



EURÓPAI BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2012.5.30.
SWD(2012) 157 final

BIZOTTSÁGI SZOLGÁLATI MUNKADOKUMENTUM

Részletes vizsgálat MAGYARORSZÁG tekintetében

**a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló 1176/2011/EU
rendelet 5. cikkének megfelelően**

TARTALOMJEGYZÉK

Összefoglalás és következtetések	2
1. Bevezetés	4
2. Makrogazdasági helyzet és potenciális egyensúlyhiányok.....	4
2.1. A külső egyensúlyhiányok fenntarthatósága	5
2.2. A belső egyensúlytalanságok fenntarthatósága	10
3. Egyes területek részletes elemzése	14
3.1. A fizetési mérleg alakulásának részletes vizsgálata és kilátások.....	14
3.1.1. Az exportteljesítmény nem árjellegű tényezőinek szerepe.....	15
3.1.2. A külső hiány felépítése: ágazati összetétel.....	17
3.1.3. A külső hiány finanszírozásának struktúrája	19
3.1.4. A külső egyensúlytalanságokra vonatkozó hosszabb távú kilátások.....	24
3.2. Az adósság fenntarthatósága.....	26
4. Szakpolitikai kihívások.....	32

ÖSSZEFOGLALÁS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK

Ebben a részletes vizsgálatban áttekintjük a magyar gazdaság helyzetét a tényleges és potenciális egyensúlytalanságok és az ezek nyomán esetlegesen megjelenő lehetséges makrogazdasági kockázatok azonosítása érdekében. Az állami és a magánszféra adósságállományának gyors növekedését követően 2008 végétől egy elsődlegesen a válság által indukált kiigazítás van folyamatban a felhalmozott állományi egyensúlytalanságok korrekciója jegyében. Az adóssággal összefüggő külső kitettség várhatóan kimagaslóan jelentős marad, és kockázati tényezőt jelent a belátható jövőben. A vizsgálat legfontosabb megállapításai a következők:

- **Magyarország gazdasága a 2009-ig tartó időszakban komoly külső és belső egyensúlyhiányba került; a mára tartóssá vált kiigazítási kényszer jelentős kihívás.** A magas államadósság-állomány és a jelentősen negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció elsősorban a globális gazdasági és pénzügyi válság előtti éveket jellemző tartós ikerdeficit (költségvetési és folyófizetésimérleg-hiány) eredménye (a költségvetési kiigazítás már 2006 közepén megkezdődött, de igen magas hiányszintről). A kereskedelmi és transzfermérlegek 2004-től kezdődő némi javulása nem volt képes ellensúlyozni a tényezőjövodelem-deficit mélyülését, amely a vizsgált időszakban elérte a GDP kb. 7 %-át, és amely – különösen az 1990-es években – a közvetlen külföldi befektetések (FDI) jelentős és tartós beáramlásának volt az eredménye. Párhuzamosan a nominális fajlagos munkaerőköltség 2000 és 2010 között mért csaknem 55 %-os növekedésével, Magyarország költség-versenyképessége különösen a régiós országokhoz viszonyítva romlott.
- **A válság elmélyülésekor megtörtént az ország nettó külső egyensúlyának éles kiigazítása, de ez az egyensúly még erősen ingatag.** 2008 végétől kezdve a folyó fizetési mérleg többletet mutatott fel, mivel a belső kereslet összeomlott, és – részben a 20 milliárd EUR összegű (2010 végén megszűnt) EU–IMF pénzügyi segítségnyújtási program keretében – korrekciós lépések kezdődtek. A többlet kialakulását a költség-versenyképesség jelentős javulása is elősegítette, amelyet főként a forint leértékelődése és a reálberek csökkenése tett lehetővé – az effektív reálárfolyam a válság előtti időszakhoz képest mintegy 20 %-kal csökkent. A Bizottság szolgálatainak 2012. tavaszi előrejelzése szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíció hiánya 2013 végére meredeken, jóval a GDP 90 %-a alatti szintre fog csökkenni (a 2010-es 112,5 %-ról). A Bizottság szolgálatainak az államadósság fenntarthatóságára vonatkozó, a gazdaságpolitika változatlanágát, valamint nagyjából stabil, majd csökkenő kamatlábakat feltételező számításai azt mutatják, hogy az előttünk álló évtizedben stabilan csökkenő pályára lehet állítani az államadósságot, de a pénzügyi piacokon uralkodó folyamatos feszültség viszonylag könnyen megfordíthatja e folyamatot. Az állami eladósodottság határozott csökkenése annál is fontosabb, mivel a külső és belső állományi egyensúlytalanságok felhalmozódott mértéke továbbra is jelentős, és további kiigazítást tesz szükségessé, tekintve, hogy az ilyen magas bruttó adósságállomány továbbgörgetése mindig fokozott sebezhetőséggel jár. A kapcsolódó kockázatok és különösen az államadósság refinanszírozásának az esetleges leminősítések veszélye nyomán potenciálisan jelentkező nehézségei miatt a magyar hatóságok elővigyázatossági pénzügyi támogatást kértek az EU-tól és az IMF-től.

- **Magyarország középtávú növekedési kilátásai ezzel egy időben legfeljebb mérsékeltnek nevezhetők, részben a szakpolitikával kapcsolatos bizonytalanság miatt.** A becült potenciális növekedés jelenleg sokkal alacsonyabb, mint a szomszédos országoké: a 2011–2013-as időszakban 0,2–0,4% között mozog – középtávon a reál GDP növekedése 1,5 % körül alakulhat. Az ország hosszú távú növekedési potenciáljával kapcsolatos tartós aggályok nagymértékben a munkaerőpiac gyengélkedésének köszönhetők, amelyet a tartósan alacsony foglalkoztatási ráta is tükröz (amelynek értéke a 15–64 éves korosztály tekintetében jelenleg 56,5 % körül van). A potenciális növekedést hátráltatja továbbá, hogy a bruttó állóeszköz-felhalmozás a legutóbbi 14 negyedév közül 12-ben csökkent, a beruházási ráta pedig 1997 óta a legalacsonyabb szinten áll. E növekedésgátló tényezők részben az FDI-beáramlás 2009-ben kezdődő jelentős csökkenéséből eredeztethetők, amelyet nagymértékben magyaráz az újra befektetett nyereség 2009-2010 során regisztrált drámai visszaesése. A gazdasági bizalom alacsony szintje elsősorban a válsággal, legújabban azonban a szakpolitikai, jogi és intézményi környezet jelentős (és gyakran megkérdőjelezhető) változásaival magyarázható. Ezt több felmérés is megerősíti, amelyek egyöntetűen azt mutatják, hogy Magyarország az üzleti környezet tekintetében messze a régiós országok mögött foglal helyet.
- **A magánszektor adósságállománya kiemelkedően magas a felzárkózó gazdaságok között.** A magánszektor adósságállományának GDP-hez mért aránya 155 %, amely 2010-ben épphogy elmaradt az indikatív küszöbértéktől (pénzügyiszámla-adatok szerint a magánadósság több mint 60 %-a devizában denominált). A közelmúlt gyors hitelállomány-csökkentése ellenére, amelynek 2011 végén további lökést adott a devizaalapú lakáshitelek végtörlesztésének lehetősége, az adósságállomány jelenlegi deviza-összetétele még mindig aggodalomra ad okot, továbbra is jelentősen terhelve Magyarországot erősen összekapcsolt bankszektorát. A közelmúltban tapasztalt magas szuverén CDS-felárak és hosszú kötvényhozamok számos negatív következménnyel járnak a gazdasági kilátásokra, és hozzájárultak a reálgazdaság finanszírozási költségeinek emelkedéséhez.

Ebben az összefüggésrendszerben **a részletes vizsgálat azt mutatja, hogy Magyarországon súlyos makrogazdasági egyensúlytalanságok vannak, amelyek ugyan nem túlzottak, ám kezelést igényelnek.** Bizonyos makrogazdasági folyamatok, különösen a nettó nemzetközi befektetési pozíció kimagasló negatív értéke és az államadósság nagyon szoros figyelmet igényel annak érdekében, hogy csökkenthető legyen a gazdaság működésére kiható káros hatások kockázata.

A megfelelő szakpolitikai válasznak meg kell teremtenie a tartós makrogazdasági növekedés feltételeit, és elő kell segítenie a magánszektor és az állami szektor adósságainak fokozatos és tartós leépítését. Ennek nyomán csökkenhet az ország kitettsége a piaci hangulat változásainak, és helyreállhat vonzereje a külföldi közvetlen befektetések tekintetében. A szakpolitikai kezdeményezéseknek ezért kiszámítható szakpolitikai környezet és jól működő intézményi rendszer létrehozására kell irányulniuk; ez vezethet el az állományi sérülékenységek tartós csökkentéséhez. Érdemes emellett strukturális munkaerő- és termékpiacon reformokat végrehajtani az ország potenciális növekedésének fokozása érdekében.

1. BEVEZETÉS

2012. február 14-én az Európai Bizottság benyújtotta a riasztási mechanizmus keretében, a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló 1176/2011/EU rendelet 3. cikkének megfelelően készített első jelentését (Alert Mechanism Report – AMR). Az AMR az ellenőrzés első lépcsője, amelynek segítségével megállapítható, mely tagállamok esetében van szükség további, részletes vizsgálatra annak megállapításához, hogy fennáll-e egyensúlytalanság, vagy kialakulóban van-e ennek a kockázata. Az 1176/2011/EU rendelet 5. cikke szerint az országspecifikus részletes vizsgálat kiterjed az érintett tagállamban észlelt azon makrogazdasági fejlemények jellegére, okaira és súlyosságára, amelyek egyensúlyhiányt képeznek, vagy egyensúlyhiányhoz vezethetnek. E vizsgálat alapján a Bizottság megállapítja, hogy fennáll-e az egyensúlyhiány, és milyen szakpolitikai lépésekre tesz ajánlást a Tanácsnak.

Az AMR-eredménytábla szerint Magyarország 2010-ben a tíz mutató közül kettő esetében meghaladta az indikatív küszöbértéket. A válság előtti éveket jellemző tartós ikerdeficit eredményként az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 81,3 % volt, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) hiánya pedig elérte a GDP 112,5 %-át. Az AMR emlékeztetett arra, hogy a válság összefüggésében *„jelentős kiigazításra került sor, mivel a hazai kereslet összeomlott, de a nettó nemzetközi befektetési pozíció hiánya továbbra is nagy, jóllehet jelentős részét a közvetlen külföldi befektetések finanszírozzák. [...] A magánszektor külső pénzügyi kitettségének felhalmozódására a magas és növekvő állami adósságállomány mellett került sor, amelyet szintén külföldi devizában finanszíroztak.”* Az AMR következtetése az volt, hogy Magyarország esetében részletes vizsgálatot kell végezni.

Ezen előzmények nyomán e vizsgálat 2. szakaszában részletesebben elemezzük az említett fejleményeknek mind a külső, mind a belső dimenzióit, majd a 3. szakaszban két kiemelt témát veszünk szemügyre: a folyó fizetési mérleg jelenlegi és várható alakulását, valamint az ország adósságállományának fenntarthatóságát. A 4. szakaszban a lehetséges szakpolitikai megfontolásokat mutatjuk be.

2. MAKROGAZDASÁGI HELYZET ÉS POTENCIÁLIS EGYENSÚLYHIÁNYOK

Mivel Magyarország hosszú évek alatt meglehetősen magas külső pénzügyi kitettséget és adósságállományt épített ki, gazdasága a globális gazdasági és pénzügyi válság 2008-as kirobbanásakor már eleve törékeny volt, és azt a válság más országok gazdaságánál súlyosabban érintette. A potenciális kibocsátás már évekkel a válság kitörését megelőzően lassulni kezdett, miközben a külső pénzügyi kitettség gyorsan növekedett, részben a magas fizetésimérleg-hiány következtében. Az ország sérülékenységét csak fokozta az a tény, hogy a régiós gazdaságokkal összehasonlításban Magyarországon mind a magán-, mind az állami szektor adóssága kiugróan magas volt. Ebben a környezetben 2009-ben mintegy 6,75 %-kal esett vissza a gazdasági aktivitás, főként a külső kereslet és az ipari termelés összeomlása miatt. Emellett, párhuzamosan azzal, hogy a bankok a külföldiek jelentős állampapír-eladásai és a hirtelen devizaárfolyam-leértékelődés közepette mindent megtettek azért, hogy leépítsék kitettségüket, jelentősen szigorodtak a hitelhez jutás feltételei. A jóval gyengébb forintárfolyam felerősítette a háztartások magas devizajelzáloghitel-állománya jelentette kockázatokat, és korlátozta a monetáris politika mozgásterét. A

fiskális mozgástér hiánya miatt és a befektetők megnyugtatása érdekében a magyar kormánynak folytatnia kellett a fiskális konszolidációt.

A recesszióból való kilábalás mérsékelt maradt. 2010-ben és 2011-ben a GDP átlagban mintegy 1,5 %-kal nőtt, és a növekedést kizárólag a külső egyenleg táplálta: míg az exportszektor jól teljesített, a belső kereslet negatív maradt, jóllehet visszaesésének üteme mérséklődött. A Bizottság szolgálatainak 2012. tavaszi előrejelzése szerint a GDP 2012-ben 0,3 %-kal csökken, 2013-ban pedig mindössze 1 %-os növekedés várható. A gyenge kilátásokat jórészt az magyarázza, hogy az előrejelzés időhorizontján belül nem várható a belső kereslet élénkülése. A rendelkezésre álló reáljövedelem 2012-ben várhatóan csökken, csakúgy, mint a beruházások, amelyek folytatódó visszaesésében ugyancsak szerepet játszik a hitellehetőségek drasztikus szűkülése. A munkanélküliség, miután a válság előtti 8 % alatti szintről 2010 elejére kb. 12 %-ra nőtt, jelenleg 11 % körül ingadozik, és várhatóan csak 2013 második felében csökken ismét 10 % alá. Ami a távolabbi kilátásokat illeti, az alacsony potenciális növekedés az európai átlaghoz való reálgazdasági felzárkózás elhúzódásának kockázatával jár.

2.1. A külső egyensúlyhiányok fenntarthatósága

Magyarország külső egyensúlyi problémái az állami és a magánszféra válságot megelőző külső eladósodására vezethetők vissza. A nettó nemzetközi befektetési pozíció hiánya a válságot megelőző időszakban folyamatosan nőtt – ez elsősorban a folyó fizetési mérleg alakulását tükrözi, amelynek 1999 és 2008 közötti kumulált tízéves hiánya elérte a GDP 75 %-át. Magyarország nettó nemzetközi befektetési pozíciójának hiánya, amely már a 2000-es évek elején jóval meghaladta az eredménytáblában alkalmazott, a GDP 35 %-ának megfelelő küszöbértéket (a GDP 70 %-a körül ingadozott), tovább növekedett, és 2009-ben elérte a GDP 118 %-át, ami negatív európai rekordnak számít. (A NIIP-ráta 2009. évi növekedésének kizárólagos oka az értékelési változásokban és a nominális GDP csökkenésében érhető tetten.) A magyar nettó nemzetközi befektetési pozíció hiánya 2005 óta folyamatosan a legjelentősebb az EU-ban¹.

A kereskedelmi mérleg 2004-től kezdődő, fokozatos javulása nem volt képes feltartóztatni a nettó nemzetközi befektetési pozíció hiányának szakadatlan növekedését. A 2000-es évek elején a szociális transzferek és a közszféra béreinek jelentős növekedése lökést adott a belső keresletnek és ezen keresztül az importnak, amelynek következtében a kereskedelmi mérleg hiánya 2003-ban elérte mindenkori legmagasabb értékét, a GDP közel 4 %-át. A kereskedelmi mérleg azóta folyamatos javulást mutat (lásd az 1. ábrát), a szolgáltatási almérleg pedig a vizsgált időszak egészében szufficites volt (egyres években jelentős mértékben) annak ellenére, hogy az energiahordozók szegmensben az uniós országok közül több évben is Magyarország könyvelte el az egyik legnagyobb kereskedelmimérleg-hiányt (a hiány a GDP 4–6 %-a között ingadozott az elmúlt évtized második felében).

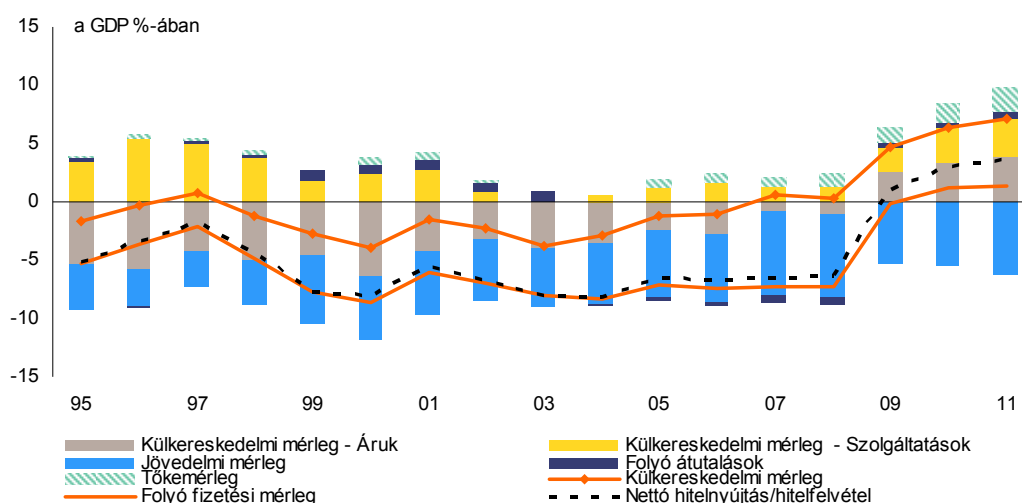
Az uniós pénzügyi transzferek egyaránt hozzájárultak a folyó fizetési mérleg hiányának enyhítéséhez és a nettó külső finanszírozási képesség javításához. Az EU-transzferek (elsősorban a közvetlen mezőgazdasági kifizetések) az elmúlt években

¹ Magyarország ezen időszakban fennálló, számottevő folyófizetési mérleg-hiányának fenntarthatóságát elemzi Oblath, G. (2006).

a GDP több mint 1 %-ával javították a folyó fizetési mérleg egyenlegét, míg a strukturális alapokból származó kifizetések (amelyek a tőkémérlegben kerülnek elszámolásra) Magyarország 2004. évi uniós csatlakozása óta folyamatosan nőttek, és 2010-ben elérték a GDP mintegy 2 %-át. Ezek a trendek fokozatosan hozzájárultak a nettó hitelnyújtás növekedéséhez (2009 előtt pedig a folyó fizetési mérleg hiányának zökkenőmentesebb finanszírozásához).

A kereskedelmi és a transzfermérlegekben bekövetkezett ezen hiánymérséklő változások ellenére a folyó fizetési mérleg hiánya a tényezőjövedelem-mérleg növekvő hiánya miatt 2004 és 2008 között meghaladta a GDP 7 %-át. A kereskedelmi és transzfermérlegek javulásával párhuzamosan a tényezőjövedelmi mérleg hiánya folyamatosan nőtt, és 2007-ben, a GDP 7,5 %-ánál tetőzött. A tényezőjövedelem-mérleg hiányához jelentős mértékben hozzájárult az állami és magánszféra külső adósságállományához kapcsolódó kamatkiadások növekedése. Összességében a folyó fizetési mérleg több évben is tetemes hiányt mutatott (a 2000–2008-as időszak átlagát tekintve a GDP 7,5 %-a volt), mivel a kereskedelmi és transzfermérleg fokozatos javulása nem volt képes ellensúlyozni a tényezőjövedelem-mérleg strukturálisan magas hiányát.

1. grafikon: A folyó fizetési mérleg összetevőinek alakulása

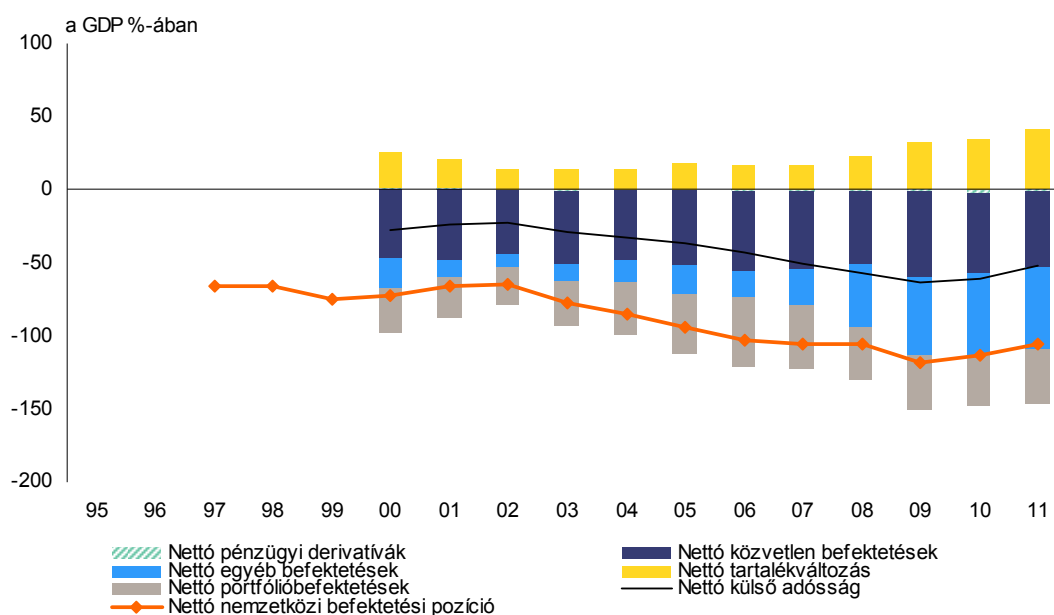


Forrás: a Bizottság szolgálatai

2009-től, amely év a reál GDP meredek, 6,7 %-os visszaesését hozta, a folyó fizetési mérleg pozitívvá vált, és 2010-ben a GDP 1 %-át meghaladó többletet mutatott. A pozitív fordulat elsősorban annak köszönhető, hogy az exportteljesítmény a válság időszaka alatt is viszonylag stabil maradt, miközben a belső kereslet jelentős szűkülése visszavetette az importot. A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzések szerint 2011-ben az előző évben mért szinten stabilizálódott, és elérte a GDP 1,4 %-át. A bizottsági szolgálatok 2012. évi tavaszi előrejelzése szerint a többlet 2012-ben a GDP 2 %-a körül alakul, 2013-ban pedig megközelíti a GDP 4 %-át. Ez mindenekelőtt részben az autóipari beruházások exportra gyakorolt várható hatásának, részben az EU-transzferek emelkedő trendjének tudható be. E kedvező fejleményeket csak részben ellensúlyozza majd a tényezőjövödelem-mérleg hiányának előre jelzett emelkedése, mivel az osztalék típusú jövedelmek a meginduló gazdasági fellendülés hatására várhatóan visszatérnek a válság előtti szintre. Mivel az uniós strukturális alapokból történő átutalások várhatóan tovább növelik a tőkemérleg szufficitjét (a 2012-es, a GDP körülbelül 2 %-ának megfelelő értékről 2013-ban a GDP 3 %-a fölé), a nettó külső hitelnyújtás 2013-ban elérheti a GDP mintegy 7 %-át (a külső mérlegek várható alakulásának részletesebb elemzését lásd a 3.1.4. szakaszban).

A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció a jelenlegi javulás ellenére várhatóan kimagaslóan jelentős marad, és kockázati tényezőt jelent majd a belátható jövőben. A folyó fizetési mérleg folyamatosan jelentős deficitje a nettó nemzetközi befektetési pozíció kiugróan magas negatív értékéhez vezetett, amely 2009-ben a GDP kb. 118 %-án tetőzött, majd 2011 végére a GDP mintegy 105 %-ára csökkent (lásd a 2. grafikont). Ezzel összefüggésben érdemes megkülönböztetni azokat a kötelezettségeket, amelyek egy jövőbeli időpontban az ország által teljesítendő tőke- vagy kamattörlesztést tesznek szükségessé, a külső kötelezettségek azon típusától, amely nem generál adósságot. A közvetlen külföldi befektetések nettó állománya nélkül Magyarország nettó külső adóssága 2010-ben a GDP 60 %-a körül alakult (az adóssággeneráló és az adósságot nem generáló pénzügyi folyamatok magyar fizetési mérlegben játszott szerepét részletesebben tárgyaljuk a 3.1.3. szakaszban).

2. grafikon: A nettó nemzetközi befektetési pozíció összetevői



Forrás: a Bizottság szolgálatai

A finanszírozási oldalon jelentős FDI-beáramlást követően (2010-ben a közvetlen külföldi befektetések állománya elérte a GDP 69 %-át) a válság összefüggésében markáns visszaesés mutatkozott. 2004 után jelentős volt az éves FDI-beáramlás (elérte a GDP 6–7 %-át) – GDP-arányos átlagos értéke meghaladta az EU-27 átlagát, ami arra utal, hogy az ország viszonylag vonzó maradt a külföldi befektetők számára². Újabban azonban a beáramlás jelentősen visszaesett: 2009-ben és 2010-ben a GDP mintegy 1,5 %-a volt, és bár 2011-ben némileg növekedett, nem érte el a GDP 3 %-át. Mivel azonban az FDI-kiáramlás ugyanilyen nagyságrendű volt, a nettó közvetlen külföldi befektetések teljes állománya ezen évek során stagnált.

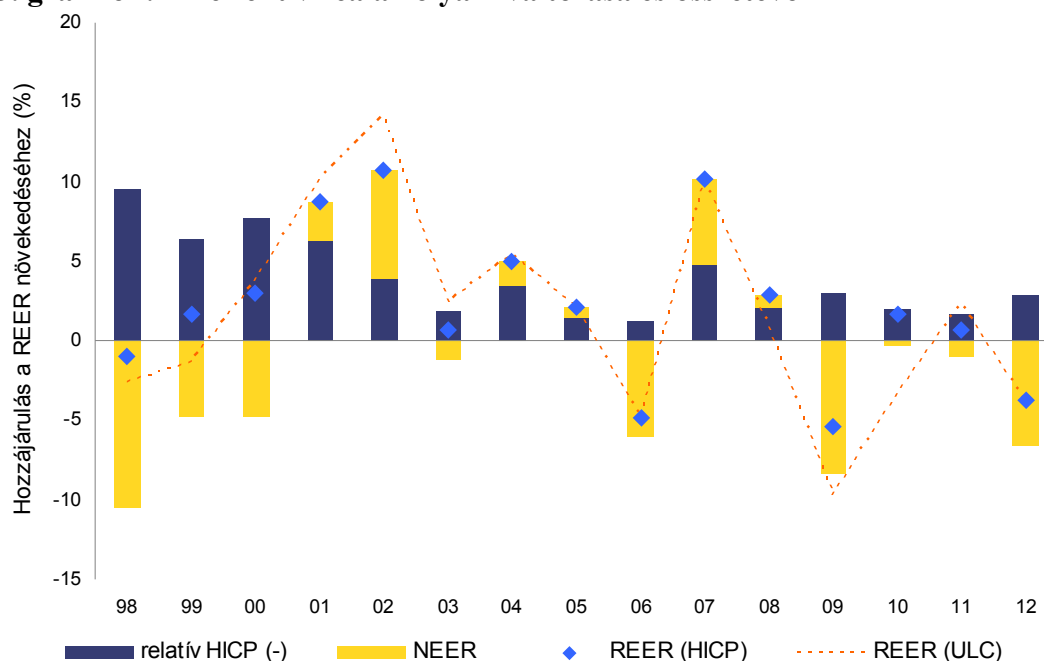
Bár az eredménytáblában szereplő nominális fajlagos munkaerőköltség mutatója 2010-ben a küszöbérték alatt maradt (+3,9), értéke az elmúlt évtized nagy részében meglehetősen magas volt. A nominális fajlagos munkaerőköltség különösen erősen emelkedett a 2000-es évtized első éveiben – 2000 és 2002 között év/éves növekedése 10 % körül volt – részben a állami szektorban végrehajtott nagyvonalú béremelés magánszektorba történő áthúzódása miatt. Nem meglepő, hogy Magyarország relatív költség-versenyképessége romlott: 2000 és 2010 között a nominális fajlagos munkaerőköltség csaknem 55 %-kal emelkedett, amely meghaladta az euróövezet országaiban mért átlagos 20 %-os növekedést, de még a régiós országok által regisztrált emelkedést is (a növekedés mind a Cseh Köztársaságban, mind Szlovákiában és Lengyelországban 35 % alatt maradt). Ez a fejlemény különösen markánsan jelentkezett a hagyományosan nem kereskedelemképes piaci szolgáltatások szektoraiban, ahol a fajlagos munkaerőköltség éves átlagban 5,4 %-kal nőtt, ami a fenti időszakban a hetedik legmagasabb érték volt az adatokat szolgáltatató 26 tagállam közül.

A nominális fajlagos munkaerőköltségek növekedése súlyosbította Magyarország költség-versenyképességi helyzetének romlását, amit tükrözött az effektív reálárfolyam (REER) növekedése. Ez a trend határozottabb volt az elmúlt évtized

² Lásd pl. Allard, C. (2009).

elején (lásd a 3. grafikont), és egyaránt megmutatkozott a HICP-alapú és a fajlagosmunkaerőköltség-alapú (ULC-alapú) effektív reálárfolyam alakulásában. 2009-ben és 2010-ben a válság a fajlagosmunkaerőköltség-alapú effektív reálárfolyam éles korrekciójához vezetett, melynek kiváltója részben a forint (2009. évi) nominális leértékelődése, részben a reálbérek évről-évre bekövetkező (a szóban forgó években évente csaknem 5 %-os) csökkenése volt 2010-ben a munkából származó reáljövedelmek újabb 5 %-os csökkenésével párhuzamosan a költségversenyképesség tovább javult. Ennek eredményeként 2011-re a magyar effektív reálárfolyam a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság fundamentális árfolyam-egyensúlyi módszerével számolt, aktualizált becslések alapján némileg (hozzávetőlegesen 3,5–5,5 %-kal) alulértékeltté vált. Másrészt a minimálbér 2012 januárjában végrehajtott nagymértékű, 19 %-os emelése kockázatot jelent a versenyképesség tekintetében, különösen akkor, ha áthúzódó hatása lesz a bérstruktúra egész rendszerére. Változatlan feltételek mellett a minimálbér-emelés az inflációs nyomást is erősíti.

3. grafikon: Az effektív reálárfolyam változása és összetevői

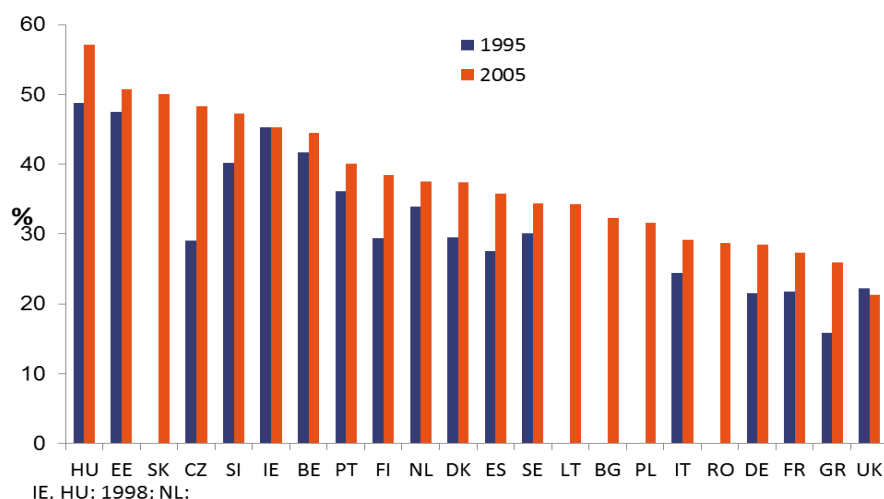


Forrás: a Bizottság szolgálatai

Megjegyzés: az effektív reálárfolyamot az érintett deviza 36 iparosodott ország (IC36) devizájával szembeni keresztárfolyamainak deflált súlyozott átlagaként számítjuk ki.

Költség-versenyképességének előzőekben leírt lemorzsolódása ellenére Magyarország exportteljesítménye stabil maradt. Az ország piaci részesedése 2008-ig folyamatosan nőtt, és a 2009-ben és 2010-ben regisztrált év/év alapú csökkenés kisebb volt, mint az uniós tagállamok többségében (az eredménytáblában szereplő vonatkozó – ötéves időszakot mérő – mutató a válság időszakában pozitív maradt). A régiós országokkal összehasonlítva azonban a magyar exportpiaci részesedés 2006 és 2010 közötti, összesen 1,4 %-os növekedése rendkívül alacsonynak tűnik (CZ: 12,3 %, LV: 14 %, LT: 13,9 %, PL: 20 %, SK: 32,6 %). Figyelemre méltó emellett az is, hogy uniós összehasonlításban rendkívül magas volt a magyar export importtartalma (lásd a 4. grafikont). Ez arra utal, hogy más országokhoz képes a magyar export viszonylag csekély mértékben tartalmaz hazai hozzáadott értéket.

4. grafikon: Az export importtartalma 1995-ben és 2005-ben



Forrás: a Bizottság szolgálatai

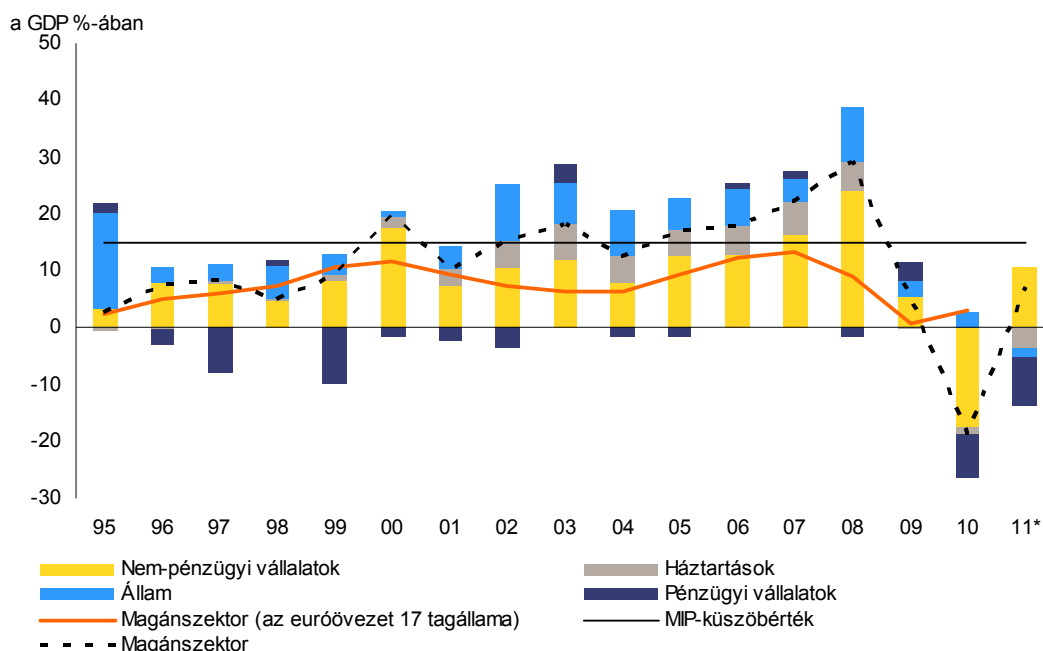
2.2. A belső egyensúlytalanságok fenntarthatósága

2010-ben a magánszektor adósságállománya a GDP 155 %-a volt, ezzel – a felzárkózó gazdaságok között kirívóan magas – értékkel éppen az indikatív küszöbérték alatt maradt. 2000 és 2009 között a magánszektor adósságállománya csaknem megháromszorozódott (2009-ben a GDP 170 %-ával elérte a legmagasabb szintet), majd a hitelállomány számottevő leépítése következtében 2010-ben erősen visszaesett. A háztartások adósságának növekedése az elmúlt évtized elején kezdődött, amikor a magyar pénzügyi szektor gyors fejlődése mellett a likviditási korlátok enyhültek. Ebben az időszakban számos általános lakástámogatási program létezett, ami szintén hozzájárult (az ekkor túlnyomórészt forintalapú) jelzáloghitelezés lényeges bővüléséhez.

Nemcsak a magánszektor teljes adósságállománya ad okot aggályokra, hanem annak összetétele is, különösen a háztartások szinte teljes mértékben fedezetlen devizahitel-állományának felhamozódása. A lakossági jelzáloghitelek állománya a 2004. végi, a GDP közel 9 %-át kitevő mértékről 2008 végére a GDP 22 %-a fölé emelkedett, tükrözve az egyre enyhébb hitelezési feltételeket. Ugyanebben az időszakban a (főként svájcifrank-alapú) devizahitelek aránya a 10 % alatti szintről 75 % fölé emelkedett, ami nagymértékben kiszolgáltatja a háztartásokat az árfolyam-ingadozásnak. 2009 óta – főként a rendkívül szigorú szabályozási előírások bevezetése következtében – gyakorlatilag megszűnt a lakossági devizahitelezés, és visszafogott maradt a forint hitelezés is. A helyzetből eredő sérülékenység az utóbbi években mégis többször megnyilvánult, amikor a magyar pénzügyi piacok nyomás alá kerültek. Mindenekelőtt például 2011 nyarán, amikor a svájci frank árfolyama történelmi csúcsot ért el az euróval szemben, és a forint a 2010. évi átlaghoz viszonyítva körülbelül 30 %-kal leértékelődött a svájci frankhoz képest, és ennek megfelelően emelkedtek a jelzáloghitelek havi törlesztőrészei is. 2012 elejére, kapcsolódva ahhoz is, hogy a svájci nemzeti bank árfolyamhatárt állapított meg a svájci frankra az euró tekintetében, a HUF/CHF-paritás visszatért körülbelül 240-re, de az adósok számára, akik átlagosan 160 HUF/CHF-árfolyamon vettek fel hitelt, a veszteség még így is jelentős volt.

Elsősorban a pénzügyi ágazaton kívüli vállalatoknak történő hitelnyújtás jelentős visszaesése miatt a magánszektorba irányuló nettó hiteláramlás erősen negatívvá vált (2010-ben 18,7 százalékkal esett). Az európai banki ágazatra nehezedő növekvő nyomás, a belföldi politikai bizonytalanság és a hitelek iránti alacsony kereslet ahhoz vezetett, hogy a bankok többsége csökkentette hitelállományát (a lakossági hiteleknek a betétekhez viszonyított aránya a 2009. évi 170 %-ról 2011 végére 131 %-ra esett), ami azt is maga után vonta, hogy a nettó külföldi kötelezettségek (főként az anyabankoktól származó finanszírozás) volumene 5 milliárd EUR-val csökkent 2009 végéhez képest. Ezek a tendenciák jelzik, hogy a mérleg-kiigazítások közgazdasági szempontból meglehetősen zavarónak bizonyulnak, és a hitelhez jutás megszigorítása miatt a gazdaság fellendülése is lelassult.

5. grafikon: A hiteláramlás ágazati bontása



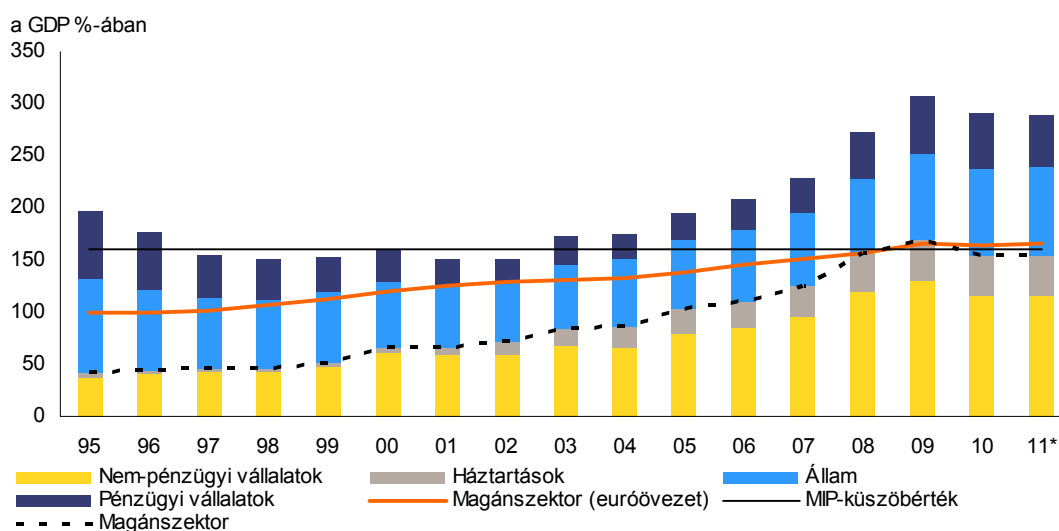
Forrás: a Bizottság szolgálatai

A nem-pénzügyi vállalatok adósságának közel egyötöd része általában az anyavállalatokkal szembeni tartozás, ami viszonylag stabil finanszírozási feltételeket biztosít. A magánszektor konszolidált adósságállománya így 2010-ben körülbelül a GDP 135 %-a volt (vagyis a nem konszolidált adatnál 20 százalékponttal kevesebb). Messzebbre tekintve, a fent ismertetett jelentős hitelállomány-leépítés következtében a fennálló adósságállomány 2011 második negyedévére mintegy 145 %-kal csökkent. Általánosságban romlik továbbá az eszközök minősége: a nemteljesítő hitelek aránya növekszik mind a vállalatok (több mint 16 %), mind a háztartások (több mint 13 %) esetében és – főként a lanya gazdaság miatt – 2012-ben várhatóan tovább romlik.

A kormány által bevezetett végtörlesztési program következtében tovább csökkent a magánszektor adósságállománya, de a program megingatta a pénzügyi stabilitást. A Parlament 2011 szeptemberében ellentmondásos intézkedést fogadott el, amely alapján (2012. február végéig) lehetővé vált a háztartások devizaalapú jelzáloghiteleinek végtörlesztése a jelenlegi piaci árfolyamhoz képest jóval (25–30 %-kal) alacsonyabban rögzített árfolyamon. A végleges adatok alapján

és tekintettel arra, hogy a végtörlesztések kevesebb mint egyharmadát forinthitelből finanszírozták, a háztartások adósságállománya 2011 negyedik negyedéve és 2012 első negyedéve között körülbelül a GDP 4 %-ával csökkent. A végtörlesztés következtében azonban az ágazat a GDP közel 1 %-át kitevő nettó veszteséget könyvelhetett el, általánosságban pedig romlott az üzleti környezet és megtorpant a gazdaság élénkülése. 2011. december közepén megállapodás jött létre, amely a banki ágazat és az állam kiegyensúlyozottabb tehermegosztására irányuló intézkedéseket tartalmazott (a jogszabály alapján eredetileg valamennyi kapcsolódó költség a bankokat terhelte volna). Mindazonáltal a 2012. évi konvergenciaprogramban található, a lakosság és a társaságok napi tranzakcióira egyaránt vonatkozó új pénzügyi tranzakciós illetékre vonatkozó bejelentés valószínűleg további kétségeket ébreszt ebben a tekintetben. Bár az elfogadott programok várhatóan hozzájárulnak ahhoz, hogy a nemteljesítő hitelek aránya ne növekedjen tovább, célzottságuk nem megfelelő, és a költségvetés számára jelentős költségekkel járnak.

6. grafikon: Az adósságállomány ágazati bontása



Forrás: a Bizottság szolgálatai

A magánszektor eladósodásának gyors növekedése a magyar gazdaságban az államadósság szintjének növekedése mellett ment végbe. Különösen a 2002–2006 közötti időszakban volt magas a költségvetési hiány, aminek következtében az adósság GDP-hez viszonyított aránya 53 %-ról 2007-re körülbelül 66 %-ra növekedett. Az EU és az IMF által biztosított pénzügyi támogatási programmal összefüggésben végrehajtott fontos tartós jellegű költségvetési konszolidációs lépések ellenére az adósság aránya 2010-ben tovább emelkedett a GDP 81 %-a fölé, főként a válság idején jellemző alacsony nominális GDP-növekedéshez kapcsolódó hátrányos nevezőhatás következtében, valamint azért, mert a központi banknak meg kellett növelnie hivatalos tartalékait. 2011-ben a bruttó államadósság kismértékben, a GDP 80,6 %-ára csökkent. Ez a csekély javulás a GDP 7,5 %-át kitevő (főként egyszeri bevételek által generált) jelentős elsődleges többlet eredménye, ezt azonban nagymértékben ellensúlyozta a forint jelentős, 10 %-ot meghaladó leértékelődése a 2010. végi szinthez képest, ami a devizában denominált államadósság kedvezőtlen értékelési hatásához vezetett.

Nemcsak az államadósság magas szintje eredményezhet pénzügyi stresszt, hanem struktúrája és finanszírozása is, tekintettel arra, hogy közel a fele devizában denominált. Emellett az állampapírok több mint 70 %-a a hazai kötvénypiacon jelentős szerepet játszó külföldiek tulajdonában van: 2012 első negyedévében az általuk birtokolt kötvények volumene soha nem látott mértéket öltött, 4200 milliárd forintot tett ki, ez 40 %-ot meghaladó piaci részesedés (miközben jelenleg a forintban denominált állampapírok körülbelül 7 %-a van közvetlenül magyar magánszemélyek tulajdonában, míg ez az arány az elmúlt évtized első felében mintegy 15 % volt. Ez alapján fennáll annak a kockázata, hogy ha a külföldiek Magyarországra vetett bizalma csökken, a hazai befektetők által finanszírozandó hányad olyan nagy lesz, hogy még a forintban denominált lejáró adósság refinanszírozása is nehézségekbe ütközhet (ez történt például 2012 januárjában, amikor megszakadtak az EU-IMF elővigyázatossági támogatásról folytatott előzetes tárgyalások és a magyar állampapírokat a legnagyobb hitelminősítők egyöntetűen befektetésre nem ajánlott kategóriába fokozták le.

Bár a munkanélküliségi ráta önmagában nem kiemelkedően magas, a magyar munkaerőpiacra jelentős strukturális problémák jellemzők. 2010-ben a munkanélküliségi ráta 9,7 % volt, ez valamivel alatta marad a 10 %-os küszöbértéknek. Ez azonban csak látszólag pozitív, mivel a munkanélküliség azért is maradt alacsony, mert nagy volt a rokkantsági ellátásban és korengedményes nyugdíjban részesülők aránya. Ez a gyakorlat a költségvetési problémákhoz is hozzájárult. Ehhez kapcsolódó munkaerő-piaci probléma az Unióban tartósan a legalacsonyabbak közé tartozó foglalkoztatottsági ráta. Miközben a kormány strukturálisreform-programjának keretében nemrég bevezetett intézkedések várhatóan növelik a munkaerő-piaci részvételt, az aktivizálás fokozható lenne a nők és a hátrányos helyzetű csoportok munkaerő-piaci részvételének arányát növelő intézkedések megerősítésével, valamint a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat kapacitásának bővítésével. Az említett intézkedésekkel szemben az adójóváírás 2012-től kezdődő megszüntetése lényegesen megnövelte az alacsony jövedelműek adóterhét, így ezen a területen korrekcióra van szükség. Emellett az adóbehajtás javítása lehetővé tenné a munkaerő alacsonyabb mértékű megadóztatását, és így hozzájárulna a foglalkoztatás növeléséhez.

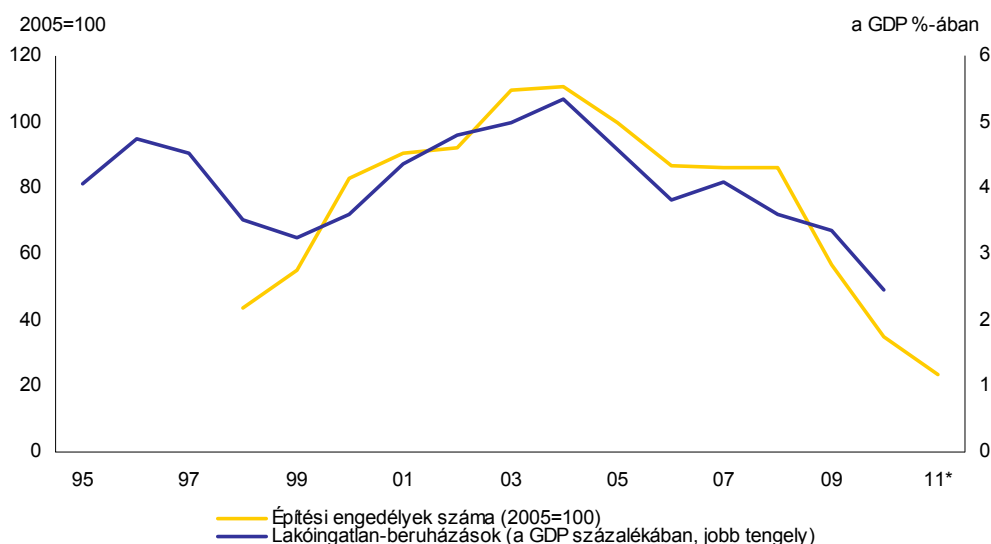
Ami a növekedés további esetleges szűk keresztmetszeteit illeti, az iparban és a szolgáltatások terén a termékpiaci verseny további erősítésére van szükség. Az iparban az átlagos árrés 10,5 % volt, ez 2008–2009-ben 26 tagállam összehasonlításában a nyolcadik legmagasabb. Ez részben magyarázható az exportált termékek iránti nagy kereslettel, de jelezheti a verseny gyengeségét is ezekben az ágazatokban³. Emellett a belső egyensúlytalanságokat fokozza a túlzott állami szabályozás, a Világgazdasági Fórum által az ehhez kapcsolódó mutató vizsgálata alapján Magyarország 142 ország közül a 135. helyre került⁴. A becslések szerint a vállalkozások összesített adminisztratív terhe továbbra is a GDP 10 %-a fölött van. Az adóelőírások összetettsége a különböző méretű társaságokra eltérő hatást gyakorol: a kormány becslése szerint a nagyobb társaságok átlagosan árbevételük 1 %-át fordítják az adókkal kapcsolatos adminisztrációra, miközben a kisebb cégek esetében ez az arány közel 10 %.

³ Az árrés mérése a bruttó üzemi nyereség/hányaddal történik (bruttó üzemi nyereség/árbevétel)*100.

⁴ Világgazdasági Fórum (2011–2012) – jelentés a globális versenyképességről.

Ami az ingatlanszektorról illeti, a válság előtti időszakban a magyar ingatlanpiacot nem jellemezte eszközár-buborék. Magyarországon az ingatlanár-emelkedés a legutóbbi mélyponttól a legutolsó csúcsig a legalacsonyabbak között volt az EU-ban, és az ingatlanárak csökkenése átlagosan 4 % volt, miközben a balti államokban és néhány másik új tagállamban ez az átlag jóval meghaladta a 10 %-ot. Jelenleg még mindig fokozatos, de elhúzódó visszarendeződés zajlik: az FHB lakásárindexének⁵ adatai alapján a 2005–2008 közötti időszakban a reálárak csökkenése átlagosan 1 % volt. 2008 közepétől a nominális ingatlanárak folyamatosan (negyedévről-negyedévre) csökkentek: 2011 harmadik negyedévében az árcsökkenés mértéke elérte a 15 %-ot. Az ingatlanárak folyamatos csökkenése szorosan kapcsolódik a jelzáloghitelezés 2008 vége óta jellemző drasztikus visszaeséséhez. Az ingatlancélú befektetések visszaesése már 2005-ben megkezdődött, és a GDP 5,4 %-át kitevő 2004-es legmagasabb szinthez képest 2010-re több mint megfeleződött. A válság előtt az ingatlanszektor hozzájárulása a hozzáadott értékhez körülbelül 8–8,5 % volt, ez az uniós átlagnál egyharmaddal alacsonyabb. Mivel folyamatosan erősen csökkent az építési engedélyek száma (a lakóingatlanok első számú mutatója), nem várható a trend gyors megfordulása.

7. grafikon: Lakáspiaci kínálati mutató



Forrás: A Bizottság szolgálatai (a 2011. évi adatok () az első három negyedéven alapulnak).*

3. EGYES TERÜLETEK RÉSZLETES ELEMZÉSE

3.1. A fizetési mérleg alakulásának részletes vizsgálata és kilátások

A 2008-as világméretű válságig Magyarország egyre inkább integrálódott a globális ellátási láncokba, és a pénzügyi piacok likviditási korlátai enyhültek, ami megkönnyítette a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozását. Bár a gazdasági konvergencia folyamata az érintett gazdaságokban gyakran együtt jár a megtakarítások visszaesésével és a beruházások növekedésével, ami viszont külső kötelezettségeik⁶ emelkedését eredményezi, Magyarország felhalmozódott külső egyensúlyhiányainak volumene regionális összehasonlításban példa nélküli, és

⁵ Bővebb információk: <https://www.fhb.hu/Hirek/FHB-Lakasindex>.

⁶ Ezeknek a szempontoknak a részletes elemzését lásd: Koroknai, P. (2008).

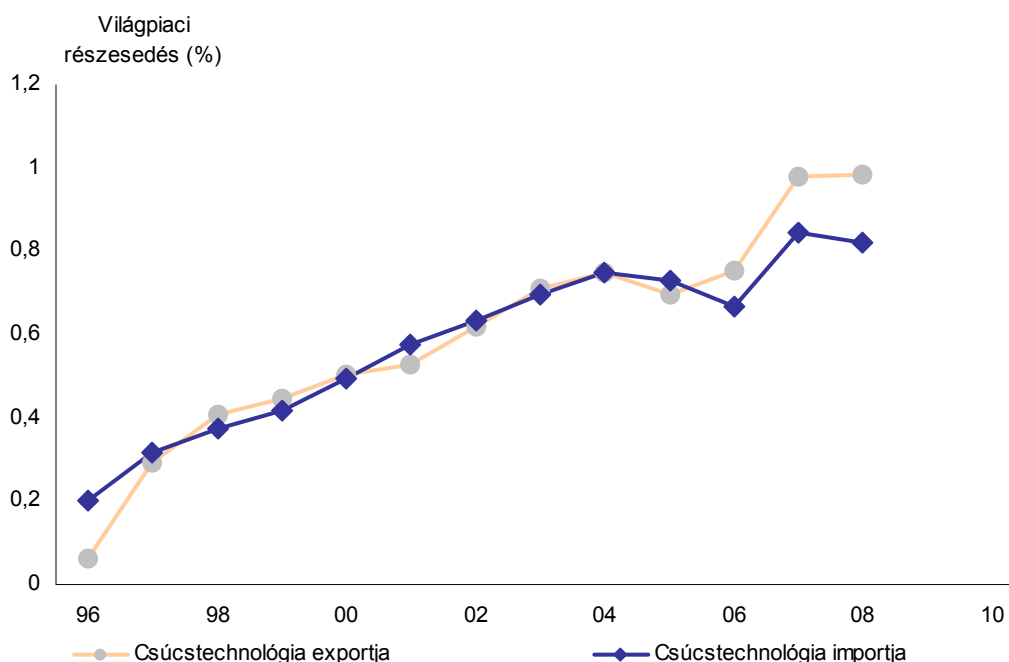
pusztán méreténél fogva is a sérülékenység forrása. A túlzott külső hiányra, annak finanszírozására és a középtávú kilátásokra vonatkozó további elemzés ezért indokoltnak tűnik.

Ebből kiindulva az ebben az alfejezetben feltett első kérdés az, mivel magyarázható az ország válság előtti, viszonylag erős exportteljesítménye. Másodszor, meg kell vizsgálni, hogy a különböző gazdasági ágazatok miként járultak hozzá a külső egyensúlyhiányok felhalmozódásához. Ezt a pénzügyi oldal részletesebb elemzése követi, mindenekelőtt az adóssággeneráló és nem adóssággeneráló pénzügyi folyamatok (különösen az FDI) szerepének és jelentőségének vizsgálata. Végül sor kerül a külső egyensúlytalanságok alakulásával kapcsolatos rövid és hosszú távú kilátások elemzésére.

3.1.1. Az exportteljesítmény nem árjellegű tényezőinek szerepe

A költségek romló versenyképessége ellenére a 2004 és 2008 között javuló kereskedelmi mérleg rávilágít az ország exportteljesítményét meghatározó nem költségjellegű tényezők fontosságára. Az exportágazat relatív stressztűrő képessége a csúcstechnológiát képviselő termékek igen jelentős arányához köthető (a teljes export több mint 22 %-a, ami az EU 27 tagállama közül az egyik legmagasabb). Az 1995-öt követő körülbelül 15 évben Magyarország sikeresen megtízszerezte a csúcstechnológia-exportban való világpiaci részesedését (lásd az alábbi grafikont). A feldolgozóiparban megnyilvánuló komparatív előnyökre alapozva Magyarország exportja az elmúlt évtizedben fokozatosan elmozdult az alacsony technológiai szintet képviselő termékek (például fa- és textiltermékek) felől a közepes és csúcstechnológiával gyártott termékek – például a gumiipari termékek, gépjárművek, elektromos és optikai berendezések – felé. A csúcstechnológiát képviselő gyártás jelentőségét megerősíti, hogy egyre növekszik a komparatív előny az euróövezettel szemben olyan termékek esetében, mint az elektromos gépek és telekommunikációs berendezések. Ehhez kapcsolódóan a regionális versenytársakhoz képest egyedülálló előnyt jelent, hogy a csúcstechnológiai ágazatok külkereskedelmi mérlege 2006-ban pozitívvá vált, és azóta a többlet fokozatosan növekszik; azonban a GDP körülbelül 1,5–2 %-át kitevő mértéke önmagában csak arra volt elegendő, hogy 2008-ig kismértékben ellensúlyozza a más almérlegekben jelentkező hiányt.

8. grafikon: Magyarország részesedése a csúcstechnológia világkereskedelmében

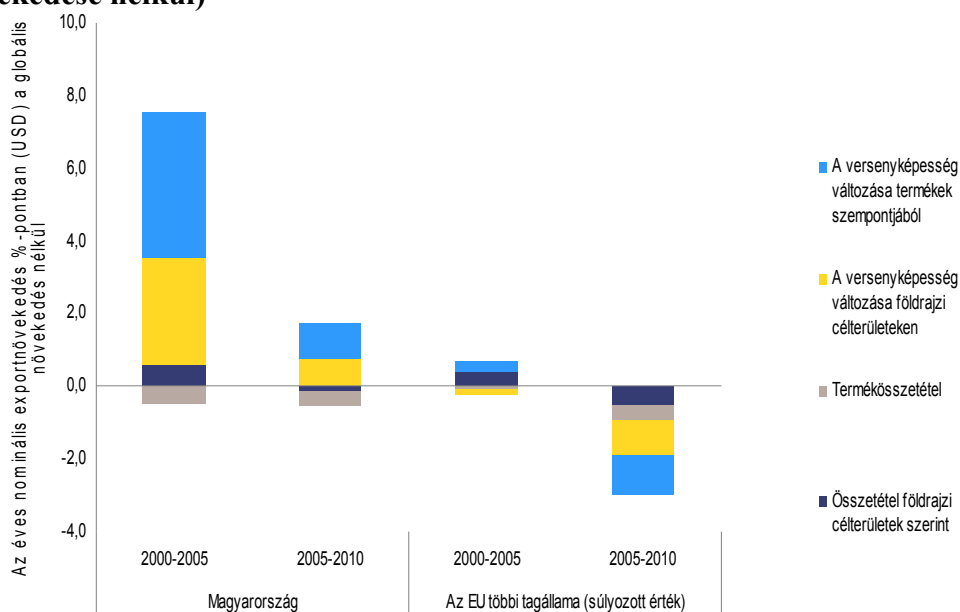


Forrás: a Bizottság szolgálatai

Az export földrajzi szerkezete nem magyarázza az exportpiaci részesedés növekedését, vagyis az ország teljesítményét nem növelte automatikusan a célpiacok bővülése. A földrajzi irányultság tekintetében *mind az export, mind az import terén az EU 27 tagállama a meghatározó (a 2010. évi adatok alapján Magyarország exportjának 77 %-a az uniós tagállamokba irányul, importjának pedig 68 %-a innen származik). Továbbra is Németország a legfontosabb kereskedelmi partner, a teljes kivitel majdnem egynegyedét veszi fel, miközben Olaszország, Franciaország és Ausztria részesedése a teljes kivitelből egyenként körülbelül 5 %. Így az ország orientációja a kevésbé dinamikus exportpiacok felé meglehetősen jelentős, bár ezzel párhuzamosan folyamatosan bővül a gyorsan növekvő kelet-európai és ázsiai gazdaságokba irányuló export (az új tagállamokba irányul például az export 20,5 %-a és az import 16,5 %-a, miközben 2006-ban ez 18 %, illetve 13,5 % volt).*

Az alábbi grafikonból az is kiderül, hogy a 2000 és 2005 közötti meglehetősen jó exportteljesítmény annak a ténynek köszönhető, hogy Magyarország az érintett földrajzi területeken és mindazon termékkategóriákban is növelte piaci részesedését, amelyekben a vizsgált időszak elején jelen volt. Magyarország kezdetben nem specializálódott olyan földrajzi célterületekre és ágazatokra, amelyekre a különösen dinamikus importkereslet volt jellemző. A második öt éves alidőszakban az export kevésbé dinamikus növekedése magyarázható azzal is, hogy a költségek fent említett romló versenyképességének hatása késleltetve jelentkezett. Mindemellett, ha összehasonlítjuk Magyarország teljesítményét nagyjából hasonló gyártási struktúrával rendelkező regionális versenytársaiéval (például a többi visegrádi országgal: a Cseh Köztársasággal, Lengyelországgal és Szlovákiával), ezek versenyképességi előnyöknek köszönhető további exportnövekedése mindkét időszakban jóval erősebb volt.

9. grafikon: A nominális exportnövekedés összetétele (a globális kereskedelem növekedése nélkül)



Forrás: a Bizottság szolgálatai

3.1.2. A külső hiány felépítése: ágazati összetétel

A nettó hitelezésre vonatkozó adatok ágazati bontása megerősíti a magyarországi ikerdeficit okainak jelentőségét. Miután az 1990-es évek második felében költségvetési konszolidáció zajlott le, amelynek eredményeként az államadósság GDP-hez viszonyított aránya az 1994-es, a GDP közel 90 %-át kitevő legmagasabb szintről jelentősen visszaesett, 2001-re körülbelül 52 %-ra, a költségvetési politika iránya gyökeresen megváltozott Magyarországon. A strukturális kiigazítási erőfeszítéseket ellentmondásos számviteli gyakorlat és optimista költségvetési tervezés váltotta fel. A költségvetési politika 2001 és 2006 között eredményei rosszak, tekintettel arra, hogy a költségvetési céloktól való eltérés rendszeresen jelentős volt.

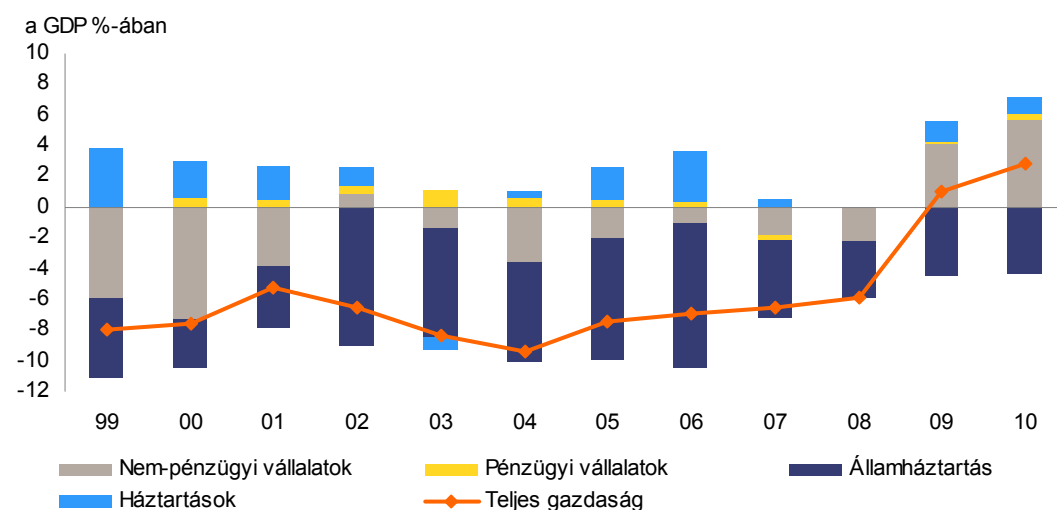
A nagymértékben megnövekedett szociális transzferek és a közsféra béreinek jelentős emelése a 2002–2006 közötti időszakban minden évben a GDP 6 %-át meghaladó költségvetési hiányt eredményeztek, ez tartósan a legmagasabbak között volt az Európai Unióban. Magas nominális és strukturális hiány mellett számos adócsökkentésre került sor, ami felerősítette a növekvő makrogazdasági egyensúlytalanságokat. Az MNB szakértői által kidolgozott modellek⁷ rávilágítottak arra, hogy a hazai kereslet által vezérelt, stabilan 4–5 %-ot kitevő GDP-növekedési rátákat nagymértékben a jelentős fiskális ösztönzők generálták. Például egy „semleges fiskális pályán” alapuló alternatív forgatókönyv esetében a fogyasztói kiadások növekedési rátája a becslések szerint átlagosan majdnem 2 %-kal alacsonyabb lett volna a 2001 és 2003 közötti egyes években. A fogyasztás mérséklődése a háztartásoknak nyújtott kevésbé nagyvonalú szociális készpénztranszferek és a nettó jövedelmek lassúbb növekedése miatt következett volna be. Így a szóban forgó időszakban a fenntarthatatlan költségvetési expanzió jelentős „mesterséges”

⁷ Homok, C. et al (2008)

fogyasztói keresletet hozott létre, ami az egyébként várhatónál nagyobb import révén a folyó fizetési mérleg romlásához vezetett.

Az egymást követő magas költségvetési hiányok hozzájárultak a nettó külső adósság megugrásához. A nettó külső adósság a GDP körülbelül 23 %-át kitevő 2002-es szintről a következő öt évben megduplázódott. A külföldi adósságállomány növekedése elsősorban annak a következménye, hogy a gazdaságpolitikai intézkedések hatására az ország nettó finanszírozási igényének ágazati megoszlása a vállalatok finanszírozásától az államháztartás finanszírozása felé mozdult el (lásd a 10. grafikont). A társaságok finanszírozási igénye, amelyet az 1990-es évek második felében alapvetően fedezett a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás (nagyreszt FDI) 2000 után az előző évekhez képest lényegesen csökkent. Emellett 2001-től a tartósan laza költségvetési politika a hazai megtakarítások nagy részét felemésztette⁸. Az ebből következő bizonytalanság és a piac visszatérő kétségei az államháztartás fenntarthatóságát illetően fontos szerepet játszottak abban, hogy a kockázati felár és így a hazai kamatok magas szinten maradtak. Ez megnövelte a magánszektor külső finanszírozástól való függőségét és ösztönözte a lakosság és a kkv-k devizaalapú hitelezését egy olyan időszakban, amikor az árfolyamok sokkal alacsonyabbak voltak, a releváns makroprudenciális előírások nem voltak elég szigorúak és a bankok hitelezési magatartásának néhány aspektusa nem volt prudens. Emellett az állam pénzügyi egyenlegét sem lehetett volna teljes mértékben belső forrásokból fedezni, tekintettel a háztartások alacsony megtakarítási rátáira.

10. grafikon: Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként



Forrás: a Bizottság szolgálatai

Miután 2006-ban a GDP több mint 9 %-ával a hiány elérte a legmagasabb szintet⁹, jelentős költségvetési konszolidációs erőfeszítéseket követően a globális válságot megelőzően csökkent az államháztartás finanszírozási igénye. A gazdaság 2009-es jelentős visszaesése ellenére az EU-IMF pénzügyi támogatási programmal alátámasztott költségvetési korrekció 2008 és 2010 között a GDP mintegy 4–4,5 %-án stabilizálta az elsődleges költségvetési hiányt, és 2009-ben a GDP több mint 2 %-ával javult a strukturális egyenleg. A válság éles korrekciót eredményezett, mivel a háztartások megtakarításai főként az óvatossági

⁸ Lásd pl. Antal, J. (2006).

⁹ A 2006-os hiány szintjét bizonyos mértékig növelték az egyszeri kiadások.

megfontolások miatt növekedni kezdtek, a vállalati szektorban pedig nettó megtakarítási pozíció alakult ki.

3.1.3. A külső hiány finanszírozásának struktúrája

A külső eladósodottság gyors növekedése mellett 2003-tól a finanszírozási oldal struktúrája is jelentős mértékben megváltozott. A 2000-es évek elejéig tartó első időszakot a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás magas szintje és gyakorlatilag jelentéktelen kiáramlás jellemezte. Az 1990-es években a viszonylag korai és nagyarányú privatizáció meghatározó szerepet játszott a külföldi közvetlen befektetések és portfólióbefektetések jelentős beáramlásában, mivel a külföldi befektetést mindenekelőtt számottevő (adó)kedvezményekkel ösztönző gazdaságpolitika Magyarországot vonzó befektetési célponttá tette¹⁰. Másrészt alacsony volt a rezidens társaságok közvetlen tőkeexportja és a külföldi tőkebefektetések szintje is, tükrözve a magyar vállalati és intézményi befektetői ágazat kialakulóban lévő állapotát. A szóban forgó időszak általános jellemzője volt, hogy a nem adóssággeneráló finanszírozás nettó volumene újra és újra meghaladta a külső finanszírozási igényt.

2003-tól azonban ezzel párhuzamosan nőtt a hazai jogalanyok nem adóssággeneráló tőkeexportja és az adóssággeneráló finanszírozás aránya. Fontos rámutatni arra, hogy a válság 2008-as kibontakozásáig nem csökkent jelentősen a bruttó külföldi közvetlen befektetés, különösen, ha a privatizációs bevételeket kivesszük az adatsorból. Az érintett időszakban a közvetlen külföldi tőkebefektetés kiáramlásának nagy része néhány nagy és rendkívül nyereséges rezidens vállalathoz köthető, amelyek úton voltak afelé, hogy regionális „multivá” váljanak (pl. a MOL). Ami az ágazatokat illeti, a banki szektor a felvásárlások révén különösen fontos szerepet játszott ebben a folyamatban (pl. OTP, MKB – a Bayerische Landesbank leányvállalata). Az említett üzleti szervezetek esetében a hazai piac telítettség bizonyult, ezért regionális terjeszkedésük hátterében leginkább az új piaci lehetőségekhez való hozzájutás állt. Ezzel párhuzamosan portfólióbefektetések formájában nőtt a tőkekiáramlás, amit elsősorban a hazai intézményi befektetők erősödő nemzetközi tevékenysége magyaráz (földrajzi diverzifikáció). A lakosság körében egyre inkább elfogadottá váltak a nem-banki megtakarítási lehetőségek, és a jogszabályi változások (például a pénzügyi számlák teljes liberalizációja és a magánnyugdíj-alapok befektetési referenciaértékeire vonatkozó módosított szabályozás) szintén hozzájárultak az ágazat kifelé irányuló tevékenységéhez. Következésképpen a tőkekiáramlás csökkentette a nem adóssággeneráló finanszírozás nettó összegét is.

Általános vélekedés, hogy a nem adóssággeneráló finanszírozási formák számos pozitív jellemzővel rendelkeznek. A nem adóssággeneráló forrásokról – mindenekelőtt az FDI-ről – gyakran úgy tartják, hogy kevésbé likvidek, és ezért a finanszírozás stabilabb formáját jelentik az adósságtípusú befektetésekhez képest, különösen az ún. „sudden stop” (a tőkeáramlás hirtelen megszűnése) időszakában.

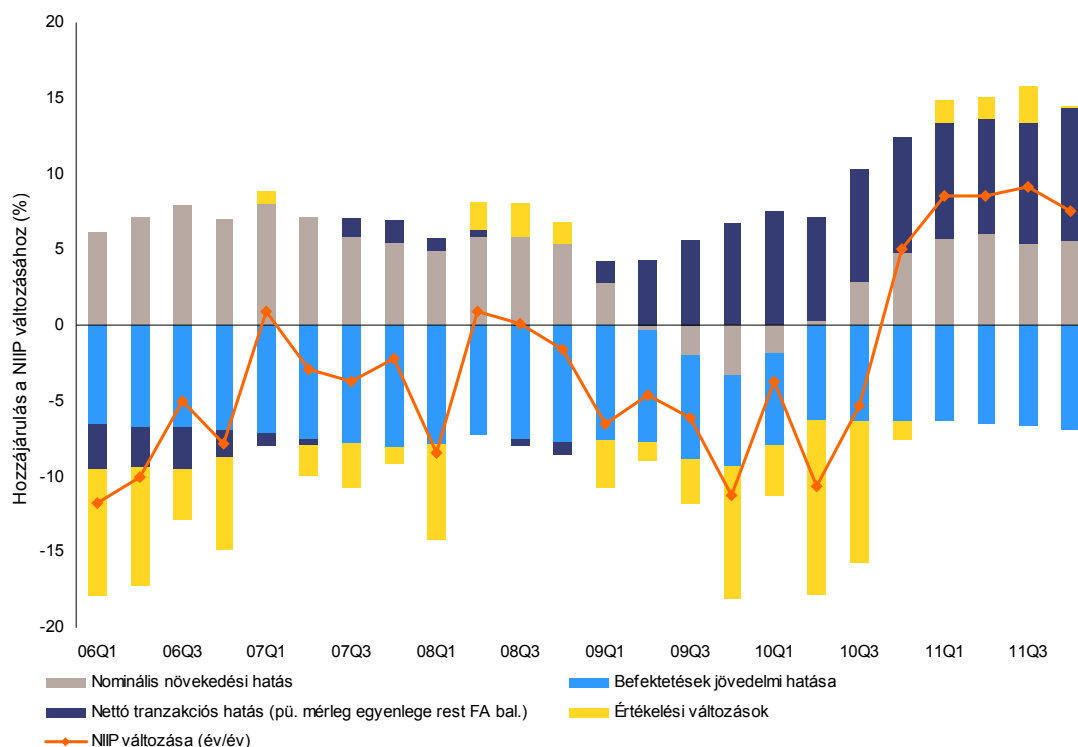
¹⁰ Tekintettel arra, hogy a szomszédos országokban az átalakulás későbbi szakaszában kezdődött meg a külföldi stratégiai befektetőket bevonó privatizáció, a külföldi közvetlen befektetések GDP-hez viszonyított aránya alapján Magyarország az 1990-es évek végéig az első volt a régióban (emellett több évig Magyarország vezető volt a régióban a befektetések abszolút nagyságrendje szempontjából is).

Emellett a külföldi közvetlen befektetés a kapcsolódó pozitív externáliák (technológia korszerűsítése, vezetési készségek, új piacokhoz való hozzáférés stb.) révén felgyorsíthatja a gazdasági növekedést a fogadó országban. A külföldi közvetlen befektetés ezért összekapcsolódik a vállalati befektetésekhez kapcsolódó kiadások szinte automatikus növekedésével, mivel a társaságok részvénykibocsátás vagy FDI felhasználása révén képesek finanszírozási igényeik kielégítésére nem adóssággeneráló forrásokat bevonni, miközben az államháztartás és a lakosság tipikusan az adóssággeneráló külföldi finanszírozásra van utalva. Fontos azonban felismerni, hogy a külföldi közvetlen befektetésekhez kapcsolódó, fent leírt előnyök többsége inkább a külföldi tulajdonban levő vállalatok tevékenységéhez és nem konkrét finanszírozáshoz kapcsolódik (a közvetlen tőke csak egy módja a vállalati működés finanszírozásának)¹¹.

Az 1990-es évekre jellemző erős és tartós FDI-beáramlás következtében a jövedelemmérleg már 2000-ben jelentős, a GDP körülbelül 5–6 %-át kitevő strukturális hiányt mutatott (lásd az alábbi 11. grafikont). Ez más almérlegek (például az árumérleg) nagymértékű strukturális többletét tette volna szükségessé a tartós külső egyensúlytalanság elkerüléséhez, kiemelve az ország stabil versenyképességi pozíciójának jelentőségét. Hangsúlyozni kell, hogy a gazdaság működéséhez kapcsolódó nettó tranzakciós hatás (vagyis a rezidensek és nem-rezidensek közötti reálgazdasági tranzakciók egyenlege) már a válság előtt (2007-től) hozzájárult a külső kötelezettségek csekély csökkenéséhez. Így a magyar külső kötelezettségek 2007 és 2008 közötti növekedése nagyrészt a tényezőjövedelem kiáramlásához kapcsolódó kötelezettségek kezdeti magas szintjének a következménye. Tekintettel az adósság máris magas szintjére, a befektetési jövedelem nettó kiáramlása valószínűleg a belátható jövőben is jelentős lesz.

11. grafikon: A nettó nemzetközi befektetési pozíciók változásának összetétele

¹¹ A kapcsolódó irodalom áttekintéséhez lásd: Komáromi, A. (2008).



Forrás: a Bizottság szolgálata

Az FDI-alapú finanszírozás vitathatatlan előnye az adósságnöveléshez képest az, hogy az osztalék típusú kifizetések prociklikusak. A gazdasági visszaeséssel párhuzamosan ezért a kapcsolódó finanszírozási igény is csökkenhet. 2009-ben és 2010-ben a magyar fizetési mérlegben nagyjából 25 %-os csökkenés jelentkezett a külföldi közvetlen befektetéseken realizált jövedelemben a válságot megelőző évek átlagához képest. Ezzel szemben az adósság típusú kötelezettségek teljesítése kockázatos (megújítási kockázatok) és drágává (kamatfelárak növekedése) válhat a gazdasági válsággal összefüggésben.

Emellett egy közelmúltbeli empirikus tanulmány szerint, ha összehasonlítjuk az 1995 és 2010 közötti magyarországi FDI-típusú finanszírozás jövedelemgeneráló hatását a külső finanszírozás alternatív módjaival (portfóliobefektetés és külföldi kölcsönök) szemben, a külföldi közvetlen befektetés előnyösebbnek bizonyult, mivel a bruttó nemzeti jövedelem szintjének 6–14 %-os emelkedését eredményezte. Ez a számítás már figyelembe veszi, hogy a közvetlen befektetés várt megtérülése magasabbnak bizonyult a finanszírozás minden egyéb más formájával összehasonlítva¹². Ezek a megállapítások alátámasztják annak szükségességét is, hogy a lehető leghamarabb vissza kell nyerni a külföldi közvetlentőke-befektetők bizalmát, hogy az FDI-beáramlás újra megközelítse a válság előtti időszak szintjét.

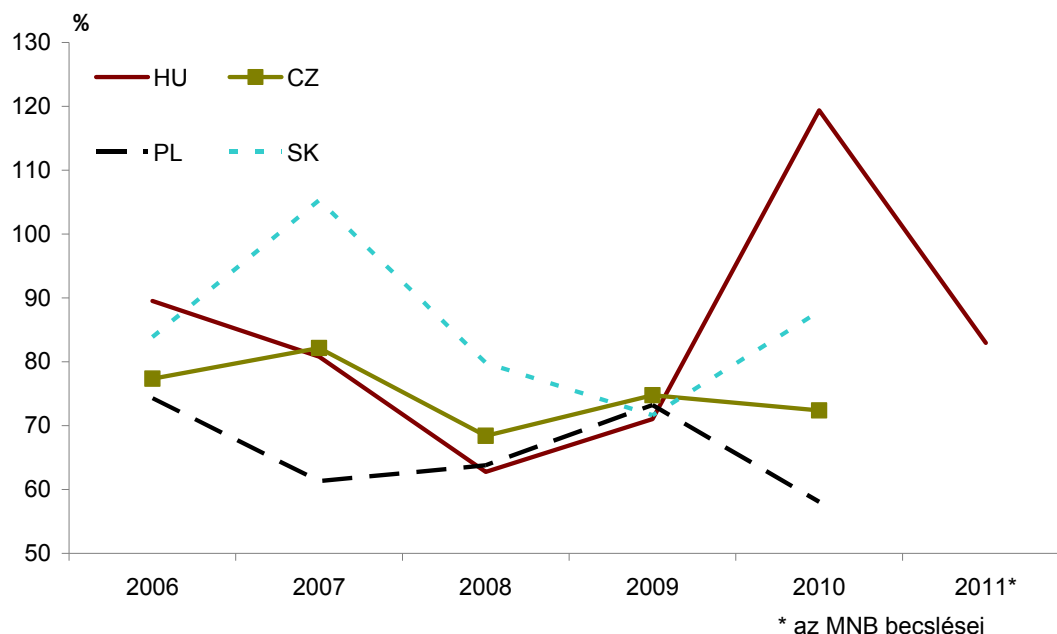
Az FDI-beáramlás legutóbbi csökkenését részben magyarázza az újra befektetett nyereség 2009–2010 során regisztrált drámai visszaesése. Miközben 2009 előtt ez az arány 20–40 % között mozgott, 2009-ben és 2010-ben negatívvá vált, vagyis az osztalékok révén repatriált nyereség összege magasabb volt, mint a szóban forgó évben a teljes nyereség összege, ami az eredménytartalék igénybevételéhez vezetett. Úgy tűnik, ez a csökkenés nem a válság mechanikus következménye; a régió egyes

¹² Lásd: Balatoni A. – Pitz M. (2012).

országokban legalábbis (például a Cseh Köztársaságban, Szlovákiában) az újra befektetett nyereség aránya, amely a válság előtt a magyar adatokkal összehasonlítható tartományban mozgott, stabil maradt, sőt növekedett.

A gazdasági bizalom alacsony szintje a gazdaságpolitikai környezet, valamint a jogi és az intézményi rendszer számos jelentős (és gyakran megkérdőjelezhető) változásához is kapcsolódik. Ezt a Világbank „Doing Business 2012” jelentésében a „befektetők védelme” kategóriára vonatkozó mutató is jelzi, amely alapján Magyarország jóval lemarad regionális versenytársaitól (és globálisan a 122. helyen van). A Német-Magyar Ipari és Kereskedelmi Kamara 2012. évi jelentésében közzétett felmérés eredményei további fontos megállapítást tartalmaznak: a válaszadók 87 %-a fejezte ki elégedetlenségét a magyar gazdasági környezet kiszámíthatatlansága miatt (ez évek óta a legrosszabb eredmény). Emellett, bár néhány területen (például a vállalatalapítási költségek) történt előrelépés, az állami szabályozásból eredő terhek tekintetében Magyarország az utolsók között van. Úgy tűnik, lelassultak a társaságok adminisztratív terheinek csökkentésére irányuló, kezdetben ígéretes reform-erőfeszítések is. Az utóbbi időben megnövekedett az újra befektetett nyereség aránya, a becslések szerint 2011-ben újra 25 % fölé került. A befektetési hangulat legújabb, a jogszabályok és politikai döntések gyakori módosulásához kapcsolódó, a növekedést gátló romlása azonban nem sok jót ígér az említett trend folytatódása szempontjából.

12. grafikon: Nyereséghez kapcsolódó osztalékkifizetések aránya néhány kiválasztott új tagállamban



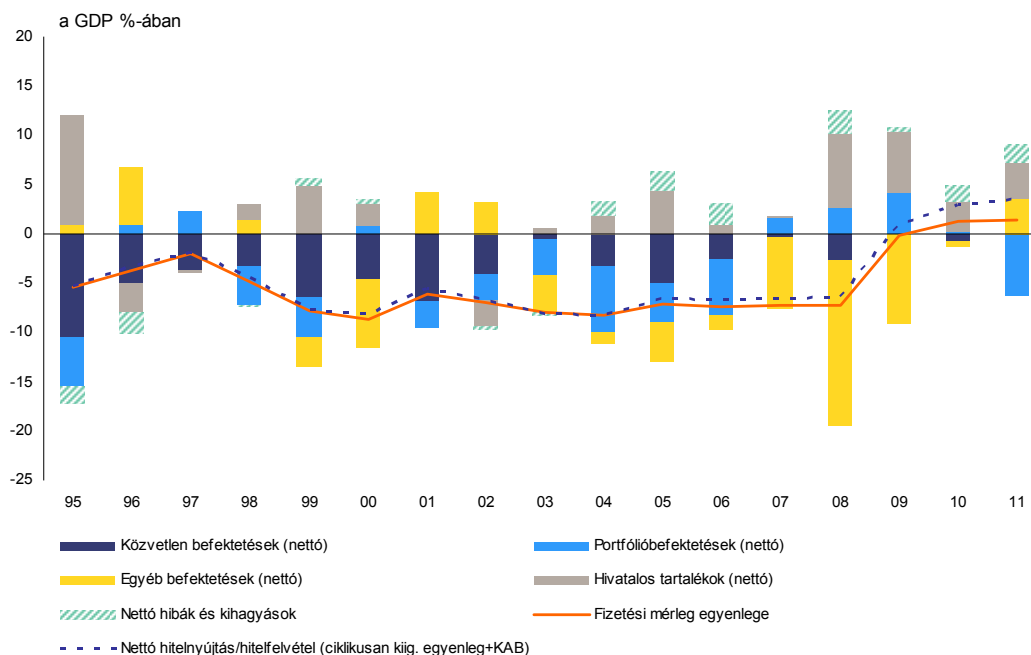
Forrás: Magyar Nemzeti Bank – MNB

Megjegyzés: A repatriált nyereség aránya kiszámítható az osztalékkifizetési arány(lásd a grafikont) 100-ból történő kivonásával. Ha a T. év osztalékkifizetését összehasonlítanánk a T-1. évben realizált nyereséggel, hasonló minta adódna.

Ami a külföldi közvetlen befektetés ágazati bontását illeti, a tőke körülbelül egynegyed részben a feldolgozóiparba – és növekvő arányban az autóiparba – került, ami azt jelzi, hogy a közvetlen befektetések kulcsfontosságú szerepet töltenek be Magyarország exportkapacitásának és ezáltal növekedési potenciáljának erősítésében. Az FDI-beáramlás jelentős mértékben hozzájárul ahhoz is, hogy a magyar pénzügyi

rendszer és a termékpiacok szorosabban integrálódjanak az Unió megfelelő területeire, mivel a pénzügyi közvetítés és a kiskereskedelmi ágazat egyaránt közel 15 %-ban részesül a teljes tőkebeáramlásból. Az adminisztratív és támogatási tevékenységek (megosztott szolgáltatóközpontok létrehozása révén), valamint az információs és telekommunikációs szolgáltatások egyaránt a teljes FDI-állomány nagyjából 10 %-át teszik ki.

13. grafikon: A nettó külső hitelnyújtás/hitelfelvétel finanszírozása



Forrás: a Bizottság szolgálatai

Az EU-IMF hitel keretében Magyarország nemzetközi tartalékai a 2008. októberi mintegy 17 milliárd EUR-ról nagymértékben növekedtek és 2009 nyarán 30 milliárd EUR fölé emelkedtek. Ez a növekedés tükrözte a nemzetközi intézményektől kapott fizetésimérleg-támogatás egymás követő részleteinek folyósítását, valamint a program keretében kitűzött kvantitatív célokat; ugyanebben az időszakban a rövid lejáratú adósság tartalékfedezete 60 %-ról körülbelül 100 %-ra növekedett (a külföldi közvetlen befektetéshez kapcsolódó vállalatközi adósságkötelezettségek nélkül). 2011 végéig a nemzetközi tartalékok növekvő pályán maradtak, amit főként az uniós strukturális alapokból származó források megnövekedett beáramlása eredményezett (ezeket az eszközöket általában a nemzeti bank váltja át hazai valutára). A nemzetközi tartalékok 2011 októberében érték el a legmagasabb szintet, amikor meghaladták a 38 milliárd EUR-t, mielőtt a külső államadósság törlesztése és a banki ágazatban a hitelállománynak a devizaalapú jelzáloghitelek kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztését lehetővé tevő programhoz kapcsolódóan felgyorsult leépítése kiváltotta a tartalékszint mintegy 2,5 milliárd EUR-val történő csökkenését. 2011 végén a nemzetközi tartalékok az eredeti futamidőt figyelembe véve a rövid lejáratú külső adósság 90 %-át fedezték.

3.1.4. A külső egyensúlytalanságokra vonatkozó hosszabb távú kilátások

A tagállami hatóságok és a nemzetközi szervezetek között széles körű egyetértés van arról, hogy rövid és középtávon a folyó fizetési mérleg növekvő többletet mutató pályán marad. Az uniós források beáramlásának is köszönhetően, illetve a várhatóan továbbra is alacsony szinten maradó hazai fogyasztás miatt a többlet a GDP 4 %-a körül lehet 2013-ban.

Messzebbre tekintve az a kérdés merül fel, hogy a korábban jelentős hiányt mutató folyó fizetési mérleg utóbbi időkben egyre növekvő többletet mutató egyenlegének javulása milyen mértékben tekinthető a válsággal összefüggő ciklikus hatásnak, illetve milyen mértékben tekinthető strukturálisnak. A

szektorális összetételt tekintve a háztartások megtakarítási rátájának kiigazítása alapvetően strukturális jelenségnek tűnik. Egyfelől – és a közelmúltbeli hitelkeresleti felmérésekre is alapozva – valószínűsíthető, hogy tartós változások következtek be a háztartások magatartása terén, és immáron fokozottabb körültekintéssel vesznek fel kölcsönöket. Másrészt – a kereskedelmi bankok felelős hitelezési tevékenységére vonatkozó számos jogszabályi változás (például a devizakölcsönökhöz való hozzáférés szigorú korlátozása), valamint a pénzügyi piacokon tapasztalható tendenciák (a megemelkedett CDS-felárak várhatóan hosszabb távon is fennmaradnak szemben a válságot megelőző körülbelül 60 bázispontos szintjükhöz képest) miatt – a fogyasztásnak a hitelezés által hajtott megugrására vélhetően nem fog ismételt sor kerülni. Ezzel szemben – és az olcsó külső finanszírozás eltűnése ellenére – a nem-pénzügyi vállalatok elkezdene majd visszatérni a nettó hitelfelvevői pozíciójukba. Rövid távon azonban lassuló ütemben ugyan, de folytatódni fog a hitelállomány leépítése a vállalati szektorban (piaci információk alapján az MNB a hitelállomány 3%-os csökkenésével számol 2012-re), és a hitelezési vezetők körében végzett legfrissebb felmérések is azt mutatják, hogy a bankok szigorítják a hitelfeltételeket, amit részben a likviditás és a tőkeszükségletek indokolnak.

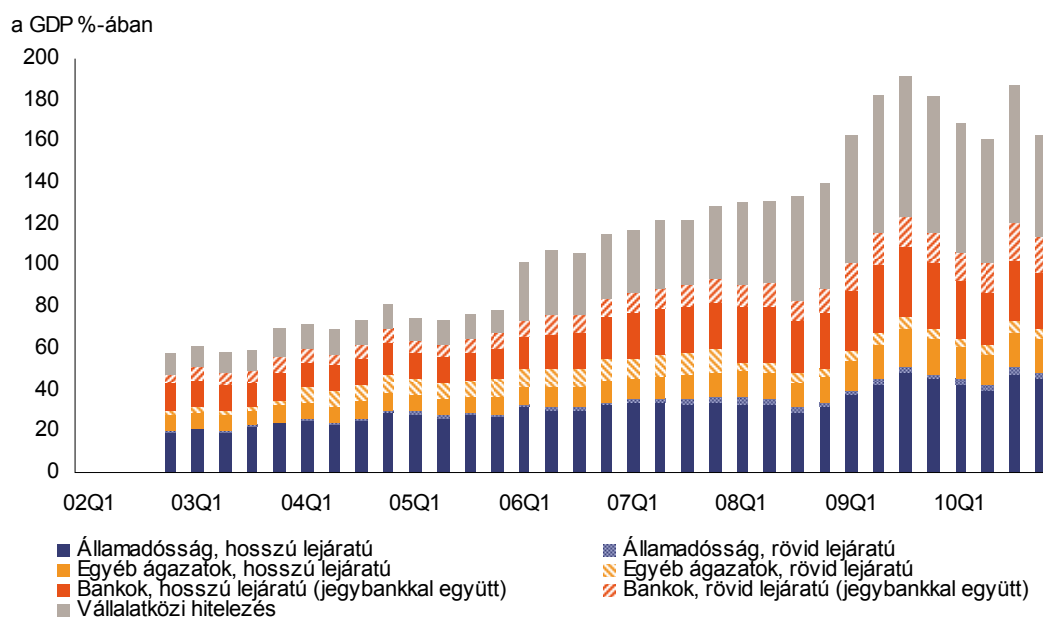
A vállalati szektor ismét nettó hitelfelvevővé fog válni. Empirikus adatok azt mutatják, hogy a magyar vállalati szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető kimagaslónak (mind az összességében vett pénzügyi kötelezettségek, mind a nettó pénzügyi eszközök állománya alapján a magyarországi nem-pénzügyi vállalatok a EU legkevésbé eladósodott vállalatai között vannak). A nem-pénzügyi vállalatok pozitív megtakarítási rátája – a normálisnak tekinthető beruházási aktivitáshoz való visszatéréssel – idővel tehát meg fog fordulni. A beruházási javak importjának ezzel együtt járó növekedése várhatóan a többi gazdasági ágazat nettó hitelezői pozíciójának javulásával jár; elkerülve így a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció további romlását. Másrészt egyfajta modernizációs deficit a konvergáló gazdaságok tipikus jellemzőjének tekinthető.

A rendelkezésre álló információk alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció várhatóan számottevően javulni fog az elkövetkező időszakban. Az idei és a következő évben – feltételezve, hogy nem lesz egyéb változás – a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg alakulására vonatkozóan a Bizottság szolgálatainak 2012. tavaszi előrejelzése alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció meredek, jóval a GDP 90 %-a alá történő csökkenése fog bekövetkezni 2013 végéig. Még messzebbre tekintve a Bizottság szolgálatainak – a növekedésre, az inflációra és a külső hozamokra vonatkozó egyszerűsítő feltételezéseire alapozott – tájékoztató jellegű számításai azt mutatják, hogy Magyarországnak a 2012–2020 közötti időszakban átlagosan a GDP 3 %-ának megfelelő többletet kellene elérnie a folyó fizetési mérlegben ahhoz, hogy negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióját megfeleltesse 2020-ra (azaz kb. a GDP –53 %-ára csökkentse, ami még mindig az indikatív küszöbérték felett lenne). A jelenlegi és a következő többéves pénzügyi keret alapján várhatóan Magyarországra áramló uniós strukturális támogatások összegére vonatkozó becslések alapján megalapozottan feltételezhető, hogy a tőkemérleg a GDP 2%-a körüli többletet fog mutatni a következő évtizedben. Figyelembe véve ezt a pozitív tényezőt is, a nettó nemzetközi befektetési pozíció megfizetéséhez a folyó fizetési mérleg többletének még így is tartósan meg kell haladnia a GDP 1 %-át.

3.2. Az adósság fenntarthatósága

A nettó külső adósság a GDP 63 %-ának megfelelő 2009-es csúcértékéről 2011. harmadik negyedévére néhány százalékponttal csökkent, de értéke regionális összehasonlításban továbbra is magasnak számít. A visegrádi országok közül a második legmagasabb érték Lengyelorszáé, ahol a mutató valamivel több mint 30 %-on áll. Ami a magas külső bruttó adósságteher eloszlását illeti, a külső adósság jelentős része az állami és a banki szektorhoz kapcsolódik.

14. grafikon: Bruttó külső adósság és annak összetétele



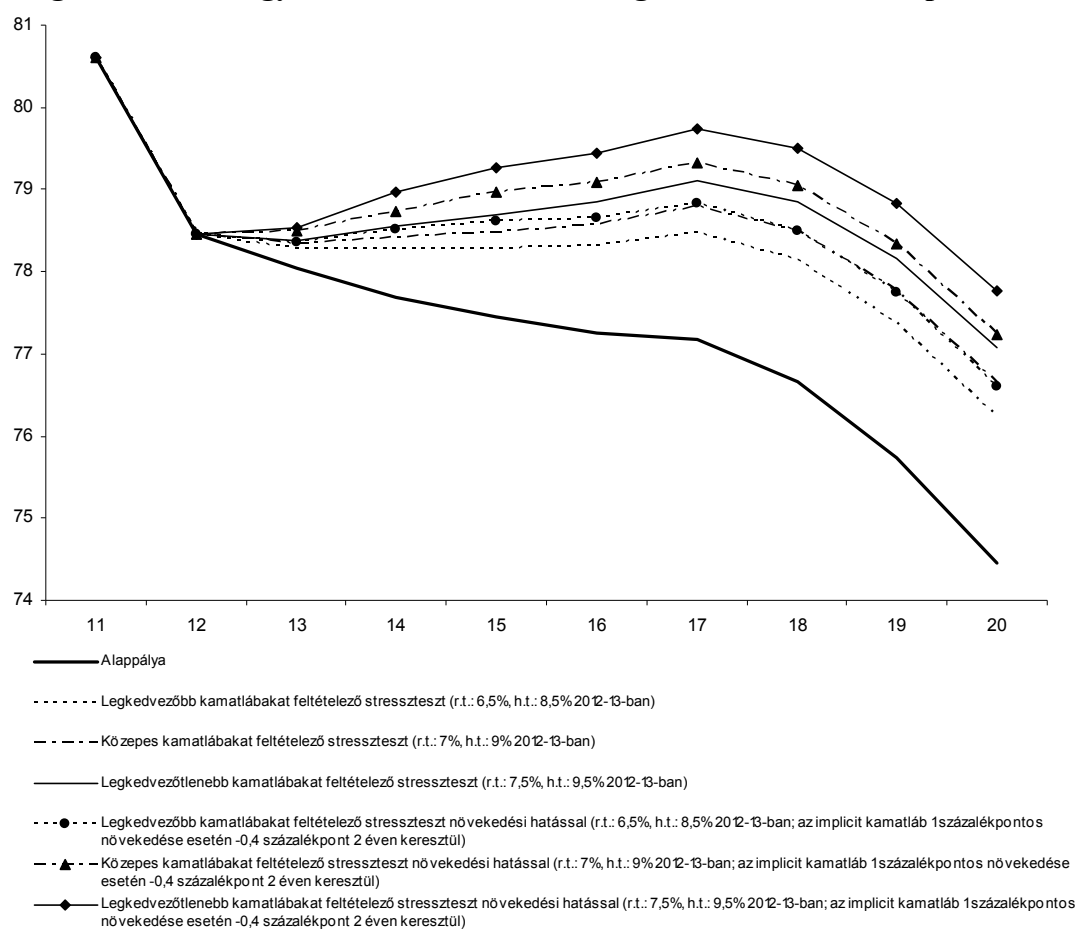
Forrás: a Világbank külső adósságról szóló SDDS adatbázisa

Az éves külső finanszírozási igény 2008 vége és 2010 közötti gyors kiigazítására – a recessziós gazdasági környezetből adódóan – adósság-típusú kötelezettségek jelentős kiáramlásával párhuzamosan került sor. A magánszektor mérlegének még most is zajló kiigazítása elsődlegesen a hitelfelvétel jelentős mértékű visszaesésén keresztül történt. A magánszektor hitelfelvételének növekedési ütemében 2010-ben bekövetkezett meredek zuhanást (–18 %) a vélhetően újabb jelentős visszaesés (2011 III. negyedévére –6%) követte, tekintve, hogy a magánszektor nettó törlesztővé vált. A romló gazdasági környezetben romlott a hitelek minősége, és visszaesett a hitelek iránti kereslet, amire a bankok többsége a hitelállomány leépítésével reagált (a lakossági hiteleknek a betétekhez viszonyított aránya a 2011 végére 131 %-ra csökkent a 2009-es 170 %-ról), aminek nyomán a nettó külső (főleg anyabankokkal szembeni) kötelezettségek is 5 milliárd EUR-val csökkentek 2009 végéhez képest. Ezzel szemben az államadósság devizában denominált része (jelenleg kb. 46–47 %-a) várhatóan az elkövetkező időszakban is rendkívül magas marad (összehasonlítva a válságot megelőző 27–32% közötti értékkel). Mindaddig amíg nincs jelentős tőkebeáramlás, a devizahitelek arányának fokozott ütemű csökkentése a hivatalos devizatartalék megfelelő mértékű leapasztásával jár, és jelentős keresleti oldali korlátok látszódnak a helyi piaci finanszírozás terén.

Az adósság fenntarthatóságára vonatkozó számítások vegyes képet mutatnak. Az alábbi grafikon a GDP-arányos adósságmutató 2020-ig várható alakulását mutatja. Az alappálya feltételezése az, hogy a 2013-as strukturális elsődleges egyenleg (a Bizottság szolgálatainak 2012. tavaszi előrejelzése szerint a GDP 2,3 %-a) változatlan szakszpolitika mellett – a népességrepedés költségeihez kapcsolódóan figyelembe vett változásoktól eltekintve – a továbbiakban konstans marad. Ezen forgatókönyv szerint az adósságmutató fokozatosan, monoton csökkenni fog, és 2020-ra megközelítheti a GDP 74 %-át. Ezen számok értelmezésével kapcsolatban fontos megjegyezni, hogy az implicit kamatlábak várhatóan nagyjából a mostani szintjük körül stabilizálódnak, majd a modellezési időtáv hátralévő részében végig fokozatosan csökkennek a 2015-re várt 5,6 % körüli csúcserősségekről. Az adósság fenntarthatóságával kapcsolatban

további tájékoztatást nyújt az alábbi három érzékenységi vizsgálat, amelyek pénzügyi piacokon tapasztalható feszültségek miatt átmenetileg magasabb (az alappályához képest két éven keresztül 200–400 bázisponttal magasabb) kamatlábbal számolnak. E forgatókönyvek mindegyike megfordítaná az adósságmutatónak az alappálya szerint 2012–2017 között csökkenő trendjét, és ahelyett egy nagyjából állandó vagy enyhén emelkedő adósságmutatót eredményezne az említett időtávon. A adósságmutatónak az alappálya szerinti csökkenése a stresszteszt-forgatókönyvek szerint csak 2017 után indulna meg újból. A növekedést érintő várható negatív visszacsatolási hatásokkal kiegészítve a kamatlábak emelkedése az adósságmutató alakulásának pályáját még kedvezőtlenebbé teszi (a legrosszabb forgatókönyv szerint megközelíti a 80 %-ot).

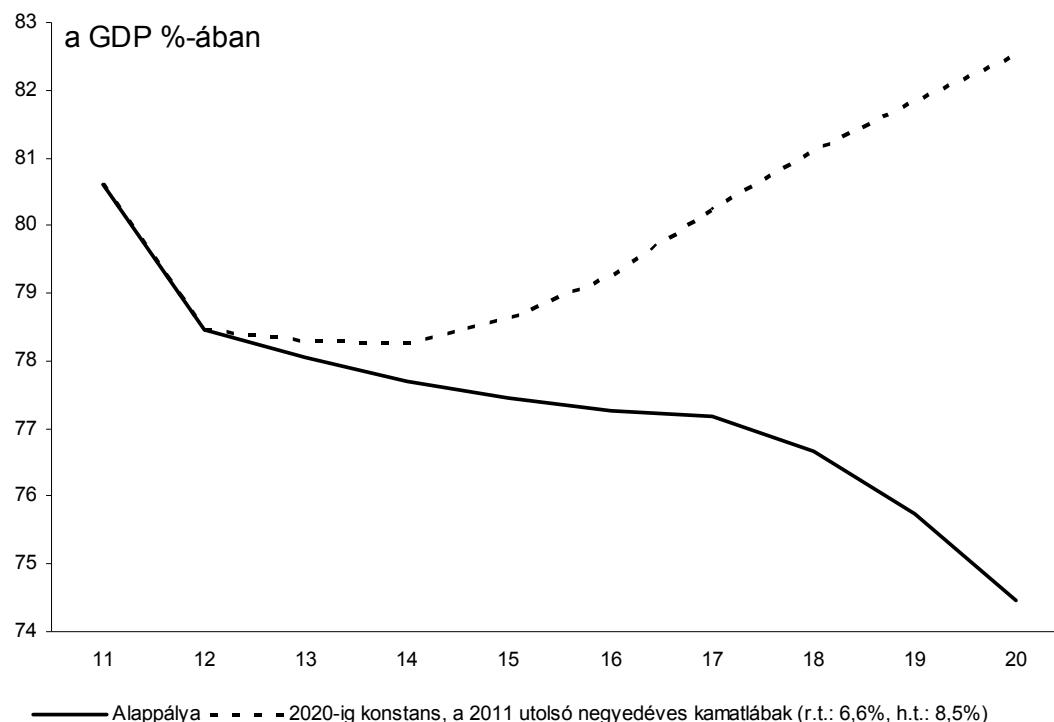
15. grafikon: A magyar államháztartás adósságának alakulása középtávon



Forrás: a Bizottság szolgálatainak számításai a 2012. tavaszi előrejelzés alapján

Amennyiben a hozamok a legutóbbi szintek körül stabilizálódnak, az robbanásszerű adósságdinamikát fog eredményezni. Ez az alternatív forgatókönyv azzal a feltételezéssel él, hogy mind a rövid távú, mind a hosszú távú kamatlábak a 2011 végi magasabb értékükön maradnak huzamosabb (2012 és 2020 közötti) időtávon (az OECD adatai alapján 2011 utolsó negyedévében a rövid távú kamatláb 6,6 %, a hosszú távú kamatláb 8,5 % volt). Az ennek megfelelő adósságpálya látható a 16. grafikonon, amely azt mutatja, hogy a pénzügyi piacokon tapasztalható nyomás fennmaradása a GDP-arányos adósságmutató 2012–2014 közötti stabilizálódásával jár, majd ezt követően 2020-ra a mutató kb. 82,5 %-ra emelkedik (ami meghaladja a 2011-es szintet (80,6 %), és jelentősen felette van az alappálya szerint 2020-ra elérhető 74,5 %-os értéknek).

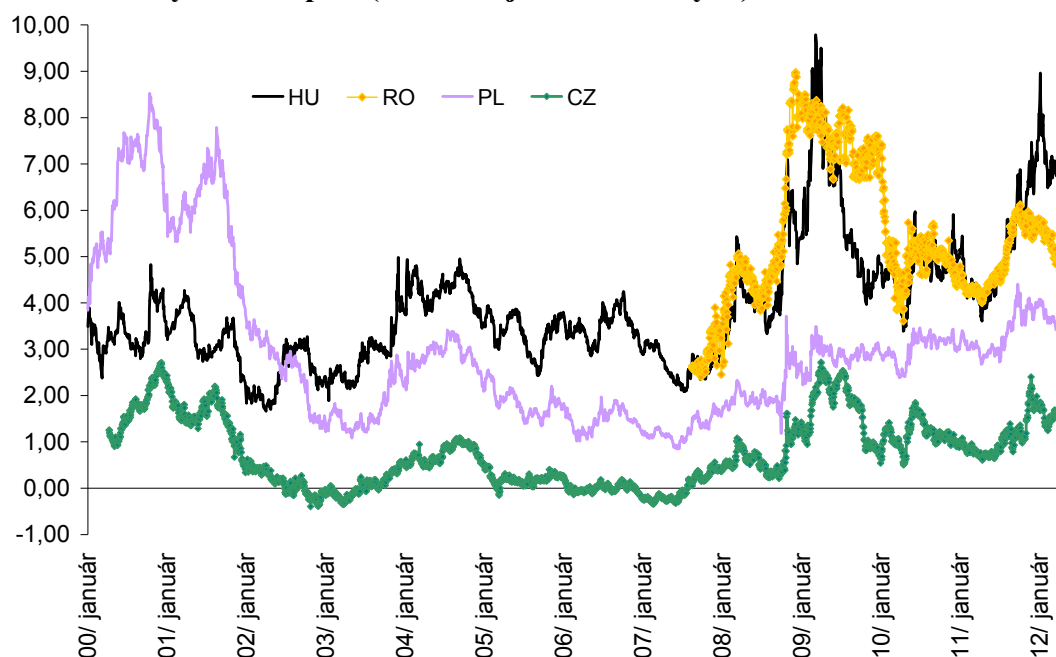
16. grafikon: A GDP-arányos adósság alakulása abban az esetben, ha a kamatlábak a 2011 utolsó negyedéves szintjükön maradnak 2020-ig



Forrás: a Bizottság szolgálatainak számításai a 2012. tavaszi előrejelzés alapján

A fenntarthatósági szempontokon túl, a magyar államadósság magas szintje negatívan hathat a növekedési kilátásokra és a versenyképességre is. Az egyik hagyományosnak tekinthető csatorna a magánberuházások kiszorítása, tekintve, hogy az állam a magánszereplőkkel versenyez az adósságuk finanszírozására felhasználható megtakarításokért. Negatív hatások jelentkeznek amiatt is, hogy a magas adósságteher egyben viszonylag magas adósságszolgálatot is eredményez (a régió országaihoz képest GDP-arányosan legalább kétszeres adósságszolgálat), ami produktívabb kormányzati kiadások elől von el forrásokat, de egyúttal jellemzően az adóteher emelését is maga után vonja, ami hátráltatja a versenyképességet és a növekedést. 2008 vége óta ezek a jelenségek még hangsúlyosabbá váltak: a magyar adósságkockázati felárai még a viszonylagos stabilitás időszakában is jellemzően magasabbak a válságot megelőző időszakhoz képest (lásd a fenti grafikont). 2011 ősze óta ráadásul a hozamok a regionális összehasonlításban is jelentősen megemelkedtek, ami az országgal szembeni befektetői bizalom romlásáról tanúskodik (csakúgy mint az a tény, hogy 2011 novembere és 2012. január eleje között a magyar államadósság hitelkockázati besorolását Fitch Ratings, a Moody's és az S&P is spekulatív kategóriába minősítette le).

17. grafikon: A hosszú lejáratú államkötvények hozamfelára a német államkötvényekhez képest (10 éves lejáratú kötvények)



Forrás: a Bizottság szolgálatai (Ecowin adatbázis)

A magas államadósság egyik lehetséges következménye az állampapírok hozamaiból fakadó negatív visszacsatolásoknak a vállalatok finanszírozási költségeire gyakorolt hatása. A vállalatok finanszírozásánál a befektetők általában figyelembe veszik a „a szuverén hitelkockázati plafont” (azaz egyetlen vállalat sem tekinthető hitelképesebbnek, mint a kormánya)¹³. Mivel Magyarországon a vállalatok finanszírozása túlnyomórészt banki hitelek keresztül történik, indokolt figyelemmel kísérni az állampapírok hozamai és a vállalati hitelek hozamai közötti kapcsolatot (lásd a 17. grafikon). 2008 októbere óta a vállalati szektornak nyújtott hitelek több mint 15 %-kal visszaestek. Az MNB szerint a vállalati hitelezés visszaesése egyszerre kínálati és keresleti probléma, és a csökkenés a két tényezőre $\frac{2}{3}$ – $\frac{1}{3}$ arányban vezethető vissza. Piaci felmérések másrésről azt mutatják, hogy különösen 2010-től kezdődően az állampapírokra vonatkozó hitel-nemteljesítési csereügyletek (CDS-ügyletek) egyre meghatározóbb szerepet játszottak a magyar bankok finanszírozási költségeinek alakulásában¹⁴. Ez annak volt betudható, hogy egyes külföldi anyabankok CDS-alapú árazásra tértek át a bankcsoporton belüli forrásallokáció tekintetében, különösen az éven túli lejáratok esetében. Tény, hogy a két kamatlábsor közötti pozitív korreláció erősödött az elmúlt időszakban: a válságot megelőző öt évben jellemző 0,65-höz képest a korrelációs együttható értéke 0,88 volt 2011-ben.

¹³ Az állam hitelképessége számos csatornán keresztül kihathat a magánszektor hitelképességére. Először is egy államcsődközeli helyzet vagy államcsőd esetén számos potenciális negatív hatás felmerül a hazai gazdaság egészére nézve, és ez aláássa a magánszektor pénzügyi teherbíró képességét. A másik csatorna az állam fizetéseképtelensége által kiváltott „tovagyűrűző hatás”, amely abból fakad, hogy az állam olyan intézkedéseket hozhat – például az adósság elinflálása, jelentős adóemelések vagy közvetlen tőkeellenőrzés bevezetése formájában – amelyek közvetlenül kihatnak a magánszektor hiteltörlesztési képességére.

¹⁴ Részletekért lásd: Páles, J. – Homolya, D. (2011).

18.grafikon: Hosszú lejáratú állampapírok hozamai és a vállalati hitelek kamatai



Forrás: a Bizottság szolgálatai, MNB

Megjegyzés: Az éven túli lejáratú forintalapú hitelek kamatai a hitelállomány összegével súlyozva

Figyelembe kell azonban venni a magyar bankszektor néhány fontos sajátosságát, amelyek óvatosságra intenek a tendenciák kivetítését illetően.

Először is, a magyar pénzügyi ágazat 70 %-a külföldi tulajdonban van. 2008 decemberében a külföldi leányvállalatok átlagos tőkeáttétele (hitel/betét arány) 180 % volt, ami azt jelenti, hogy a magyarországi kihelyezések jelentős részét anyabanki finanszírozásból biztosították. Jóllehet a bankok azóta számottevő mértékben leépítették hitelállományukat, az anyabanki finanszírozás továbbra is jelentős részét adja a leányvállalatok finanszírozásának. Ennek következtében az anyabankok finanszírozási nehézségei negatívan hatnak a magyar leányvállalatoknak mind a finanszírozására, mind a tőkehelyzetére még azokban az időszakokban is, amikor a magyar állampapírok hozamai csökkennek. Az anyabankok erősen nagybanki finanszírozásra támaszkodnak, forrásaik 1/3-át továbbra is a tőkepiacokról gyűjtik, ahol a befektetők hozamelvárása jellemzően magas, különösen a gyengébb lábakon álló anyabankokkal szemben. E tekintetben az EKB hároméves lejáratú refinanszírozási műveleteinek kedvező hatása van az anyabankok finanszírozására azóta, hogy az anyabankok részt vesznek az EKB ezen műveleteiben.

Másrészről – bár a bankok továbbra is elegendő tőketartalékkal rendelkeznek – a nem teljesítő hitelek aránya és még inkább az előzőleg átstrukturált hitelek állománya (amelyek jellemzően nagy valószínűséggel válnak nem teljesítő hitelekkel) egyre erőteljesebben meghatározza azt, hogy bankok mennyire tudnak új hiteleket nyújtani. Megállapítható, hogy mostanáig a hitelezési hajlandóság vagy éppenséggel annak hiánya játszotta a fő szerepet a hitelkínálat szűkülésében, amelyhez hozzájárult a szabályozási környezet bizonytalansága és Magyarország növekedési kilátásainak gyengesége is. Messzebbre tekintve azonban az látszik, hogy a hitelezési képesség visszaesése a tőketartalékok fogyáshoz igazodik, függetlenül a szuverén adóbsbesorolástól vagy az állampapír-piaci hozamfeláraktól.

4. SZAKPOLITIKAI KIHÍVÁSOK

A fenti elemzés azt mutatja, hogy Magyarországon súlyos makrogazdasági egyensúlytalanságok vannak, amelyek ugyan nem túlzottak, ám kezelést igényelnek. Bizonyos makrogazdasági folyamatok, különösen a nettó nemzetközi befektetési pozíció kimagasló negatív értéke és az államadósság nagyon szoros figyelmet igényelnek annak érdekében, hogy csökkenthető legyen a gazdaság működésére kiható káros hatások kockázata.

A pénzügyi piacokon uralkodó helyzet romlása és a fokozódó bizalmi válság közepette 2011 novemberében Magyarország elővigyázatossági fizetésimérleg-támogatásért fordult az EU-hoz és az IMF-hez. Mivel egyes – többek között a jegybank függetlenségéhez kapcsolódó – feltételek nem teljesültek, e részletes vizsgálat lezárásának időpontjáig nem született megállapodás a kilátásba helyezett támogatási programról. Függetlenül attól, hogy lesz-e nemzetközi pénzügyi védőháló vagy sem, a továbbra is fennmaradó külső finanszírozási kitettségből fakadó kockázatokat és általában az e jelentésben jelzett tartós problémákat legjobban a makrogazdasági stabilitás garantálásán keresztül, azaz az infláció alacsonyan tartásával és megfelelő költségvetési pozíció elérésével lehet kezelni. A stabil gazdaságpolitikai környezet hozzájárulna a tőkeáttétel fokozatos (közép- és hosszú távon megvalósított) csökkentéséhez mind a magán-, mind az állami szektorban, és ezt célszerű lenne szerkezeti reformokkal is alátámasztani.

Magyarországnak előnyére válna egy stabil gazdaságpolitikai környezet és jól működő intézményrendszer megeremtése. A befektetők Magyarországot jelenleg egy változékony országnak tekintik, ahol a vállalatok és különösen a bankok kiszámíthatatlan intézményi és gazdaságpolitikai környezettel szembesülnek. Ez megmutatkozik a magyar állampapírok hozamaiban és a CDS-felárakban is, amelyek a legmagasabbak a közép-európai térségben. A rendszer kiszámíthatóságát és átláthatóságát érintő hiányosságok kezelésére számos változtatás bizonyulhat hasznosnak. Elsőként biztosítani kell a jegybank (MNB) függetlenségét, ideértve konkrétan feladatai végrehajtásának tekintetében biztosított teljes körű függetlenségét. Másrészről a jogi és gazdasági ellenőrző szervek megerősítésével javítani lehetne a gazdaságirányítást. Ennek része lehet többé között az Alkotmánybíróság jogköreinek visszaállítása a költségvetési területen, illetve a Költségvetési Tanács ellátása a szükséges erőforrásokkal ahhoz, hogy ténylegesen betölthesse szerepét. Végezetül – a gazdasági és a szakpolitikai környezet kiszámíthatóságának javítása céljából is – érdemes javítani a magánszektorbeli partnerekkel, illetve az intézményi partnerekkel folytatott konzultáción. Ezzel összefüggésben hasznos lenne mérsékelni a jogszabályalkotás sebességét, és véget vetni a megfelelő hatásvizsgálat készítésére vonatkozó kötelezettséget túlságosan gyakran figyelmen kívül hagyó gyakorlatnak.

Az államadósság következetes csökkentése mérsékelni fogja az ország külső kitettségét. A 126. cikk (7) bekezdése alapján a március 6-i tanácsi EDP-ajánlásban meghatározott deficitcélok elérését szolgáló intézkedéseknek lehetőség szerint tartós és strukturális jellegűnek kell lenniük. A szóba jöhető lépések között szerepel a Széll Kálmán Terv teljes körű megvalósítása a Tanács 2012. márciusi ajánlásának megfelelően, valamint a 2012. áprilisi konvergenciaprogramban bejelentett újabb intézkedések végrehajtása, konkrétan a rokkantsági ellátások és a gyógyszer-támogatások felülvizsgálatával elért megtakarítások, az önkormányzati szektor és a tömegközlekedési ágazat racionalizálása, továbbá az elektronikus útdíj

bevezetése. Magyarország számára előnyös lenne célzottabb formában nyújtani az alanyi jogon járó családi pótlékot is (összekapcsolva például a nemrégiben bevezetett nagyvonalú családi adókedvezményekkel), illetve hasznos lenne a központosított, értékalapú ingatlanadó bevezetése, továbbá az egykulcsos adórendszer progresszív jellegének erősítése.

A gazdasági kiszolgáltatottság állandó tényezőinek tartós csökkentéséhez a növekedési potenciál strukturális reformokra alapozott megemelése szükséges. A foglalkoztatási ráta tartós növeléséhez kilátásba helyezhető az alacsony keresetűek foglalkoztatását ösztönző adószabályok elfogadása, amelyekkel a költségvetési célok elérésének veszélyeztetése nélkül élénkíthető lenne a munkaerő-piaci kereslet. A jelenlegi körülmények között célszerűnek tűnik elkerülni a minimálbér további emelését, és elejét venni a bérmegállapodásokra épülő túlzott bérnövekedésnek. A munkaerő-piaci részvétel a hátrányos helyzetű csoportokra szabott intézkedésekkel még tovább ösztönözhető. Ezenfelül a munkaerő-piaci aktivitást a közmunkaprogramok felülvizsgálata és a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat kapacitásainak megerősítése útján is javítani kellene. Másrészt az árupiaci verseny előmozdítása növekedésserkentő hatással bírhat azáltal, hogy ösztönzőket teremt a vállalkozások számára erőforrásaik leghatékonyabb módon történő felhasználására. Ennek eszközei között szerepelhet a versenyfelügyeleti hatóságok működésének és a közbeszerzési szabályoknak a megerősítése. Végezetül a magyar hatóságok által a szabályozási reform és az adminisztratív terhek csökkentése terén kilátásba helyezett intézkedések következetes végrehajtása szintén pozitívan hathat a növekedésre.

HIVATKOZÁSOK:

Allard, C. (2009), „Competitiveness in Central-Europe: What Has Happened Since EU Accession?” („Versenyképesség Közép-Európában: Mi történt az uniós csatlakozás óta?”), IMF Working Papers, 121. szám, Nemzetközi Valutaalap, Washington

Antal, J. (2006), „Külső adósságdinamika”, MNB Műhelytanulmányok, 51. szám, Magyar Nemzeti Bank, Budapest

Balatoni A. - Pitz M. (2012), „A külföldi működő tőke hatása a magyar bruttó nemzeti jövedelemre”, Közgazdasági Szemle, LIX. évfolyam, 1. szám, 1-30. o.

Hornok, C. et al (2008), „Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001-2006”, MNB-Szemle, III. évfolyam, 1. szám, 6-13. o., Magyar Nemzeti Bank, Budapest

Komáromi, A. (2008), „A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?”, MNB-Szemle, III. évfolyam, 1. szám, 14-23. o., Magyar Nemzeti Bank, Budapest

Koroknai, P. (2008), „Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban”, MNB-Szemle, III. évfolyam, 3. szám, 13-18. o., Magyar Nemzeti Bank, Budapest

Oblath, G. (2006), „A note on the interpretation and international comparison of external imbalances” (Jegyzet a külső egyensúlytalanságok értelmezéséről és nemzetközi összehasonlításáról) WIIW Monthly Reports, 7. szám, 7-19. o., Vienna Institute for International Economic Studies, Bécs

Páles, J. – Homolya, D. (2011), „A hazai bankrendszer külföldi forrásköltségeinek alakulása”, MNB-szemle, VI. évfolyam, 3. szám, 61-69. o., Magyar Nemzeti Bank, Budapest