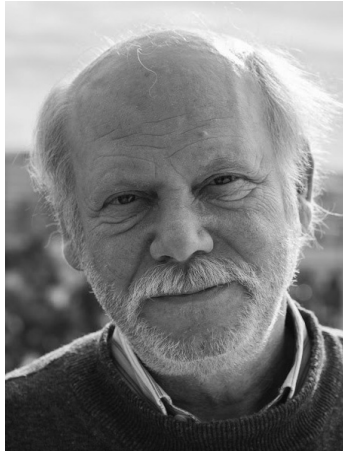
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa,  
al. Jana Pawła II 61/212,  
01-031 Warszawa

**Disclaimer**

The paper contains the views of its authors and not of the institutions with which they cooperate.

**Nota prawna**

Tekst wyraża poglądy autorów, a nie instytucji, z którymi są związani.



## Gábor Oblath

Gábor Oblath, senior research fellow of the Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies of the Hungarian Academy of Sciences since February 2010, holds the diploma of the University of Economics Budapest (1975) and Ph. D. of the Hungarian Academy of Sciences (1995). He began his professional career at the Institute for Economic and Market Research, Budapest (Kopint-Datorg), where he worked for more than 25 years. His responsibilities included macroeconomic analysis and forecasting, as well as coordination of economic research. He became a Head of the Research Department (1987), Research Director (1995) and Chairman of the Board (2000–02). Meanwhile, he was guest scholar, among others, at the Helsinki School of Economics, the Brookings Institution and the Bank of Finland and worked at the UN Economic Commission for Europe (1994). In 1996–98, he taught at the Central European University. He published in the fields of fiscal and monetary policy, in particular on foreign and domestic debt, international capital flows, inflation tax and exchange rate policy. Recent publications are focused on social pacts, economic convergence, and methodological aspects of macroeconomic statistics. In 2001, he was appointed as a Member of the Monetary Council, National Bank of Hungary, and held this position until his election as a Member of the Fiscal Council in February 2009. His membership in the Fiscal Council was terminated in 2010. Between 2012 and 2014, he was senior research fellow at the Department of Economics, ELTE University. He is a member of economic committees of the Hungarian Academy of Sciences and the editorial board of several professional journals. He holds the Kaldor Prize (Corvinus University) and the Fényes Elek Prize (Hungarian Statistical Office). His recent works relate to economic convergence within the EU, accession to the euro-zone and the international comparison of export price levels and unit labour costs.

Gábor Oblath, senior research fellow w Instytucie Ekonomii, Centrum Studiów Ekonomicznych i Regionalnych Węgierskiej Akademii Nauk od lutego 2010 roku, uzyskał dyplom Uniwersytetu Ekonomicznego w Budapeszcie (1975) i stopień doktora na Węgierskiej Akademii Nauk (1995). Karierę zawodową rozpoczął w Instytucie Ekonomii i Badań Rynkowych w Budapeszcie (Kopint-Datorg), gdzie pracował przez ponad 25 lat. Do jego zadań należały analiza makroekonomiczna i prognozowanie, a także koordynowanie badań ekonomicznych. Został tam Kierownikiem Departamentu Analiz (1987), Dyrektorem ds. Badań (1995) i Przewodniczącym Rady (2000–2002). Jednocześnie wykładał gościnnie między innymi w Helsińskiej Szkole Ekonomicznej, Brookings Institution i Banku Finlandii. Pracował także w Komisji Ekonomicznej ds. Europy ONZ (1994), a w latach 1996–1998 wykładał na Uniwersytecie Środkowoeuropejskim (CEU). Publikował prace z dziedziny polityki fiskalnej i monetarnej, ze szczególnym uwzględnieniem zadłużenia zagranicznego i wewnętrznego, międzynarodowych przepływów kapitałowych, podatku inflacyjnego i polityki kursowej. W najnowszych publikacjach koncentruje się na paktach socjalnych, konwergencji gospodarczej i metodologicznych aspektach statystyki makroekonomicznej. W 2001 roku został mianowany członkiem Rady Monetarnej Narodowego Banku Węgier i pozostawał na tym stanowisku do czasu wyboru na członka Rady Fiskalnej w lutym 2009. Jego członkostwo w Radzie Fiskalnej dobiegło końca w 2010 roku. W latach 2012–2014 pełnił funkcję starszego pracownika badawczego na Wydziale Ekonomii Uniwersytetu ELTE. Jest członkiem komitetów ekonomicznych Węgierskiej Akademii Nauk i rad wydawniczych kilku profesjonalnych periodyków. Otrzymał Nagrodę im. Kaldora (Uniwersytet Korwina) i Nagrodę im. Fényesa Eleka (Węgierski Urząd Statystyczny). Jego najnowsze prace dotyczą konwergencji gospodarczej wewnątrz UE, akcesji do strefy euro i międzynarodowego porównania poziomu cen eksportowych i jednostkowych kosztów pracy.

# Table of Contents

## Spis treści

<b>Introduction</b> Wprowadzenie	6
<b>1. Poland and Hungary: a long- and short-term economic comparison</b> Polska i Węgry: porównanie wskaźników ekonomicznych w długim i krótkim okresie	8
<b>2. Characteristics and drivers of Hungary's recent economic performance</b> Cechy i determinanty wyników gospodarczych Węgier w ostatnim okresie	12
<b>2.1. Characteristics</b> Cechy	12
<b>2.2. Drivers</b> Determinanty	13
<b>2.2.1. Exogenous factors</b> Czynniki egzogeniczne	14
<b>2.2.2. Policy-related (endogenous) factors</b> Czynniki endogeniczne	15
<b>2.2.3. On Hungary's "unorthodox" economic policy</b> O „nieortodoksyjnej” polityce gospodarczej Węgier	15
<b>3. Some key issues and aspects of Hungary's recent economic performance</b> Wybrane główne kwestie i aspekty ostatnich wyników gospodarczych Węgier	16
<b>3.1. Early expectations vs. results</b> Początkowe oczekiwania a ich realizacja	16
<b>3.2. The growth of GDP and domestic demand: international comparison</b> Wzrost PKB i popytu krajowego na tle międzynarodowym	19
<b>3.3. Developments in income, employment and investments between 2011 and 2015</b> Zmiany w dochodach, zatrudnieniu i inwestycjach w latach 2011-2015	21
<b>3.3.1. Household income</b> Dochody gospodarstw domowych	21
<b>3.3.2. Employment</b> Zatrudnienie	22
<b>3.3.3. Investments</b> Inwestycje	24
<b>3.4. Factors behind the acceleration of growth in 2014-15: the closing of the output gap and increase in EU transfers (the source of public investments)</b> Czynniki odpowiedzialne za przyspieszenie wzrostu w latach 2014-2015: domknięcie luki popytowej i wzrost transferów unijnych (źródło finansowania inwestycji publicznych)	25
<b>3.5. Deterioration in the quality of institutions</b> Pogorszenie się jakości instytucji	27
<b>4. Growth prospects</b> Perspektywy wzrostu	29
<b>Summary and conclusions</b> Podsumowanie i wnioski	31
<b>Bibliography</b> Bibliografia	32
<b>Appendix</b> Załącznik	33

## Economic policy and macroeconomic developments in Hungary, 2010–2015

### Polityka gospodarcza i rozwój sytuacji makroekonomicznej na Węgrzech, 2010–2015

---

#### Introduction

According to the message of the Hungarian government, the acceleration in Hungary's economic growth in 2014 and 2015 is the result of its economic policy, and proves that – as advertised on posters and in media advertisements – “Hungarian reforms work.” However, several Hungarian economists, including myself, disagree with this interpretation. In my view, the relatively high GDP-growth in the last two years (3.7% in 2014 and 2.9% in 2015) was mainly due to factors beyond the scope of the economic policy measures taken by the two FIDESZ governments since 2010. In particular, the acceleration has nothing to do with the government's so-called “unorthodox” policy measures. On the other hand, unlike several critics of this economic policy, I believe that the slow growth, coupled with a recession and the related underperformance of the Hungarian economy relative to its Central and East European (CEEU) peers between 2010 and 2013, is only partially due to government economic policy. I intend to show that the factors essentially responsible for Hungary's *growth performance* over the last five or six years were mainly exogenous to government policy. By contrast, the decline in the quality of the *institutional environment* of the economy is a direct consequence of both the spirit and the methods of the economic policy pursued. I shall argue that those medium-term growth projections for the Hungarian economy that disregard the negative effects of the institutional deterioration experienced by both domestic and foreign-owned companies are likely to overstate the country's growth potential. Improvements in the institutional environment, in turn, may contribute substantially to better growth prospects for the country.

Although this paper addresses medium-term issues, it should be noted that in the first quarter of 2016 the Hungarian economy shrank by 0.8 percent relative to the

#### Wprowadzenie

Według opinii węgierskiego rządu, przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2014 i 2015 roku jest wynikiem polityki gospodarczej państwa i dowodzi – o czym możemy przeczytać na plakatach i ogłoszeniach prasowych – że „węgierskie reformy odnoszą sukces”. Część węgierskich ekonomistów, łącznie ze mną, nie zgadza się jednak z taką interpretacją. W mojej ocenie, stosunkowo wysoki wzrost PKB w ostatnich dwóch latach (3,7% w 2014 i 2,9% w 2015) wynikał głównie z czynników spoza sfery działania polityki gospodarczej prowadzonej przez dwa rządy partii FIDESZ od 2010 roku. W szczególności, przyspieszenie wzrostu gospodarczego nie ma nic wspólnego z tak zwanymi „nieortodoksyjnymi” działaniami polityki rządu. Z drugiej strony, w przeciwieństwie do niektórych krytyków tej polityki gospodarczej, uważam, że wolny wzrost gospodarczy, jak również recesja i słabsza sytuacja gospodarcza Węgier w porównaniu do innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2010–2013, tylko częściowo wynikały z polityki gospodarczej rządu. Zamierzam pokazać, że kluczowe czynniki odpowiedzialne za wskaźniki wzrostu węgierskiej gospodarki w ostatnich pięciu czy sześciu latach miały głównie charakter egzogeniczny. Inaczej sprawa wygląda, jeśli chodzi o pogorszenie jakości *otoczenia instytucjonalnego*, które bezpośrednio wynika z intencji jak i metod prowadzonej polityki gospodarczej. Będę twierdzić, że te średnioterminowe projekcje wzrostu gospodarczego, które nie uwzględniają negatywnego wpływu pogorszenia otoczenia instytucjonalnego doświadczanego przez krajowe i zagraniczne przedsiębiorstwa, prawdopodobnie zawyżają potencjał wzrostu gospodarczego kraju. Poprawa jakości otoczenia instytucjonalnego może mieć natomiast znaczący wpływ na polepszenie perspektywy wzrostu dla Węgier.

Choć to opracowanie odnosi się do kwestii średnioterminowych, to warto zauważyć, że w pierwszym kwarta-



last quarter of the previous year (seasonally adjusted figures; the weakest performance within the EU) and grew by a mere 0.5 percent year on year (the second-weakest performance among EU member states). It would not be worth mentioning economic growth in a single quarter were it not for the explanation offered by the government, which attributes the disappointing performance to two factors: first, the sharp (temporary) fall in EU transfers; second, the (temporary) decline in the output of multinational car manufacturers. These official explanations clearly support a major point to be made in the paper: the recent growth performance of the Hungarian economy has little to do with the “unorthodox reforms” of the Hungarian government.

As my paper addresses the Polish audience, I start from two comparisons between Hungary and Poland; both involve the concept of convergence. The first concerns the two countries’ longer-term catching up to the more affluent group of the European Union (EU). The other relates to a recent development: the narrowing in the spread between yields on ten-year Hungarian and Polish government bonds. While the first comparison is clearly favorable for Poland, the second is definitely unfavorable, as it reflects that as of early 2016, markets perceived that Polish bonds had become almost as risky as Hungarian ones.

These comparisons are followed by an overview of the main characteristics and drivers of Hungary’s economic performance between 2010 and 2015. In this context, I touch upon the meaning of the “unorthodox” policies that the government claims to pursue. Next, I review some key issues and aspects of Hungary’s recent economic performance, including the role of EU transfers, the composition of employment growth, changes in consumption and investment and the adverse changes in the institutional environment. Finally, I discuss Hungary’s growth prospects and draw conclusions.

le 2016 roku węgierska gospodarka skurczyła się o 0,8% w porównaniu do czwartego kwartału poprzedniego roku (dane skorygowane o sezonowość; najniższy wynik w UE) i wzrosła jedynie o 0,5% rok do roku (drugi najniższy wynik wśród krajów członkowskich UE). Nie miałoby sensu skupiać się na wzroście gospodarczym w pojedynczym kwartale, gdyby nie wytłumaczenie rządu, który przypisuje ten rozczarujący wynik dwóm czynnikom: po pierwsze, znacznemu (przejściowemu) spadkowi transferów funduszy unijnych, a po drugie (przejściowemu) spadkowi produkcji międzynarodowych koncernów samochodowych. Te oficjalne tłumaczenia wyraźnie wspierają ważną tezę, którą będę stawiać w tym opracowaniu: niedawny wzrost odnotowany przez węgierską gospodarkę ma niewiele wspólnego z „nieortodoksyjnymi reformami” węgierskiego rządu.

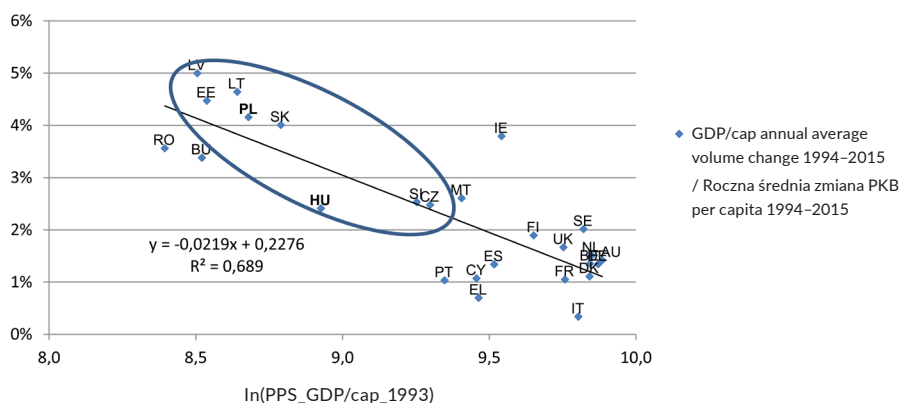
Ponieważ moje opracowanie zostało przygotowane dla polskiego odbiorcy, zaczynam od dwóch porównań pomiędzy Polską i Węgrami; oba porównania dotyczą koncepcji konwergencji. Pierwsze ma związek z doganianiem przez oba kraje w długim terminie bardziej zamożnych krajów Unii Europejskiej. Drugie odnosi się do niedawnej sytuacji, a mianowicie zmniejszającej się różnicy w rentownościach 10-letnich obligacji rządowych polskich i węgierskich. O ile pierwsze porównanie jest wyraźnie korzystne dla Polski, to drugie zdecydowanie już takim nie jest, gdyż pokazuje, że od początku 2016 roku rynki uznały, że polskie obligacje stały się prawie tak samo ryzykowne jak węgierskie.

Po tych porównaniach dokonuję przeglądu głównych cech i czynników napędzających węgierską gospodarkę w latach 2010–2015. W tym kontekście poruszam kwestię znaczenia „nieortodoksyjnej” polityki, którą węgierski rząd – jak utrzymuje – prowadzi. Następnie omawiam niektóre główne kwestie i aspekty rozwoju węgierskiej gospodarki w ostatnim czasie, zwracając uwagę na rolę transferów unijnych, strukturę wzrostu zatrudnienia, zmiany w popycie i inwestycjach oraz negatywne zmiany w otoczeniu instytucjonalnym. Na koniec analizuję perspektywę wzrostu gospodarczego Węgier oraz wyciągam wnioski.

## 1. Poland and Hungary: a long- and short-term economic comparison

As a point of departure, it is instructive to clarify how Hungary performed in terms of real economic convergence since the early years of economic transformation – as compared to other countries of CEEU, in particular relative to Poland. Figure 1 shows the average growth rate of real per capita GDP between 1994 and 2015 in relation to the (log of) per capita GDP, measured at Purchasing Power Parity (PPP) in 1993. As shown by the regression line, there is a negative relationship between the level of “initial” income and its real growth rate within the EU, which is an indication of longer-term real economic (“beta”) convergence among member states. However, some of the countries underperformed, while others performed better, relative to the potential stemming from being simply underdeveloped. (The circle indicates the eight CEEU countries that joined the EU in 2004.) Hungary’s per capita GDP growth rate is 0.8 percentage points below the regression line, while that of Poland is above it by 0.4 points. This means that over the last 22 years Hungary’s cumulative growth was about 16 percentage points lower, while that of Poland was about 9.5 points higher, than implied by the respective countries’ level of development in 1993. Hungary’s underperformance, as discussed and illustrated later, is essentially due to macroeconomic instability stemming from large public and external deficits, as well as to the economy’s vulnerability related to the high level and rapid increase of public and foreign debt in 2001–2006.

**Figure 1: EU member states’ annual average growth of per capita GDP between 1994 and 2015 at constant prices, as a function of log per capita GDPs in 1993**



Source: Own calculations based on Eurostat

## 1. Polska i Węgry: porównanie wskaźników ekonomicznych w długim i krótkim okresie

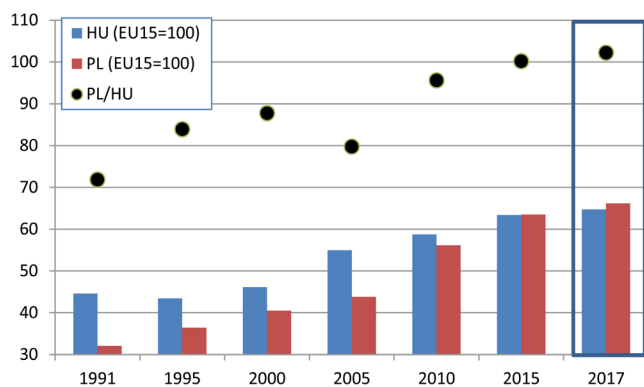
Na początku warto pokazać, jak rozwijała się węgierska gospodarka pod względem realnej konwergencji gospodarczej od wczesnych lat transformacji w porównaniu do innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, a szczególnie Polski. Wykres 1 przedstawia średnią stopę wzrostu realnego PKB na głowę mieszkańca w latach 1994–2015 w relacji do PKB per capita mierzonego parytetem siły nabywczej (PPP) w 1993. Jak pokazuje linia regresji, występuje negatywna zależność między poziomem „początkowego” dochodu a jego realną stopą wzrostu w UE, co oznacza realną konwergencję gospodarczą („beta”) między państwami członkowskimi w dłuższym okresie. Niemniej jednak niektóre kraje radziły sobie gorzej, a inne lepiej względem swojego potencjału wynikającego z tego, że ich gospodarki były po prostu słabo rozwinięte. (W kole zakreślono osiem krajów z Europy Środkowo-Wschodniej, które przystąpiły do UE w 2004 roku.) Tempo wzrostu PKB per capita Węgier jest o 0,8 punktu procentowego poniżej linii regresji, podczas gdy Polski znajduje się powyżej o 0,4 punktu. Oznacza to, że w ciągu ostatnich 22 lat skumulowany wzrost Węgier był o około 16 punktów procentowych niższy, zaś Polski o około 9,5 punktu wyższy niż wskazywałby poziom rozwoju tych krajów w 1993 roku. Słabszy wzrost gospodarczy Węgier, o czym będzie mowa za chwilę, wynika głównie z niestabilności makroekonomicznej spowodowanej wysokim deficytem budżetowym i zewnętrznym, jak również ze słabości gospodarki związanej z wysokim poziomem i szybkim tempem wzrostu długu publicznego i zagranicznego w latach 2001–2006.

**Wykres 1: Średnie roczne tempo wzrostu PKB per capita w krajach członkowskich UE w latach 1994–2015 w cenach stałych, jako funkcja PKB per capita w 1993 roku.**



Figure 2 illustrates the evolution of per capita GDP in Hungary and Poland as compared to the EU15 (the average of the countries forming the European Union before the 2004 enlargement), as well as the convergence of Poland's income level to that of Hungary. The right pane displays annual (static) comparisons for selected years at current purchasing power parities (PPPs), while the left pane shows the dynamics of convergence/divergence at constant 2010 prices and PPPs.<sup>1</sup>

**Figure 2:** The evolution of Hungary's and Poland's per capita GDP at current PPP (left pane) and constant PPP (right pane) since 1991 relative to the EU15 and to each other



**Note:** forecasts for 2016 and 2017 are those of the European Commission

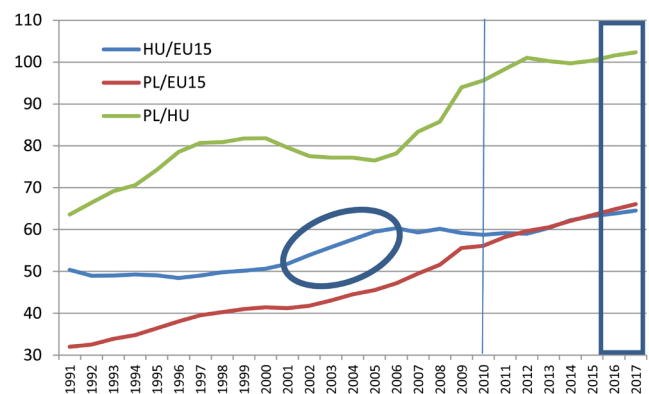
**Source:** Own calculations based on European Commission's AMECO database

Figure 2 reveals three important developments. *First*, Poland's convergence to the income level of the EU15 was much steadier than Hungary's. *Second*, while in the early 1990s Poland stood at about 70% of Hungary in terms of per capita GDP at current PPP, and the income gap was even larger measured at constant (2010) PPP, this huge gap was fully closed by 2011–12, in a matter of two dec-

<sup>1</sup> In Poland's case there is no substantial difference between the two measures, but in Hungary's case the comparison at current PPP suggests convergence to the EU15 income level between 2005 and 2013, while the constant PPP-comparison reveals that in this period there was a halt in the convergence process. The difference between the two indicators is due to composition effects, changes in relative prices and methodological changes in calculating PPPs. For details see OECD: GDP per capita volume indices based on constant and on current PPPs in OECD's Main Economic Indicators. <http://www.oecd.org/std/prices-ppp/1961296.pdf>

Wykres 2 przedstawia zmiany PKB per capita na Węgrzech i w Polsce w porównaniu do 15 krajów UE (średnia wartość dla krajów tworzących UE przed rozszerzeniem w 2004 roku), oraz konwergencję poziomu dochodu Polski do tego na Węgrzech. Wykres z prawej strony przedstawia roczne (statyczne) porównania dla wybranych lat mierzone bieżącym parytetem siły nabywczej, zaś lewy wykres prezentuje dynamikę konwergencji/dywersgencji w cenach stałych i wg parytetów siły nabywczej 2010 roku<sup>1</sup>.

**Wykres 2:** Zmiany PKB per capita na Węgrzech i w Polsce wg bieżącego parytetu siły nabywczej (wykres z lewej strony) i wg stałego parytetu (wykres z prawej strony) od 1991 roku w porównaniu do UE-15 i wzajemnie do siebie



**Uwagi:** Prognozy na rok 2016 i 2017 pochodzą z Komisji Europejskiej

**Źródło:** Obliczenia własne w oparciu o bazę danych AMECO Komisji Europejskiej.

Wykres 2 pokazuje trzy ważne zjawiska. Po pierwsze, konwergencja polskiej gospodarki z poziomem dochodu państw UE-15 przebiegała o wiele bardziej równomiernie niż gospodarki węgierskiej. Po drugie, na początku lat dzie-

<sup>1</sup> W przypadku Polski nie ma znaczącej różnicy pomiędzy tymi dwoma miarami, ale w przypadku Węgier wyniki otrzymane przy zastosowaniu bieżącego parytetu siły nabywczej sugerują konwergencję z poziomem dochodu w krajach UE-15 w latach 2005–2013, podczas gdy obliczenia przy zastosowaniu stałego parytetu siły nabywczej pokazują, że w tym okresie proces konwergencji zatrzymał się. Różnica między tymi dwoma wskaźnikami wynika ze struktury, zmian w cenach porównywalnych i zmian metodologicznych w obliczaniu parytetu siły nabywczej. Więcej szczegółów na stronie OECD: GDP per capita volume indices based on constant and on current PPPs (Wskaźniki wielkości PKB per capita liczone w oparciu o stałe i bieżące parytety siły nabywczej) w zestawieniu Main Economic Indicators (Główne Wskaźniki Gospodarcze). <http://www.oecd.org/std/prices-ppp/1961296.pdf>

ades: an outstanding performance. However, this is just as much an indication of sound and successful policies implemented in Poland as a sign of unsound and unsuccessful policies in Hungary. This leads to the *third* observation: There was a single period when Hungary's convergence to the EU15 was steeper than that of Poland, resulting in Poland's temporary divergence from Hungary, namely 2001–2006 (see the circled period on the right pane). But this was also a period of large and increasing external and fiscal imbalances in Hungary, leading to the unsustainable growth of both external debt and public debt ratios to GDP (see figures A1 and A2 in the Appendix). The inevitability of a breakdown in these processes – the need for macroeconomic stabilization – halted Hungary's real economic convergence in 2006. The pause in convergence in 2007–2008 is due to the policy measures aimed at consolidating the budget (see figure A3, indicating Hungary's cyclically adjusted primary balance, with an international comparison.)<sup>2</sup> The country experienced a deep recession in 2009, while the Polish economy continued to grow. The background of Hungary's developments since 2010 – the continuing stagnation/fallback in 2011–12 and the re-emergence of convergence in 2014–15 – is addressed in the following sections of the paper.

Let us now turn to a different type of comparison between the two countries. Figure 3 shows the spread of 10-year government bond yields over Germany's between early 2015 and 2016. These series can be considered an indication of countries' perceived relative riskiness. While as shown above, Poland clearly outperforms Hungary in terms of income growth over the last two decades, an adverse type of convergence to Hungary's level has appeared in Poland since 2015. The spread between yields on government bonds of the two countries has been rapidly shrinking, indicating that the policies of the new Polish government have come to be perceived as being practically as risky as those of Hungary. This should be a warning signal for those Polish politicians who consider the "Hungarian model" implemented in 2010 as an ideal.

True, as attested by the narrowing spread over German bond yields, Hungary is considered to have made significant progress since 2012. Still, its spread was 3 percentage points above the yields of the Czech Republic and Slovakia in early 2016, in spite of the huge adjustments in its ex-

więćdziesiątych PKB per capita Polski stanowił około 70% PKB per capita Węgier wg bieżącego parytetu siły nabywczej. Luka dochodowa była jeszcze większa, jeśli mierzyć ją stałym parytetem siły nabywczej. Ta ogromna luka została całkowicie domknięta w latach 2011–2012 – w ciągu dwóch dekad – co stanowi wybitne osiągnięcie. W tym samym stopniu jest to oznaką rozsądnej i udanej polityki gospodarczej prowadzonej w Polsce, jak i nierozsądnej i chybionej polityki na Węgrzech. Prowadzi nas to do trzeciego spostrzeżenia. Był jeden okres, w którym konwergencja Węgier z poziomem państw UE-15 przebiegała szybciej niż w Polsce, co doprowadziło do tymczasowej dywergencji Polski względem Węgier: lata 2001–2006 (patrz zakreślony okres na prawym wykresie). Był to jednak również okres dużej i narastającej nierównowagi zewnętrznej i fiskalnej na Węgrzech, prowadzącej do nadmiernego wzrostu wskaźnika długu (jako % PKB) zarówno zewnętrznego, jak i publicznego (patrz wykresy A1 i A2 w Załączniku). Nieuchronność załamania się tych procesów – potrzeba stabilizacji makroekonomicznej – zatrzymała w 2006 roku realną konwergencję gospodarczą Węgier. Zatrzymanie tego procesu w latach 2007–2008 wynikało z działań mających na celu konsolidację budżetu (patrz wykres A3, pokazujący skorygowane o skutki cyklu koniunkturalnego saldo pierwotne [na Węgrzech – przyp. red.] na tle innych krajów)<sup>2</sup>. Gospodarka Węgier wpadła w głęboką recesję w 2009 roku podczas gdy polska gospodarka dalej się rozwijała. Czynniki stojące za rozwojem sytuacji na Węgrzech od 2010 roku – kontynuacja stagnacji w latach 2011–2012 i powrót procesu konwergencji w latach 2014–2015 – omawiam w kolejnych częściach tego opracowania.

Zajmijmy się teraz innego typu porównaniem obu krajów. Wykres 3 pokazuje różnicę pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji rządowych krajów Grupy Wyszehradzkiej i obligacji niemieckich od początku 2015 roku do 2016 roku. Te dane można uznać za wskaźnik względnego ryzyka tych krajów. Choć, jak pokazaliśmy wcześniej, Polska zdecydowanie lepiej niż Węgry radziła sobie, jeśli chodzi o wzrost dochodu przez ostatnie dwie dekady, odwrócenie konwergencji z Węgrami pojawiło się w Polsce od 2015 roku. Różnica pomiędzy rentownościami obligacji rządowych tych dwóch krajów zaczęła się szybko zmniejszać, co oznacza, że polityka nowego polskiego rządu zaczęła być postrzegana jako praktycznie tak samo ryzykowna jak polityka Węgier. Powinien być to sygnał ostrzegawczy dla

<sup>2</sup> Between 2006 and 2008 Hungary's cyclically adjusted primary deficit was cut by about 6 percentage points, from more than 7% to 1% of GDP.

<sup>2</sup> W latach 2006–2008 skorygowany o skutki cyklu koniunkturalnego deficyt pierwotny spadł o około 6 punktów procentowych, z ponad 7% do 1% PKB.

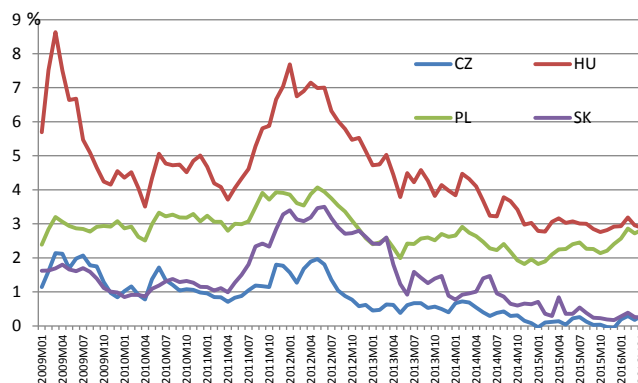
ternal and internal imbalances. The markets' skepticism (in line with that of the credit-rating agencies – see Figure A8) is related to uncertainties regarding the future conduct of macroeconomic policy, and – no less importantly – sectoral policies.<sup>3</sup> What sort of new discriminatory levies and/or regulations is the government contemplating? What markets and properties does the government intend to capture in the future? These uncertainties appear to outweigh the government's efforts to cut public deficits.

tych polskich polityków, którzy uważają „model węgierski” wprowadzony w 2010 roku za ideał.

Prawdą jest, o czym świadczy malejąca różnica pomiędzy rentownościami obligacji węgierskich i niemieckich, że Węgry są uważane za kraj, który dokonał znacznego postępu od roku 2012. Niemniej jednak na początku 2016 roku spread wciąż wynosił 3 punkty procentowe w przypadku obligacji czeskich i słowackich, pomimo olbrzymich dostosowań (jako nastąpiły na Węgrzech – dopisek tłum.) w nierównowagach: zewnętrznej i wewnętrznej. Sceptycyzm rynków (podobnie jak i agencji ratingowych – patrz wykres A8) związany jest z niepewnością dotyczącą przyszłego kształtu polityki makroekonomicznej i, co nie mniej ważne, polityk sektorowych<sup>3</sup>. Jakie nowe dyskryminacyjne podatki i/lub regulacje rozważa obecnie rząd? Które rynki i aktywa rząd zamierza przejąć w przyszłości? Wydaje się, że ta niepewność ma większe znaczenie niż działania rządu mające na celu obniżenie deficytu budżetowego.

Figure 3: Spreads over Germany's 10-year government bonds in the V4 countries: 2009–2016

Wykres 3: Różnica pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji rządowych krajów Grupy Wyszehradzkiej i Niemiec w latach 2009–2016



Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

In the following sections I turn to a more systematic discussion of macroeconomic developments and economic policy in Hungary since 2010. To begin, I review the main characteristics and drivers of the country's economic development.

W kolejnych częściach tego opracowania przechodzę do bardziej usystematyzowanej dyskusji na temat sytuacji makroekonomicznej i polityki gospodarczej Węgier w okresie od 2010 roku. Rozpaczynam od przedstawienia głównych cech i determinantów zmian w gospodarce Węgier.

<sup>3</sup> In May 2006, Fitch Ratings upgraded Hungarian government bonds to investment grade, on the grounds of the significant adjustment in the external balance and public finances.

<sup>3</sup> W maju 2016 roku Fitch Ratings podniósł rating dla węgierskich obligacji rządowych do poziomu inwestycyjnego z powodu znacznych dostosowań w bilansie płatniczym i finansach publicznych.

## 2. Characteristics and drivers of Hungary's recent economic performance

### 2.1. Characteristics

None of the recent macroeconomic developments in Hungary can be characterized as simply being either negative or positive. Nor is it easy to identify the exogenous vs. endogenous factors behind Hungary's recent performance. In spite of the difficulties, in the following section I first review a checklist of the bright and gloomy aspects of Hungary's performance. This is followed by the examination of exogenous (non-policy-related) and endogenous (policy-related) factors behind the country's recent macroeconomic performance.

**Table 1: Some features of Hungary's recent economic performance**

Positive / Pozytywne
<ul style="list-style-type: none"> <li>• GDP growth / Wzrost PKB</li> <li>• Employment growth (since 2014) / Wzrost zatrudnienia (od 2014)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consolidating the fiscal balance and decline in the public debt/GDP ratio / Uzdrawienie finansów publicznych i spadek wskaźnika długu publicznego do PKB</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• External surplus, drop in net foreign debt / Nadwyżka w obrotach bieżących, spadek długu zagranicznego netto</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Increase in real household income and consumption / Wzrost dochodu realnego gospodarstw domowych i konsumpcji</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investment growth / Wzrost inwestycji</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Low inflation and interest rates / Niska inflacja i niskie stopy procentowe</li> </ul>

As shown by the table, the recent favorable macroeconomic developments emphasized by the government all have their reverse side.

- GDP and employment grew in 2014–15, but GDP growth was mainly due to the deployment of EU funds (accompanied by a radical increase in public investment) and closing the output gap. A significant part of the measured increase in employment resulted from increasing participation in public works projects and employment abroad.

## 2. Cechy i determinanty wyników gospodarczych Węgier w ostatnim okresie

### 2.1. Cechy

Żadne z ostatnich zjawisk makroekonomicznych na Węgrzech nie da się opisać prosto jako negatywne albo pozytywne. Nie jest też łatwo zidentyfikować, jakie czynniki egzogeniczne i endogeniczne stoją za ostatnimi wynikami gospodarczymi Węgier. Pomimo tych trudności, najpierw dokonam przeglądu listy pozytywnych i negatywnych aspektów węgierskich wyników gospodarczych. Następnie przejdę do badań czynników egzogenicznych (niezwiązanych z polityką) oraz endogenicznych (związanych z polityką), które miały wpływ na wyniki gospodarcze kraju w ostatnich latach.

**Tabela 1: Wybrane cechy wyników gospodarczych Węgier w ostatnim okresie**

Negative / Negatywne
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Driven by EU funds / Napędzany przez fundusze unijne</li> <li>• Public works, work abroad, low productivity / Roboty publiczne, praca zagranicą, niska wydajność pracy</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Special/sectoral taxes; nationalization of private pensions / Specjalne podatki branżowe; nacjonalizacja prywatnych funduszy emerytalnych</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• High saving/low investment of corporations / Wysoki poziom oszczędności/niski poziom inwestycji przedsiębiorstw</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Only since 2014 / Dopiero od 2014 roku</li> <li>• Increasing inequality / Rosnące nierówności</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mainly public investment / Głównie inwestycje publiczne</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mainly external factors / Głównie dzięki czynnikom zewnętrznym</li> <li>• Cut in the price of public utilities / Obniżki cen w sektorze użyteczności publicznej</li> </ul>

Jak widać z tabeli, wszystkie pozytywne wyniki gospodarcze, na które zwraca uwagę rząd, mają swoje negatywne strony.

- PKB i zatrudnienie rosły w latach 2014–2015, ale wzrost PKB wynikał głównie z napływu środków unijnych (czemu towarzyszył gwałtowny wzrost inwestycji publicznych) i domknięcia luki popytowej. Za przyrost zatrudnienia w znaczącej mierze odpowiada rosnąca skala robót publicznych i zatrudnienie zagranicą.

- The fiscal balance improved and the public debt to GDP ratio decreased. However, a large part of public revenues stems from special (sectoral) taxes, hindering private investments. The public debt ratio should have decreased much more significantly, as the government seized private pension savings amounting to almost 10% of GDP.
- The external balance shows an increasing surplus, and net foreign liabilities have been decreasing. However, the surplus is partly due to savings by the corporate sector, which is a reflection of the low investment activity.
- Household incomes have started to grow, but this has been accompanied by an increase in income inequality and relatively mild growth in household consumption.
- Since 2011 investments have been increasing steadily, but this is due to public investments, financed by EU funds. In real terms, private investments were lower in 2015 than in 2010.
- Inflation and interest rates are at historically low levels. However, this is mainly due to external factors (the fall in energy prices) and politically motivated cuts in the prices of public services.
- There is one aspect of Hungary's recent economic development that is purely negative, lacking any positive side: the significant deterioration in the economy's institutional environment. These developments are discussed in section 4.5, in comparison with Poland.
- Poprawiła się równowaga fiskalna i zmniejszył wskaźnik długu publicznego do PKB. Spora część dochodów budżetowych pochodzi jednak ze specjalnych (sektorowych) podatków, które hamują inwestycje prywatne. Wskaźnik długu publicznego powinien spaść znacznie mocniej, gdyż rząd przejął oszczędności zgromadzone w prywatnych funduszach emerytalnych, które stanowiły prawie 10% PKB.
- Bilans obrotów bieżących pokazuje rosnącą nadwyżkę, a zobowiązania zagraniczne netto spadają. Jednakże nadwyżka jest po części wynikiem oszczędności sektora przedsiębiorstw, co odzwierciedla niską aktywność inwestycyjną tego sektora.
- Dochody gospodarstw domowych zaczęły rosnąć, ale temu zjawisku towarzyszy wzrost nierówności dochodowych i stosunkowo łagodny wzrost konsumpcji gospodarstw domowych.
- Od 2011 roku inwestycje stopniowo rosną, ale głównie za sprawą inwestycji publicznych finansowanych ze środków unijnych. W ujęciu realnym poziom inwestycji prywatnych był w 2015 roku niższy niż w roku 2010.
- Inflacja i stopy procentowe są na historycznie najniższych poziomach. Wynika to jednak głównie z czynników zewnętrznych (spadek cen energii) i politycznie motywowanych obniżek cen usług sektora użyteczności publicznej.
- Istnieje aspekt zmiany sytuacji gospodarczej na Węgrzech w ostatnich latach, który ma wydźwięk wyłącznie negatywny i w którym trudno doszukać się jakichkolwiek pozytywów: znaczne pogorszenie instytucjonalnego otoczenia gospodarki. Te zmiany omawiane są w części 3.5, a za punkt odniesienia przyjmuję Polskę.

## 2.2. Drivers

In this section I review the exogenous (non-policy related) and endogenous (policy-related) factors behind macroeconomic developments in Hungary since 2010. I group these factors according to whether they had a positive or a negative impact on Hungary's macroeconomic performance.

## 2.2. Determinanty

W tym rozdziale omawiam czynniki egzogeniczne (niezwiązane z polityką) i endogeniczne (związane z polityką), które miały wpływ na rozwój sytuacji makroekonomicznej na Węgrzech w okresie od 2010 roku. Grupuję te czynniki, patrząc czy miały one pozytywny czy negatywny wpływ na wyniki gospodarcze Węgier.

### 2.2.1. Exogenous factors

#### Negative

When the FIDESZ government came to power in 2010, Hungary had the largest net external and gross public debt relative to GDP among the CEEU countries (figures A1 and A2). Following the global crisis of 2008–2009, similarly to their counterparts in other over-indebted countries across the world, Hungarian corporations and households were forced to deleverage (adjust their balance sheets), which pushed the actual growth rate below potential. The high indebtedness of the public sector, in turn, left limited room for fiscal stimulus. These two factors clearly constrained Hungary's economic growth in the early years of the FIDESZ government.

#### Positive

- By the time the FIDESZ government came to power, the bulk of the stabilization (cutting external and public deficits) was over, as the Bajnai government took several, admittedly procyclical, measures to reduce macroeconomic imbalances between 2009 and 2010 (figure A3).
- The international financial environment was extremely favorable: capital markets were liquid and interest rates were exceptionally low.
- During 2014 and 2015 Hungary achieved significant gains in its terms of trade (0.5% and 1% of GDP respectively), mainly due to the drop in energy prices.
- The government inherited essential agreements on FDI inflows (in particular the investment by Mercedes).
- Most importantly, there was an exceptional rise in transfers from the EU. By 2014 such transfers to Hungary reached the highest proportion relative to GNI among CEEU countries. In 2015 they reached 6.7% of GDP in Hungary. I estimate the short-term growth-enhancing effect of the increment of these transfers to be very significant, at about 40–50%, and 50–60% of the increase in GDP of 9% and 7%, between 2011–15 and 2012–15, respectively.

### 2.2.1. Czynniki egzogeniczne

#### Negatywne

Kiedy partia FIDESZ doszła do władzy w 2010 roku, Węgry miały najwyższy wskaźnik zadłużenia zagranicznego netto i długu publicznego brutto do PKB wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej (wykresy A1 i A2). Po kryzysie światowym w latach 2008–2009, podobnie jak to miało miejsce w innych nadmiernie zadłużonych krajach, węgierskie przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe zmuszone były zdelewarować się (dostosować swoje bilanse), co zepchnęło rzeczywistą stopę wzrostu poniżej potencjalnej. Wysokie zadłużenie sektora publicznego, z kolei, nie dawało wielkiego pola manewru w zakresie stymulowania fiskalnego. Te dwa czynniki zdecydowanie ograniczyły wzrost gospodarczy Węgier w pierwszych latach rządów partii FIDESZ.

#### Pozytywne

- Zanim partia FIDESZ przejęła władzę, znaczna część programu stabilizacyjnego (obniżenie deficytów – zewnętrznego i finansów publicznych) zakończyła się, gdyż rząd Bajnaia podjął – wprawdzie procykliczne – działania by zmniejszyć nierównowagi makroekonomiczne w latach 2009–2010 (wykres A3).
- Nadzwyczaj sprzyjająca była sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych: rynki kapitałowe były płynne, a stopy procentowe wyjątkowo niskie.
- W latach 2014–2015 Węgry osiągnęły znaczną poprawę terms of trade (odpowiednio 0.5% i 1% PKB), głównie za sprawą spadku cen energii.
- Rząd odziedziczył kluczowe umowy z inwestorami zagranicznymi (zwłaszcza projekt inwestycyjny Mercedes).
- Co najważniejsze, mieliśmy do czynienia z wyjątkowym wzrostem transferów funduszy z UE. Do roku 2014 transfery środków unijnych na Węgrzech w relacji do dochodu narodowego brutto były najwyższe w grupie wszystkich krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W roku 2015 transfery stanowiły 6,7% PKB. Szacuję, że krótkoterminowy pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy tych transferów był bardzo znaczący: odpowiadały one za odpowiednio ok. 40–50% i 50–60% wzrostu PKB, który wyniósł 9% w latach 2011–15 i 7% w okresie 2012–15.



### 2.2.2. Policy-related (endogenous) factors

#### Positive

- Consolidation of the fiscal balance.
- Conversion of FX debts into domestic currency debts (this may give a boost to private consumption in the next few years).
- The National Bank has cautiously cut interest rates as far as possible.

#### Negative

- The introduction of a flat income tax and the removal of tax credits for low wage earners: This had a clearly negative effect on the income of poor households.
- Special/sectoral taxes on services, in particular on the financial sector. These measures hindered investment in the service sector. The levies on the financial sector constrained credit growth.
- As mentioned, there was a major deterioration in the institutional environment, e.g. undermining property rights and introducing retroactive legislation, which involved an increased perception of policy instability and uncertainty and, in particular, a significant increase in perceived corruption.
- The “freedom fight” against the IMF and the EU – designed for domestic political purposes – combined with an “opening to the East” has proven to be a failure. The “fight” resulted in external conflicts that the government could not win, while the conflict with the IMF was made up for communication purposes. The “opening to the East” had no results whatsoever in terms of increasing trade.

### 2.2.3. On Hungary’s “unorthodox” economic policy

Since a part of the international audience is willing to accept the Hungarian government’s claim that the recent acceleration in economic growth proves the success of its unorthodox economic policy, it is worth taking a brief

### 2.2.2. Czynniki endogeniczne

#### Pozytywne

- Konsolidacja finansów publicznych.
- Konwersja zadłużenia w walutach zagranicznych na dług w walucie krajowej (może to pobudzić konsumpcję prywatną w najbliższych latach).
- Bank centralny ostrożnie obniżał stopy procentowe na tyle, na ile było to możliwe.

#### Negatywne

- Wprowadzenie podatku liniowego i likwidacja ulg podatkowych dla najmniej zarabiających. Miało to zdecydowanie negatywny wpływ na dochody uboższych gospodarstw domowych.
- Specjalne podatki sektorowe na usługi, zwłaszcza na usługi finansowe. Te działania zahamowały inwestycje w sektorze usług. Dodatkowe obciążenia podatkowe w sektorze usług finansowych ograniczyły wzrost akcji kredytowej.
- Jak już wspomniałem, nastąpiło znaczne pogorszenie otoczenia instytucjonalnego, na przykład podważono prawa własności oraz wprowadzono legislację z mocą wsteczną. Wywołało to poczucie braku stabilności polityki i niepewność, a zwłaszcza znaczny wzrost percepcji korupcji.
- „Wojna o wolność” prowadzona z MFW i UE – kreowana na potrzeby polityki wewnętrznej – w połączeniu z „otwarcie na Wschód” okazała się porażką. „Wojna” ta doprowadziła to konfliktów zewnętrznych, których rząd nie był w stanie wygrać (podczas gdy konflikt z MFW został stworzony dla potrzeb propagandowych). „Otwarcie na Wschód” nie przyniosło jakichkolwiek rezultatów jeśli chodzi o zwiększenie wymiany handlowej.

### 2.2.3. O „nieortodoksyjnej” polityce gospodarczej Węgier

Ponieważ pewna część społeczności międzynarodowej jest gotowa zaakceptować twierdzenie rządu węgierskiego, że niedawne przyspieszenie wzrostu gospodarczego jest dowodem na to, że jego nieortodoksyjna polityka go-

look at what this policy actually means and what it really involves. Whether the recent improvement in Hungary's growth performance is due to this policy, or results from other factors, is a question to which I return in the next section.

As pointed out by Bihari (2016) and Mellár (2016), the general character of the economic policy pursued since 2010 is rather orthodox in the sense that the measures represent (and are rationalized by) conventional right-wing liberal notions. Examples include the flat income tax, trying to achieve the smallest possible public deficit (moreover, a balanced budget in the next few years) and the strictest regulation of unemployment benefits within the EU.

What may appear to be unorthodox is the expressly offensive rhetoric against service industries (in particular, financial services), accompanied by the introduction of heavy discriminatory levies (sectoral taxes) on these activities (retail chains, telecommunications and the energy sector). The underlying ideology, however, is extremely orthodox: it stems from the Marxist approach to distinguishing between "productive" and "unproductive" activities.

What is actually happening under the rubric of so-called unorthodox policies is a massive nationalization on the one hand (orthodox Marxism), and a large-scale redistribution of properties and markets on the other.<sup>4</sup> The latter is perceived as corruption by the public understandably so. However, as explained by an influential ideologist of the government, András Láncki (the head of a government think tank), what the public perceives as corruption is the very essence of the FIDESZ government's policy: to increase the capital stock under national ownership.<sup>5</sup> He did not explicitly state this, but the public clearly understands that the actual goal is to establish and financially strengthen a "new elite," strongly devoted to the current government.

---

<sup>4</sup> Magyar (2016) offers a detailed description and a critical analysis of the workings of the system.

<sup>5</sup> "What is referred to as corruption is practically the main element of the FIDESZ government's policy. By this I mean that the government aims to establish a national entrepreneurial class, as the pillar of a strong Hungary both in the countryside and in industry." Interview with András Láncki, published in *Magyar Idők*, December 21, 2015.

spodarcza odnosi sukces, warto przyjrzeć się temu, co ta polityka w rzeczywistości oznacza i jakie działania zawiera. Do pytania czy niedawne przyspieszenie wzrostu gospodarczego na Węgrzech jest wynikiem tej polityki czy też wynika z innych czynników, powrócę w kolejnej części.

Jak wskazywali Bihari (2016) i Mellár (2016), ogólny charakter polityki gospodarczej prowadzonej od 2010 roku jest raczej ortodoksyjny w tym sensie, że podejmowane działania reprezentują tradycyjne prawicowe poglądy liberalne. Przykładem jest płaski podatek dochodowy, próba uzyskania możliwie najmniejszego deficytu finansów publicznych (a ponadto zrównoważonego budżetu w ciągu najbliższych kilku lat) oraz najbardziej rygorystyczne w UE przepisy dotyczące zasiłków dla bezrobotnych.

Działaniem nieortodoksyjnym może wydawać się otwarcie agresywna retoryka skierowana przeciw sektorowi usług (szczególnie usług finansowych), której towarzyszyło wprowadzenie dużych dyskryminacyjnych opłat (podatków sektorowych) na te obszary działalności (sieci detaliczne, telekomunikacja i sektor energetyczny). Ideologia jaka za tym stoi jest już jednak bardzo ortodoksyjna: wywodzi się z marksistowskiego podziału działalności gospodarczej na „produktywną” i „nieproduktywną”.

Działania, które faktycznie w tej chwili są podejmowane pod szyldem tak zwanej polityki nieortodoksyjnej to z jednej strony masowa nacjonalizacja (ortodoksyjny Marksizm), a z drugiej strony prowadzona na szeroką skalę redystrybucja własności i rynków<sup>4</sup>. To drugie działanie postrzegane jest przez społeczeństwo, co zrozumiałe, jako korupcja. Nie mniej jednak, jak tłumaczy wpływowy ideolog rządowy András Láncki (szef rządowego think-tanku), to, co społeczeństwo postrzega jako korupcję, jest samą istotą polityki rządu partii FIDESZ: zwiększanie zasobów kapitału w rękach państwa<sup>5</sup>. Nie powiedział tego dosłownie, ale społeczeństwo jest przekonane, że faktycznym celem jest zbudowanie i wzmocnienie finansowe „nowych elit”, w pełni oddanych obecnej władzy.

---

<sup>4</sup> Magyar (2016) prezentuje szczegółowy opis i krytyczną analizę działań tego systemu.

<sup>5</sup> „To, o czym się mówi jako o korupcji jest praktycznie głównym elementem polityki rządu partii FIDESZ. Mam na myśli, że celem rządu jest stworzenie klasy narodowych przedsiębiorców jako podstawy silnych Węgier, zarówno na wsi jak i w przemyśle.” Wywiad z Andrásem Lánckim, opublikowany w *Magyar Idők*, 21 grudnia 2015 roku.

### 3. Some key issues and aspects of Hungary's recent economic performance

In the following, without attempting to be exhaustive, I discuss five points that I consider important for understanding recent developments in the Hungarian economy. These are: (i) early expectations vs. execution; (ii) Hungary's growth performance compared with its international peers; (iii) growth and change in the composition of incomes, employment and investments; (iv) the role of EU transfers; (v) deterioration in the quality of institutions. Several other important aspects of Hungary's macroeconomic developments – the increasing external surplus, the decreasing government deficit and the fall in net foreign debt – are highlighted by the charts in the Appendix.

#### 3.1. Early expectations vs. results

In 2010 the new government had very high expectations regarding the medium-term positive effects of its “unorthodox” policies. As a result of the introduction of the flat income tax, a significant increase in GDP, household consumption and gross capital formation was anticipated. Figure 4 compares the medium-term forecasts presented in the annex to the government budget for 2011 (prepared in late 2010, for the period 2011–14) with actual developments.

The left hand scales of the three graphs show forecast and actual cumulative growth of GDP, household consumption expenditure (HCE) and gross fixed capital formation (GFCF), respectively, while the right hand scales indicate the cumulative deviation between the forecasts and actual outcomes. The expected increase in both real GDP and real HCE by 2014 was 18%, and the forecast for GFCF was almost 40% growth. The actual increases were lower by 11, 16 and 24 percentage points respectively. The first medium-term plan released by the government was clearly over-optimistic, especially regarding investment growth.

### 3. Wybrane główne kwestie i aspekty ostatnich wyników gospodarczych Węgier

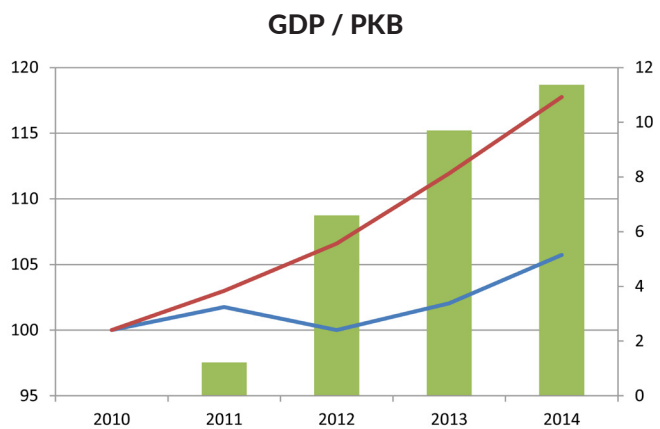
W tej części, nie próbując wyczerpać do końca tematu, omawiam pięć punktów, które uważam za ważne dla zrozumienia zmian, jakie zaszły w węgierskiej gospodarce ostatnio. Są to: (i) początkowe oczekiwania a ich realizacja; (ii) wzrost gospodarczy Węgier na tle międzynarodowym; (iii) wzrost dochodów, zatrudnienia i inwestycji oraz zmiany w ich strukturze; (iv) rola funduszy unijnych; (v) pogorszenie jakości instytucji. Kilka innych ważnych aspektów związanych z rozwojem sytuacji gospodarczej na Węgrzech, takich jak rosnąca nadwyżka w obrotach bieżących, spadający deficyt budżetowy oraz spadek zagranicznego zadłużenia netto, prezentują wykresy w Załączniku.

#### 3.1. Początkowe oczekiwania a ich realizacja

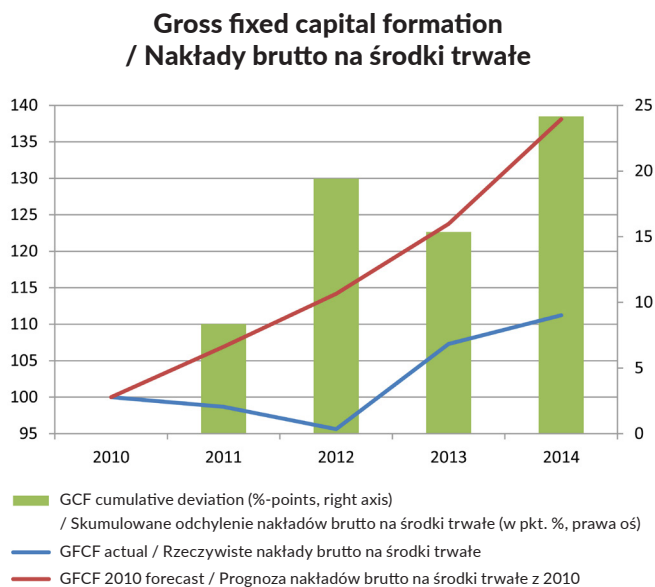
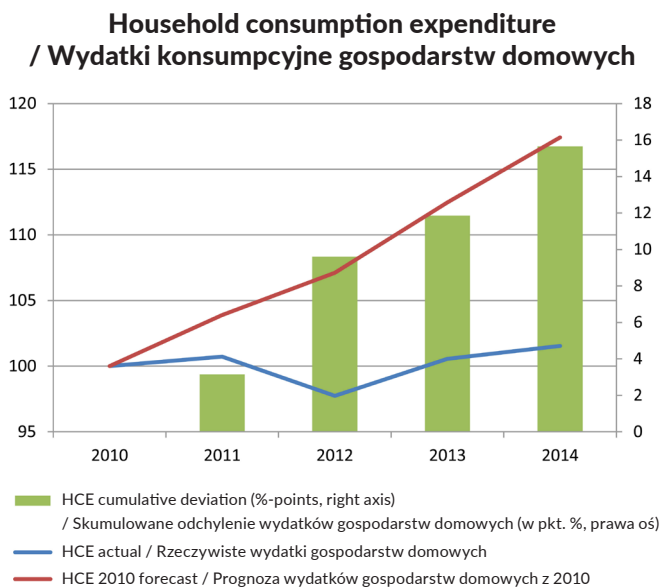
W roku 2010 nowy rząd miał bardzo wysokie oczekiwania odnośnie pozytywnych skutków, jakie w średnim terminie miała przynieść jego „nieortodoksyjna” polityka. Spodziewano się, że po wprowadzeniu płaskiego podatku dochodowego, znacznie wzrośnie PKB kraju, jak również konsumpcja gospodarstw domowych i inwestycje brutto. Wykres 4 przedstawia porównanie średnioterminowych prognoz opublikowanych w załączniku do budżetu rządu na 2011 rok (przygotowanych pod koniec 2010 roku, na okres 2011–2014) z rzeczywistymi wynikami. Na osiach po lewej stronie trzech wykresów mamy prognozy i rzeczywisty skumulowany wzrost PKB, wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych i nakładów brutto na środki trwałe, zaś po prawej stronie skumulowane odchylenia prognoz od faktycznych wyników. Oczekiwany wzrost zarówno realnego PKB jak i realnych wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych do roku 2014 wynosił 18%, zaś prognoza nakładów brutto na środki trwałe przewidywała wzrost o prawie 40%. Faktyczne wzrosty były niższe o odpowiednio 11, 16 i 24 punkty procentowe. Ten pierwszy średnioterminowy plan opublikowany przez rząd był zdecydowanie zbyt optymistyczny, zwłaszcza jeśli chodzi o wzrost inwestycji.

Figure 4: The government's forecasts in 2010, and results in the years 2011–2014, regarding growth in GDP, household consumption and gross fixed capital formation (Left-hand scale: forecasts and results, 2010 = 100; right-hand scale: cumulative deviation between expected and actual outcomes in percentage points)

Wykres 4: Prognozy rządu z 2010 roku i wyniki w latach 2011–2014 dotyczące wzrostu PKB, wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych i nakładów brutto na środki trwałe (oś lewa: prognozy i wyniki, 2010=100; oś prawa: skumulowane odchylenia między prognozami a faktycznym wynikiem, w punktach procentowych)



■ GDP cumulative deviation (%-points, right axis) / Skumulowane odchylenie PKB (w pkt. %, prawa oś)  
— GDP actual / Rzeczywisty PKB  
— GDP 2010 forecast / Prognoza PKB z 2010



■ GCF cumulative deviation (%-points, right axis) / Skumulowane odchylenie nakładów brutto na środki trwałe (w pkt. %, prawa oś)  
— GFCF actual / Rzeczywiste nakłady brutto na środki trwałe  
— GFCF 2010 forecast / Prognoza nakładów brutto na środki trwałe z 2010

Source: Budget annex for 2011, CSO (Central Statistical Office of Hungary)

Źródło: Aneks do budżetu na rok 2011, Główny Urząd Statystyczny Węgier

However, not more than three months after parliament accepted the budget for 2011, the government – referring to the large inherited public debt – released its *second* medium-term program.<sup>6</sup> This program prescribed significant cuts in public expenditures in the medium term, and included more modest forecasts regarding the growth in both GDP and domestic demand. In retrospect, it appears

Jednakże, niespełna trzy miesiące po tym, gdy Parlament uchwalił budżet na 2011 rok, rząd, odnosząc się do zastanego dużego długu publicznego, opublikował swój *drug* średnioterminowy program (nazwany „Planem Kálmána Szélla”)<sup>6</sup>. Program ten przewidywał znaczne cięcia wydatków publicznych w średnim okresie, jak również zakładał bardziej skromne prognozy dotyczące wzrostu PKB i jego

<sup>6</sup> Széll Kálmán Plan: Collaboration against debt. (The English version of the text has been removed from the government's home page). <http://2010-2014.kormany.hu/download/4/d1/20000/Sz%C3%A9ll%20K%C3%A1lm%C3%A1n%20Terv.pdf>

<sup>6</sup> Plan Kálmána Szélla: Wspólne przeciwdziałanie zaciąganiu długu. (Wersja tego tekstu w języku angielskim została usunięta ze strony internetowej rządu). <http://2010-2014.kormany.hu/download/4/d1/20000/Sz%C3%A9ll%20K%C3%A1lm%C3%A1n%20Terv.pdf>

that the government's second program addressed the huge hole created in the budget by the flat tax. The rationale presented for the prospective spending cuts was the large inherited debt, rather than the actual reason: the loss in public revenues due to the flat tax.

### 3.2. The growth of GDP and domestic demand: international comparison

Having compared the government's expectations with outcomes, another type of comparison is in order: how did Hungary perform relative to its peers? To be fair to the current government, the base year of this comparison is 2005, rather than 2010 (as in the charts presented above). This comparison is followed by an attempt to explain the reasons for the very slow recovery after the crisis of 2009, as well as the sharp upturn in 2014–15.

Figure 5 displays the evolution of real GDP, domestic demand, and its two main components (HCE and GFCF) in comparison with the other three Visegrád countries (V3: the Czech Republic, Poland and Slovakia), as well as with the average of the EU15. The figure reveals that Hungary's slow GDP growth and the country's slippage behind its peers is not a novel phenomenon, as it dates back to the second half of the 2000s. Between 2006 and 2008, the cumulative difference between the growth of the V3 and that of Hungary already reached 15–20 percentage points. The country was hit by the crisis of 2009 more severely (a 6.5% drop in GDP) than the other Visegrád countries, especially Poland, the only country that did not experience a recession in 2009. Though Slovakia's economy also declined significantly (by 5.5%) in 2009, a sharp recovery followed the recession. In Hungary, by contrast, the years following the crisis were characterized by stagnation or very slow growth, and a second recession in 2012. As a result, Hungary's real GDP reached the 2005 level only in 2013, when the other three countries were 20–35% above their 2005 level. In 2014–15, however, Hungary's economy picked up considerably, surpassing the growth rate of the Czech Republic and Slovakia and approximating that of Poland.

wykorzystaniu w kraju. Z perspektywy czasu wydaje się, że drugi program rządowy uwzględniał ogromną dziurę budżetową powstałą po wprowadzeniu płaskiego podatku dochodowego. Uzasadnieniem dla planowanych cięć wydatków był odziedziczony po poprzednich rządach wysoki poziom długu, a nie faktyczna przyczyna: utrata dochodów budżetowych po wprowadzeniu podatku płaskiego.

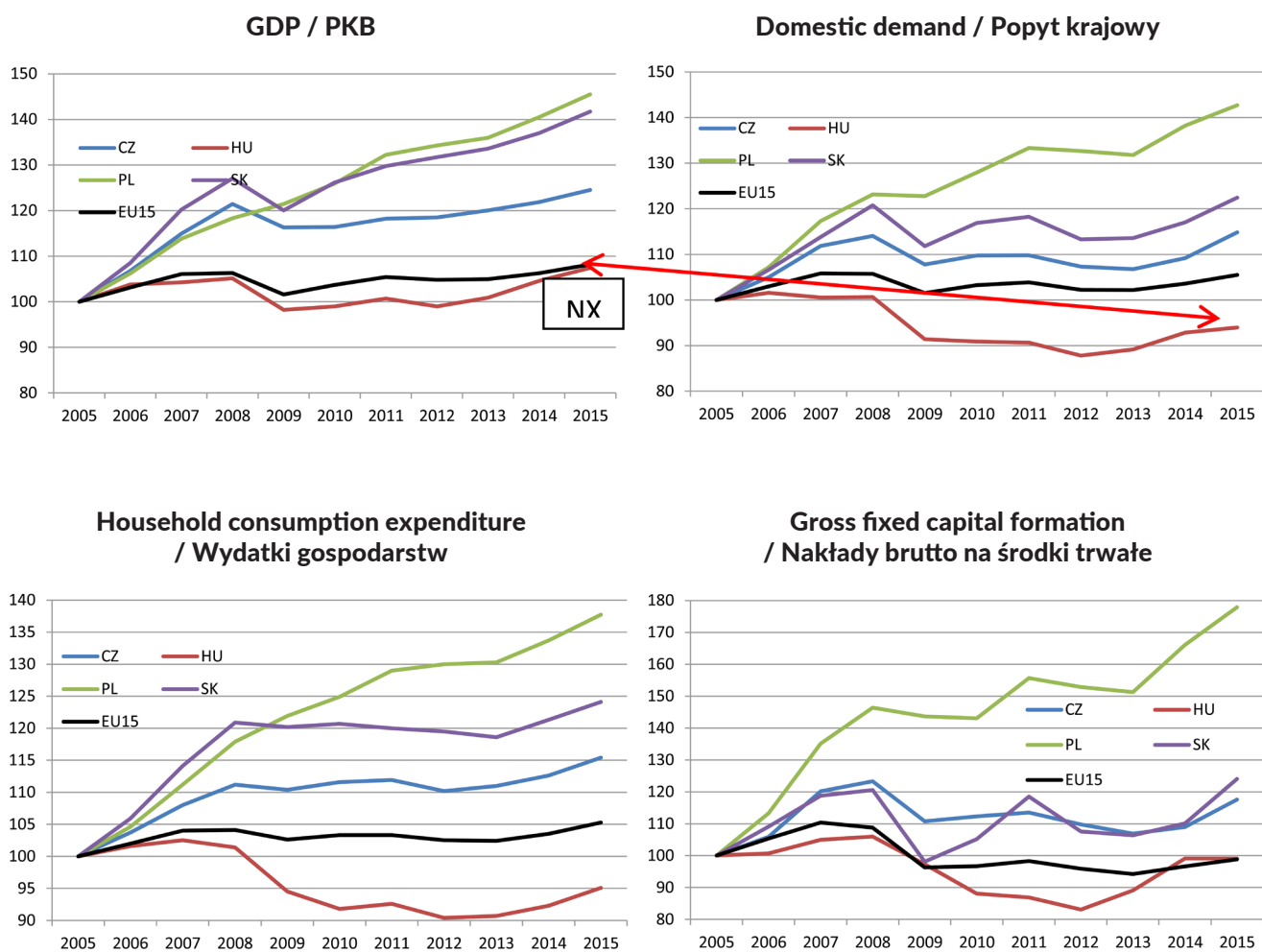
### 3.2. Wzrost PKB i popytu krajowego na tle międzynarodowym

Po zestawieniu oczekiwań rządowych z faktycznymi wynikami, nadszedł moment na kolejne porównanie: jak zachowywała się węgierska gospodarka na tle krajów – swoich odpowiedników? Aby być sprawiedliwym wobec obecnego rządu, przyjmijmy za bazę dla tego porównania rok 2005, zamiast roku 2010 (jak to zrobiliśmy na wcześniejszych wykresach). Po tym porównaniu spróbujemy wytłumaczyć powody bardzo wolnego ożywienia gospodarczego po kryzysie w 2009 roku, jak również gwałtowne przyspieszenie wzrostu w latach 2014–2015.

Wykres 5 przedstawia zmiany realnego PKB, popytu krajowego oraz jego dwóch głównych składników (wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych oraz nakładów brutto na środki trwałe) w porównaniu do pozostałych trzech krajów Grupy Wyszehradzkiej (Czech, Polski i Słowacji) oraz do średniej dla krajów UE-15. Wykres pokazuje, że wolny wzrost PKB Węgier oraz gorszy wynik na tle innych krajów nie jest zjawiskiem nowym, bo sytuacja taka ma miejsce od drugiej połowy ubiegłej dekady. W latach 2006–2008 skumulowana różnica między wzrostem gospodarczym trzech krajów Grupy Wyszehradzkiej a wzrostem Węgier wyniosła 15–20 punktów procentowych. Kraj boleśniej odczuł skutki kryzysu w 2009 (spadek PKB o 6,5%) niż pozostałe kraje Grupy, a zwłaszcza Polska – jedyny kraj, który nie doświadczył recesji w 2009 roku. Mimo, że gospodarka Słowacji również odnotowała znaczną zapaść (spadek PKB o 5,5%) w 2009 roku, to po okresie recesji nastąpiło szybkie ożywienie. Na Węgrzech natomiast po kryzysie nadeszły lata stagnacji gospodarczej lub bardzo wolnego wzrostu, a później druga recesja w 2012 roku. W rezultacie, realny PKB Węgier osiągnął poziom z 2005 roku dopiero w roku 2013, podczas gdy pozostałe trzy kraje Grupy miały PKB o 20–35% wyższy niż w 2005 roku. Jednak w latach 2014–2015 gospodarka Węgier doświadczyła znacznego ożywienia a tempo wzrostu gospodarczego było wyższe niż w Czechach czy Słowacji i zbliżyło się do poziomu w Polsce.

Figure 5: Evolution of GDP, domestic demand, household consumption and gross fixed capital formation in the Visegrád countries and the EU15 (2005=100)

Wykres 5: Zmiany PKB, popytu krajowego, wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych oraz nakładów brutto na środki trwałe w krajach Grupy Wyszehradzkiej i krajach UE-15 (2005=100)



Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

As shown by the upper right-hand pane, in Hungary the cumulative decline in domestic demand was much larger than in GDP. The explanation is that the increase in net exports (similarly to Slovakia) made a large positive contribution to the change in GDP. The lower two charts of the figure reveal the cumulative gap between Hungary and the other countries with respect to changes in the two major components of domestic demand: household consumption and gross fixed capital formation (GFCF). In Hungary, consumption was 5% lower in 2015 than in 2005, while GFCF reached the 2005 level only in 2014. Regarding consumption, Hungary fell behind not only the V3, but also the EU15, while in investments it performed similarly to the EU15, but much worse than the V3 countries.

Jak widać na prawym górnym wykresie, skumulowany spadek popytu krajowego na Węgrzech był znacznie głębszy niż spadek PKB. Wytłumaczeniem tego zjawiska jest fakt, że duży pozytywny wpływ na zmianę wielkości PKB miał wzrost eksportu netto (podobnie jak na Słowacji). Dwa dolne wykresy ilustrują skumulowaną różnicę między Węgrami i pozostałymi krajami, jeśli chodzi o dwa główne składniki popytu krajowego: wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych i nakłady brutto na środki trwałe. Na Węgrzech konsumpcja w roku 2015 była o 5% niższa roku niż w 2005 roku, podczas gdy nakłady brutto na środki trwałe osiągnęły poziom roku 2005 dopiero w 2014 roku. Jeśli chodzi o konsumpcję, Węgry wypadają gorzej nie tylko w porównaniu z pozostałymi krajami Grupy, ale



The two phases of the relative underperformance of Hungary's economy since 2005 have different explanations. As already discussed in section 2, the slow growth between 2006 and 2008 is primarily due to the fiscal consolidation necessitated by the large external and public debt, as well as the country's unsustainable macroeconomic imbalances. But from 2010 on, deleveraging (balance-sheet adjustment) in the private sector turned out to be an important factor hindering economic growth (the steady decline in the gross and net foreign debt/GDP ratio is shown by figure A3). However, as will be demonstrated in the following sections, domestic factors also had a role in the slow recovery of the economy, while external/exogenous factors made a major contribution to the acceleration of growth in 2014–15.

### 3.3. Developments in income, employment and investments between 2011 and 2015

#### 3.3.1. Household income

Between 2011 and 2013 real GDP increased by a mere 2%, while household consumption expenditure (HCE) fell by almost 1.5% (the figures reflect total changes in the period). As a result of the acceleration in 2014 and 2015, the increase in GDP reached 8.8%, while HCE grew by 3.5% during the 5 years following 2010.

The aforementioned balance sheet adjustment (deleveraging) is certain to have constrained the growth of personal consumption, but this is only part of the story. The other part has to do with the massive redistribution of incomes entailed by policy measures, in particular the introduction of the flat tax and the removal of tax credits for low wage earners. Figure 6 illustrates the effects of these measures (and others that are biased against the poor and favor wealthier families, such as the family tax allowance).

również krajami UE-15. Poziom inwestycji jest podobny jak w krajach UE-15, ale o wiele gorszy niż w trzech krajach Grupy Wyszehradzkiej.

Te dwie fazy relatywnie słabszej kondycji węgierskiej gospodarki od roku 2005 mają różne wytłumaczenia. Jak zostało już omówione w części 1, wolny wzrost w latach 2006–2008 wynikał głównie z konsolidacji fiskalnej koniecznej do przeprowadzenia z powodu wysokiego poziomu długu zagranicznego i publicznego, a także z powodu nierównowagi makroekonomicznej nie do utrzymania. Ale począwszy od roku 2010 proces delewarowania (dostosowania w bilansach) w sektorze prywatnym okazał się być ważnym czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy (systematyczny spadek wskaźnika długu zagranicznego brutto i netto do PKB pokazuje wykres A3). Jednakże, co zostanie pokazane w kolejnych częściach opracowania, czynniki krajowe również miały wpływ na wolne tempo ożywienia gospodarczego, a czynniki zewnętrzne (egzogeniczne) odegrały główną rolę jeśli chodzi o przyspieszenie wzrostu w latach 2014–2015.

### 3.3. Zmiany w dochodach, zatrudnieniu i inwestycjach w latach 2011–2015

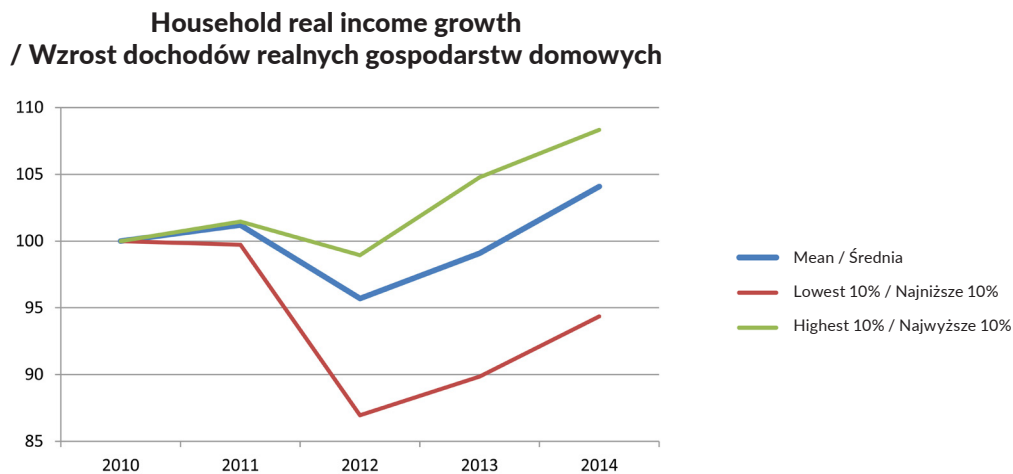
#### 3.3.1. Dochody gospodarstw domowych

W latach 2011–2013 realny wzrost PKB wyniósł zaledwie 2%, a wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych spadły o blisko 1,5% (dane te odzwierciedlają całkowitą zmianę w tym okresie). W wyniku ożywienia gospodarczego w latach 2014 i 2015, wzrost PKB wyniósł 8,8%, a wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych zwiększyły się o 3,5% w ciągu 5 lat po roku 2010.

Wspomniane już dostosowanie bilansów przedsiębiorstw (delewarowanie) z pewnością ograniczyło wzrost spożycia indywidualnego, ale to tylko część tej historii. Druga część to zakrojona na szeroką skalę redystrybucja dochodów spowodowana polityką gospodarczą, w szczególności wprowadzeniem podatku płaskiego i likwidacją ulg podatkowych dla najgorzej zarabiających. Wykres 6 ilustruje skutki tych działań (a także innych, na których straciła uboższa część społeczeństwa, a zyskały bogatsze rodziny, jak na przykład ulga podatkowa dla rodzin).

Figure 6: Change in real household incomes: mean, lowest decile, highest decile (2010=100)

Wykres 6: Zmiany w dochodach realnych gospodarstw domowych: średnia, najniższy i najwyższy decyl (2010=100)



Source: Own calculations based on Central Statistical Office (CSO)

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Głównego Urzędu Statystycznego

In 2012 Hungary experienced a recession (related to the pro-cyclical fiscal adjustment – see Figure A3 – induced by the shortfall in revenues due to the flat tax), and real household incomes declined. However, the fall in the lowest decile was much steeper than in the highest. In the next two years, real incomes increased in all income groups; nevertheless, as shown by figure 6, the gap between the lowest and the highest decile significantly widened by 2014. While the real income of poor households fell by 5%, the wealthiest part of the population gained 8% between 2011 and 2014.

These developments help us understand the sluggish growth in consumption: incomes were redistributed from that part of the population which has the largest propensity to consume, to those whose propensity is the lowest.

### 3.3.2. Employment

A further factor affecting consumption is the number of people employed. The government considers the increase in employment as a major proof of its claim that “Hungarian reforms work.” The labor force statistics (LFS) certainly indicate a substantial increase in total employment: a gain of 0.4 million (from 3.7 million to 4.1 million), i.e. 11% growth between 2010 and 2015. However, as shown by the fig-

W 2012 roku Węgry zostały dotknięte recesją (związaną z procyklicznym dostosowaniem fiskalnym – patrz Wykres 3 – spowodowanym ubytkiem dochodów budżetowych po wprowadzeniu podatku płaskiego) i realne dochody gospodarstw domowych spadły. Jednak spadek w najniższym decylnym był o wiele gwałtowniejszy niż w najwyższym. W ciągu następnych dwóch lat dochody realne wzrosły we wszystkich grupach dochodowych; niemniej jednak, co pokazuje Wykres 6, różnica pomiędzy najniższym a najwyższym decylem znacznie się zwiększyła do 2014 roku. Podczas gdy realny dochód uboższych gospodarstw domowych spadł o 5%, najbogatsza część społeczeństwa zyskała 8% w latach 2011–2014. Te zjawiska pozwalają nam zrozumieć powolny wzrost konsumpcji: nastąpiła redystrybucja dochodów od tej części społeczeństwa, która ma największą skłonność do konsumpcji, do grupy, której skłonność jest najniższa.

### 3.3.2. Zatrudnienie

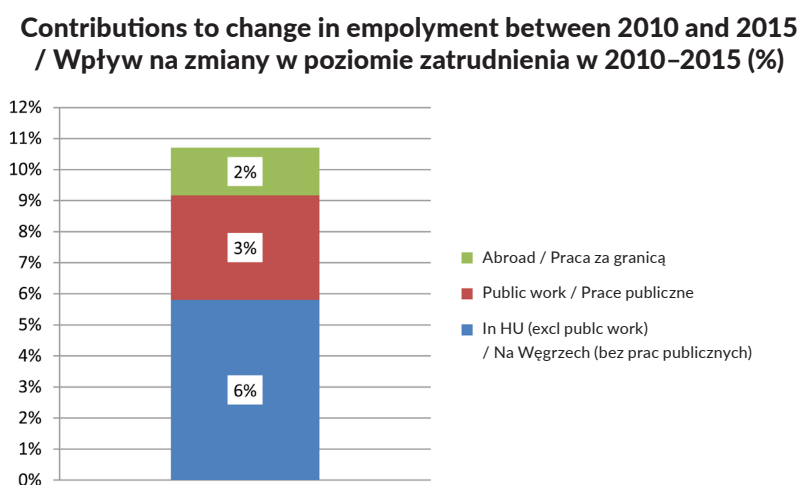
Kolejnym czynnikiem, który ma wpływ na konsumpcję jest poziom zatrudnienia. Rząd uważa wzrost zatrudnienia za główny dowód na prawdziwość swojego twierdzenia, że „węgierskie reformy odnoszą sukces”. Dane z rynku pracy wyraźnie wskazują na znaczny wzrost całkowitej liczby zatrudnionych: wzrost o 0,4 miliona (z 3,7 miliona do 4,1 miliona), czyli o 11% w okresie 2010–2015. Jednak,

ure below, 2 percentage points of the 11% increase comes from people working abroad, and 3 points from those who are involved in public work schemes, which are mainly substitutes for unemployment benefits. Only 6 percentage points (not much more than half) of the increase can be attributed to the rise in actual domestic employment. Moreover, while the number of employees in the business sector increased by about 0.1 million since 2010, this still means a decline relative to the peak in 2008.

co pokazuje wykres poniżej, 2 punkty procentowe z tego 11% wzrostu to zasługa osób pracujących zagranicą, a 3 punkty pochodzą z programów robót publicznych, które to w głównej mierze zastępują zasiłki dla bezrobotnych. Jedynie 6 punktów procentowych (niewiele więcej niż połowa) z tego wzrostu to zasługa rosnącego poziomu faktycznego zatrudnienia krajowego. Ponadto, o ile liczba zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się o około 0,1 mln od 2010 roku, to mamy ciągle jeszcze spadek w porównaniu do szczytu z 2008 roku.

Figure 7: Contributions to the change in employment, 2010–2015 (percentage points)

Wykres 7: Zmiany w poziomie zatrudnienia wg czynników, między 2010 r. a 2015 r. (punkty procentowe)



Source: CSO, database of the Institute of Economics, HAS

Źródło: Główny Urząd Statystyczny i baza danych Instytutu Ekonomii Węgierskiej Akademii Nauk

Regarding the Hungarian economy's prospects, the increase in employment abroad cannot be considered a favorable development. Though the ratio of remittances of workers abroad increased from 1.5% of GDP to 3% between 2010 and 2015, this actually means that the most talented and motivated part of the labor force simply exited the Hungarian labor market. The major problem with employment in public works, in turn, stems from the very low rate of exit to the actual labor market, even though wages are lower than the minimum wage.

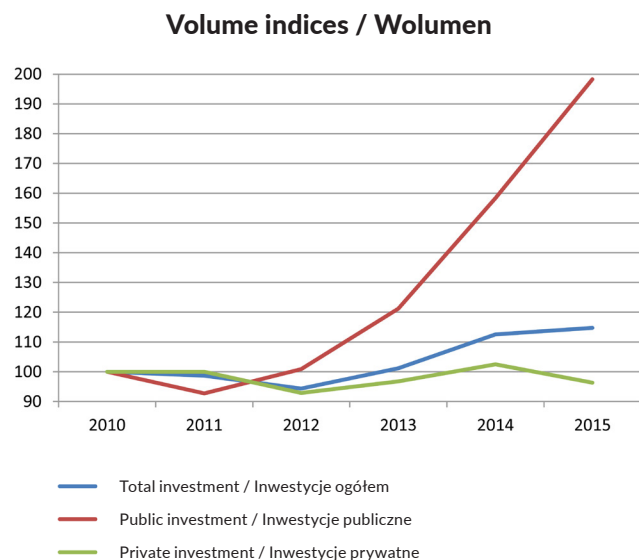
Jeśli chodzi o perspektywy rozwoju węgierskiej gospodarki, wzrost liczby zatrudnionych zagranicą trudno uznać za czynnik korzystny. Choć skala transferów pieniężnych związanych z pracą zagranicą zwiększyła się z 1,5% PKB do 3% PKB w okresie 2010–2015, oznacza to, że najbardziej utalentowana i najlepiej zmotywowana część siły roboczej po prostu opuściła węgierski rynek pracy. Największy problem związany z zatrudnieniem w robotach publicznych, z kolei, stanowi fakt, że bardzo niewielka część pracowników w nich zatrudnionych przechodzi do wolnego rynku pracy, mimo że ich zarobki są poniżej wynagrodzenia minimalnego.

### 3.3.3. Investments

The government considers the increase in investments to be a further indication of the success of its policy. This claim corresponds to the facts only in the sense that the increase in investments over the past five years is the result of public investments.

The two panes of Figure 8 indicate the importance of public investments from two perspectives. The left pane shows increases in real terms relative to 2010: while government investments doubled through 2015, private investments were lower than in 2010. The right pane, in turn, indicates the massive upsurge in the share of public investments. Their share in GDP grew from 3.5% to 7%, and from 17% to 31% in total investments, between 2010 and 2015. This strongly suggests that public investments made a major contribution to recent economic growth.

Figure 8: Volume of public, private and total investments (2010=100, left pane) and share of public investments in total investments and in GDP (2010–2015, right pane)



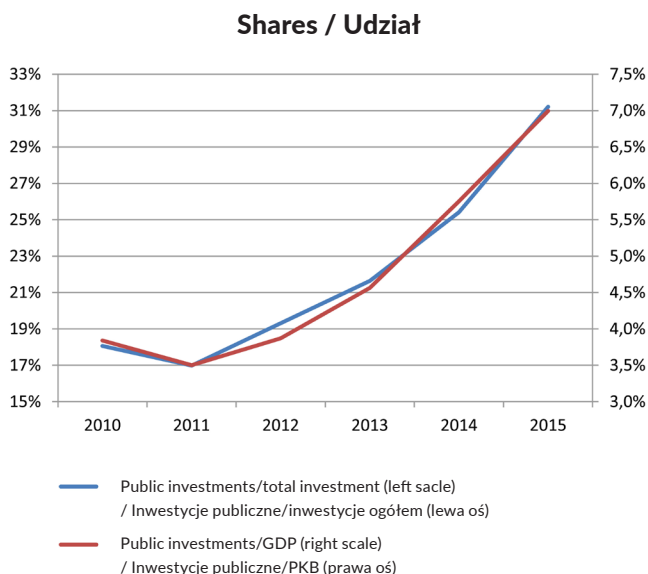
Source: CSO

### 3.3.3. Inwestycje

Według rządu rosnące inwestycje to kolejny dowód na to, że jego polityka odnosi sukces. Ten argument jest zgodny z rzeczywistością tylko w tym sensie, że wzrost poziomu inwestycji w ciągu ostatnich pięciu lat wynika z inwestycji publicznych.

Dwa okienka składające się na Wykres 8 pokazują znaczenie inwestycji publicznych z dwóch perspektyw. Wykres z lewej strony pokazuje wzrost inwestycji w ujęciu realnym w porównaniu do roku 2010: podczas gdy inwestycje rządowe podwoiły się w ciągu pięciu lat (2015/2010), inwestycje prywatne były (w 2015 r. – dopisek red.) mniejsze niż w 2010 roku. Prawy wykres, z kolei, ilustruje olbrzymi wzrost udziału inwestycji publicznych. Ich udział w PKB wzrósł z 3,5% do 7%, oraz z 17% do 31% w inwestycjach ogółem w okresie 2010–2015. To pokazuje, że inwestycje publiczne miały zasadniczy wpływ na wzrost gospodarczy w ostatnim czasie.

Wykres 8: Wolumen inwestycji publicznych, prywatnych i ogółem (2010=100, lewy wykres) oraz udział inwestycji publicznych w inwestycjach ogółem i PKB (2010–2015, prawy wykres)



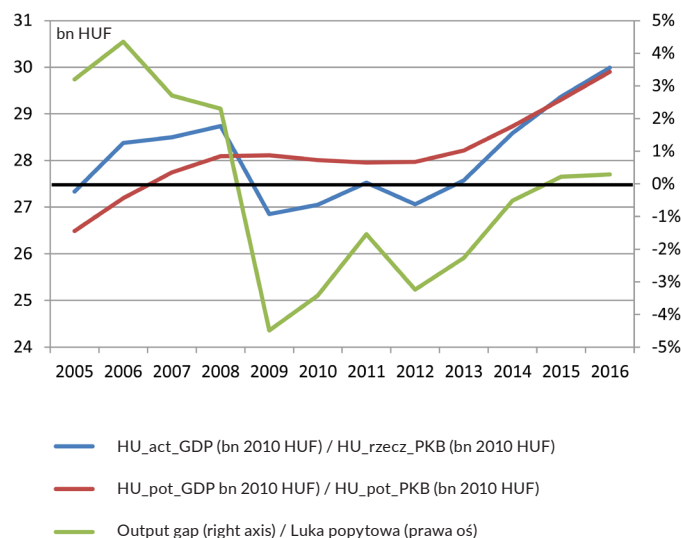
Źródło: Główny Urząd Statystyczny

### 3.4. Factors behind the acceleration of growth in 2014–2015: the closing of the output gap and increase in EU transfers (the source of public investments)

Explaining the upturn of the economy in 2014 and 2015 involves two steps: (i) a look at the actual and the potential level of GDP, as well as at the evolution of the output gap, (ii) a look at the role of transfers from the EU, and a comparison of their role in the increase of GDP with the role of public investments. With respect to potential growth and calculations regarding the output gap, I rely on the estimates of the European Commission.

As shown by Figure 9, there was a very rapid convergence of actual to potential GDP between 2012 and 2015, closing the output gap by the end of that period. This suggests that the recent acceleration in Hungary's growth is likely to be temporary. (Government of Hungary (2016) thinks otherwise; I return to this point in the final section.)

Figure 9: Actual and potential GDP (HUF bn, 2010 prices) and output gap (in % of potential GDP)



Source: AMECO-database

### 3.4. Czynniki odpowiedzialne za przyspieszenie wzrostu w latach 2014–2015: domknięcie luki popytowej i wzrost transferów unijnych (źródło finansowania inwestycji publicznych)

Aby wytłumaczyć przyczyny ożywienia gospodarczego w 2014 i 2015 roku, należy zrobić dwie rzeczy: (i) spojrzeć na rzeczywisty i potencjalny poziom PKB oraz na zmiany w luce popytowej, (ii) przyjrzeć się, jaką rolę odegrały transfery z UE i porównać ich wpływ na wzrost PKB z wpływem inwestycji publicznych. Jeśli chodzi o potencjalny wzrost i wyliczenia dotyczące luki popytowej, korzystam z szacunków Komisji Europejskiej.

Jak pokazuje Wykres 9, w latach 2012–2015 mieliśmy do czynienia z bardzo szybką konwergencją rzeczywistego PKB do PKB potencjalnego, i domknięciem luki popytowej w 2015 roku. To sugeruje, że niedawne przyspieszenie wzrostu gospodarczego na Węgrzech może mieć charakter przejściowy. (Rząd węgierski (Government of Hungary 2016) tak nie uważa; wróć do tej kwestii w ostatniej części opracowania.)

Wykres 9: Rzeczywisty i potencjalny PKB (w mld forintów, w cenach 2010 roku) oraz luka popytowa (jako % potencjalnego PKB)

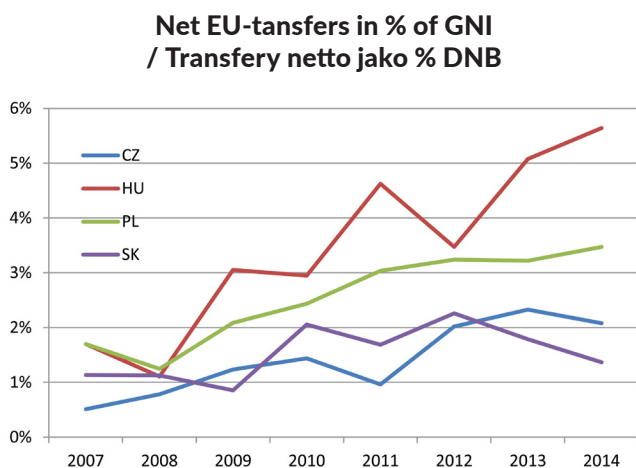
Źródło: Baza danych AMECO

Figure 10 points to a major factor behind Hungary's recent growth performance: the exceptionally high utilization of EU-funds compared with other countries (left

Wykres 10 pokazuje główny czynnik odpowiedzialny za niedawne przyspieszenie wzrostu gospodarczego na Węgrzech: wyjątkowo wysokie wykorzystanie funduszy unijnych w po-

pane) and the change in the average of 2007–2010 and 2011–2014 (right pane).

Figure 10: Net EU transfers in the V4 countries between 2007 and 2014 (in % of GNI, left pane) and ranking of countries according to the change between the average for 2007–10 and 2011–14 (percentage points, right pane)



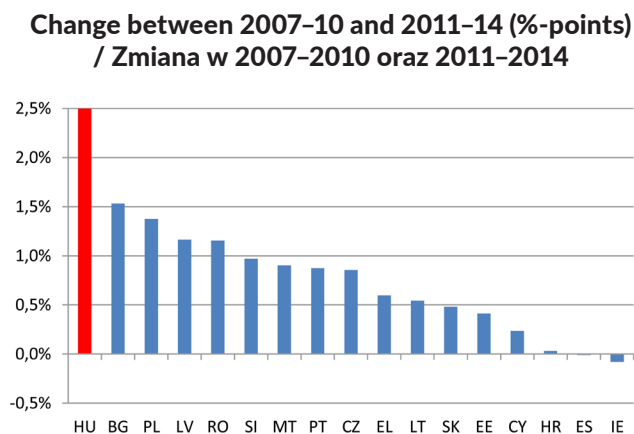
Source: EU expenditure and revenue 2000–2014

Figure 10 strongly suggests that Hungary's recent growth is closely related to intensive absorption of EU funds. Figure 11 presents calculations and illustrative estimates regarding the role of the "EU effect" in Hungary's recent economic growth. The left pane shows the contribution of public investments to economic growth between 2010 and 2015, and 2011–2015, respectively. As it turns out, roughly half of economic growth is due to public investments (closely related to the utilization of EU funds). The right pane presents some counterfactual estimates regarding economic growth in the absence of increases in (i) EU funds or (ii) public investments (financed from EU funds). These illustrative estimates are meant to give a general idea of the impact of EU transfers on the recent growth of the Hungarian economy. They suggest that between 2010 and 2015, ceteris paribus, GDP growth could have been by 4 percentage points lower without EU funds, or public investments.

Additionally, as shown by figure A2, EU transfers significantly contributed to the decline in net foreign debt.

równaniu z innymi krajami (Grupy Wyszehradzkiej – dopisek red.) (lewa część) oraz zmianę (w transferach środków unijnych netto na rzecz Węgier – dopisek red.) w latach 2011–2014 w porównaniu z latami 2007–2010 (prawa część).

Wykres 10: Transfery netto z UE w 4 krajach Grupy Wyszehradzkiej w okresie 2007–2014 (jako % dochodu narodowego brutto, lewa część) oraz ranking krajów według zmiany średniorocznego (transferu netto z UE- dopisek red.) liczonego dla okresu 2007–2010 i 2011–2014 (punkty procentowe, prawa część)



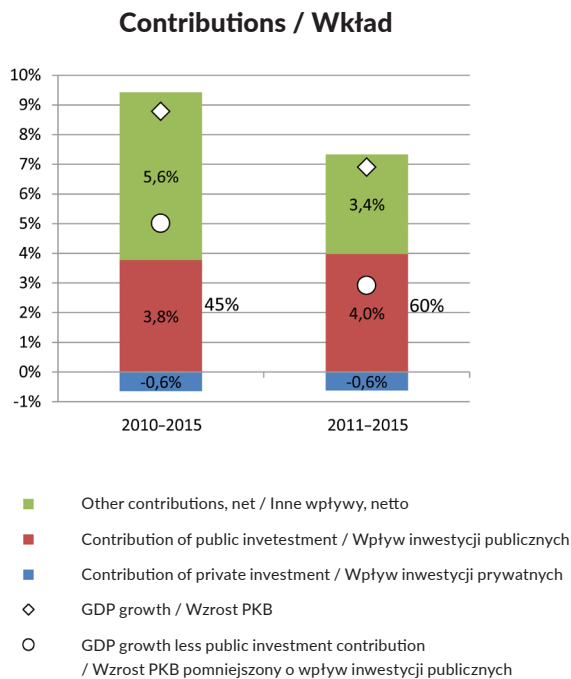
Źródło: Wydatki i dochody UE 2000–2014

Wykres 10 wyraźnie pokazuje, że niedawny wzrost gospodarczy na Węgrzech jest ściśle związany z silną absorpcją środków unijnych. Wykres 11 przedstawia obliczenia i szacunki dotyczące tego, jaką rolę we wzroście gospodarczym Węgier ostatnich lat odegrał „efekt UE”. Lewy wykres ilustruje udział inwestycji publicznych we wzroście gospodarczym odpowiednio w latach 2010–2015 oraz 2011–2015. Jak widać, mniej więcej połowa wzrostu gospodarczego to zasługa inwestycji publicznych (finansowanych ze środków unijnych). Prawy wykres przedstawia kontrfaktyczne szacunki dotyczące wzrostu gospodarczego w przypadku braku wzrostu (i) transferów unijnych lub (ii) inwestycji publicznych (finansowanych ze środków unijnych). Te szacunkowe dane pomagają zbudować ogólny obraz jaki byłby wpływ środków unijnych na niedawny wzrost węgierskiej gospodarki. Wynika z nich, że w latach 2010–2015, ceteris paribus, bez środków unijnych lub inwestycji publicznych wzrost PKB byłby niższy o 4 punkty procentowe.

Ponadto, co pokazuje wykres A2, napływ funduszy z UE przyczynił się znacząco do spadku zadłużenia zagranicznego netto.



Figure 11: Contribution of public investments to GDP growth (percentage points, left pane) and an illustrative calculation of the effect of EU transfers on GDP-growth (2010=100, right pane)

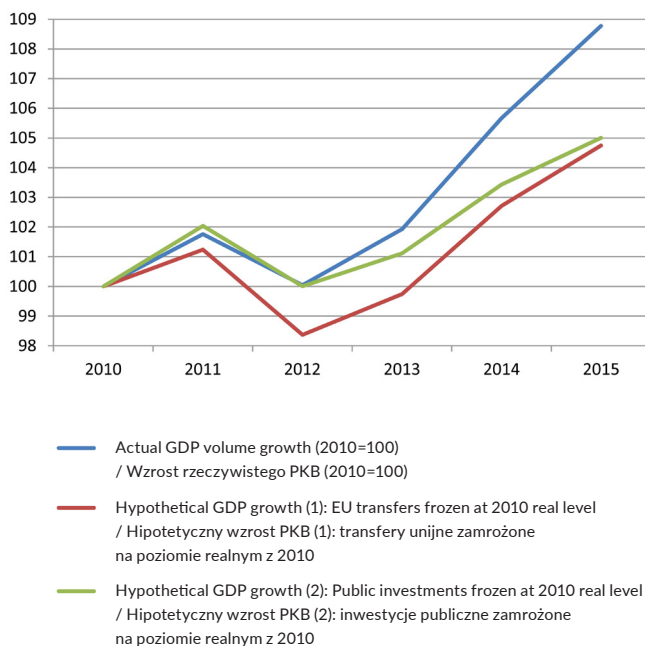


Source: own calculations based on CSO and MNB

### 3.5. Deterioration in the quality of institutions

Several international surveys provide comparable information on the quality of institutions underlying economic activity, but in the following I shall rely on only one: the Global Competitiveness Report of the World Economic Forum (2010 and 2015). The reason for my choice is that while it shows almost identical changes in Hungary's institutional quality to other surveys, this report also includes a comparison of other aspects of relative international performance (e.g. education, the quality of the labor force, infrastructure), which are not directly related to institutional quality. This allows us to compare overall ranks and their changes (the weighted outcome of all factors) with those results that are related to institutions themselves.

Wykres 11: Wkład inwestycji publicznych we wzrost PKB (w punktach procentowych, lewy wykres) oraz szacunki wpływu transferów unijnych na wzrost PKB (2010=100, prawy wykres)

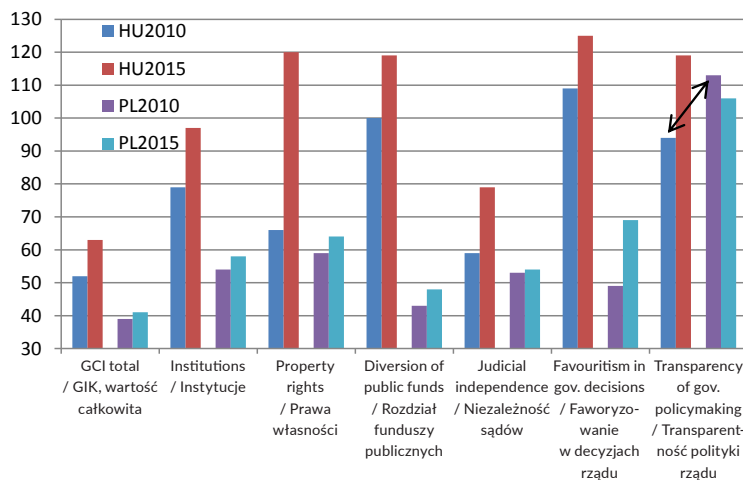


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego oraz Narodowego Banku Węgier

### 3.5. Pogorszenie się jakości instytucji

Mamy kilka międzynarodowych badań pokazujących jak jakość instytucji wpływa na działalność gospodarczą, ale ja skupię się w tej części tylko na jednym takim badaniu: Globalnym Raporcie Konkurencyjności Światowego Forum Ekonomicznego (World Economic Forum 2010 i 2015). Powód, dla którego wybrałem ten raport jest taki, że podczas gdy pokazuje on prawie identyczne zmiany w jakości instytucji na Węgrzech jak inne badania, zawiera również porównanie innych aspektów działalności na tle międzynarodowym (edukacja, jakość siły roboczej, infrastruktura), które nie są bezpośrednio związane z jakością instytucjonalną. Daje nam to możliwość porównania ogólnych rankingów i ich zmian (wynik ważony wszystkimi czynnikami) z tymi wynikami, które są związane z samymi instytucjami.

Figure 12: Rankings according to the Global Competitiveness Index and its subcomponents in 2010 and 2015: a comparison between Hungary and Poland (a lower score is better)



Source: World Economic Forum (2010 and 2015)

Note: in 2010: rank among 139 countries; in 2015: among 140 countries

Between 2010 and 2015 there was a clear deterioration in Hungary's rank on the basis of the Global Competitiveness Index. Poland initially was in a better position; the change in its rank was insignificant (see the first four bars of the figure). Regarding the quality of institutions, Hungary's position deteriorated to a greater extent than its overall ranking or the ranking of Poland (see the next four bars). The next five indicators reveal positions of (and changes in) some fundamental aspects of institutional quality. As it turns out, Hungary experienced the steepest decline in terms of the perception of protection of property rights – both in comparison with its former position and with that of Poland. It is not necessary to review the position of the two countries by the ranking of specific institutions one by one (the deterioration of Hungary's position in every aspect is extremely clear), but it is useful to call attention to the last four bars, indicating the transparency of government policy-making. This is the only aspect in which Hungary had a better rank than Poland in 2010, but by 2015 the positions had reversed in this respect as well.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> In April 2016, the government suddenly announced the withdrawal of its decision, made a year earlier, that shops are to be closed on Sundays. The cancellation of this unpopular ban was made just as hastily and clumsily, without the slightest attempt to negotiate with any of the social partners affected by the decision, as was the implementation of the ban in 2015. If the government had set out with the express purpose of providing a clear example of what a lack of policy stability and transparency actually means, it could hardly have done it better.

Wykres 12: Ranking wg Globalnego Indeksu Konkurencyjności i jego składników w 2010 i 2015 roku: porównanie Węgier i Polski (im niższa pozycja tym lepiej)

Źródło: Światowe Forum Ekonomiczne (World Economic Forum 2010 i 2015)

Uwaga: W 2010 roku ranking objął 139 krajów; w 2015 – 140

W okresie 2010–2015 widać wyraźne pogorszenie pozycji Węgier w rankingu Globalnego Indeksu Konkurencyjności. Pozycja Polski na początku była lepsza od miejsca Węgier, a jej zmiany w tym rankingu były nieznaczne (patrz cztery pierwsze słupki wykresu). Jeśli chodzi o jakość instytucji, pozycja Węgier pogorszyła się bardziej niż pozycja kraju w rankingu ogólnym, czy też w porównaniu do rankingu Polski (patrz kolejne cztery słupki). Pięć kolejnych wskaźników przedstawia miejsca (i ich zmiany), jeśli chodzi o fundamentalne aspekty jakości instytucji. Okazuje się, że Węgry odnotowały najgłębszy rozkład w obszarze ochrony praw własności (jej percepcji), zarówno w porównaniu z wcześniejszą pozycją w rankingu, jak i z pozycją Polski. Nie ma potrzeby omawiać po kolei pozycji tych dwóch krajów w rankingu poszczególnych instytucji (pogorszenie pozycji Węgier w każdym przypadku jest nadzwyczaj oczywiste), ale warto zwrócić uwagę na cztery ostatnie słupki, pokazujące transparentność polityki rządu. Jest to jedyny aspekt, w którym Węgry zajmowały lepszą pozycję niż Polska w 2010 roku, ale do roku 2015 ta sytuacja również się odwróciła<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> W kwietniu 2016 roku rząd niespodziewanie wycofał się ze swojej wcześniejszej decyzji, podjętej rok wcześniej, dotyczącej zakazu handlu w niedziele. Decyzja o wycofaniu się z tego niepopularnego zakazu była równie nagła i niezdarna oraz podjęta bez najmniejszej próby konsultacji z którymkolwiek z partnerów społecznych, jak samo wprowadzenie zakazu w 2015 roku. Zupełnie jakby rząd spieszył się, by dać jasny przykład, co w praktyce oznacza brak stabilności i transparentności polityki.

## 4. Growth prospects

In March 2016 almost all projections for the Hungarian economy estimated the country's growth potential for the next few years at about 2–2.5%, which is very low for attaining substantial long-term convergence.<sup>8</sup> The contribution of capital is likely to be small in comparison with Poland, while the increase in total factor productivity (TFP) is estimated to be much lower than in Slovakia. Figure 13 presents the forecasts of the European Commission, which are at the lower end of the range of forecasts for growth in the coming years (2%). The Commission staff estimates the prospective growth of Hungarian total factor productivity at 0.5–1%. The rest is expected from an increase in capital and labor, none of which are likely to materialize in 2016. Hungary's economic growth is set to slow in 2016 due to lower absorption of EU-funds; the real question, however, concerns the evolution of institutional quality. Without substantial improvements, the outlook for the Hungarian economy is rather bleak.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> See e.g., Government of Hungary (2015), National Bank of Hungary (2014), IMF (2015), European Commission (2016).

<sup>9</sup> By the time this paper was being finalized, recent projections by the IMF (2016), OECD (2016) and the Government of Hungary (2016) had been published. All of the international organizations estimate Hungary's potential growth for the next few years at about 2%, but the Hungarian government changed its former estimate (2–2.5%) and now forecasts it as close to 3%. I see no reason for this revision, and I agree with the estimates of the international organizations.

## 4. Perspektywy wzrostu

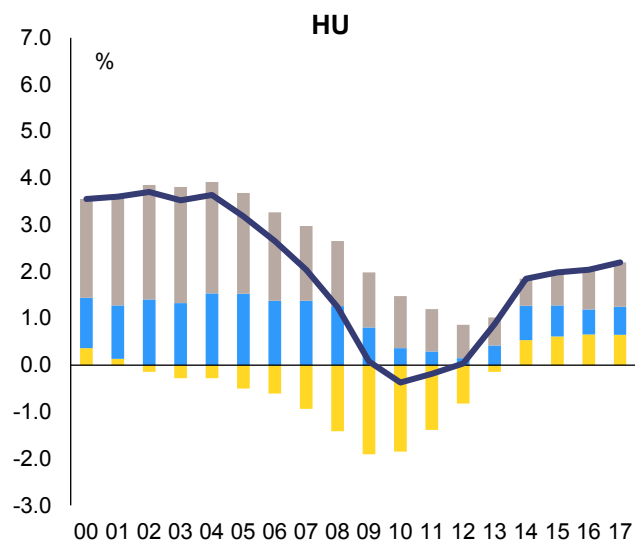
W marcu 2016 roku prawie wszystkie projekcje dla węgierskiej gospodarki szacowały potencjał wzrostu gospodarczego w ciągu najbliższych kilku lat na około 2–2,5%, co jest wynikiem bardzo słabym jeśli chodzi o osiągnięcie znaczącej konwergencji w długim okresie<sup>8</sup>. Wkład kapitału będzie prawdopodobnie niewielki w porównaniu do Polski, podczas gdy wzrost łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) szacuje się na znacznie niższym poziomie niż dla Słowacji. Wykres 13 powtarza prognozy Komisji Europejskiej, które kształtują się w dolnym przedziale konsensusu prognoz wzrostu dla najbliższych lat (2%). Urzędnicy Komisji szacują przyszły wzrost łącznej produktywności czynników produkcji na Węgrzech na poziomie 0,5–1%. Reszta prawdopodobnie pochodząca będzie ze wzrostu kapitału i pracy, choć szanse by te oczekiwania mogły się zmaterializować w 2016 roku są małe. Wzrost gospodarczy Węgier najprawdopodobniej zwolni w 2016 roku z powodu mniejszej absorpcji funduszy unijnych; kluczowe pytanie dotyczy jednak tego, jak będą przebiegać zmiany w otoczeniu instytucjonalnym. Bez znacznej poprawy, perspektywy dla węgierskiej gospodarki wyglądają marnie<sup>9</sup>.

---

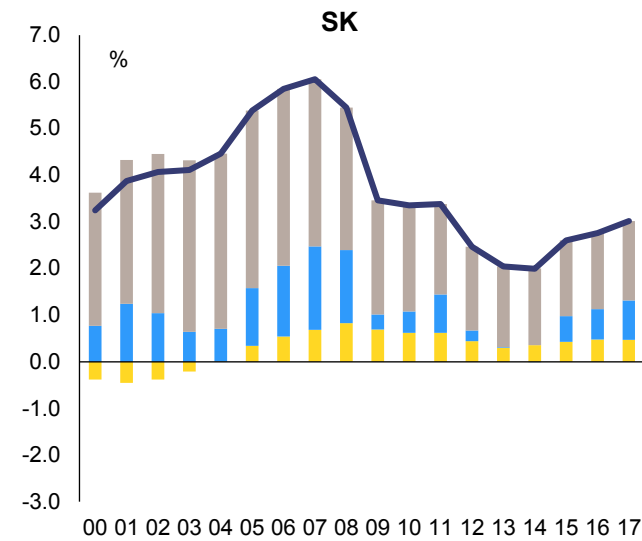
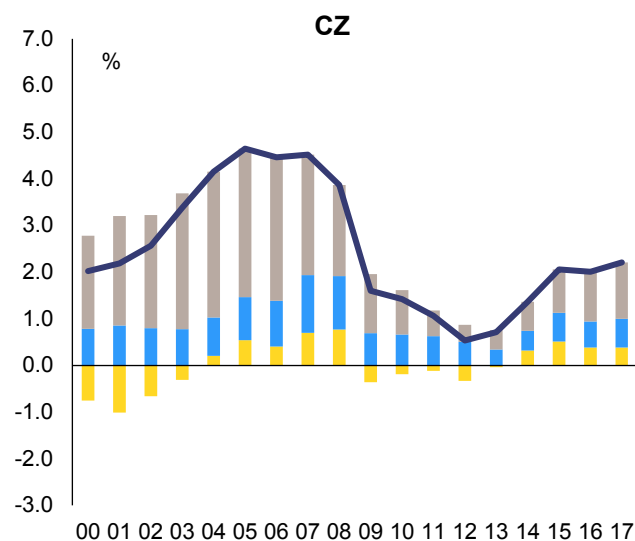
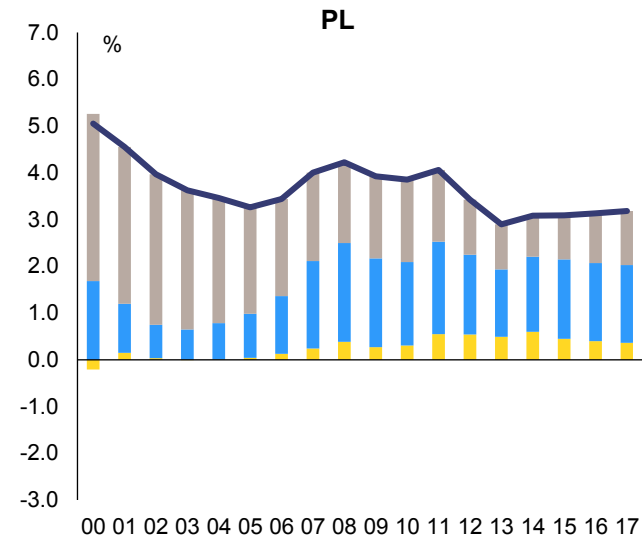
<sup>8</sup> Zobacz np. Rząd Węgier (Government of Hungary 2015), Narodowy Bank Węgier (National Bank of Hungary 2014), Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund 2015), Komisja Europejska (European Commission 2016).

<sup>9</sup> W czasie, gdy ten artykuł był na ukończeniu, zostały opublikowane aktualne prognozy przygotowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF 2016), OECD (2016) i Rząd Węgier (Government of Hungary 2016). Wszystkie organizacje międzynarodowe oceniają potencjalny wzrost gospodarczy Węgier w ciągu następnych kilku lat na około 2%. Rząd węgierski zrewidował natomiast swoje dotychczasowe przewidywania (2–2.5%) i obecnie prognozuje wzrost bliski 3%. Nie widzę żadnego uzasadnienia dla tej zmiany i zgadzam się z prognozami organizacji międzynarodowych.

Figure 13: Estimates of potential growth for the Visegrád countries



Wykres 13: Szacunki potencjalnego wzrostu dla krajów Grupy Wyszehradzkiej



Labour / praca      Capital / kapitał      TFP / TFP      POT GDP / potencjalny PKB

Source: European Commission (2016)

Źródło: Komisja Europejska (European Commission 2016)

## Summary and conclusions

Following a prolonged period of economic decline and stagnation, Hungary's GDP growth accelerated to 3.7% in 2014 and was close to 3% in 2015. The reasons for the country's economic performance over the last six years are only partly related to the economic policies the government has pursued during that time. Deleveraging (the decrease in excessive debt both at the macroeconomic and microeconomic level) had a negative impact on growth performance between 2010 and 2013 (though the introduction of the flat income tax, combined with discriminatory sectoral taxes, also hindered the country's growth). However, the acceleration of economic growth observed in 2014 is also mainly due to "exogenous" factors, in particular, exceptionally large transfers from EU funds, which have nothing to do with the government's so called "unorthodox" economic policy. The deteriorating institutional environment of the economy, in turn, is a direct consequence of this policy. Without fundamental improvements in the institutional environment and the stability/predictability of economic policy, the country's potential growth is expected to be rather low, implying a very slow convergence towards the more affluent nations of the European Union.

## Podsumowanie i wnioski

Po dłuższym okresie spadku gospodarczego i stagnacji, wzrost PKB Węgier przyspieszył do 3,7% w 2014 roku i wyniósł blisko 3% w 2015 roku. Przyczyny wyników gospodarczych w ostatnich sześciu latach są tylko częściowo związane z polityką gospodarczą realizowaną od 2010 roku. Proces delewarowania (zmniejszania nadmiernego zadłużenia, zarówno na poziomie makro- jak i mikroekonomicznym) miał negatywny wpływ na wzrost gospodarczy Węgier w okresie 2010–2013 (aczkolwiek wzrost gospodarczy hamowały także wprowadzenie podatku płaskiego w połączeniu z dyskryminacyjnymi podatkami sektorowymi). Przyspieszenie wzrostu obserwowane w 2014 roku wynikało jednakże głównie z czynników „egzogenicznych”, a w szczególności z wyjątkowo dużych transferów funduszy z Unii Europejskiej, które nie mają nic wspólnego z tak zwaną „nieortodoksyjną” polityką gospodarczą rządu. Pogarszające się otoczenie instytucjonalne w gospodarce, z kolei, jest bezpośrednią konsekwencją takiej polityki. Można spodziewać się, że bez fundamentalnej poprawy otoczenia instytucjonalnego oraz bez stabilności i przewidywalności polityki gospodarczej, wzrost gospodarczy będzie raczej niski, co przełoży się na bardzo wolny proces konwergencji z bardziej zamożnymi krajami Unii Europejskiej.

## Bibliography / Bibliografia

Bihari, P. (2016). A kormány (anti)neoliberalizmusa. [The government's (anti) neoliberalism.]. *Élet és Irodalom*, April 29, 2016.

European Commission (2016). *Country Report Hungary 2016. Commission Staff Working Document*. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016\\_hungary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_hungary_en.pdf).

Government of Hungary (2011). *Székely Kálmán Plan: Collaboration against debt*. <http://2010-2014.kormany.hu/download/4/d1/20000/Sz%C3%A9ll%C3%A1m%C3%A1n%20Terv.pdf> (only in Hungarian).

Government of Hungary (2015). *Convergence Programme of Hungary, 2015–2018*. [http://www.kormany.hu/download/b/6b/50000/CP2015%200430\\_en.pdf](http://www.kormany.hu/download/b/6b/50000/CP2015%200430_en.pdf).

Government of Hungary (2016). *Convergence Programme of Hungary, 2016–2020*. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cp2016\\_hungary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cp2016_hungary_en.pdf).

International Monetary Fund (2015). *Hungary Staff Report for the 2015 Article IV consultation*. <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42828.0>.

International Monetary Fund (2016). *Hungary Staff Report for the 2016 Article IV consultation*. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43878.0>.

Magyar, B. (2016). *Post-Communist Mafia State: The Case of Hungary*. CEU Press and Noran Libro Kiadó, Budapest.

Mellár, T. (2016). Mennyire unortodox a kormány gazdaságpolitikája? (How unorthodox is the government's economic policy?). *Élet és Irodalom*, February 12, 2016.

National Bank of Hungary (2014). *Growth Report*. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-en.pdf>.

OECD (2016). *Economic Survey of Hungary 2016, Overview*. <http://www.oecd.org/eco/surveys/hungary-2016-OECD-economic-survey-overview.pdf>.

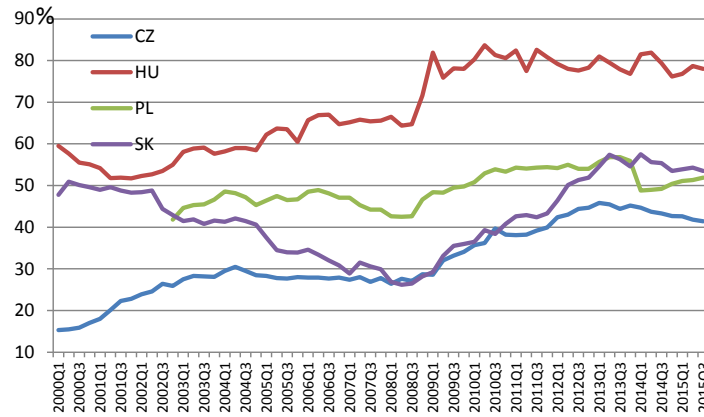
World Economic Forum (2010). *The Global Competitiveness Report 2010–2011*. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2010-11.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2010-11.pdf).

World Economic Forum (2015). *The Global Competitiveness Report 2015–2016*. [http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global\\_Competitiveness\\_Report\\_2015-2016.pdf](http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf).



Figure A1: Public debt to GDP ratio in the V4 countries, 2001–2015, percentage of GDP

Wykres A1: Wskaźnik długu publicznego w krajach Grupy Wyszehradzkiej w 2001–2015 (% PKB)



Source: Eurostat

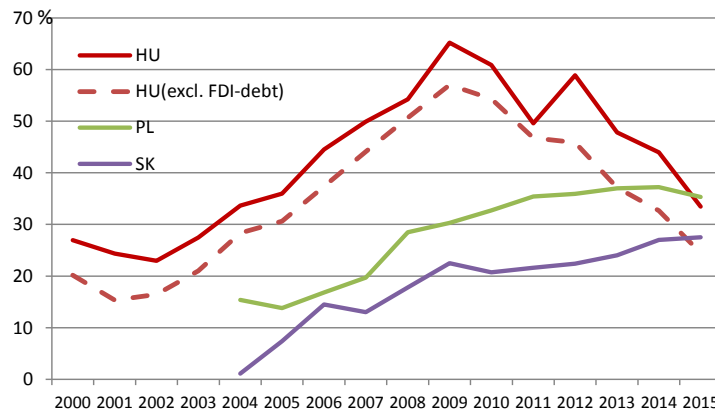
Źródło: Eurostat

Note: the jump in 2009 is due to the IMF loan and the depreciation of the forint

Uwaga: skokowa zmiana w 2009 r. (dla Węgier – przyp. red) wynikała z pożyczki udzielonej przez MFW oraz deprecjacji forinta

Figure A2/a: Net foreign debt as a percentage of GDP in Hungary (2000–2015), Poland and Slovakia (2004–2015)

Wykres A2/a: Zadłużenie zagraniczne netto jako % PKB na Węgrzech (2000–2015), oraz w Polsce i Słowacji (2004–2015)



Source: Eurostat, MNB

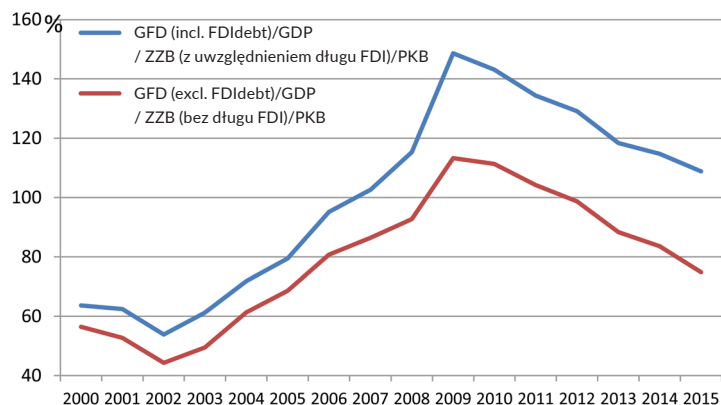
Źródło: Eurostat, Narodowy Bank Węgier

Note: For Hungary two series are provided (including and excluding FDI debt instruments). Data on Poland and Slovakia include these instruments

Uwaga: W przypadku Węgier podane są dwie serie danych (wliczająca i wykluczająca instrumenty dłużne FDI). Dane o Polsce i Słowacji wliczają te instrumenty

Figure A2/b: Gross foreign debt as a percentage of GDP in Hungary (2000–2015)

Wykres A2/b: Zadłużenie zagraniczne brutto jako % PKB na Węgrzech (2000–2015)

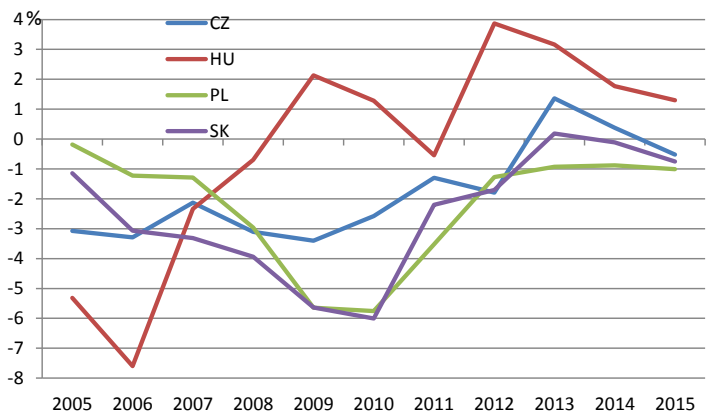


Source: MNB

Źródło: Narodowy Bank Węgier

Figure A3: Cyclically adjusted primary balances in the V4 countries as a percentage of GDP

Wykres A3: Skorygowane o sezonowość salda pierwotne w krajach Grupy Wyszehradzkiej jako % PKB

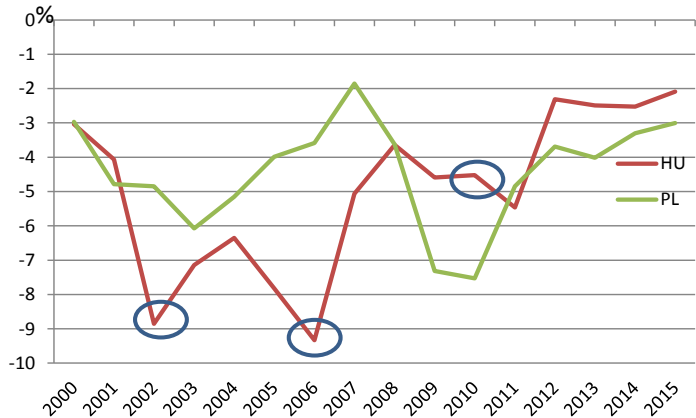


Source: European Commission estimates

Źródło: Szacunki Komisji Europejskiej

Figure A4: Public deficit/GDP in Hungary and Poland

Wykres A4: Deficyt finansów publicznych/PKB na Węgrzech i w Polsce



Source: Eurostat

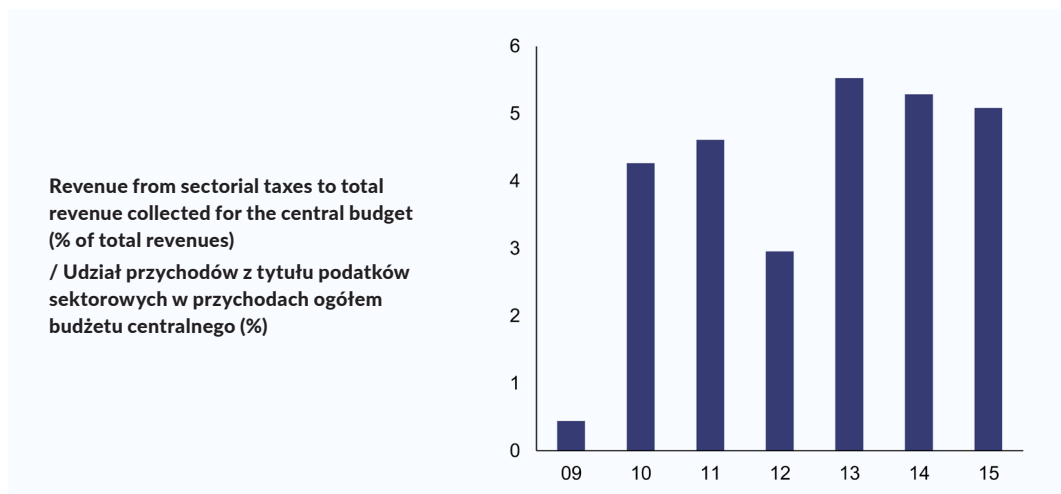
Źródło: Eurostat

Note: the circled points correspond to election years

Uwaga: punkty zaznaczone okręgami oznaczają lata, w których miały miejsce wybory

Figure A5: Budget dependence on special/sectoral ("unorthodox") taxes

Wykres A5: Uzależnienie budżetu od podatków specjalnych/ sektorowych („nieortodoksyjnych”)

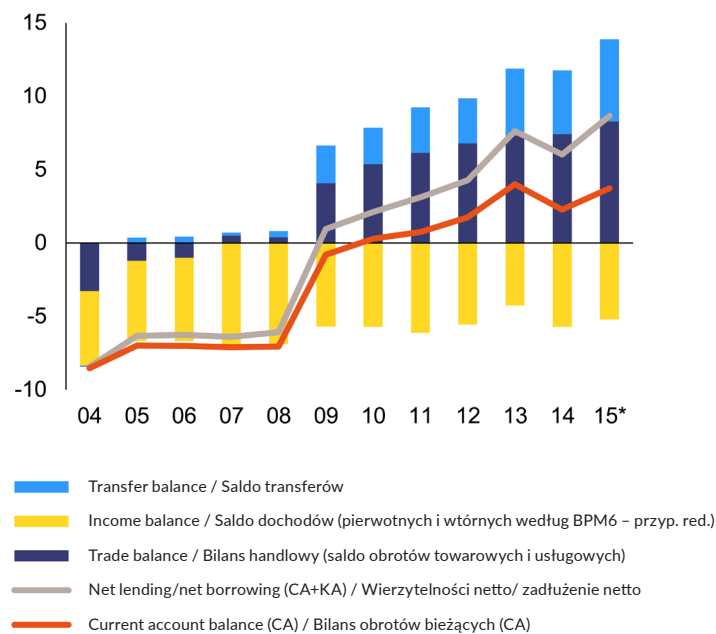


Source: EU Commission (2016)

Źródło: Komisja Europejska (2016)

Figure A6/a: The external balance in terms of international transactions

Wykres A6/a: Równowaga zewnętrzna w podziale na rodzaje transakcji międzynarodowych (bilansu płatniczego – przyp. red.)

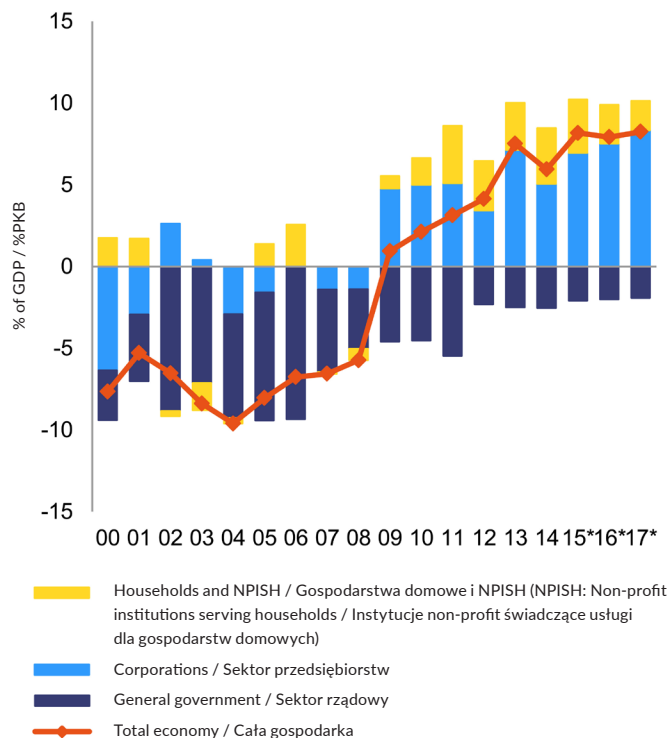


Source: EU Commission (2016)

Źródło: Komisja Europejska (2016)

Figure A6./b: The external balance in terms of the investment-savings balance, corrected for capital transfers (net lending) of the main sectors

Wykres A6/b: Równowaga zewnętrzna mierzona saldem inwestycje-oszczędności skorygowana o transfery kapitałowe (wierzytelności netto) w podziale na główne sektory



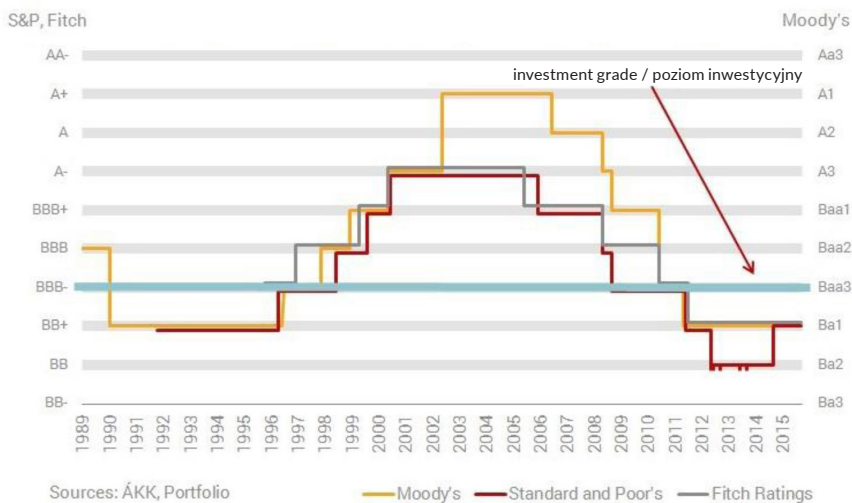
Source: EU Commission (2016)

Źródło: Komisja Europejska (2016)

Figure A7: Hungary's sovereign debt rating since 1989\*/

Wykres A7: Rating kredytowy Węgier od 1989 roku\*/

Changes to Hungary's long-term foreign currency debt rating / Zmiany długoterminowego ratingu kredytowego Węgier w walucie obcej



\*/ Fitch Ratings upgraded Hungarian government bonds to investment grade (BBB-) in mid-May 2016.

\*/ Fitch Ratings podniósł rating dla węgierskich obligacji rządowych do poziomu inwestycyjnego (BBB-) w połowie maja 2016 roku.

Source: Porfolio.hu

Źródło: Porfolio.hu

## The list of previous PBR-CASE / BRE Bank – CASE and mBank – CASE Seminar Proceedings

### Lista Zeszytów PBR-CASE / BRE Bank – CASE i mBank – CASE

Previous editions are available at

<http://www.case-research.eu/en/publications/list?series=48>

Poprzednie edycje dostępne pod adresem

<http://www.case-research.eu/pl/publications/list?series=48>

1. Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989–1992
2. Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3. Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4. Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5. Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6. Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7. Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8. Gospodarka Polski w latach 1990–92. Pomiary a rzeczywistość
9. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10. Wycena ryzyka finansowego
11. Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12. Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13. Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce – stan obecny i perspektywy
14. Etyka biznesu
15. Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17. Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18. Dług publiczny
19. Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20. Obrót wierzytelnościami
21. Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22. Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23. Sanacja banków
24. Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25. Finansowanie projektów ekologicznych
26. Instrumenty dłużne na polskim rynku
27. Obligacje gmin
28. Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów. Wydanie specjalne: Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29. Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30. Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce

31. Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32. Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33. (nie ukazała się / was not published)
34. Rynek inwestycji energooszczędnych
35. Globalizacja rynków finansowych
36. Kryzysy na rynkach finansowych skutki dla gospodarki polskiej
37. Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38. Docelowy model bankowości spółdzielczej
39. Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40. Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41. Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42. Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43. Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44. Kiedy koniec złotego?
45. Fuzje i przejęcia bankowe
46. Budżet 2000
47. Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48. Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49. Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50. Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52. Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53. Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54. Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55. Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56. Czy warto liczyć inflację bazową?
57. Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58. Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59. Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59. (a) Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60. (nie ukazała się / was not published)
61. Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62. Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63. Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64. Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65. Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66. Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?



67. Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68. Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69. Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70. Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71. Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72. Reforma procesu stanowienia prawa
73. Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74. Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75. Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76. Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77. Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78. Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79. Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80. Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81. Absorpcja funduszy strukturalnych
82. Sekurytyzacja aktywów bankowych
83. Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84. Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86. Ryzyko inwestycyjne Polski
87. Elastyczność i sprawność rynku pracy
88. Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej Szansa czy konkurencja dla Polski?
89. Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90. SEPA – bankowa rewolucja
91. Energetyka–polityka–ekonomia
92. Ryzyko rynku nieruchomości
93. Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94. Reforma finansów publicznych w Polsce
95. Inflacja – czy mamy nowy problem?
96. Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97. Stan finansów ochrony zdrowia
98. NUK – Nowa Umowa Kapitałowa
99. Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100. Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101. Działalność antykryzysowa banków centralnych
102. Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103. Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej

104. Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105. Credit crunch w Polsce?
106. System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109. Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110. Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111. Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112. Gospodarka nisko emisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113. Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114. Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115. Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116. Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117. Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118. Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119. Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach–córkach w Polsce
120. Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121. Scenariusze energetyczne dla Polski mBank – CASE Seminar Proceedings No. 130 / Zeszyt mBank – CASE Nr 130 39
122. Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123. Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124. Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125. Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126. Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127. Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
128. Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej
129. Długofalowe skutki polityki niskich stop i poluzowania polityki pieniężnej
130. Kryzysy finansowe w ujęciu historycznym i co z nich dla nas wynika / Lessons learned for monetary policy from the recent crisis
131. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej: czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach? / The effects of unconventional monetary policy: what do central banks not include in their models?
132. Czy w Europie jest za dużo banków? / Is Europe Overbanked?
133. Transformacja gospodarcza w Polsce w perspektywie porównawczej / The Polish Transition in a Comparative Perspective
134. Jak kształtowała się konkurencja w sektorze bankowym w Polsce i w Europie przed kryzysem i w okresie kryzysu / On Competition in the Banking Sector in Poland and Europe Before and During the Crisis
135. Ćwierć wieku ukraińskich reform: za mało, za późno i zbyt wolno / A quarter century of economic reforms in Ukraine: too late, too slow, too little
136. Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju / Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development
137. Unia Bankowa – gdzie jesteśmy / The Banking Union: State of Art

138. Bezpośrednie i pośrednie obciążenia polskich banków AD 2015. Próba inwentaryzacji i pomiaru niektórych z nich / New publication: An assessment of direct and indirect liabilities of Polish banks AD 2015
140. Stan i perspektywy rozwoju rynku funduszy private equity w Polsce / The condition of and prospects for the private equity funds market in Poland
141. Co dalej z systemem Euro? / Rethinking the Euro system (w przygotowaniu)
142. Problem nieściągalności VAT w Polsce pod lupą / VAT non-compliance in Poland under scrutiny