

Berta Dávid – Szórfi Zsolt:

Görög és magyar út a válságkezelésben

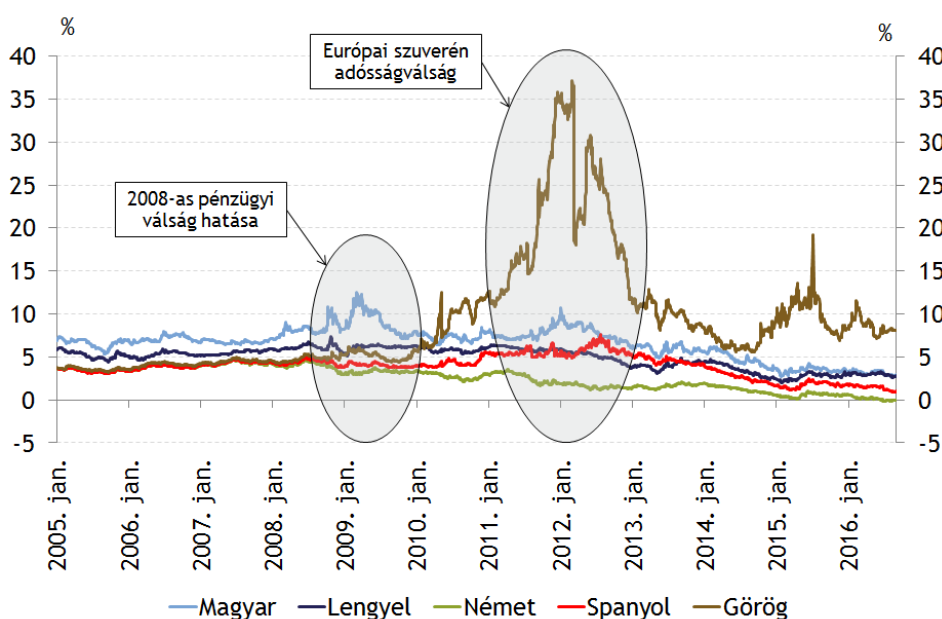
Görögország és Magyarország gazdasága jelentősen különbözik egymástól, a pénzügyi világválság mégis több szempontból hasonló helyzetben érte őket. A válság előtt kialakult egyensúlytalanságok és különösen a költségvetési eladósodottság miatt mindkét országnak szűk mozgástér állt rendelkezésére a válság kezelésére, amelyet a két ország eltérő módon igyekezett kihasználni. A hazai válságkezelés a makrogazdasági és a piaci mutatók alapján hatékonyabbnak bizonyult, ugyanakkor mindkét ország esetében a versenyképesség további javítására van szükség. A Brexit által keltett piaci hullámok, a harmadik görög mentőcsomag első felülvizsgálata és a magyar hitelbesorolás felminősítése kapcsán érdemes megvizsgálni a két ország válságkezelését és azok eddigi eredményeit.

A görög és magyar gazdasági válsághoz vezető számos közös ok mellett voltak egyedi tényezők is

A két ország esetében a válsághoz vezető útnak voltak közös pontjai (pl.: ikerdeficit, magas kiinduló államadósság, romló versenyképesség), illetve a két országra jellemző egyedi tényezői is. A hasonlóságok között kiemelendő a fiskális politika lazasága, ami több más probléma forrásává is vált. A globális likviditásbőséget arra használta fel mindkét ország, hogy gazdasági reformok helyett éveken át magas költségvetési hiánnyal és folyamatosan emelkedő adósságrátával tartsa fenn a növekedését. Magyarország sérülékenységét tovább növelte, hogy az eladósodás jelentős része devizában, illetve a külfölddel szemben történt. Görögország pedig módszertanilag megalapozatlan adatközlésekkel igyekezett elfedni a magas hiányt és adósságot. Mindkét országban alacsony volt a munkapiaci aktivitás és magas az adóelkerülés, ami jelentős részben a nem megfelelő adó- és szociális rendszer eredményeképpen alakult ki. A laza fiskális politika mellett a monetáris politika egyik országban sem élénkítette a növekedést - Görögországban az euró bevezetése, Magyarországon pedig a magas külső finanszírozási igény és a valamennyi szektorra jellemző magas devizaadósság állomány miatt. Mindezek a versenyképesség romlásához vezettek, amit számos mutató tükrözött. Mindazonáltal Görögországban az euróövezeti tagsághoz kapcsolódó alacsony állampapír-piaci hozamok akadályozták az egyre növekvő versenyképességi és fiskális problémák felszínre kerülését.

Míg azonban Magyarország esetében már a 2008-as válságnál felszínre kerültek a problémák, addig Görögországnál csak a 2010-ben indult eurózána adósságválság során vált egyértelművé a magas sérülékenység. A befektetői aggodalmakat tükröző pénzügyi mutatók rövid idő alatt ugrottak meg drámaian mindkét országnál. A magyar benchmark 10 éves állampapír hozam 2008. október elején pár nap alatt több mint 200 bázisponttal emelkedett, és a hitelminősítők is ekkor kezdték el rontani hazánk hitelbesorolását. Görögország válsága 2012 elején csúcsosodott ki, amikor a hitelminősítők lényegében csődben lévőnek értékelték az országot, melyet a hozamok megugrása is tükrözött.

1. ábra A szuverén 10 éves benchmark állampapír hozamok időbeli alakulása



Forrás: Bloomberg

A hasonló kiindulópont ellenére a válságra adott válaszok, a választott válságkezelési technikát, valamint annak eredményességét is figyelembe véve merőben különböztek. A görög gazdaságpolitika a nemzetközi hitelezők elvárásainak többé-kevésbé megfelelő, jellemzően belső leértékelést (pl.: csökkenő béreket, magas munkanélküliséget) és megszorító intézkedéseket tartalmazó politikát folytatott. Ezzel szemben Magyarország inkább nem-konvencionális, az egyensúly mellett a foglalkoztatást és a növekedést is szem előtt tartó intézkedések sorozatát hajtott végre.

A válságkezelési intézkedések fókuszát Görögországban a megszorító programok, míg Magyarországon a növekedésösztönző strukturális intézkedések jelentették

Görögország számára a válság kezelése során az ördögi kört az jelentette, hogy a romló egyensúlyi mutatókra adott válaszul a gazdaságpolitikai döntéshozók különböző megszorító intézkedéseket hoztak, melyek a kereslet visszafogásán keresztül hozzájárultak a recesszió elmélyüléséhez. A gazdaság visszaesése egyúttal mérsékelte a költségvetési bevételeket, ami tovább rontotta a költségvetési egyenleget, ez pedig újabb és újabb fiskális kiigazításokat igényelt.¹ Magyarországon viszont a válságkezelésnek kettős célja volt: a fennálló költségvetési egyensúlytalanságok csökkentése mellett a strukturális problémák orvoslása a gazdasági növekedés beindítása érdekében.

A görög kormányok 2010 és 2015 között összesen 11 megszorító csomagot vezettek be. Ezek során többek között befagyasztották a közalkalmazottak béreit, megszüntették a közalkalmazottaknak járó 13. és 14. havi juttatásokat, valamint tömeges elbocsátásokra is sor került. A nyugdíjakra különadót vetettek ki, és többszöri nyugdíjcsökkentést hajtottak végre. Mindezekon felül csökkentek az oktatási, egészségügyi, és honvédelmi kiadások is. Bevételi oldalon a görög kormányok számos új adónemet vetettek ki az ingatlanokra, az importautókra, de bevezettek luxus-, és szolidaritási különadókat. Jelentősen nőtt mindhárom áfa-kulcs, és emelkedett a személyi jövedelemadó és a társasági adó általános kulcsa, valamint a nyugdíjjárulék is. A görög állam erőteljes privatizációt hajtott végre az elmúlt években, és a legutóbbi, harmadik hitelprogram értelmében vállalást tett további 50 milliárd eurós privatizáció végrehajtására.

¹ 2013-ban a Nemzetközi Valutaalap több jelentésben és elemzésben elismerte, hogy nem megfelelő körültekintéssel jártak el a görög válságkezelés ügyében. Az IMF megítélése szerint az adósság egy részének elengedése, vagy annak átstrukturálása hosszútávon a további hitelprogramoknál jobb megoldást nyújthattak volna. (Források: International Monetary Fund (2013): Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement, IMF Country Report No. 13/156; Blanchard, O. - Leigh, D. (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF WP /13/1; Blanchard, O. (2015): Greece: Past Critiques and the Path Forward, iMFdirect blogs)

2. ábra: Görög és magyar gazdaságpolitikai intézkedések az elmúlt években



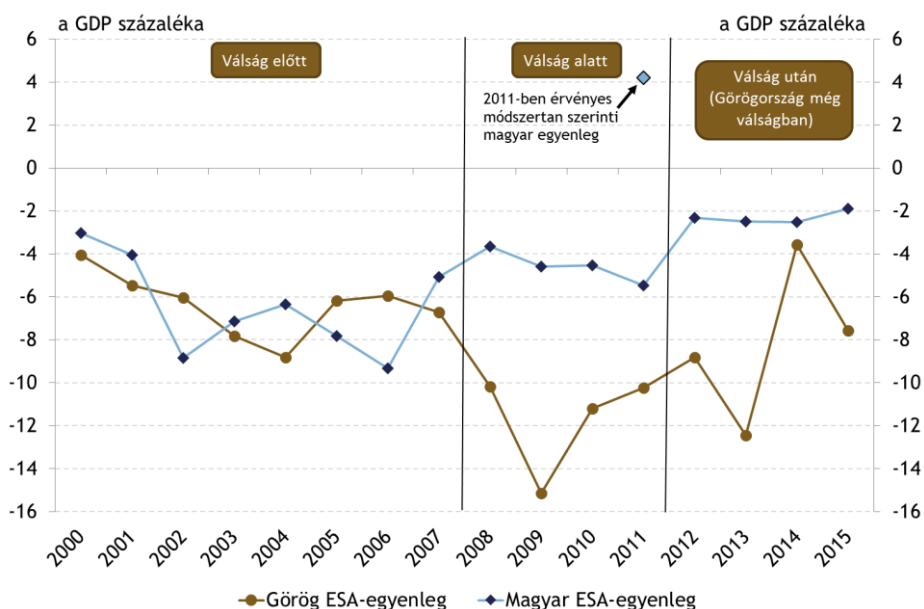
Magyarország a görög válságkezeléstől alapvetően eltérő utat választott. A bevételi oldalon az adóreform során a munkát és tőkét terhelő adók irányából a fogyasztási, forgalmi típusú adók felé toldott a hangsúly. Ennek részét képezték olyan strukturális reformok, mint az egykulcsos, 16 százalékos személyi jövedelemadó bevezetése, a munkaerőpiacot érintően a Munkahelyvédelmi Akcióterv elindítása, a korhatár előtti nyugdíjak szigorítása, más területeken a társasági adó kulcsának mérséklése 500 millió forintos értékhatárig, illetve a fogyasztási és forgalmi adók kulcsának emelése. Emellett bevezetésre kerültek a válságadók és szektorális különadók a tehermegosztás céljával. További cél volt az adóelkerülés csökkentése, amellyel kapcsolatos legjelentősebb intézkedés az online pénztárgépek bevezetése. Ennek hatására az áfa-bevételek olyan mértékben emelkedtek, mintha körülbelül 2 százalékpontos kulcsemelés következett volna be. A bevétel növekedés azonban nem járt az adóemelésekre jellemző gazdaságtorzító hatással, hanem erősítette a tisztességes versenyt, és fehéřítette a gazdaság működését.

Kiadás-csökkentő lépésekre Magyarországon is sor került, de jelentősen eltért az intézkedések jellege. A strukturális reformok nyomán a nyugdíjrendszer felülvizsgálatra került, az álláskeresőket segély helyett a közmunkaprogramban jutnak munkához. A bevezetett munkaerő-piaci intézkedések hatására a válság előtti időszakhoz mérten is emelkedett a magyar munkavállalók gazdasági aktivitása, és csökkent a munkanélküliség.

Míg a magyar költségvetési egyenleg érdemben javult, Görögország ezt nem tudta teljesíteni. A válság előtti években egyik ország sem tartotta be a költségvetési

hiányra előirányzott 3 százalékos célértéket. A 2008-2009-ben végrehajtott magyar fiskális konszolidáció valamelyest stabilizálta a költségvetés egyenlegét, ugyanakkor a kiigazítás a gazdasági növekedés rovására történt. 2011-től viszont, az említett kiadási és bevételi oldalt is érintő stabilizációs lépések mérsékeltek a költségvetési hiányt, így ezt az évet követően a hiány egyszer sem lépte át a maastrichti deficit-célt. Görögországban a 2009-es rekord méretű költségvetési deficitet követően sem sikerült fenntarthatóvá tenni az ország fiskális pozícióját. Míg a válság előtti évekhez képest az Európai Unióban a magyar költségvetési egyenleg javult a legnagyobb mértékben, Görögország csak kismértékben és időszakosan volt képes csökkenteni a hiányt.

3. ábra: A görög és magyar eredményszemléletű költségvetési egyenlegek, 2000-2015



Forrás: Európai Bizottság, MNB

A válság előtt mindkét országban meglehetősen magas volt az államadósság, de Magyarországon 2011 óta már csökkent, míg Görögországban tovább emelkedett. A magyar GDP-arányos államadósság egészen 2010-11-ig emelkedett, többek között a 2008-09-ben felvett EU-IMF hitel következtében, ekkor azonban a gazdaságpolitika kifejezett szándékává vált az államadósság csökkentése, ami 2011 óta minden évben meg is valósult. Mindeközben Görögország három hitelprogramot írt alá, és a 2010 után kialakuló adósságválság során az államadósság kirívóan magas szintekre emelkedett. A 2012-es adósság-átstrukturálást követően a GDP-arányos bruttó adósság tovább nőtt, így az már évek óta a GDP 180 százalékára alakul.

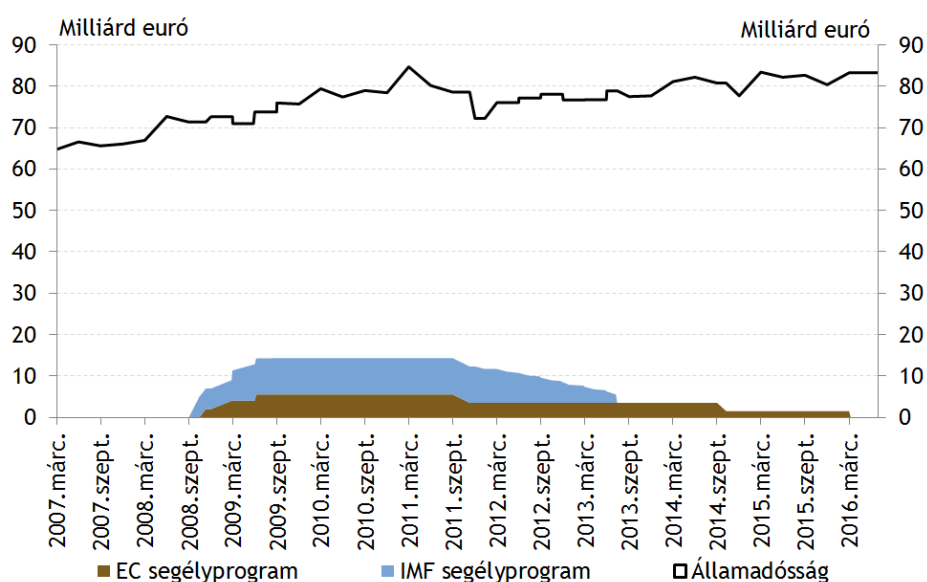
A görög GDP válság alatt bekövetkezett visszaesését és az infláció hatását kiszűrve a jelenlegi, 2015 év végi görög nominális adósságállomány a GDP-hez viszonyítva

hozzávetőleg 50 százalékponttal alacsonyabban alakulna, vagyis az adósságráta emelkedéséhez a nevező számottevő csökkenése nagyban hozzájárult.

A hazai válságkezelés hatékonysága az érdeemben javuló pénzügyi mutatókban is tetten érhető, de a versenyképességben mindkét országban további javulásra van szükség

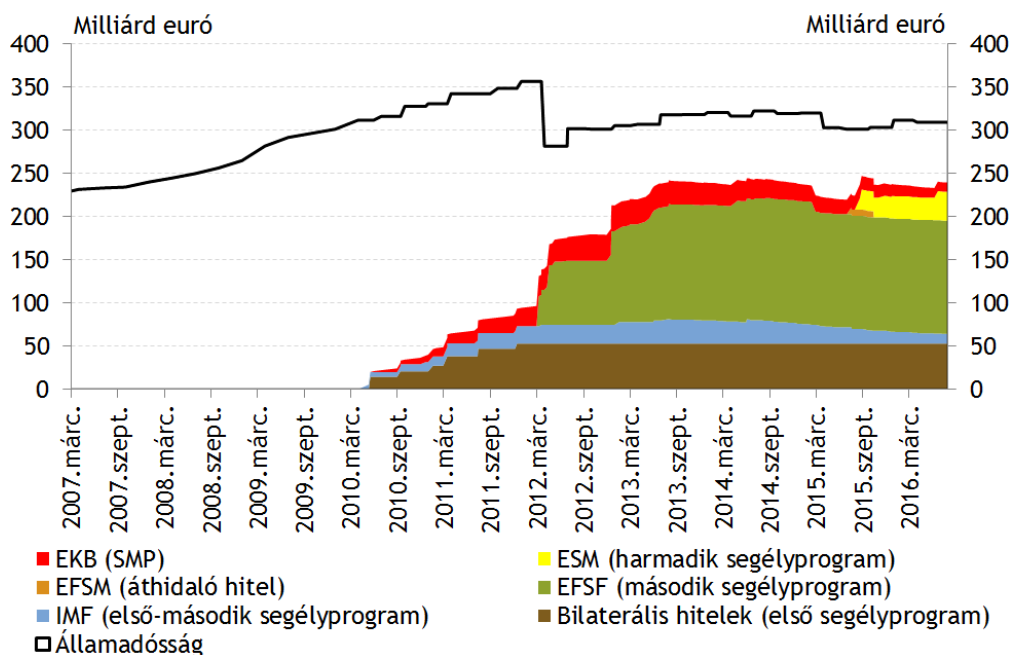
Összességében a kevésbé súlyos kiinduló helyzetnek, a nemzetközi intézményektől igénybe vett kisebb arányú segítségnek és az eltérő válságkezelésnek betudhatóan a magyar gazdaság sérülékenysége a KKE-országok szintjének közelébe csökkent, míg a görög gazdasági mutatók továbbra is elmaradnak az eurózónás országok mutatóitól. A magyar benchmark hosszú állampapír hozamok mára lényegében konvergáltak a lengyel hozamokhoz, a 130-160 bázispont körül ingadozó CDS-felár pedig jelentős korrekciót jelent a válság során látott szintekhez képest. Emellett szintén a javuló folyamatokat jelzi, hogy a Fitch az idén befektetésre ajánlott kategóriába emelte az ország hitelbesorolását, illetve április elején a nemzetközi intézményektől igénybe vett adósság utolsó részlete is törlesztésre került. Görögország ugyanakkor továbbra is erősen spekulatív besorolással rendelkezik a hitelminősítőknél, 5 éves CDS-felárát 1035 bázispontos, kiemelkedően magas szinten jegyzik, és növekvő pályán van a nemzetközi intézmények felé fennálló adósságalománya.

4. ábra Magyarország nemzetközi intézményektől igénybe vett segítségének alakulása



Forrás: Bloomberg, EC, IMF

5. ábra Görögország nemzetközi intézményektől igénybe vett segítségének alakulása

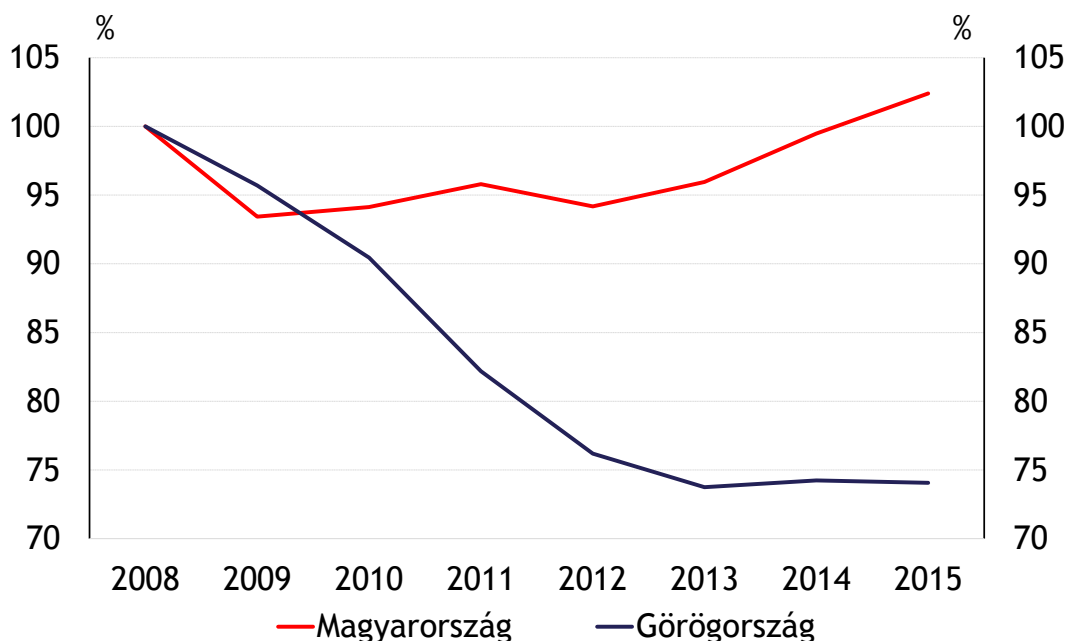


Megjegyzés: Az EKB az SMP program keretében történt vásárlásairól csak azok lezárultával adott közre adatokat, így a vásárlási időszakra arányosan osztottuk fel a teljes vásárolt mennyiséget. A vásárlások lezárása utáni adatközlések alacsony frekvenciája miatt pedig interpoláltuk az EKB által tartott görög állampapírok értékét ezen időszakra.

Forrás: Bloomberg, EC, ECB, EFSF, EFSM, ESM, IMF

A gazdaság és a költségvetés stabilizációjával 2012 után a magyar gazdasági növekedés is beindult. Míg 2008 és 2012 között a magyar GDP éves szinten átlagosan 1 százalékkal zsugorodott, addig az elmúlt három évben 2,8 százalékos növekedést mérhettünk. A görög GDP a válság alatt éves átlagban nagymértékben, 5,3 százalékkal mérséklődött, és 2013-2015 között továbbra is 0,9 százalékos GDP-visszaesést regisztráltak. Ugyanakkor a tavalyi harmadik görög mentőcsomag után már láthatóak a görög gazdasági kilábalás első jelei is. Megindult a görög bankrendszer likviditásának javulása (pl. vállalati és lakossági betétállomány stabilizálódása, EKB által nyújtott sürgősségi likviditási segítség lassú mérséklődése), míg a nemzetközi hitelezők alacsony kamatozású hitelei az adósságfinanszírozás könnyítésén keresztül növelhetik a fiskális politika mozgásterét.

6. ábra A magyar és görög GDP alakulása a válság után (2008 = 100%)



Forrás: Eurostat

Közös strukturális hiányosság volt a válság előtt az alacsony foglalkoztatottság, ami Magyarországon nagymértékben javult, míg Görögországban csak kisebb mértékben. Az aktivitási ráta Magyarországon a válság előtti 5 év átlagos 61,2 százalékaról 2016 első negyedévére 69,7 százalékra emelkedett, míg Görögországban 66,2 százalékról mindössze 1,8 százalékpontnyit javult. A foglalkoztatás növekedése Magyarországon részben az állami közmunkaprogram, nagyobb részben azonban a versenyszektorbeli foglalkoztatás bővülésének a következménye.

A magyar válságkezelési módszer eredményesebbnek tekinthető, ugyanakkor mindkét országnak tovább kell javítania versenyképességét. A Világgazdasági Fórum (WEF) éves versenyképességi rangsorában a kétezres években mindkét ország jelentősen visszaesett, melynek hátterében az alacsony munka-termelékenység, a nagyméretű állami újraelosztás, az innováció alacsony szintje és a gazdaság intézményi hátterének gyenge minősége áll. E területeken elért fejlődéssel, valamint az oktatás és egészségügy fejlesztése révén mindkét ország lényeges versenyképességi előrelépést mutathatna fel. Görögországban további országspecifikus tényező az exportkapacitás gyengesége, illetve a bankrendszer övező bizonytalanság. Magyarországon a fő cél az aktivitás és a termelékenység növelése, valamint az állami hatékonyság javítása lehet. Az aktivitást az adórendszer és munkaerő-piaci eszközök egyaránt ösztönözhetik, de egyik legfontosabb feltétele a munkaerő-piaci igényeknek megfelelő képzettségek elérése. A termelékenység javításához szükséges a humán erőforrások javítása, valamint a kutatás-fejlesztési ráfordítások növelése.

Az állam részéről további, a hosszú távú versenyképességi potenciált javító lépés lehetne a jobb intézményi környezet, a bürokrácia csökkentése és a közszolgáltatók minőségi fejlődése.

1. táblázat Főbb gazdasági mutatók éves értékeinek átlaga a válság előtt, a két válság időszaka alatt és után

	Magyarország			Görögország		
	2003-2007	2008-2012	2013-2015	2003-2007	2008-2012	2013-2015
Makrogazdaság						
GDP-növekedés	3,5%	-1,0%	2,8%	4,1%	-5,3%	-0,9%
Export növekedés	14,6%	2,3%	7,5%	7,4%	-1,8%	1,9%
Import növekedés	12,8%	0,5%	7,5%	8,3%	-8,2%	-0,3%
Munkaerőpiac						
Munkanélküliségi ráta	6,8%	10,2%	8,2%	9,5%	14,5%	26,3%
Foglalkoztatottság növekedése (15-64 év)	0,1%	-0,4%	3,3%	1,4%	-4,0%	-0,4%
Aktivitási ráta (15-64 év)	61,2%	62,1%	66,8%	66,2%	67,3%	67,6%
Államháztartás¹						
ESA-egyenleg	-7,1%	-4,1%	-2,3%	-7,1%	-11,1%	-7,9%
Elsődleges egyenleg	-3,4%	-0,2%	1,5%	-2,4%	-5,5%	-3,8%
Bruttó államadósság	61,4%	77,8%	76,2%	103,6%	142,7%	178,2%
Versenyképesség						
WEF versenyképességi index helyezés	39,2	56,0	62,0	48,8	81,4	84,3

¹ A GDP arányában.

Forrás: AMECO, Eurostat, WEF

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2016. szeptember 13-án kedden.”