

Sérülékeny gazdaság: sérülékeny állam, sérülékeny háztartások

Oblath Gábor – Palócz Éva

1. Bevezetés

2008 októberében, a Lehman Bankház csődjét követő világméretű likviditászúke és bizalmi válság idején, Izland után Magyarország vált Európa (és a világ) gazdasági-pénzügyi szempontból legsérülékenyebbnek tekintett országává. Igaz, nálunk a makropénzügyi feszültségek nem voltak olyan méretűek, mint Izlandon, de sokkal súlyosabbak voltak, mint az EU új tagországainak bármelyikében. Ilyenkor hiába magyarázzák az ország vezetői, hogy egészen mások vagyunk, mint Izland; az ország valutája és más pénzügyi eszközei (kötvényei, részvényei) spekulációs célponttá válnak. Ezért is volt fontos a gyors megállapodás az IMF–EU–Világbank hármassal a gazdaság méretéhez képest hatalmas (25 milliárd dolláros) hitelkeretről; e nélkül súlyos valutakrízissel kombinált, finanszírozási válság elé nézett volna a magyar állam és az ország egésze.

De hogyan kerülhetett a magyar gazdaság ilyen helyzetbe? A szokásos válasz szerint a felelőtlen fiskális politika révén. Bár a 2006-ig folytatott költségvetési politika súlyos felelőssége vitathatatlan, bemutatjuk majd, hogy a 2007-ben megkezdett költségvetési konszolidáció idején is folytatódó, és egészen a válság kitöréséig tartó háztartási devizahitel-expanzió nemcsak az adós háztartásokat tette rendkívül sérülékennyé, hanem közvetlenül hozzájárult a magyar gazdaság 2008 októberében megtapasztalt nagyfokú sebezhetőségéhez is.

Írásunkban áttekintjük a hazai makrogazdasági sérülékenységek felépülésének fontosabb tényezőit és stációit, elsősorban az állam, a háztartások, közvetve pedig a bankrendszer szerepére összpontosítva; a vállalati szektort csak érinteni fogjuk. Először a gazdasági sérülékenységek mutatóit Magyarország példáján illusztráljuk, majd a sebezhetőséghez vezető gazdaságpolitikáról és gazdasági folyamatokról lesz szó. Ezt követően a háztartási devizahitelezés makrogazdasági összefüggéseivel, valamint az állam és a háztartások sérülékenységeinek a gazdaságpolitika mozgásterét beszűkítő következményeivel

foglalkozunk. Végül a sebezhetőséget kiváltó okok egy részének automatikus enyhüléséről, egy másik részük kezelésére tett kormányzati lépésekről, s ezek káros mellékhatásairól szólunk.

2. Hogyan és miért vált a magyar gazdaság különösen sérülékennyé?

Egy gazdaság sérülékenysége két forrásból eredhet: adottságaiból, illetve irányítóinak és szereplőinek korábbi döntéseiből. Egy fejletlen, monokultúras ország az időjárás és a nemzetközi áruk változékonysága folytán eleve sérülékeny; ezzel szemben egy közepesen fejlett, diverzifikált gazdaság elsősorban azáltal válik sérülékennyé, hogy az állam és a gazdaság szereplői (a háztartások és a vállalatok) túlzott mértékű, illetve kockázatos szerkezetű adósságot halmoznak fel. Az, hogy az adósság „túlzott”, illetve összetétele kockázatos, csak a jövedelemhez viszonyítva értelmezhető: ha a jövedelemnél lényegesen gyorsabban nőnek a pénzügyi kötelezettségek, illetve az emelkedő adósságnak más a pénzneve, mint a jövedelemé, akkor az eladósodás egyre sebezhetőbbé teszi a gazdaságot (annak államát, háztartásait, vállalatait). Egy sérülékeny gazdaság pedig – hasonlóan a legyengült emberi szervezethez – sokkal kevésbé tud ellenállni az olyan „fertőzéseknek”, amelyeket egy jó erőben lévő gazdaság könnyen elhárít.

A gazdasági, illetve szociális sérülékenységnek (sebezhetőségnek) számos megközelítése, értelmezése és mutatószáma létezik.¹ Az eddig mondtak azonban már jelzik, hogy ebben az írásban a gazdasági sérülékenység Magyarországot jellemző válfajával, a nagyarányú egyensúlyhiányokból eredő eladósodással, valamint az adósság növekedésének és szerkezetének azokkal a sajátosságaival foglalkozunk, amelyek egy gazdaságot (s annak szereplőit) külső sokkok esetén erősen kiszolgáltatottá tesznek. Amint látni fogjuk, az állami és a magánadósság emelkedése alapvetően a jövedelemnövekedés kilátásaira, a finanszírozási korlátokra és az adósságszolgálat jövőbeni terheire vonatkozó túlzottan optimista, majd tévesnek bizonyuló percepciók által válik a sérülékenység forrásává.

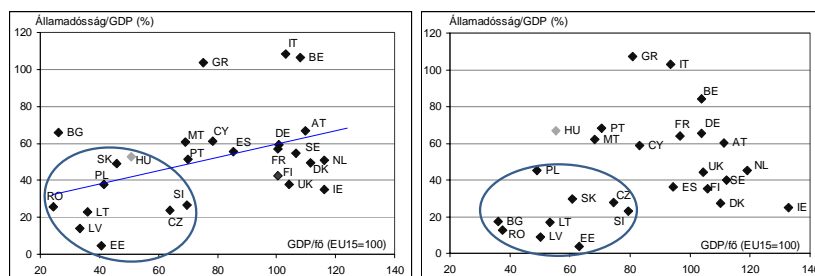
¹ A sebezhetőség irodalmáról és különböző megközelítéseiről alapos áttekintést nyújt Seth-Ragab (2012).

2.1. A sérülékenység mutatói és összefüggései

2008 őszén Magyarország alapvetően azért vált különösen sebezhetővé, mert az állami és a magánszektorban kialakult sérülékenységek egymással összekapcsolódva, kölcsönösen fokozták egymás hatását. Bár 2007-ben a GDP-arányos költségvetési hiány jelentősen csökkent (a 2006. évi 9,5%-ról 5%-ra), és 2008-ban is folytatódott a konszolidáció, még mindig a hazai deficit volt a legnagyobb a régióban. Likviditás-szűke és a finanszírozási források elapadása idején azonban a folyó hiány mellett fokozott figyelmet kapnak a felhalmozott adósságok, hiszen ilyenkor korántsem magától értetődő a lejáró kötelezettségek megújíthatósága. Márpedig, amint az 1/b. ábrán látható, 2007 végén régióban messze a magyar állam volt a legeladósodottabb. Fejlettségünkhöz mérten a 2000-es évek elején is magas volt a hazai államadósság/GDP ráta (2001-ben 52%), de még nem nagyon lógtunk ki a sorból (1/a. ábra). 2007-ben viszont, 67%-os rátájával Magyarország egyértelműen 'outlier' volt a közép-kelet-európai EU-tagországok körében.

1/a. ábra. Államadósság/GDP és a relatív fejlettségi szint* az EU tagországaiban 2001-ben

1/b. ábra. Államadósság/GDP és a relatív fejlettségi szint az EU tagországaiban 2007-ben



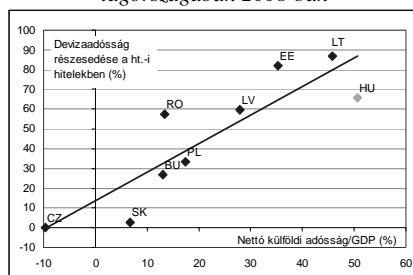
Forrás: Eurostat, Government Statistics alapján saját számítás.

Megjegyzés: *A relatív fejlettségi szintet GDP/fő vásárlóerő-paritáson (EU-15=100) mérve. Országok neveinek rövidítése: AT – Ausztria; BE – Belgium; BG – Bulgária; CZ – Csehország; DE – Németország; DK – Dánia; EE – Észtország; ES – Spanyolország; FI – Finnország; FR – Franciaország; GR – Görögország; HU – Magyarország; IT – Olaszország; LV – Lettország; LT – Litvánia; LU – Luxemburg; MT – Málta; NL – Hollandia; PL – Lengyelország; PT – Portugália; RO – Románia; SE – Svédország; SI – Szlovénia; SK – Szlovákia; UK – Egyesült Királyság.

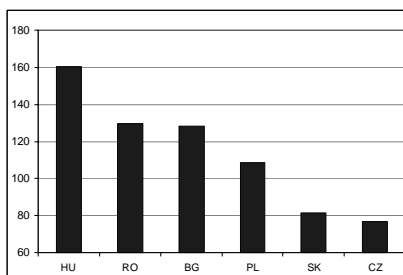
Ami a magánszektorra vonatkozik, elsősorban a háztartások nagyarányú deviza-adósságának és az ország magas külső nettó adósságrátájának a kombinációja emelte ki Magyarországot a közép-európai országok közül, és tette a „balti

hármakhoz” (Észtországhoz, Lettországhoz és Litvániához) hasonlóvá (2/a. ábra). Ugyanez vonatkozik a bankrendszer hitel/betét mutatójára, amelyet a belföldi devizahitelezés tolt igen magasra. (A balti országokban ez az arány 200% körül, illetve a felett volt 2008-ban.) Csakhogy, Magyarországgal ellentétben, a balti hármak államadósság-rátája rendkívül alacsony volt (lásd az 1/a. és 1/b. ábrát), erről az oldalról tehát sebezhetetlenek voltak. Továbbá mereven rögzített árfolyamrendszert (valutatáblát) működtettek, amely explicit garanciát jelenthetett a devizahiteleket felvevő háztartásoknak. Ezzel szemben a forint árfolyama rugalmas volt, és a 2008 februárjáig fenntartott, a hivatalos középárfolyamhoz viszonyított +/-15%-os ingadozási sáv is eléggé széles volt ahhoz, hogy akár jelentős leértékelődés is beleférjen.²

2/a. ábra. Nettó külföldi adósság (a GDP %-ában) és a devizahitelek részaránya a háztartási hitelekben az EU hat új tagországában 2008-ban



2/a. ábra. Nettó külföldi adósság (a GDP %-ában) és a hitel/betét arány az EU hat új tagországában 2008-ban



Forrás: MNB (2012)

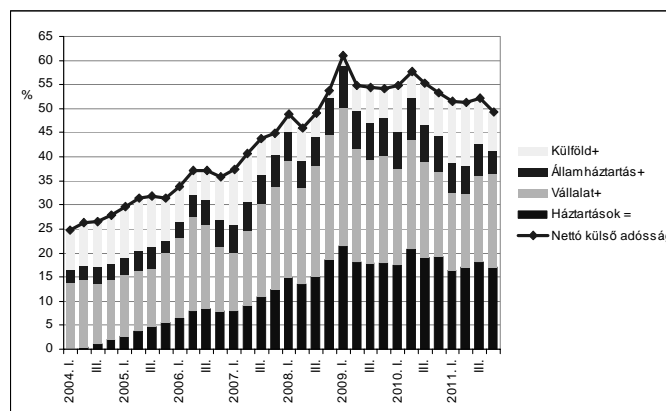
Megjegyzés: Az országok nevének rövidítéseit lásd az 1. ábra alatt

A 3. ábra érzékelteti, hogy miért is sérülékeny az a gazdaság, amelyben magas a háztartási devizahitelek aránya, és rugalmas árfolyamrendszert működtet. Az oszlopok alsó része mutatja a háztartási szektor GDP-arányos „nyitott devizapozícióját” (árfolyam-kitettséget). E nyitott pozíció rendkívül gyorsan épült fel. 2008 közepén, a forint leértékelődésének első hullámát megelőzően, a GDP 15%-ára rúgott az ország nettó külföldi adósságának az a

² A forint ingadozási sávját 2001 júliusában szélesítették ki az addigi +/-2,2%-ról 15%-osra. 2003 júliusáig a sávhatár 233–315 Ft/euró volt 276 Ft-os sávközéppel, 2008 januárjáig pedig 240–325 Ft/euró, 282,4 Ft-os sávközéppel. Ameddig létezett a sáv, az árfolyam mindvégig annak erősebbik felén ingadozott, egyedül 2006 júliusában gyengült annyira, hogy valamelyest a sávközép alá került. Ezt a devizában eladósodó háztartások – nem minden alap nélkül – az MNB egyfajta implicit árfolyam-garanciájaként értelmezhetnék.

része, amelynek árfolyamkockázatát a háztartási szektor viselte (ez akkor a nettó külső adósság mintegy egyharmadát tette ki), miközben – a vállalatoktól és az államtól eltérően – semmiféle eszközzel nem rendelkezett e kockázat kezelésére vagy enyhítésére. Ez azonban nemcsak magukat a háztartásokat tette rendkívül sérülékennyé, hanem az egész gazdaságot és az államot is. Világos volt, hogy egy jelentős, tartós valutaleértékelődés a devizahitelek tetemes részének fizetőképességét megrendítené, ami viszont a külföldi (nagyobb részben rövid lejáratú) forrásokból belföldre hitelező bankok helyzetét ásná alá. Ugyanakkor a befektetők okkal feltételezhatték, hogy egy jelentős valutaleértékelődés esetén az állam kénytelen lenne a veszteségek egy részét átvállalni, tovább növelve a már amúgy is kirívóan magas államadósságot. Így rakódtak egymásra a nagy államadósságból és a nagy háztartási devizaadósságból eredő sebezhetőségek.

3. ábra. Egyes szektorok nyitott devizapozíciója (árfolyam-kitettsége) a GDP százalékában, 2004–2011



Forrás: MNB (2012)

2.2. A gazdasági sérülékenységek felépülésének szakaszai

A magyar gazdaság a 2000-es évek folyamán két szakaszban jutott el a sérülékenysége jelenlegi fokára.³ Az első periódust, amely 2001-től 2005-

³ A demokratikus Magyarország az előző rendszertől súlyos külföldi adósságterhet örökölt. (Az 1990-es évek elején az ország – ez akkor még csak az államot jelentette – GDP-arányos bruttó,

2006-ig tartott, viszonylag gyors gazdasági növekedés és európai felzárkózás jellemezte, eközben azonban gyorsan emelkedett az állam összes, valamint az ország nettó külföldi adóssága. A második időszakra, amely a 2008-ban megkötött IMF-megállapodással zárul, a gazdasági növekedés lefékeződése, a felzárkózás elakadása nyomja rá a bélyegét. Ugyanakkor ebben az időszakban az állami adósságráta stabilizálódása mellett folytatódott, illetve felgyorsult a magánadósság – elsősorban háztartási devizaadósság – bővülése, és változatlan lendülettel tartott tovább az ország külföldi eladósodása. A következő – máig tartó – szakaszt a sérülékenységek egy részének spontán „kezelődése”, és egy másik részük kezelésére irányuló kormányzati próbálkozások jellemzik. A „kezelődés” a külső adósságot érinti: a 2009. évi súlyos recessziónak, majd a belföldi felhasználás (a fogyasztás és a beruházások) 2010–12-ben is folytatódó visszaesésének nem szándékolt mellékhatásaként, a korábban jelentős deficitekkel záró folyó fizetési mérleg többletbe fordult át, ez pedig a nettó külföldi adósság csökkenését vonja magával. A sérülékenység kormányzati kezelésének módozataira és azok mellékhatásaira írásunk végén még visszatérünk.

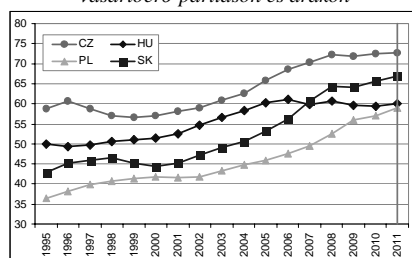
2.3. Felzárkózás, állami eladósodás és elakadás

A jelenlegi hivatalos statisztikák szerint Magyarország 1995 óta csak egyetlen periódusban, a 2000-es évek első felében zárkózott fel a régebbi EU-tagországok (az EU-15) átlagos fejlettségi szintjéhez.⁴ A konvergenciában két fordulópont azonosítható: 2001, amikor a konvergencia lendületet vett, és 2006, amikor véget ért. A felzárkózás 2006-ban történt elakadása egyértelműen hazai okokhoz köthető, hiszen a másik három Visegrádi ország közül Csehországban a 2009. évi válság kitöréséig, Lengyelországban és Szlovákiában pedig azt követően is folytatódott a reálgazdasági konvergencia. A 4/a. és a 4/b. ábrákon látható, hogy – az EU-15-höz képest a GDP/fő szintjét, magunkhoz képest pedig a GDP volumenét tekintve – 2011-ben ugyanott tartottunk, mint 2005-ben. Eközben az 1995-ben nálunk kissé alacsonyabb szintről induló Szlovákia meghaladta, a jóval alacsonyabb szintről kezdő Lengyelország pedig elérte Magyarország fejlettségi színvonalát.

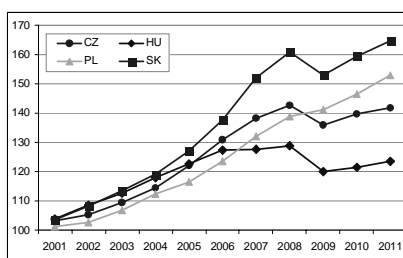
illetve nettó adóssága 70, illetve 45% felett volt.) Az 1990-es évek második felében – részben a költségvetési konszolidációnak, részben a privatizációs bevételeknek köszönhetően – jelentősen csökkent az ország, illetve az állam eladósodottsága. A GDP-arányos államadósság és a nettó külföldi adósság 2002-től indult ismét növekedésnek.

⁴ Az elmúlt évek statisztikai revízióinak az 1995 és 2010 közötti időszak egésze és egyes részperiódusai gazdasági növekedésére gyakorolt hatásáról lásd Oblath (2012).

4/a. ábra. Az EU-15-höz viszonyított GDP/fő szintek a Visegrádi országokban 2011. évi vásárlóerő-paritáson és árákon



4/b. ábra. A GDP növekedése a Visegrádi országokban, 2001–2011 (2000=100)



Forrás: Eurostat, National Accounts alapján saját számítás.

Megjegyzés: Az országok nevének rövidítéseit lásd az 1. ábra alatt

A hazai gyors felzárkózás alapvetően azért akadt el, mert folyamatos költségvetési túlköltekezésre épült, és az államadósság fenntarthatatlan növekedésével társult, miközben a nettó külföldi adósság is rendkívül gyorsan emelkedett. E folyamatok megállítását célzó, 2006 közepén végrehajtott gazdaságpolitikai korrekció pedig nemcsak a túlköltekezést mérsékelte, hanem a gazdaság növekedését is leállította. (A gazdasági növekedés és az adósságból eredő sérülékenységek egyes összefüggéseiről a keretes írás ad áttekintést.)

GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS ÉS AZ ADÓSSÁGOKBÓL EREDŐ SÉRÜLÉKENYSÉG

Az adósságokból származó sérülékenység többféle szálon is kapcsolódik a gazdasági növekedéshez, illetve felzárkózáshoz. Az első kapcsolat gazdaságpolitikai természetű: a fejlettségükhöz mérten magas államadóssággal terhelt, és ezért gazdaságilag sérülékeny országok kormányai a gyors növekedési időszakokat általában arra igyekeznek felhasználni, hogy az államadósság/GDP rátát csökkentsék (Bulgária, Románia, Szlovákia), vagy legalábbis stabilizálják (Lengyelország). Ezzel szemben a korábban bemutatott 1/a. és 1/b. ábra tanúsága szerint 2001 és 2007 között Magyarország államadósság-rátája számottevően (14,5 százalékponttal, 52,5%-ról 67%-ra) nőtt. Ebben az időszakban az EU tagországai közül egyedül Portugáliában volt nagyobb e ráta abszolút emelkedése (17 százalékpont: 51%-ról 68%-ra). Míg azonban a portugál gazdaság esetében egyáltalán nem volt szó felzárkózásról, addig Magyarország számára ezek az évek a felzárkózás „aranykorát” jelentették.

Ez átvezet a második összefüggéshez, a gazdasági növekedés (felzárkózás) fenntarthatóságához. Ha a gyors növekedést nagy/növekvő külső egyensúlyhiányok kísérik, illetve költségvetési deficitek táplálják, amelyek a GDP-arányos adósságok folyamatos emelkedéséhez vezetnek, akkor a növekedés idővel fenntarthatatlanná válik. Az egyensúlyhiányokat ilyenkor vagy a gazdaságpolitika

igazítja ki, vagy a „piacok” számolják fel (azzal, hogy elapad, vagy megfizethetlenné válik a deficitok finanszírozása). Magyarországon 2006 közepétől (a piaci korrekció fenyegetése alatt) vett fordulatot a gazdaságpolitika, és kezdte meg a költségvetés – megkésített, de annál erőteljesebb – kiigazítását, ezzel azonban a gazdasági növekedést is megállította.

S itt lép be a harmadik összefüggés, amely a felhalmozott adósságok relatív terhét érinti. Ha az adósságokat a hitelfelvevők (az állam, a vállalatok, a háztartások) arra számítva halmozták fel, hogy jövedelmük a jövőben is az addig tapasztalt ütemben emelkedik, akkor a gazdaság visszaesése, illetve a növekedés (a reáljödvelem-emelkedés) leállása tartósan megemeli az adósság tényleges, valamint a korábban feltételezethez viszonyított terhét. Ez pedig egyszerre kényszeríti ki a fogyasztás (és beruházás) csökkentését, az adósság leszorítását és/vagy teszi kétségessé az adósságszolgálat fenntarthatóságát. A helyzetet tovább rontja, ha a devizában történt eladósodás árfolyamkockázatai is realizálódnak.

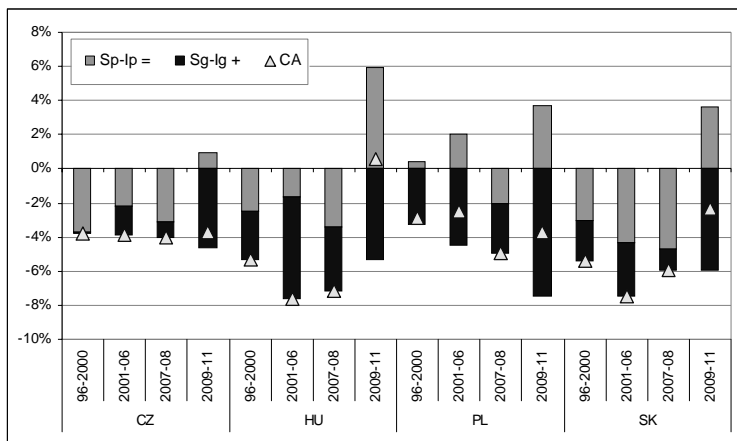
Az 5. ábra az állami (g), illetve a magánszektor (p) megtakarítás mínusz beruházás ($S - I$) egyenlegéről ad képet a Visegrádi országokban, az 1996–2011-es időszak négy periódusában. Mivel a két szektor együttes megtakarítás mínusz beruházás egyenlege (nettó megtakarítása) az ország folyó fizetési mérleg egyenlegének felel meg, így az is kiderül, hogy az egyes periódusokban mely szektor milyen arányban járult hozzá a gazdaság külső egyensúlyhiányához.

2001 és 2006 között, amikor a magyar gazdaság gyorsan növekedett, nemzetközi összehasonlításban igen jelentős volt az állami túlköltekezés és a folyó fizetési mérleg hiánya (az időszak átlagában a GDP 8%-a). Jóllehet ezekben az években Szlovákiában sem volt lényegesen kisebb a külső deficit, annak belföldi ellentétele merőben eltérő volt: alapvetően a magánszektor (azon belül a vállalatok) beruházásainak felfutása állt a makrogazdasági egyensúlyhiány mögött. Éppen ezért a külső deficitok finanszírozása is különbözött egymástól: amíg Magyarországon főként állami eladósodás, addig Szlovákiában az adósságot nem növelő működőtőke-beáramlás fedezte a folyó fizetési mérleg hiányát.

Az 5. ábrán az is látható, hogy a 2007–2008-as, majd a 2009–2011-es időszak hazai folyamatai ugyancsak sajátosak a másik három országgal egybevetve. A 2006-tól Magyarországon kibontakozó költségvetési konszolidáció folytán csökkent ugyan az állami túlköltekezés, ám csaknem ugyanennyivel emelkedett a magánszektor túlköltekezése, így a folyó mérleg egyenlege alig változott. (Holott a költségvetési kiigazításnak a külső hiány mérséklését – a külső eladósodás fékezését – is szolgálnia kellett volna. Vö. Szlovákiával, ahol a költségvetési deficit eleve jóval kisebb volt, s annak csökkentésével érezhetően javult a külső egyensúly ebben az időszakban.)

Emellett azonban a hazai magánszektor növekvő túlköltekezésének szerkezete is igen baljósan alakult: nem vállalati beruházások bővülése állt mögötte, hanem a háztartások csökkenő megtakarítása, és gyorsan emelkedő deviza-alapú eladósodása. Így a 2008 végén kibontakozó és 2009-ben elmélyülő (jelentős forintleértékelődéssel is járó) válság Magyarországot olyan helyzetben találta, amelyben az állam – a konszolidációs lépések ellenére – még, a háztartási szektor pedig már rendkívül sérülékeny volt az adósság viszonylagos nagysága és szerkezete miatt.

5. ábra. A GDP-arányos állami és magánszektorbeli megtakarítás–beruházás egyenleg, valamint a folyó fizetési mérleg egyenlege a Visegrádi országokban az 1990-es évek második felében és a 2001–2011-es időszak három periódusában



Forrás: Az EU Bizottság AMECO-adatbázisa alapján saját számítás

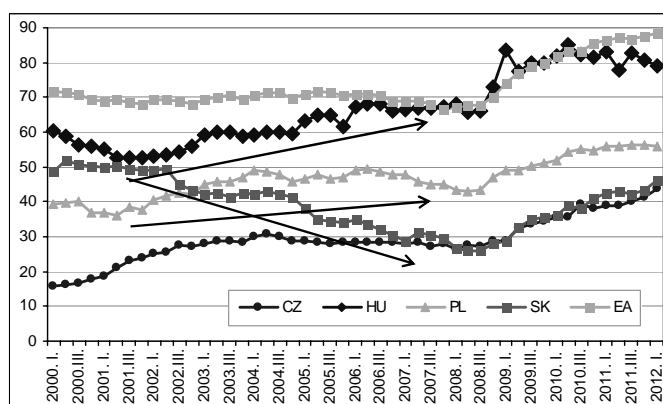
Jelmagyarázat: S_g , illetve S_p : állami, illetve magán-megtakarítás; I_g , illetve I_p : állami, illetve magánfelhalmozás; CA: a folyó fizetési mérleg egyenlege [$CA = (S_g - I_g) + (S_p - I_p)$]

Az országok nevének rövidítéseit lásd az 1. ábra alatt.

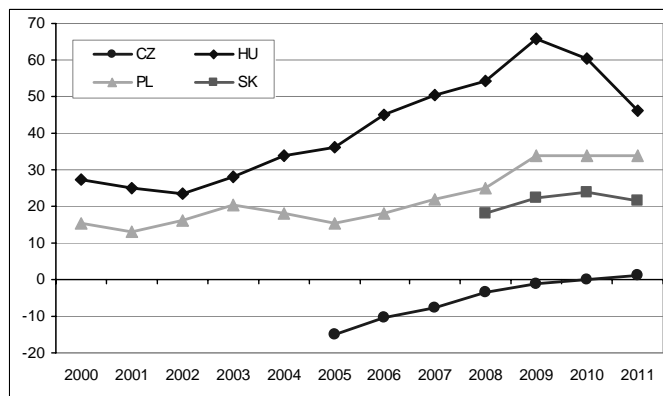
Mіндеz érthetővé teszi, hogy a 2009–2011-es időszakban miért különböztek alapvető módon Magyarország folyamatai a másik három Visegrádi országtól. Miközben másutt is megemelkedett a magánszektor nettó megtakarítása, nálunk kivételes méreteket öltött (megközelítette a GDP 6%-át), és emellett a folyó fizetési mérleg – a többiektől eltérően – többletbe fordult. Amíg ugyanis a válság idején a másik három országban gazdaság-stabilizáló költségvetési expanzió érvényesült, Magyarországon a költségvetésben nem volt érdemi mozgástér ahhoz, hogy a deficit, illetve az adósság emelkedése révén enyhüljön a recesszió. 2008-ról 2009-re a GDP arányában Csehország-

ban 3,6, Lengyelországban 3,7, Szlovákiában 5,9; Magyarországon viszont mindössze 0,8 százalékponttal nőtt a költségvetési hiány. (Hasonló különbségek jellemezték a monetáris politikát is; ebben a hazai háztartási devizahitelek nagy súlya játszott meghatározó szerepet.) A hazai fiskális politika specifikuma abban áll tehát, hogy a „jó időkben”, prociklikus módon, eladósodásból fokozta a fellendülést, így a rossz időkben a gazdasági visszaesést fokozó költségvetési kiigazítás folytatására kényszerült.

6/a. ábra. A GDP-arányos államadóssága Visegrádi országokban, 2000–2012 (%)



6/b. ábra. A nettó külföldi adósság a Visegrádi országokban, 2000–2011 (%)



Forrás: Eurostat, Government Statistics és Balance of Payment Statistics

Megjegyzés: Csehországról 2005-től, Szlovákiáról csak 2008-tól rendelkezünk összehasonlítható adatokkal. EA – az eurózáoni országai; a többi ország nevének rövidítéseit lásd az 1. ábra alatt.

Az előzőekben bemutatott folyamatokat jórészt leképezi a GDP-arányos államadósság és nettó külföldi adósság alakulása. Amíg Magyarországon 2006-ig nőtt az állami eladósodás, másutt csak 2009-től kezdődött meg (6/a. ábra). Azokban az országokban, ahol addig stabil vagy csökkenő volt az adósságpálya, a költségvetési egyenleg anticiklikus változása folytán hirtelen emelkedni kezdett az adósságráta. Úgy tűnhet, mintha ugyanez történt volna Magyarországon is, ha azonban a negyedéves adatokat közelebbről vizsgáljuk, kiderül, hogy az államadósság megugrása arra a két (2008. IV. és 2009. I.) negyedévre esett, amikor az IMF–EU készenléti hitelkeretnek egy része lehívásra került. Ez a hitel azonban nem a visszaesés tompítását szolgálta (hiszen a válság évében az alig emelkedő költségvetési deficit voltaképpen szigorítást jelentett), hanem annak elkerülését, hogy a piaci finanszírozás elakadása és a forintba nehezedő nyomás fizetésimérleg- és valutakrizishez vezessen.

Az államadósságról mondottakat kiegészíti a 6/b. ábra, amely a négy Visegrádi ország GDP-arányos, nettó külföldi adósságát mutatja. 2002 és 2006 között Magyarország nettó külföldi adósságrátája 23%-ról 45%-ra emelkedett. Ez a folyamat azonban nem állt meg 2006-ban, hanem – a háztartási devizahitelezés expanziója miatt – a következő két évben is folytatódott. (A 2009. évi ugrás főként a forint leértékelődésének hatását tükrözi.) A külső forrásokból fedezett belföldi devizahitelezés térnyerése pedig egyértelműen fokozta a gazdaság sebezhetőségét. A következőkben ennek háttéréről és részleteiről szólunk.

3. Háztartási devizahitelezés, a sérülékenység másik forrása

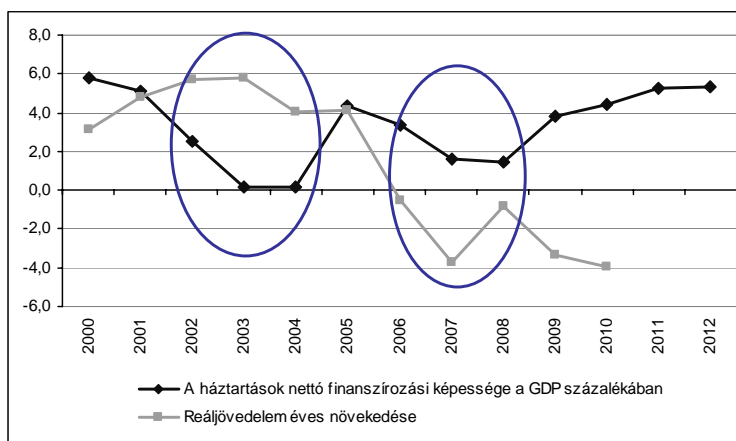
3.1. A háztartási devizahitelezés előzményei, okai és következményei a hitelfelvevőkre

A háztartások megtakarítói magatartása az elmúlt évtizedben csak részben követte a gazdaságpolitika kanyarait. A 2002–2008 közötti időszakot mindvégig alacsony megtakarítások jellemezték: akkor is, amikor nagyon gyorsan nőttek a jövedelmek, és akkor is, amikor stagnálni, majd csökkenni kezdtek. 2002 és 2003 között a nettó reálbérek 13,6%-kal, illetve 9,2%-kal emelkedtek, a nettó reáljövedelmek 6% körüli ütemben nőttek, és a „jóléti rendszerváltás programja” (minimálbér adómentessé tétele, 50%-os béremelés a közszektorban, illetve a 13. havi nyugdíj fokozatos bevezetése) a szociális gondoskodás kiterjedését sugallta, ami a megtakarítások leépüléséhez vezetett. A jelentős jövedelemkiáramlás ellenére 2003-ban a háztartások nettó finanszírozási képessége (nettó pénzügyi megtakarítása) az MNB adatai szerint

gyakorlatilag lenullázódott, a GDP 0,2%-ára esett vissza⁵. Hasonlóan alacsony volt a háztartások megtakarítási hajlandósága 2004-ben is.

2006-ban, amikor a jövedelemnövelő gazdaságpolitika káros fiskális következményei már fenntarthatatlanná váltak, a reáljövedelmek előző évi 4%-os növekedése – a parlamenti választások után – negatívba fordult át. Ekkor azonban a fogyasztás „szelleme” már kint volt a palackból, és a háztartások megcsappant vásárlóerejüket hitelek felvételével pótolták. Ennek lehetőségét az olcsónak tűnő, és egyre enyhébb feltételekkel kínált devizahitelek teremtették meg. Így tehát a háztartások a 2002–2008 közötti időszakban sem a növekvő, sem a csökkenő jövedelmükből nem takarítottak meg elégséges mértékben (7. ábra).⁶

7. ábra. A háztartások reáljövedelme és nettó finanszírozási képessége (megtakarítása)



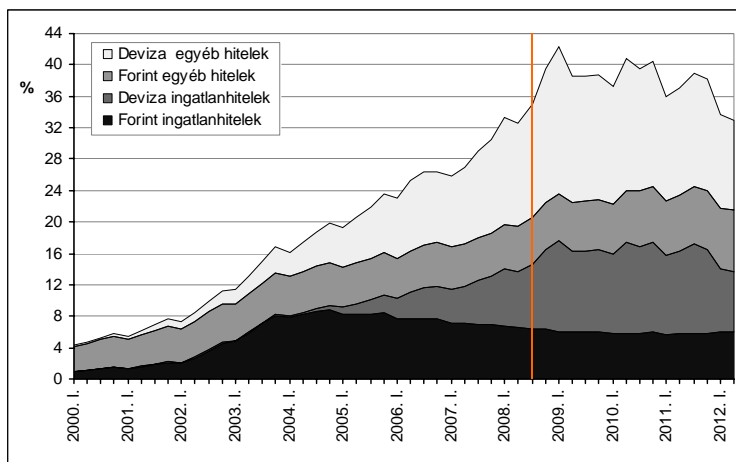
Forrás: MNB Pénzügyi számlák és KSH Nemzeti számlák

⁵ Ebben a tanulmányban a Magyar Nemzeti Bank adatait használjuk, ezek a pénzügyi szektor jelentései alapján, „alulról” számítva mutatják a lakosság nettó finanszírozási képességét, azaz megtakarítói pozícióját. A KSH „felülről”, a nemzeti számlák jövedelmi és fogyasztási számláiból számított megtakarítási adatai ettől eltérnek.

⁶ A csökkenő jövedelemből való megtakarítás korántsem ellentmondás: a nemzetközi szakirodalom a hosszú távú lakossági megtakarítási idősorok elemzése alapján megállapította, hogy a háztartások pénzügyi vagy gazdasági sokkokra (pl. emelkedő munkanélküliségre) és az ezt övező bizonytalanságra sokkal inkább reagálnak a megtakarítások növelésével, mint a növekvő jövedelmekre (lásd a 2008 utáni hazai folyamatokat). Az ingatlanárak vagy tőzsdei árfolyamok emelkedése szintén jellemzően csökkenti a megtakarításokat, mivel a háztartások gazdagabbnak érzik magukat (ez az úgynevezett vagyonyhatás, ‘wealth effect’), ami nagyobb fogyasztásra ösztönzi őket.

A háztartások devizában való eladósodása 2003-tól kezdett gyors ütemben növekedni (8. ábra). Az ingatlanvásárláshoz köthető devizahitelezés elterjedését többféle, egymással is összefüggő gazdaságpolitikai intézkedés előzte meg, illetve váltotta ki, amelyeket itt csak vázlatosan tudunk felsorolni. A 2000-ben bevezetett, az új lakások építésére vonatkozó állami támogatást 2002 márciusától a használt lakások vásárlására is kiterjesztették, anélkül, hogy bármilyen pótlólagos feltételt (rászorultság, jogosultság mértéke, első, illetve egyetlen lakás stb.) előírtak volna (Farkas–Hegedüs–Szekely 2004). Ez a lépés a támogatási igényt, azaz a költségvetés terheinek emelkedését lényegében korlátlaná tette. Ugyanakkor a jóléti rendszerváltás keretében megvalósított, nagyvonalú szociális támogatások és béremelések hatásai azonnal jelentkeztek a költségvetési pozíció drasztikus romlásában, amire a jegybank az alapkamatok felemelésével, az állampapírpiac pedig a hozamok gyors emelkedésével reagált. S mivel a kamattámogatás az állampapír-piaci referenciahozam szintjéhez volt rögzítve, ez a támogatási igényt tovább növelte. A Kopint-Datorg akkori számításai szerint a támogatási igény mértéke 2010-ig akár 500 milliárd forintot is elért volna (Klauber–Gáspár 2003). Olyan intézkedések sora történt tehát, amelyek szinte azonnal megteremtették saját fenntarthatatlanságukat.

8. ábra. Háztartási hitelek állománya a GDP %-ában



Forrás: MNB Pénzügyi számlák

Ezt látva, a kormány fokozatosan szigorította az állami lakástámogatások mértékét és igénybevehetőségét, ami a folyamatosan emelkedő, kétszámjegyű kamatszint mellett a forinthiteleket versenyképtelenné tette. A lakossági igény azonban már feltámadt, ami a háztartásokat a forinthiteleknél jóval olcsóbbnak tűnő devizahitelek felé terelte. Ennek fétételét a kínálati oldalon az teremtette meg, hogy a keresedelmi bankok igyekeztek fenntartani az addigi hitelbővítés ütemét, ehhez pedig az általuk viszonylag olcsón elérhető külföldi devizaforrások hazai kihelyezése kínált lehetőséget. A 8. ábrán látható, hogy 2003-tól a korábbi ütemben folytatódott a teljes hitelállomány emelkedése, de úgy, hogy a forinthitelek emelkedése megállt, a devizahiteleké viszont jelentősen felgyorsult.

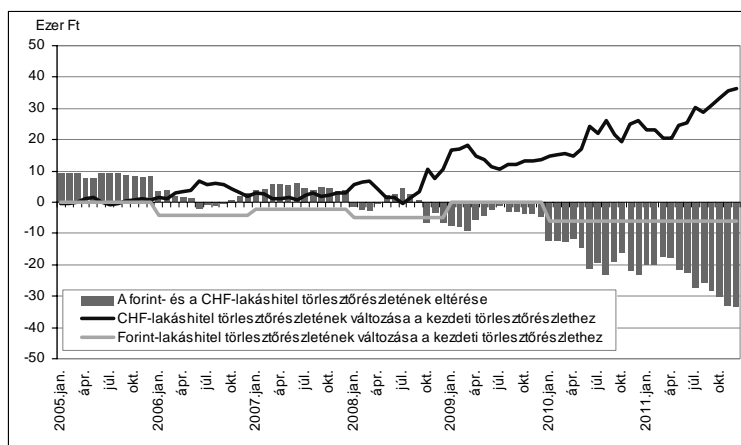
2003 és 2008 között, 5 év alatt, a háztartási szektor teljes adósságállománya a GDP 15%-áról 35%-ra nőtt: 2008. II. negyedévének a végére, azaz a válság kitörése előtti utolsó negyedévben, már megközelítette a 9000 milliárd forintot, aminek több mint felét a külföldi devizában felvett hitelek tették ki. Az olcsónak és kockázatmentesnek tűnő devizahitelek önmagukban is gerjesztették az eladósodást. Az 1-2%-os kamatszint, és az 5-6%-os THM azokat is hitelfelvételre ösztönözte, akik amúgy nem tervezték ezt, és józan megfontolás mellett nem is vállaltak volna nagyösszegű hitelterheket, és különösen nem vettek volna fel szabad felhasználású, devizaalapú hiteleket ingatlanuk terhére. S noha a lakosságra alapjában véve nem volt jellemző az arbitrázás, amellyel az önkormányzatok gyakorta éltek (az alacsony kamatozású devizahiteleket magas kamatozású forintbetétekben helyezték el), sokan vettek fel devizahitelt, akiknek egyébként forint megtakarításai voltak.

A 8. ábra emellett azt is mutatja, hogy a felvett hitelek nagyobbik része nem lakásépítéshez vagy -vásárláshoz kapcsolódott, hanem egyre inkább az ingatlanfedezetű, szabad felhasználású hitel, és az áruvásárlási (pl. gépkocsi-) hitel került előtérbe. Az ingatlanfedezetű szabad hitelek elterjedése azzal járt, hogy a háztartások ingatlanjukat tették kockára egyéb kiadásaik fedezésére. Kétségtelen, hogy az akkori számítások szerint a devizahitelek még egy 10–15%-os forintleértékelődés mellett is kedvezőnek mutatkoztak a magas kamatozású forinthitelekkel szemben. Ennél nagyobb leértékelődésre pedig annak idején senki sem számított (Király–Nagy–Szabó 2008).

A devizahitelek számos kockázatot hordoztak magukban (9. és 10. ábra). Nemcsak az árfolyamkockázatot, hanem – a bankok, és végső soron az adósok szempontjából – lejáratú kockázatot is. A bankok ugyanis rövid lejáratú devizaforrásokból fedezték a hosszú lejáratú forintkihelyezéseket. Mindez főként az adósok kockázataként realizálódott, ugyanis ők fizetik meg a lejáratú összhang hiányának következményeit is. A bankok mind a kamat-, mind

az árfolyamkockázatot az ügyfelekre terhelték, aminek a drámai következményei 2008 után jelentkeztek.

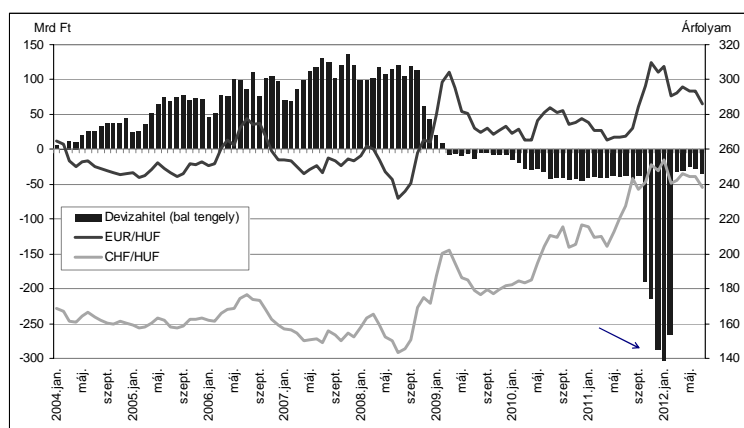
9. ábra. A svájci frank (CHF) és a forint (HUF) törlesztőrészletének összehasonlítása, 2005. január – 2011. október



Forrás: MNB (2012)

Ezzel kapcsolatban felmerül a pénzügyi felügyelet felelőségének a kérdése is: mit tehetett volna a PSZÁF a beépített kockázatok és felelőségek jobb megosztása érdekében. Hudecz (2012) cikke erről kimerítő elemzést ad, megállapítva, hogy más országokban, ahol a devizahitelezés a nálunk tapasztaltnál lényegesen szerényebb volt, a pénzügyi felügyelet tettek ilyen lépéseket. Lengyelországban, például 2006-ban a pénzügyi felügyelet egyrészt előírta, hogy a devizahitelek esetén a bankok szigorúbb feltételeket írjanak elő a kliensek számára, mint a zloty hitelek esetén. Másrészt kötelezővé tette, hogy a bankok előbb a hazai valutában való hiteleket ajánlják az ügyfeleknek, és ha azok mégis a devizahitel mellett döntenek, kötelezően hívják fel az ügyfél figyelmét a kockázatokra (lásd erről még Zetlemeyer–Nagy–Jeffrey 2010). Magyarországon nem ez történt: a hitelfelvételi feltételek fokozatosan enyhültek, a bankok és különösen a pénzügyi közvetítők végül már minimális fedezetet (sem mindig) vártak el az ügyfelektől, a bankok kommunikációja pedig kizárólag a devizahitelek felvételére ösztönzött.

10. ábra. Háztartási devizahitel-tranzakciók és a forint árfolyama, 2004. január – 2012. július



Forrás: MNB (2012)

A válság kitörésekor, 2008 második felében, a háztartások 5000 milliárd forintot kitevő devizahitel-állományának forintértéke – a hazai valuta leértékelődése miatt – az MNB adatai szerint egy csapásra kb. 1000 milliárd forinttal, azaz több mint egyötödével megemelkedett, majd ezt követően, 2011 végéig a devizában eladósodott háztartásoknak további, mintegy 2000 milliárd forintos árfolyamvesztése keletkezett. Össességében a háztartások a válság kitörése és 2012 eleje között 3000 milliárd forint árfolyamvesztést szenvedtek el. Különösen nagy és tartós volt a szektor árfolyamvesztése a hitelek nagyobb részét kitevő svájci frank alapú hitelek esetében. A válság hatására 2009-ben 6,7%-kal csökkenő GDP, növekvő munkanélküliség és csökkenő reáljövedelmek mellett kellett a több mint másfélszeresére emelkedő devizaadósság-állományt törleszteni és kamatait fizetni. Eközben az ingatlanpiac befagyott, az ingatlanárak meredeken zuhanni kezdtek: a jelzáloghitelek mögött álló fedezetek értéke csökkent, gyakorta el is maradt a hitel (megnövekedett) összegétől.

Kétségtelen, hogy 2008 közepén a lakosság kb. 1300 milliárd forint devizaköveteléssel is rendelkezett, amin az azóta eltelt időszakban 280 milliárd forint árfolyamnyereséget könyvelhetett el. Ez azonban csak azon háztartások terhein enyhített, amelyek a devizahitelek mellett devizabetételekkel is rendelkeztek, ami nagyon kevésbé volt jellemző.

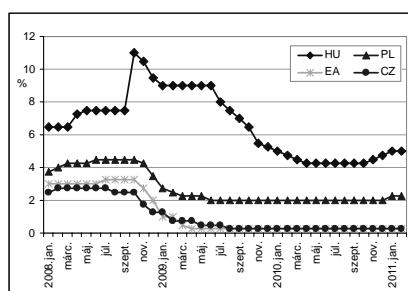
3.2. A háztartási devizahitelezés makrogazdasági következményei

A lakossági devizahitelezés makrogazdasági összefüggései közül – a gazdaság egészének sebezhetőségére gyakorolt hatása alapján – hármat kell kiemelni: az ország *nettó* eladósodására, az ország *bruttó* adósságára és annak szerkezetére, végül pedig a *monetáris politika mozgásterére* kifejtett hatását.

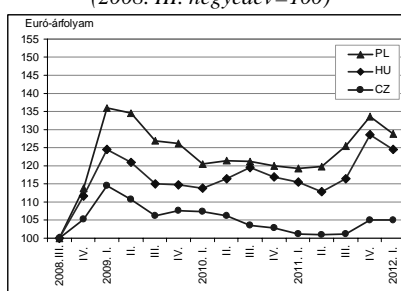
Ami az ország *nettó eladósodását* illeti, a *6/a.* és *6/b.* ábrán már láthattuk, hogy a 2006-ban megkezdett költségvetési konszolidáció megállította a GDP-arányos államadósság emelkedését, ám az ország *nettó* külföldi adóssága továbbra is gyorsan emelkedett, ami a hazai devizahiteleket nyújtó pénzintézetek külső eladósodásához köthető. A gazdaság sebezhetőségének fontos összetevője volt, hogy a pénzintézetek *rövid lejáratú* külföldi adóssága igen gyorsan emelkedett. Miközben 2006 és 2008 között az ország euróban mért összes *bruttó* adóssága 35%-kal, *rövid lejáratú* adóssága pedig 15%-kal nőtt, addig a *pénzügyintézetek* *rövid lejáratú* adóssága 75%-kal bővült – döntően a belföldi devizahitelezést szolgáló külső források bevonása következtében.

A *monetáris politika mozgásterét* is erősen korlátozta a háztartási devizahitelezés a válság idején. Főként ez akadályozta meg a jegybankot abban, hogy anticiklikus monetáris politikával enyhítse a gazdaság súlyos visszaesését. A monetáris kondíciók lazítása – s így a hazai valuta jelentősebb leértékelődése – számottevően tompíthatta volna a recessziót, mégpedig az infláció gyorsulása nélkül, hiszen a belföldi kereslet erősen csökkent. A nagyobb leértékelődés pénzt és jövedelmet pumpálhatott volna a gazdaságba, hiszen a *nettó export* (az áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg) többletet mutatott. A költségvetési politikának nem volt lehetősége a belföldi kereslet élénkítésére – erről már szoltunk – a monetáris politikának azonban lett volna, ha nem lettek volna ott a devizahitelek. Ez utóbbiak két okból is akadályozták a jegybankot: egyrészt azért, mert a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztette volna a hazai valuta jelentősebb leértékelődése. Másrészt azért, mert indokoltnak látszott a félelem attól, hogy a magánszektorban a nagyobb leértékelődés kedvező jövedelmi hatásait jelentősen ellensúlyozhatják a devizaadósság forintértékének emelkedéséből eredő, ellentétes irányú vagyonszteségek. (További megfontolás, hogy az állam is jelentősen eladósodott devizában, így a forintleértékelődés az államadósság-rátát is megemeli; de erre még visszatérünk.) Mindezek folytán nemcsak a fiskális politika, hanem a monetáris politika sem enyhíthette a válság következményeit. E tekintetben is különböznek a hazai tapasztalatok a Visegrádi országokétól, különösen a nemzetközi válság idején is jól teljesítő Lengyelországtól (*11a.* és *11b. ábra*).

11/a. ábra. Jegybanki kamatok a Visegrádi országokban és az euró-zónában 2008. jan – 2011. jan. (%)



11/b. ábra. Az euróval szembeni árfolyamváltozás Csehországban, Magyarországon és Lengyelországban (2008. III. negyedév=100)



Forrás: Eurostat Monetary Statistics

Megjegyzés: EA – az euró-zóna országai; a többi ország nevének rövidítéseit lásd az 1. ábra alatt.

4. A sérülékenység okainak „kezelődése” és kormányzati kezelése: újfajta sérülékenységek

A hazai gazdasági sérülékenység egyik fő oka, a viszonylag magas külső adósságráta, a belföldi felhasználás visszaesése révén automatikusan „kezelődik”, hiszen az így keletkező külkereskedelmi aktívum, ezáltal pedig a külső finanszírozási igény többletbe fordulása csökkenti a nettó külföldi kötelezettségeket (azon belül az adósságot).

A kormány is tett lépéseket a sérülékenység forrásainak kezelésére, ezek azonban újfajta sérülékenységeket idéznek elő.

4.1. A háztartási devizahitelek kezelése

A devizahitelek forintértékének emelkedése miatti drasztikus lakossági tehernövekedés gyakorlatilag megoldhatatlan feladat elé állítja a gazdaságpolitikát. Itt jó megoldás nincs; a legkisebb rossz megtalálása a feladat, hiszen valaki(k)nek viselni(ük) kell az ártértékelődés terheit. Surányi György és szerzőtársai 2011 áprilisában publikált megoldási javaslatukban az egész devizahitel-állomány terheinek megosztását javasolták az MNB, a bankok, az

állam és az ügyfelek között (Surányi–Spurny–Barta 2011).⁷ A Bankszövetség azonban elutasította a javaslatot.

2011. december közepén a kormány végül a Bankszövetséggel kétféle megoldásban állapodott meg.

1. A *végtörlesztési* akció keretében az ügyfelek kedvező árfolyamon (euró-hitelnél 250, svájci frank hitel esetében 180 forintos árfolyamon) kifizethetik a devizatartozást, az ebből származó veszteség 30%-át pedig a bankok leírhatják a bankadóból.

2. Az *árfolyam-gát* bevezetése keretében a 90 napon túli késedelemmel nem rendelkező ügyfelek 180, illetve 250 forinton rögzített svájci frank, illetve euró árfolyamon fizethetik a törlesztőrészeket, a különbséget pedig egy ún. gyűjtőszámlára kerül. A gyűjtőszámlán az árfolyam-különbséget miatt felhalmozódott összegek után fizetendő kamatokat pedig a bankok és az állam 50–50%-os arányban átvállalja az ügyfelektől. Ha a svájci frank, illetve az euró árfolyama 270, illetve 340 forint fölé lépne, az e feletti árfolyamkockázatot teljes egészében a költségvetés viseli.

A megoldás harmadik komponense a Nemzeti Eszközkezelő Alapon keresztül a végképp kilátástalan helyzetbe kerülő háztartások ingatlanjainak megvásárlása, és az ügyfelek számára a visszabérlés lehetőségének megteremtése volt.

1. A *végtörlesztés* keretében az 5600 milliárd forint összegű devizahitelből 2012. február végéig, az akció határidejének lejártáig 1350 milliárd forintnyi devizahitel visszafizetésére került sor. A devizahitelek visszafizetése egyharmad arányban ún. „kiváltó forinthitelek” felvételével történt, a többit a háztartások más forrásból – ingatlaneladás, meglévő megtakarítások – fedezték.

2. A rögzített törlesztési árfolyamú devizakölcsönök nyújtotta konstrukcióba 2012. július végéig további 313 milliárd forint összegű hitelszerződés került.

3. A Nemzeti Eszközkezelő Alap 2012. július 25-éig összesen 8 darab ingatlant vásárolt meg, 27 millió forint értékben (miközben az éves előirányzat 8000 ingatlan megvásárlása!).

⁷ A javaslat a háztartások teljes devizaadósságának forintra konvertálására irányult. Ezzel az árfolyamveszteség ugyan végérvényesen realizálódott volna, amit a törlesztőrészek 30–40%-os csökkentése oldott volna meg úgy, hogy: (1) az állam bizonyos feltételeknek való megfelelés esetén kamattámogatást nyújt; (2) a kereskedelmi bankok mérséklék a kamatszintet. Az akció teljes költsége az államháztartás számára 70–80 milliárd forint kamattámogatás lett volna (amelyet kompenzált volna az MNB nyeresége a devizakonverzió), valamint 125–175 milliárd forint garanciavállalás. A bankszektor kamatmarzsa évi 50–60 milliárd forinttal csökkent volna, de a szerzők számításai szerint ennél nagyobb előnyt hozott volna az állami garancia miatti céltartalékolási kötelezettség csökkenése.

Miközben 2008. június és 2012. június között a háztartások összesen 2°500 milliárd forintot fizettek vissza devizaadósságukból (ebből 1°350 milliárdot a végtörlesztés keretében), az árfolyamváltozás miatti átértékelődési veszteség következtében a szektor adóssága 2012 második felének végén magasabb lett (5°500 milliárd forint), mint két évvel korábban volt. Ennek jelentős része ingatlanhitel vagy jelzálog alapú devizahitel, ami kb. 750 ezer hitelszerződést érint. Körülbelül ennyi háztartás ingatlana van még veszélyben, pontosan azoké, akik saját vagy egyéb családi vagyon, illetve a banki hitelképesség hiányában nem tudtak élni a végtörlesztés lehetőségével. A PSZÁF 110–120 ezer olyan hitelszerződést tart nyilván, amelynél a fizetési elmaradás meghaladja a 90 napot. A nem-teljesítő devizahitelek összege 500–700 milliárd forintra tehető.

Eközben a végtörlesztés árfolyamvesztesége a bankok számára 370 milliárd forintot tett ki, ami a bankadóból levonható összegek után is 260 milliárd forint veszteséget jelent.

A devizahitelekkel rendelkező 750 ezer adós tehát továbbra is ki van téve a forint és a svájci frank kiszámíthatatlan mozgásának, s ez jórészt azokra is vonatkozik, akik éltek az árfolyamgát lehetőségével, mivel az árfolyamkülönbséget az ő esetükben is időzített bombaként ketyeg. Az eddigi konstrukciók tehát sem a háztartások, sem a bankok problémáit nem oldották meg megnyugtató módon. A háztartások sérülékenysége továbbra is fennmaradt.

4.2. Az államadósság „csökkentése”

A kormány 2011-ben, az államadósság csökkentésének kényszerére hivatkozva, sajátos megoldást választott: a magánnyugdíj-vagyon túlnyomó részét (2°945 milliárd forintot) átcsoportosította az államháztartás javára. A lépéssel az állam nettó pénzügyi vagyona GDP 10,5%-ának megfelelő összeggel emelkedett, de az államadósság *közvetlenül* csak az átkerült állampapírok értékével, 1380 milliárd forinttal (a GDP mintegy 5%-ával) csökkent. A többitől egyrészt a 2011. évi költségvetési hiányt finanszírozták (460 milliárd forint, a GDP 1,6%-a), másrészt részvényvásárlásokkal az állami tulajdont növelték, s viszonylag csekély további részt használtak fel adósságcsökkentésre.⁸ Mindenesetre 2011 végén az a GDP-arányos államadósság

⁸Az adatok forrása az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK), amelynek közlése szerint 2012 júliusában 655 milliárd forintot tett ki a „Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap” vagyona. Ezt az összeget elvben további adósságcsökkentésre lehetett volna/lehetne fordítani, de a jelek szerint a kormány ezt a vagyont inkább tulajdonszerzésre („tőzsdézésre”) kívánja felhasználni.

80,6%-on állt; mindössze 0,8 százalékponttal volt alacsonyabb, mint 2010-ben. Az, hogy az adósságráta – a bevont állampapírok jelentős összege ellenére – ilyen csekély mértékben süllyedt, a forint leértékelődésének volt a következménye. Vagyis nemcsak a háztartásokat, hanem a mintegy fele arányban külföldi pénzben eladósodott államháztartást is sújtotta a hazai valuta árfolyamának gyengülése. 2010 és 2011 vége között mintegy 915 milliárddal emelkedett az államadósság forintösszege, ami megközelíti a devizában fennálló államadósságon elszenvedett átértékelődési veszteséget (a pénzügyi számlák adatai szerint ez 2011 folyamán 1020 milliárd forintot tett ki).

A kör azzal zárul be, hogy a forint leértékelődése (és az azt kísérő állampapírhozam-emelkedés) a gazdaságpolitika iránti bizalomhiányt tükrözte, amely utóbbihoz – sok más intézkedés mellett – meghatározó módon járult hozzá a magánnyugdíj-vagyon államosítása, amely híven fejezte ki, hogy a kormány nem tekinti értéknek a hosszabb távú kiszámíthatóságot és a jogbiztonságot.

Közgazdasági értelemben annyival emelkedett meg az *implicit* (a jövőbeni állami nyugdíjfizetésekhez kötődő) államadósság, amennyivel csökkent a magánnyugdíj-pénztári vagyon. Az viszont már csak a jövőbeni kormányok jóakarátán, politikai megfontolásain és lehetőségeiken múlik, hogy mennyiben tesznek eleget az így keletkezett kötelezettségnek. Ez pedig későbbi sérülékenységeknek válhat majd forrásává.

5. Összegzés

Azok az országok, amelyek nagy és rossz szerkezetű (külföldi pénzben fennálló) adósságokat halmoztak fel, s ráadásul a természetes fedezettel nem rendelkező háztartásokhoz kötődik a devizaadósság tetemes része, rendkívül sérülékenyek és szűk mozgástérrel rendelkeznek. Az ilyen országok kormányai csak azzal javíthatják országuk helyzetét, hogy nagyobb makrogazdasági stabilitásra és kiszámíthatóságra törekednek, illetve vállalkozás- és befektetésbarát intézményi, gazdálkodási környezetet igyekeznek létrehozni, amely idővel megindíthatja a gazdasági növekedést. A nagyobb makrogazdasági stabilitás lefelé mozdíthatja a kamatokat (az elvárt hozamokat), és csökkenti a devizaadósság felfűvódására vezető valutaleértékelődés kockázatát. Az intézményi környezet javulása az adósságot nem növelő, külső tőkebeáramlást és a hazai beruházásokat mozdíthatja elő, a gyorsabb növekedés (az alacsonyabb kamatokkal együtt) pedig az adósságok fenntarthatóságához, majd pedig az adósságráták fokozatos mérséklődéséhez járulhat hozzá.

Ezek a megfontolások nagyjából jelzik, hogy Magyarországon milyen területeken lenne szükség alapvető gazdaságpolitikai fordulatra ahhoz, hogy a gazdaság egészének és egyes szektorainak sérülékenysége érdemben és tartósan csökkenhessen.

IRODALOM

- Farkas J. – Hegedüs J. – Székely G. 2004: Lakáshelyzet, lakástámogatások, 1999–2003. In: Kolosi T. – Tóth I. Gy. – Vukovich Gy. szerk.: Társadalmi riport 2004. Budapest: TÁRKI, 176–192. p.
- Figyelőnet 2011: A bankszövetség nem kér a Surányi-javaslatból. Figyelőnet, 2011. április 7. http://fn.hir24.hu/gazdasag/2011/04/07/bankszovetseg_nem_ker/ (Letöltés dátuma: 2012. szeptember 1.)
- Hudecz A. 2012: Párhuzamos történetek. A lakossági devizahitelezés kialakulása és kezelése Lengyelországban, Romániában és Magyarországon. In: Közgazdasági Szemle, LIX. évf. 2012. április. 349–411. p.
- Király J. – Nagy M. – Szabó E. V. 2008: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. In: Közgazdasági Szemle, LV. évf. 2008. július–augusztus, 573–621. p.
- Klauber M. – Gáspár K. 2003: Politikai kelepce. Figyelő, 2003/45. sz.
- MNB 2012: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 2012. április.
- Oblath G. 2012: Ezentúl minden másképpen volt? Gondolatok a GDP-adatok legutóbbi revíziójáról. Statisztikai Szemle, 90. évf. 2012. június. 559–570. p.
- Palócz É. – Tóth I. J. 2003: A 2002. évi bérnövekedés összetevői és a 2003-ban várható béremelések egy vállalati felmérés tükrében. Kopint Műhelytanulmányok, 43. sz.
- PSZÁF 2012: Gyorselemzés a végtörlesztésről. Budapest: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, 2012. február 28.
- Seth, A. – A. Ragab 2012: Macroeconomic vulnerability in developing countries: Approaches and issues. International Policy Centre for Inclusive Growth, UNDP, Working Paper, no. 94, May 2012. <http://pressroom.ipc-undp.org/2012/macroeconomic-vulnerability-in-developing-countries-approaches-and-issues/> (Letöltés dátuma: 2012. augusztus 15.)
- Surányi Gy. – T. Spurny – Barta Gy. 2011: Radikális terv a lakossági devizahitelek kezelésére. Figyelőnet, 2011. április 7. http://fn.hir24.hu/gazdasag/2011/04/06/egy_radikalos_terv_lakossagi (Letöltés dátuma: 2012. szeptember 10.)
- Zettelmeyer, J. – P. M. Nagy – S. Jeffrey 2010: Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe. EBRD Working Paper, no. 115. <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0115.pdf> (Letöltés dátuma: 2012. augusztus 30.)