



# Az adósság csökkentése a befektetők bizalma nélkül nem megy

Simor András

GKI Üzleti konferencia

2011. december 1.



MAGYAR NEMZETI BANK

# Üzenetek

- Magyarország a régiós országok közül a legerőteljesebben integrálódott a világgazdaságba, de a helyzethez a gazdaságpolitika nem alkalmazkodott, aminek következménye a jelentős eladósodás
  - Miközben a válság kitörése óta mind a magán- mind az állami szektorban jelentős alkalmazkodás történt(ik), a piac az országot újra a legkockázatosabbak között tartja számon
  - Ennek a devizaadósság problémán túli fontos oka a befektetői bizalom hiánya a gazdaságpolitika irányultságát illetően.
  - Az ország jövőbeli sikerességének kulcsa a befektetők bizalmának megnyerése
-

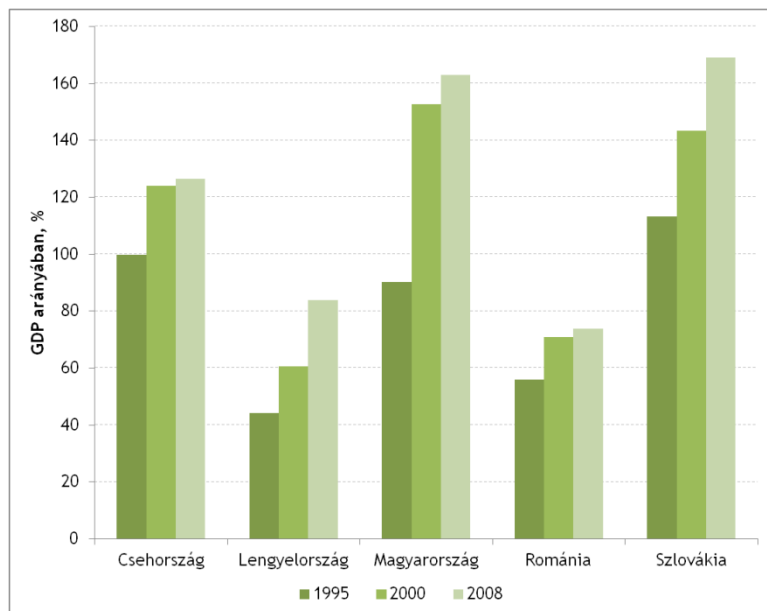
# 1. Hogyan jutottunk el idáig?

## Magyarország útja a pénzügyi válság előtt

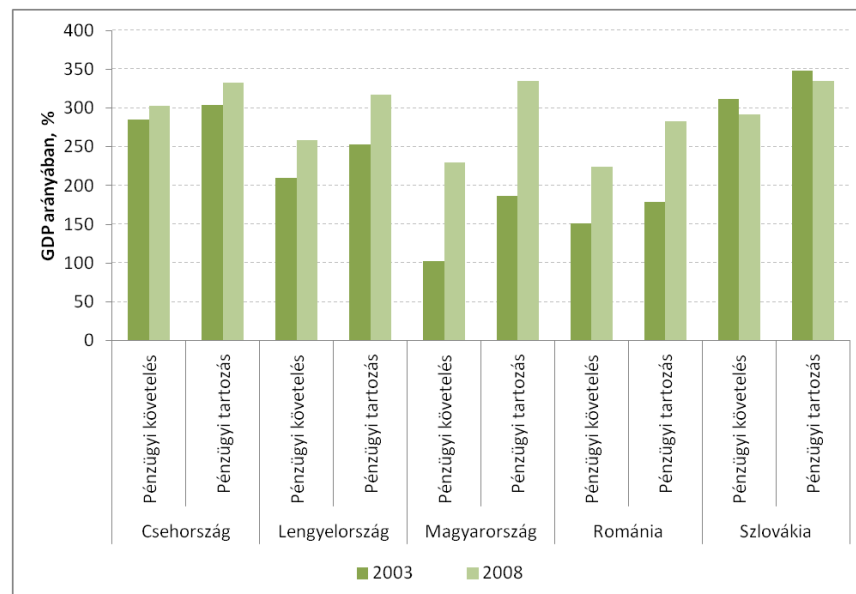


# Magyarország élen járt a világgazdasági integrációban ...

## Export + import régiós összevetésben

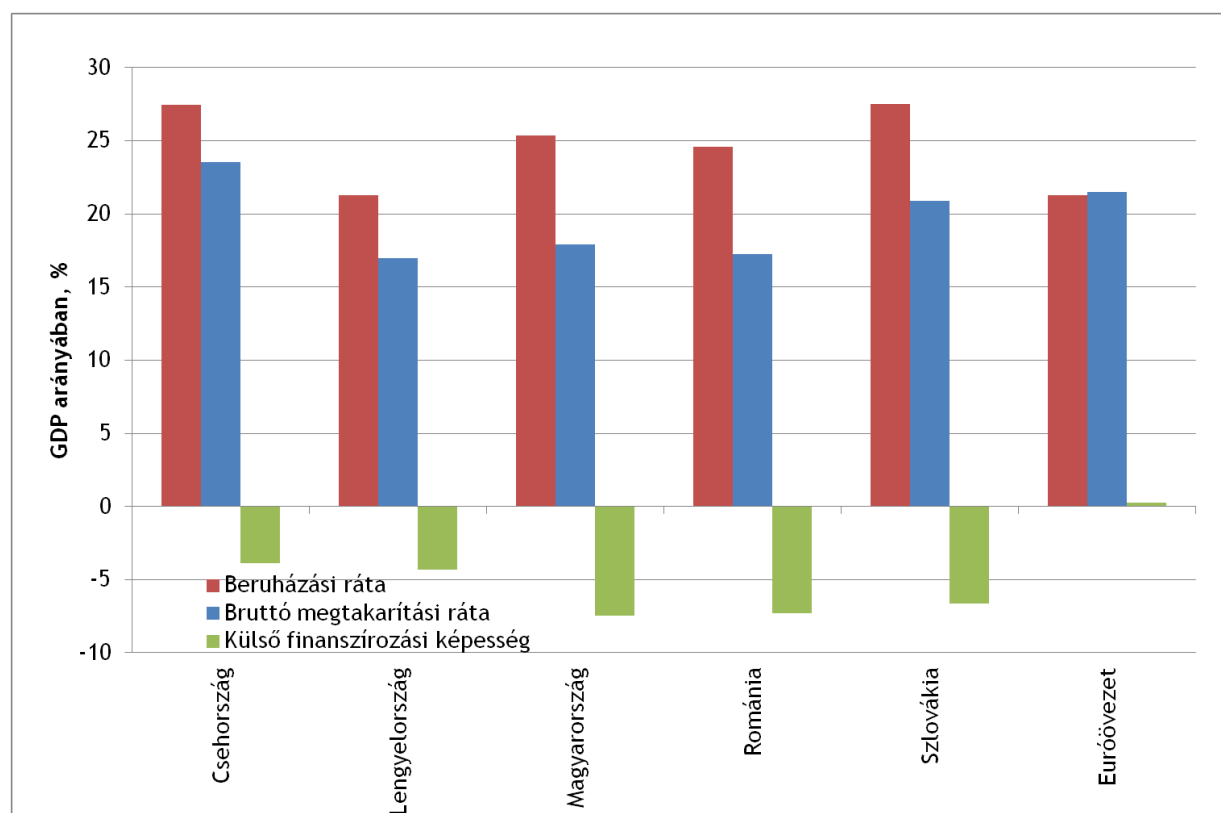


## Nemzetgazdasági követelések és tartozások régiós összevetésben



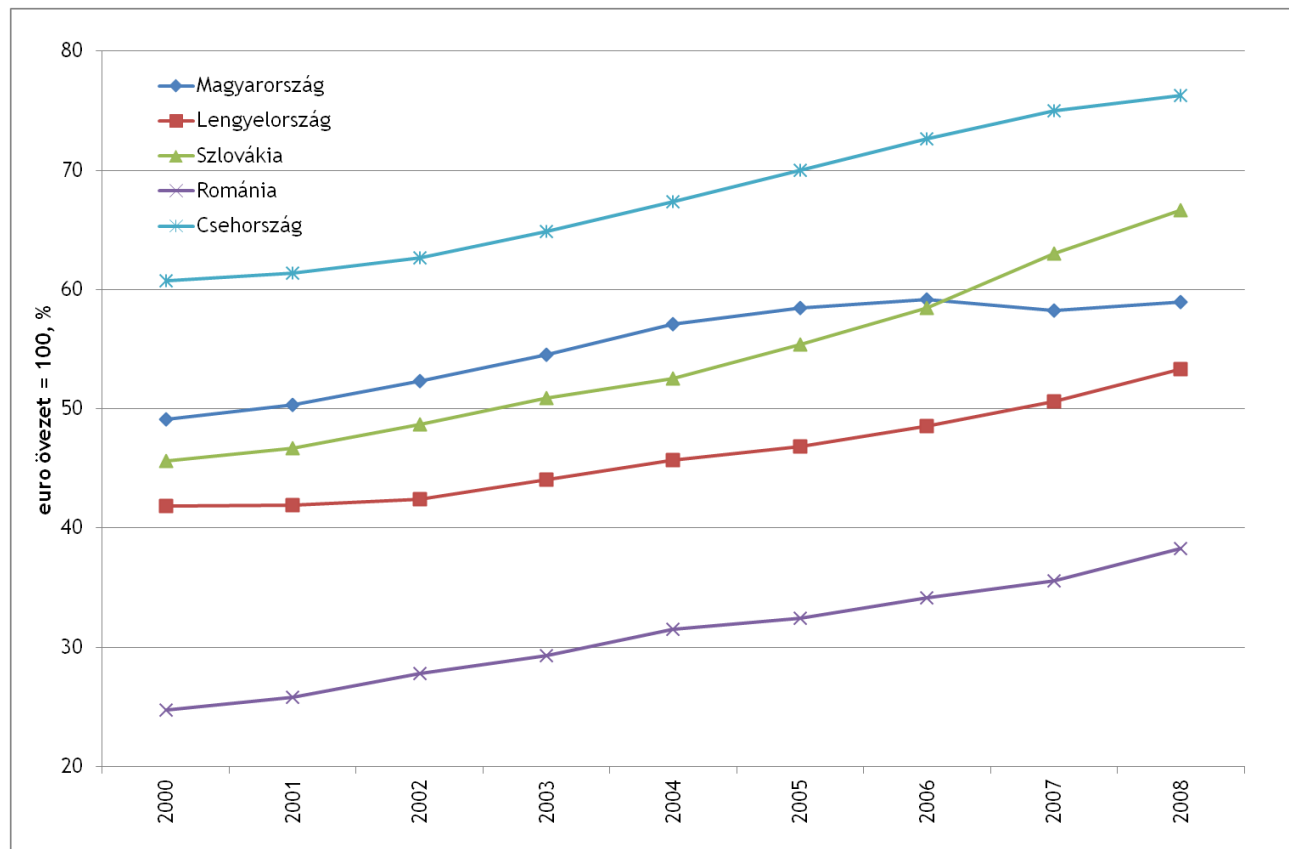
# Az integráció a legtöbb régiós országban külső forrásbevonáson alapult, hiszen a nagyobb tőkepiaci hozzáférés lehetővé tette, hogy a megtakarítások felett legyen felhalmozás

Beruházási, megtakarítási ráta és finanszírozási képesség a régióval és az euró övezettel összevetve, 2000-2008 között



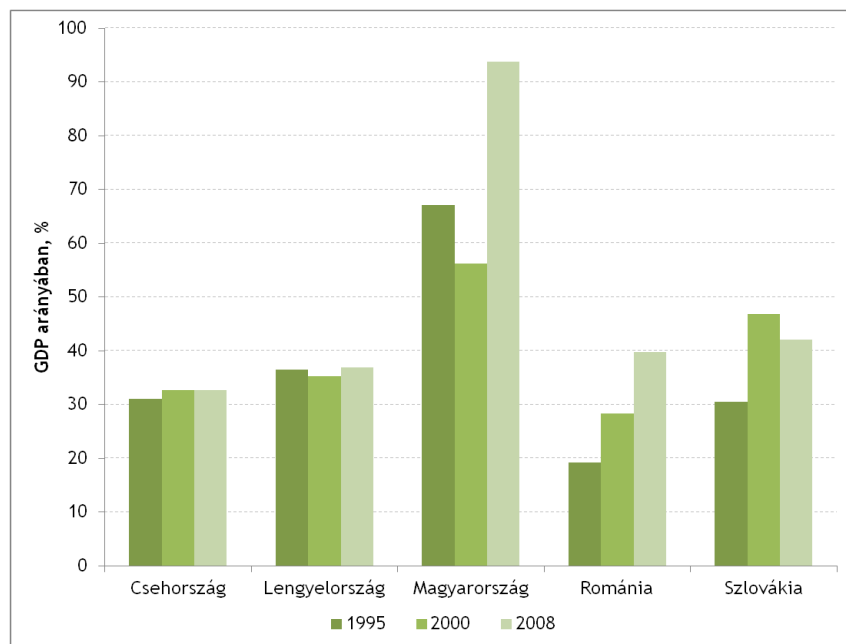
# A többi régiós országhoz képest kisebb hatékonysággal hasznosítottuk a külső forrásokat: a reálkonvergencia már jóval a válság előtt megállt

Egy főre eső GDP vásárlóerőparitáson

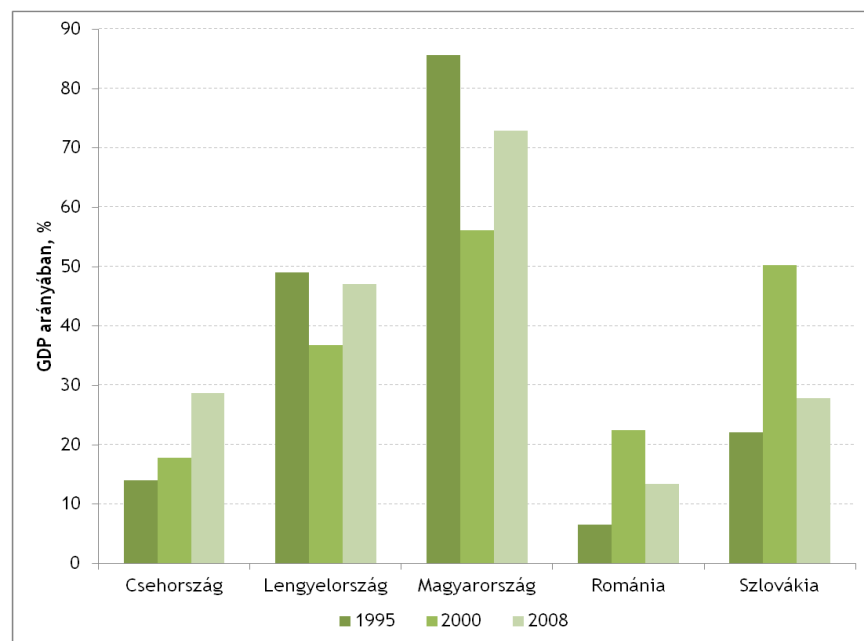


# Így a rendszerváltás előttről örökölt magas adósságszintek gyorsan visszatértek

## Bruttó külső adósság

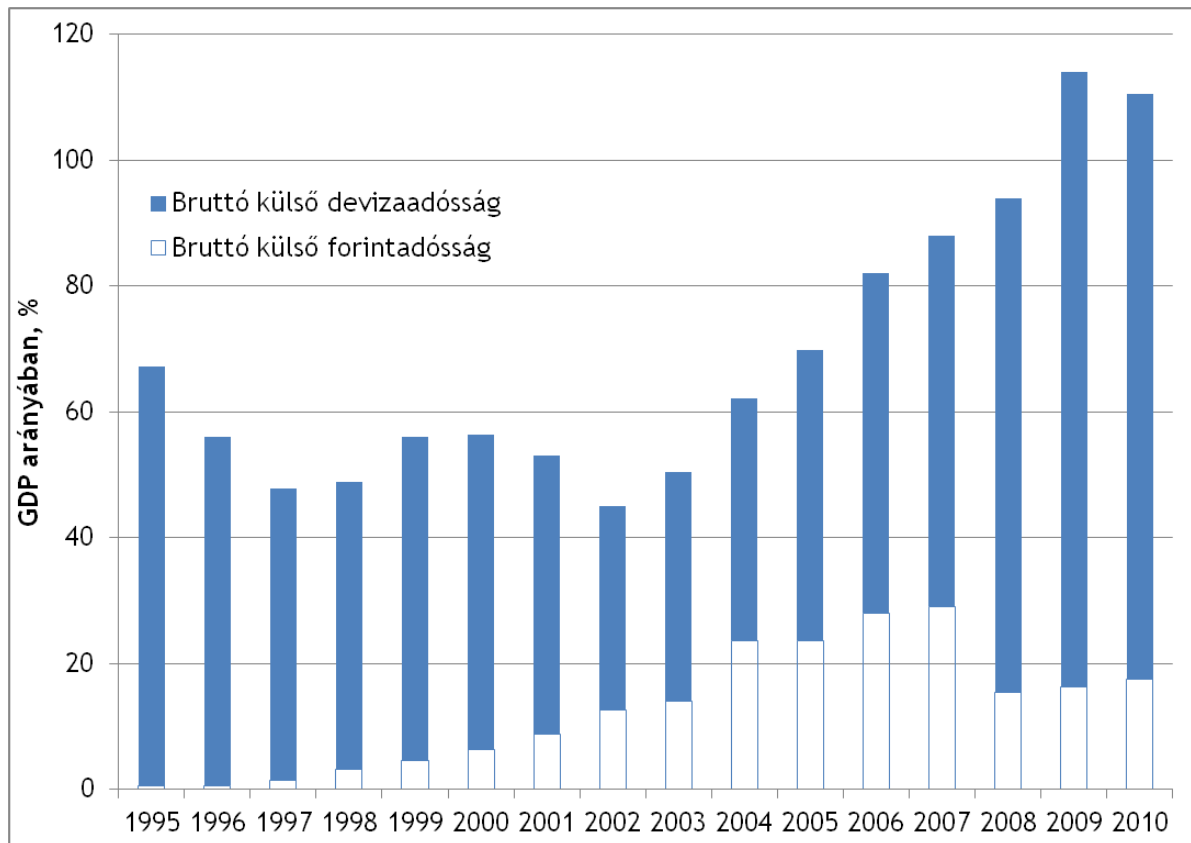


## Bruttó kormányzati adósság



# A növekvő adósságot a külföld - a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban - egyre inkább csak devizában volt hajlandó finanszírozni

A bruttó külső adósság devizaszerkezetének alakulása

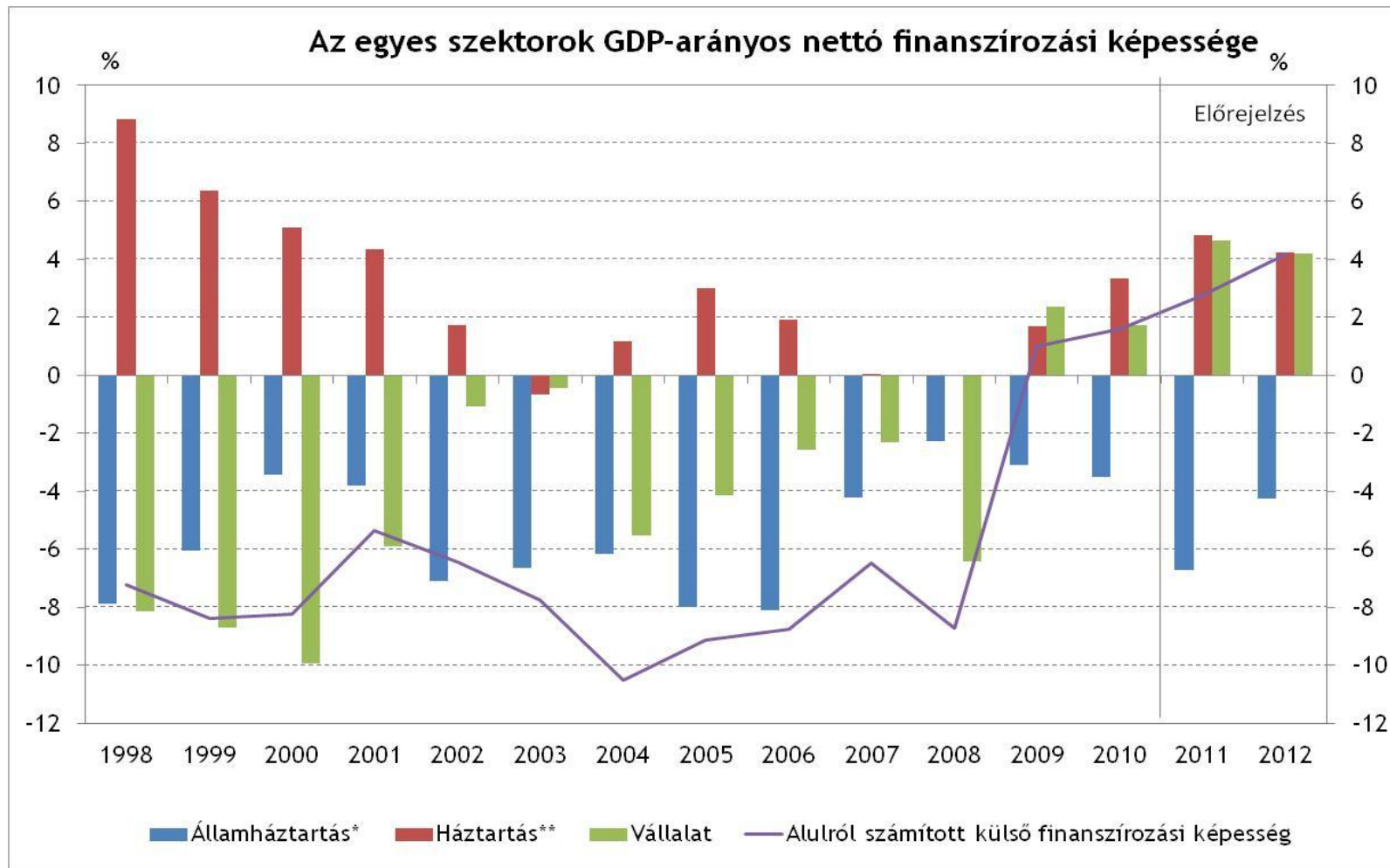




## 2. A pénzügyi válság tartós korrekciót igényel a gazdaságban

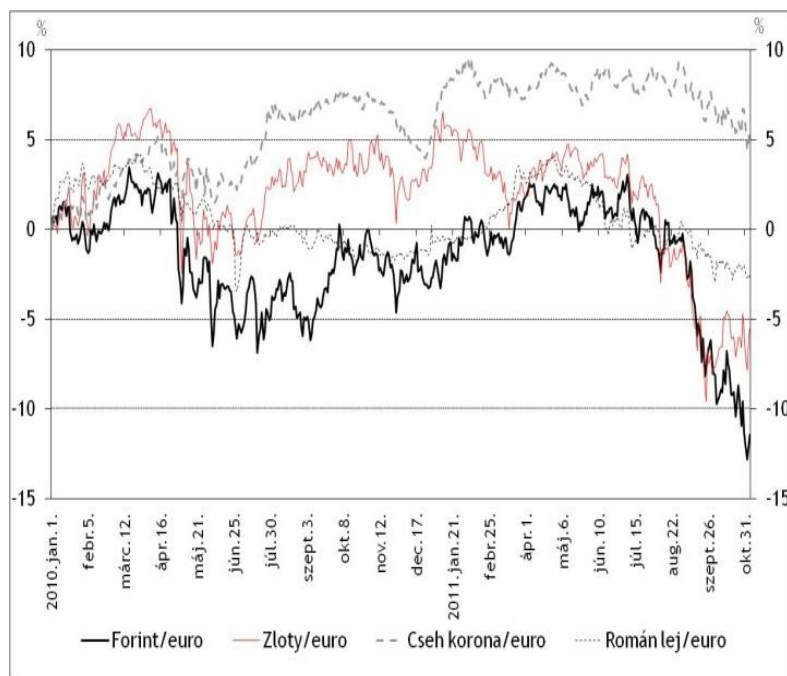
---

# A válság kitörése óta a hazai gazdaság jelentős alkalmazkodáson ment keresztül

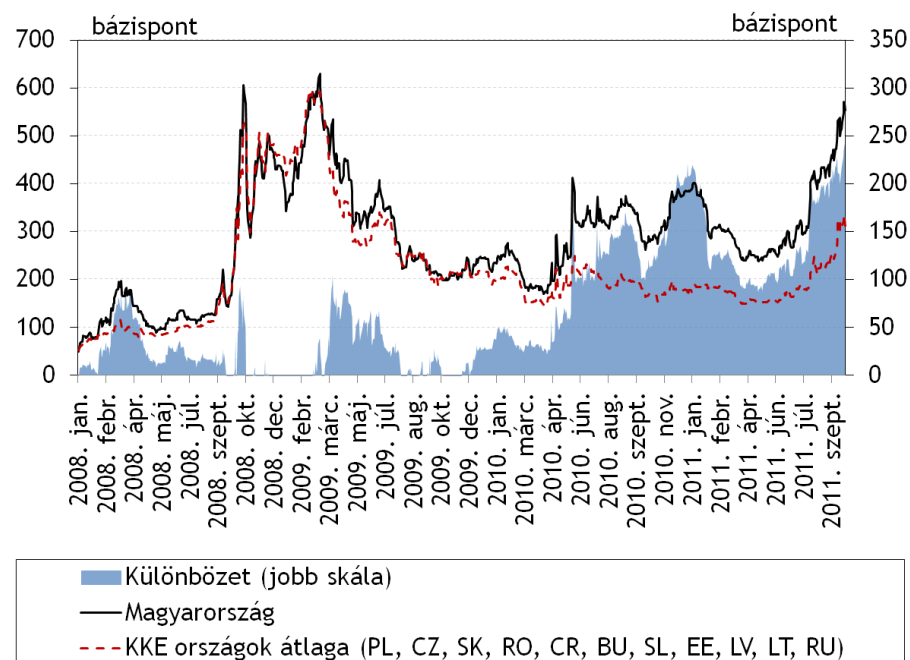


# Hogyan lehet, hogy a befektetők bizalma mégis hiányzik az ország iránt?

Régiós devizák árfolyamának alakulása



Magyarország relatív kockázati megítélése a régióban  
(5 éves szuverén CDS felárak alapján)



# A korábbi növekedési modell nem tartható fenn

- A tartósan megváltozott kockázati környezetben a korábbi külső forrásbevonásra alapozott növekedési modell nem tartható fenn
- A megtakarítási pozíciók rövidtávú javulása azonban nem elegendő, az adósságok csökkentéséhez a gazdasági szereplők hosszú évekig kevesebbet költhetnek bevételeiknél
- A megtakarítások mértéke mellett hasonlóan fontos a növekedési kilátások, a reálkamatok és (a devizaadósság miatt) a forint árfolyamának várható alakulása



## Az adósság fenntarthatósága fokozottan bizalmi kérdés, ha a kiinduló adósságszint magas

- Alacsony induló adósságszint esetén a reálkamatok és növekedési feltevések széles spektruma alapján juthatnak arra a következtetésre a befektetők, hogy az adósságpálya fenntartható
- Magas induló adósságszint esetén a reálkamatokra és a növekedési képre vonatkozó kis változások is drasztikusan módosíthatják a képet
- A pénzügyi válság óta a befektetők elvesztették a fogódzókat
  - Míg a válság előtti időszakban a növekedést stabil trendek jellemezték, jelenleg bizonytalan, hogy hol van a középtávú növekedési potenciál
  - A növekedési kép rövidtávú romlásával a piaci kamatok is könnyen emelkednek, az adósságpálya fenntarthatatlansága önbeteljesítő jóslattá válhat
- Kulcsfontosságú a befektetők bizalma



### 3. Sikerülhet-e az adósság elleni harc?



# Kulcskérdések az adósság elleni harcban

- Költségvetési egyenleg várható alakulása
- Növekedési dilemmák
- Csökkenthetőek-e a finanszírozási költségek?



# Az államháztartás jövő évi hiánycélja a tartalékok törlésével teljesíthető, de 2013 már erősen kérdéses

- Az eddig megismert intézkedések alapján 2012-ben viszonylag alacsony, a GDP 3 százaléka körüli hiány alakulhat ki
  - A kormány által 2012-re kitűzött hiánycél ennél 0,6 százalékponttal alacsonyabb (a GDP 2,5 százaléka)
  - A költségvetés a GDP 0,7 százalékának megfelelő összegben tartalmaz rendkívüli tartalékokat, amelyek törlésével elérhető lehet a kormányzati hiánycél
- 2013-ra az átmeneti bevételelnövelő intézkedések kifutnak, további tartós intézkedések szükségesek ahhoz, hogy a hiány ne emelkedjen
- A 2012-es strukturális költségvetési pozíció középtávú fenntartásával az adósság csökkenésnek indulhat akkor, ha a gazdaság középtávon 2%-os növekedésre képes, és a reálkamatok sem magasabbak tartósan a múltban megfigyeltnél

|                                                  | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|
| ESA egyenleg                                     | -4.3 | -4.1 | -3.1 |
| Kiegészített államháztartási egyenleg            | -3.6 | -6.5 | -3.6 |
| Ciklikus komponens                               | -2.6 | -1.7 | -1.4 |
| Ciklikusan igazított kiegészített egyenleg (1-2) | -1.0 | -4.8 | -2.2 |

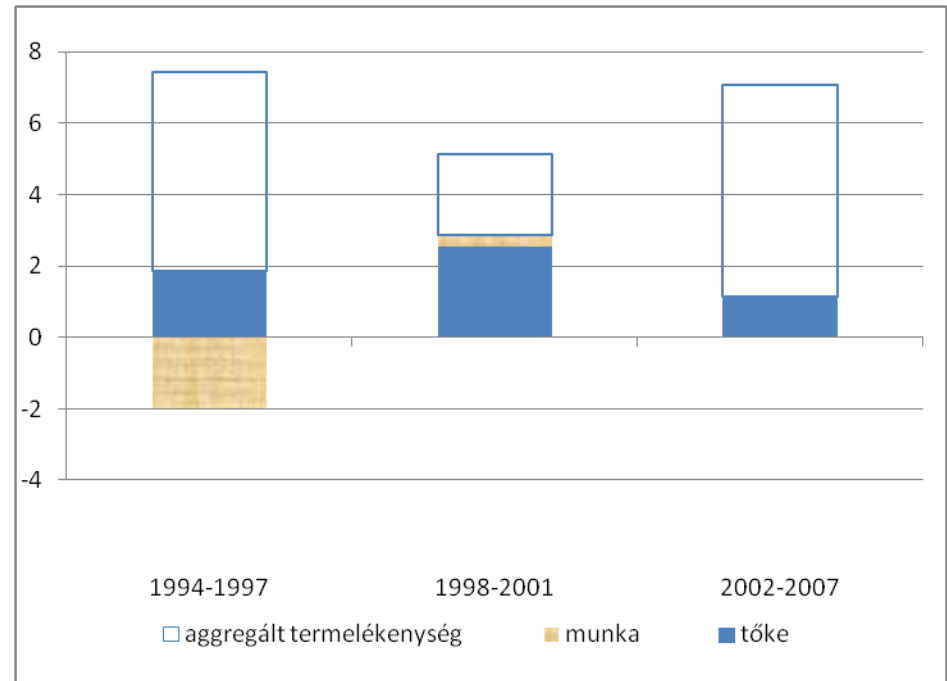




# A tartósan gyenge növekedés tünetei

- Már a válságot megelőző időszakban elégtelen volt a vállalati tőkefelhalmozás
- A gazdaság nem volt képes új munkahelyeket teremteni
- Eközben a termelékenység magas ütemben bővült
  - Ez részben a meglevő cégek hatékonyságjavulása, részben reallokáció

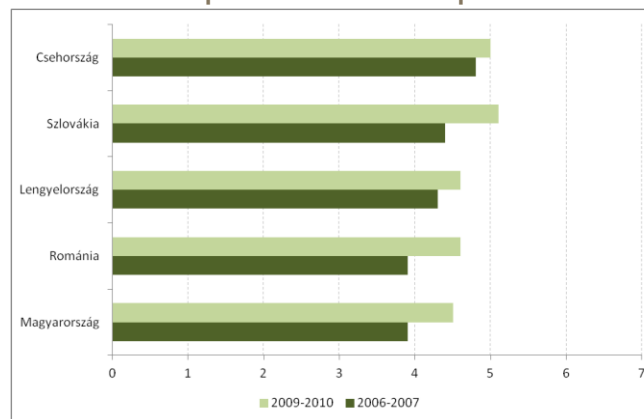
A növekedés tényezői versenyszférában, %



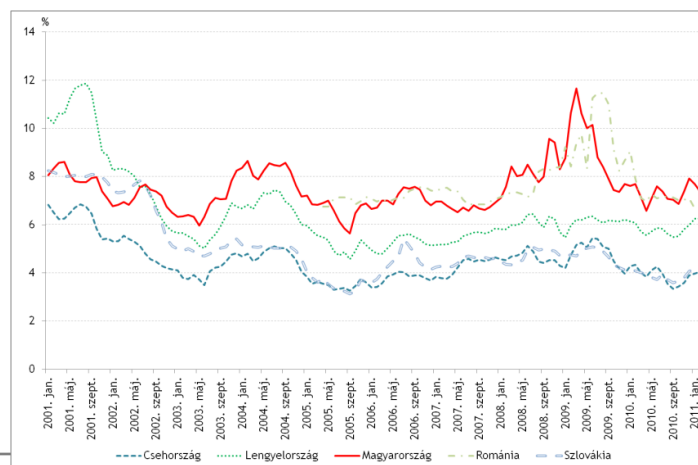
# Miért nincs beruházás?

- A makro-stabilitás hosszú évek óta hiányzik
- Ez tükröződik a magas kockázati felárakban

A Makrostabilitásra kapott pontértékek a Global Competitiveness Report szerint

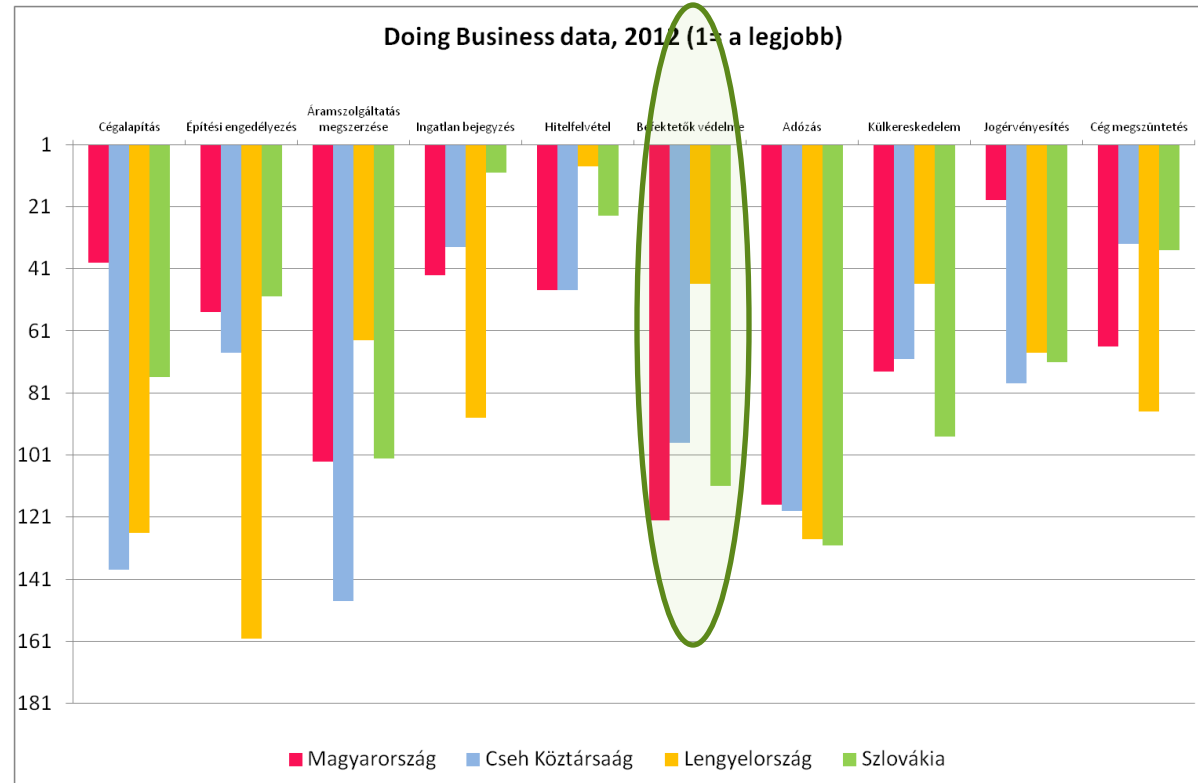


Hosszú lejáratú állampapírhozamok, %



# Jelenleg is ellentmondásos a beruházásösztönzés

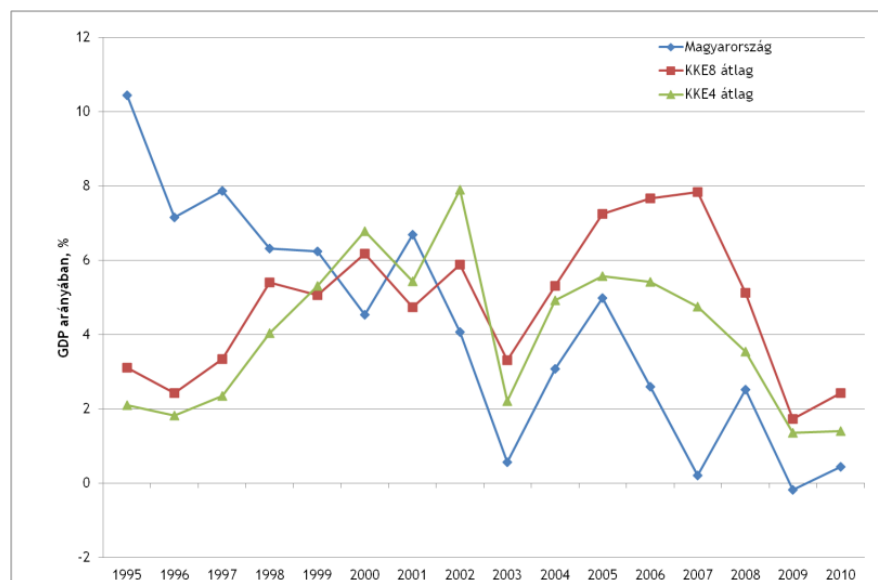
- Bár a társasági adó csökkentése ösztönözné a beruházásokat, amihez néhány egyedi nagyberuházás is társul...
- ... az általános beruházási klíma igen kedvezőtlen
  - Magas ország-kockázati felárak
  - Bankszektor hitelezési képessége



# A külföldi működő-tőke beáramlásban egyre kedvezőtlenebb a helyzetünk

- Míg az ezredfordulóig Magyarország az egyik legsikeresebb régiós állam volt a külföldi befektetések vonzásában, mostanra sereghajtóvá váltunk
  - Ennek van "egyensúlyi" oka is
    - Korai privatizáció
    - Hazai regionális „multik” külföldi befektetései
- A növekvő országhoz tartozó kockázat hatása is nyomon követhető: a válság óta nálunk nincs nettó beáramlás

Nettó FDI beáramlás a régióban\*



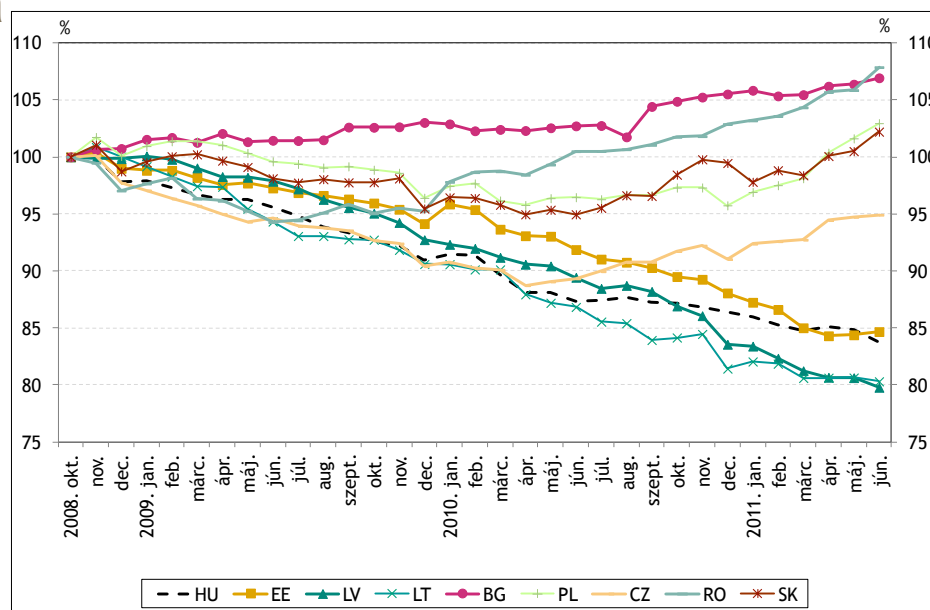
\*KKE4: CZ, PL, SK, RO KKE8: előbbieket+balti államok+BG



# Nincs vállalati hitel: a bankszektor gyenge hitelezési képessége is rontja a növekedési kilátásokat

- A vállalati hitelezés nálunk a balti államokhoz hasonló mértékben esett vissza, pedig náluk a GDP a válság első szakaszában jóval kedvezőtlenebbül alakult
- A bankszektort érintő extra terhek+végtörlesztés és a piac bizalmának hiánya növeli a külföldi bankok mérlegkiigazítási szándékát
  - Ez rontja a növekedést
  - A gyenge hitelezési képességű bankszektor esetén egyébként életképes vállalatok sem jutnak forráshoz

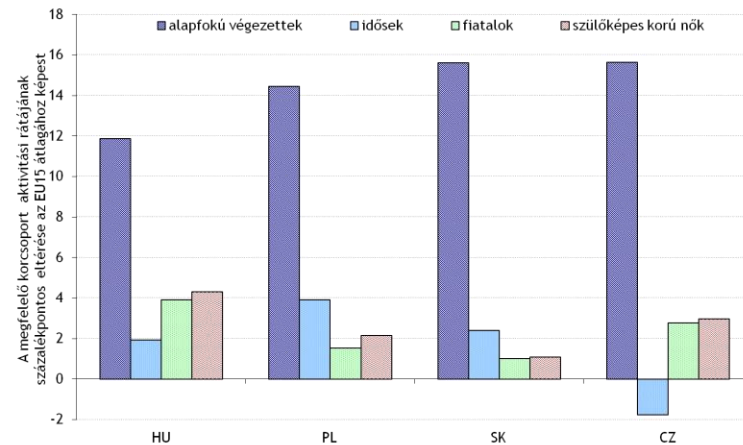
Vállalati hitelezés Közép-Kelet-Európában



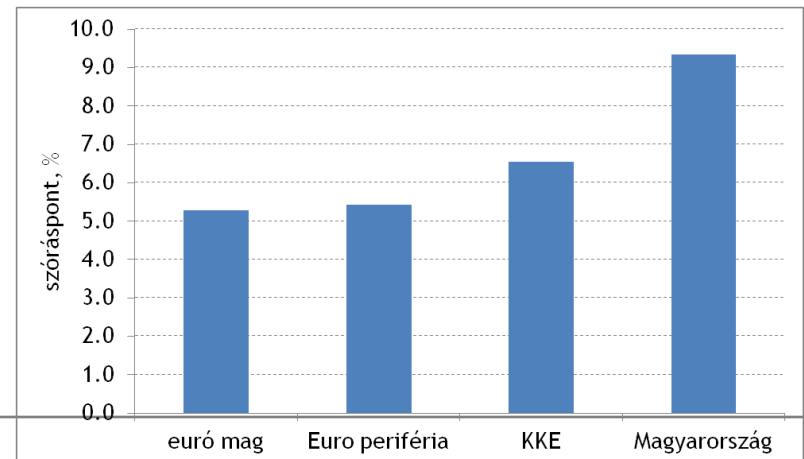
# Miért nem nőtt a foglalkoztatás?

- Gyenge munkakínálati ösztönzők
  - 4 fő csoportban van jelentős elmaradásunk az aktivitásban
  - Ennek elsődleges oka a rezervációs bérek maga szintje
    - Magas helyettesítési ráta
    - Ingázási költségek
    - Bérletpiac hiánya
    - Bölcsődei férőhelyek
- Másrészt nem mindig arra van szükség, aki munkát keres
  - A minimálbérek magasan tartása sújtja az alacsonyan képzettek munkakeresletét
  - Emellett magasan képzett munkavállalóból nincs elég
- Következmény az alacsony foglalkoztatás és a foglalkoztatási ráta jelentős regionális egyenlőtlensége

Az aktivitási ráta eltéréseinek tényezői az EU15 átlagához képest 2007-ben



A foglalkoztatás regionális egyenlőtlenségei



# Ellentmondásos intézkedések a munkapiac vonatkozásában

- Vannak kedvező irányok
  - Általános adószint mérséklése
  - Szociális transzferek szigorítása
  - Részmunkaidős foglalkoztatás segítése
  - Munkaidőszámla
  - Bérletpiac erősítése
- Vannak kedvezőtlen irányok
  - Adójóváírás kivezetése
    - bár a csökkentett járulék az alacsony képzettségűek esetében mérsékli a kedvezőtlen hatásokat, az adórendszer így bonyolultabb és kevésbé hatékony
  - Szükséges béremelés szabályozása rendeletben, jelentős minimálbér emelés
- Vannak bizonytalanul megítélhető irányok
  - Munkanélküli segély időtartamának lecsökkentése
    - Ösztönző versus képzettségi megfelelés hatás
  - Közfoglalkoztatás kiterjesztése
    - Jobb mint a segély, de nem javítja a piaci foglalkoztathatóságot



# A nem befektetőbarát gazdasági környezet a foglalkoztatási terveket is aláássa

- Az adó és transzferintézkedések hosszabb távon mérsékelten emelhetik a foglalkoztatást és némileg nagyobb mértékben a GDP-t, ha
  - a minimálbérek jelentős emelése nem tartósul
  - ha a kockázati felárak nem emelkednek tartósan az év eleji szintről
- Az elmúlt fél évben bekövetkezett kockázati felár emelkedés tartóssá válása a kedvező hatásokat azok ellentétébe fordítja
- Kérdés, hogy az előbbi hatásokon túlmenően mit okoznak az egyéb munkapiaci intézkedések ( rugalmas foglalkoztatási formák, közfoglalkoztatás stb.)
- Meglátásunk szerint a versenyszféra foglalkoztatásának határozott emelkedéséhez a munkapiaci intézményrendszerben az alacsony keresetűek könnyített adóterhelésére (pl. adójóváírás) és hatékonyabb aktív munkaerőpiaci politikákra lenne szükség

Az adó és transzferintézkedések középtávú hatása eltérő kockázati felárak esetén\*

| Kockázati felárak tartós változása |     |      |       |
|------------------------------------|-----|------|-------|
| 2011 elejéhez képest (BP)          | 0   | 50   | 100   |
| Effektív munkakínálat              | 4.7 | 4.0  | 3.1   |
| Foglalkoztatás                     | 1.5 | 0.6  | -0.5  |
| Tőkeállomány                       | 6.8 | -4.6 | -16.6 |
| GDP                                | 5.5 | 1    | -3.8  |

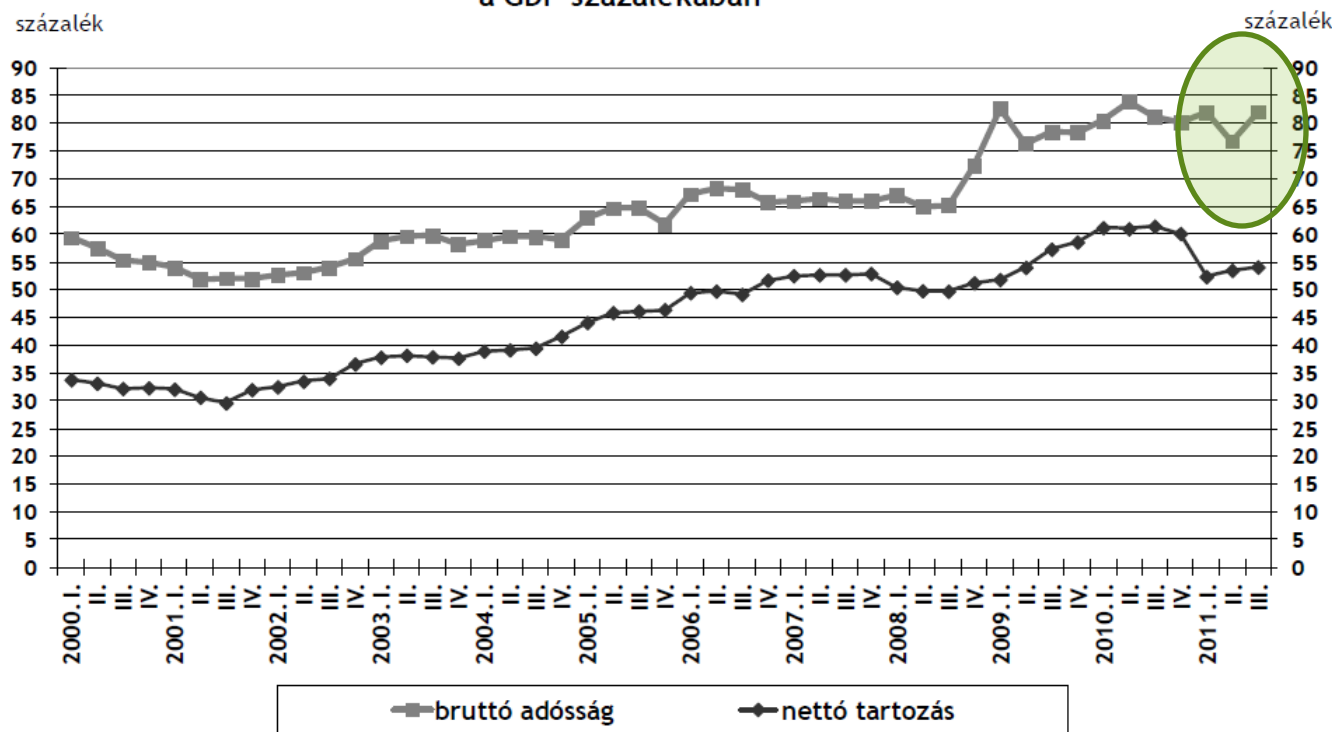
\*Szint hatások, %





# A kockázati felárak emelkedése az árfolyam gyengülésén keresztül is rontja az adósság fenntarthatóságát

Az államháztartás "maastrichti" adóssága és nettó tartozása\*  
a GDP százalékában



\* Az államháztartás "maastrichti" adóssága egyenlő az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított, az egyéb tartozásokat (AF.7) nem tartalmazó adósságával. A nettó tartozás a nettó pénzügyi vagyon (az összes pénzügyi eszköz és az összes kötelezettség különbsége piaci értéken) ellentétes előjelű adata.



# Az államháztartás fenntarthatóságához nem elég a folyó hiány kontroll alatt tartása

- A magas magyar adósság szintek mellett olyan gazdaságpolitikai irányvonalra lenne szükség, ami
  - Mérsékli az ország-kockázati felárakat
    - Ezáltal ösztönzi a beruházásokat és erősíti a bankszektor hitelezési hajlandóságát
  - Ösztönzi a működőtőke befektetéseket
    - Az ország-kockázati felárak csökkentése is segít a helyzeten, de egyéb lépések is szükségesek (munkaerő képzettségének erősítése, ipari parkok)
  - Javítja a munkaerő piaci foglalkoztathatóságát
    - Alacsony keresetűek foglalkoztatását ösztönző adórendszer (adójóváírás jellegű elem)
      - Az adóelkerülést célzott ellenőrzésekkel lehet csökkenteni
    - Minimálbérek alacsony szinten tartása
    - Aktív munkaerőpiaci politikák hatékonyabb használata
- Hasznos lehet kialakítani egy pénzügyi védőhálót
- A nem befektetőbarát gazdaságpolitikai elemektől érdemes tartózkodni



# Összefoglalás

- Magyarország a régiós országok közül a legerőteljesebben integrálódott a világgazdaságba, de a helyzethez a gazdaságpolitika nem alkalmazkodott, aminek következménye a jelentős eladósodás
- Miközben a válság kitörése óta mind a magán- mind az állami szektorban jelentős alkalmazkodás történt(ik), a piac az országot újra a legkockázatosabbak között tartja számon
- Ennek a devizaadósság problémán túli fontos oka a befektetői bizalom hiánya a gazdaságpolitika irányát illetően
- Az ország jövőbeli sikerességének kulcsa a befektetők bizalmának megnyerése: az adósság tartós csökkentése csak így lehet sikeres



Köszönöm a figyelmet!

