

MAKROSTATISZTIKA





SZÉCHENYI TERV

MAKROSTATISZTIKA

**Készült a TÁMOP-4.1.2-08/2/A/KMR-2009-0041 pályázati projekt keretében
Tartalomfejlesztés az ELTE TátK Közgazdaságtudományi Tanszékén
az ELTE Közgazdaságtudományi Tanszék,
az MTA Közgazdaságtudományi Intézet,
és a Balassi Kiadó
közreműködésével.**



Nemzeti Fejlesztési Ügynökség
www.ujszechenyiterv.gov.hu
06 40 638 638



MAGYARORSZÁG MEGÚJUL



A projekt az Európai Unió
támogatásával valósul meg.

ELTE TáTK Közgazdaságtudományi Tanszék

MAKROSTATISZTIKA

Készítette: Oblath Gábor

Szakmai felelős: Oblath Gábor

2011. január

MAKROSTATISZTIKA

11. hét

Egyensúlyhiányok, finanszírozás, fenntarthatóság

Készítette: Oblath Gábor

Szakmai felelős: Oblath Gábor

Három fő téma

- Fundamentumok*
- Fenntarthatóság, képletek*
- Esettanulmány: Magyarország relatív fiskális helyzete 2010-ben

* Az első két témakörhöz tartozó részletes témavázlat: [fenntarthatóság2.doc](#)

„Fundamentumok”

- Kétféle jelentés – kétféle megközelítés
 - Gazdasági növekedés (ez világos)
 - Egyensúlyhiányok (külső/belső) – miért
- A fenntarthatatlan egyensúlyhiányok kikezdi a növekedést
- A fenntartható növekedés csak fenntartható egyensúlyhiányok mellett lehetséges

Mikor fenntarthatóak az egyensúlyhiányok?

- Kétféle:
 - külső (CA+KA)
 - belső ÁHT
- Ha a folyó deficitek (=új adósságnövekmények) nem vezetnek az adósság/GDP tartós növekedéséhez, vagyis
- $\Delta \text{adósság} / \text{adósság} < \Delta \text{GDP} / \text{GDP}$

Makrogazdasági egyensúlyhiányok, finanszírozás, adósságdinamika, fenntarthatóság: főbb témakörök

- A fiskális, illetve a külső egyensúlyi pozíció elemzésének fogalmi és technikai alapjai (sűrítve)
- Reál- (operacionális -) deficit; seigniorage /inflációs adó;
- Adósságdinamika és az egyensúlyhiány fenntarthatóságának kérdései;
- Néhány gyakorlati alkalmazás

Gazdasági növekedés és egyensúly (-hiány) és fenntarthatóság: melyek a „fundamentumok”?

- ***A gazdasági növekedés fenntarthatósága:***
 - a „fenntarthatóság” jelentése a gazdasági növekedéssel összefüggésben (van-e elég input; a TFP hogyan változik);
 - a tartós növekedés és a külső egyensúlyhiány közgazdasági kapcsolata → külső egyensúlyi korlát;
 - a növekedés fenntarthatóságának „zöld” versus közgazdasági jelentése;
 - a „zöld” és a külső egyensúlyi korlát közötti analógia

Rövid és közép (hosszú) táv megkülönböztetése

Ha a gazdaság növekszik, és vannak egyensúly-hiányok:

- **Rövid táv:** a *gazdasági növekedés fenntarthatósága* függ a növekedést kísérő **egyensúlyhiány(ok)** mértékétől és **fenntartható finanszírozásától** (= az *adósság* fenntartható növekedésétől)

(Kinőhető-e az egyensúlyhiány? – Mitől függ?)

- **Középtáv:** az egyensúlyhiányok fenntarthatósága függ a gazdasági növekedés fenntarthatóságától (a potenciális növekedéstől)

Attól, hogy mi mozgatja az adósságdinamikát: lásd később

Melyek a fundamentumok?

- Melyek egy gazdaság (gazdaságkutatók, piaci elemzők, nemzetközi szervezetek által hivatkozott, illetve firtatott) **fundamentumai**?
- Hozzávetőleges válasz: attól függ: vannak-e alapvető (=fundamentális) makrogazdasági egyensúlyhiányok, vagy nincsenek ilyenek.
- Mit jelent, ha nincsenek, ill. ha vannak?
- A „fundamentumok” fogalmában a növekedés várható üteme és az egyensúlyhiányok várható mértéke szorosan összefügg, de egyben: össze is csúszik.
- Ha túl nagyok a mai deficitek, a növekedés nem tartható fenn, ha túl alacsony a későbbi növekedés, akkor a deficitek nem tarthatók fenn; → a későbbi növekedést visszafoghatják a mai deficitek.

A fiskális (kormányzati, állami, államháztartási stb.) deficit és finanszírozása

- A fiskális deficit és a makro-azonosságok (lásd doc. file)
- A kormányzat nominális deficitje és finanszírozása
- Nominális konszolidáció a kormány és a jegybank között
- A konszolidált államháztartás reál-deficitje és reál-finanszírozása.
- Monetáris finanszírozás és seigniorage
- Operacionális deficit (*ismétlés – röviden*)

A kormányzat *nominális* deficitje és finanszírozása

$$D = P_{(2)} + iB + Ei'B' + i_{cb}B_{cb} = \Delta B + \Delta(EB)' + \Delta B_{cb}$$

- *A deficit összetevői:*
 - az elsődleges deficitl (P) (a *nem-kamat kiadások* és a **bevételek különbségéből** – a bevételek (itt még) úgy vannak értelmezve, hogy *tartalmazzák* a jegybanki nyereség-befizetést)
 - belföldi valutában denominált adósság utáni kamatfizetésből (iB – ahol i a nominális kamat, B az adósság)
 - külföldi valutában denominált kamatfizetésből (i'B' – ahol (') jelöli a külföldi tételeket)
 - a jegybanknak fizetett kamatokból (i_{cb}B_{cb} ahol (cb) jelöli a jegybankot)
- *A finanszírozás:*
 - a belföldi (valutában denominált) adósság emelkedése (ΔB)
 - a külföldi (valutában denominált) adósság emelkedése $\Delta(EB)$
 - a jegybankkal szemneni adósság emelkedése (ΔB_{cb})

A fenti azonosság néhány fontos összefüggést feltár, másokat rejtve hagy

- Mit tár fel?
- A fiskális deficit belföldi, illetve külföldi adósságnövekedéssel jár
- A fiskális deficitet a jegybanki hitelnyújtás is finanszírozhatja (ma már általában nem – különösen nem az EU-ban –, de sok helyen igen, és korábban nálunk is; indirekt módon ma is lehet – hogyan?)

Mit hagy rejtve?

- a) milyen tranzakciók történnek a költségvetés és a jegybank közötti átutalások *mögött* – ezt tudni kell a *jegybankkal **konszolidált*** államháztartási pozíció, ill. finanszírozás tisztázásához
- (Fontos: A jegybanki függetlenség más, mint makrohatások szempontjából való konszolidálás)*
- b) a *nominális flow-k* és (adósság-) *állomány*-változások *mögött* milyen **reál** változások történnek?

Az első lépésben a jegybankkal konszolidáljuk a kormányzat mérlegét; ehhez a következőket kell tudni a jegybankról

- Pénzt tud teremteni (a költségvetésnek, ill. a ker. bankoknak nyújtott hitelekkel és deviza vásárlásával keletkezik a belföldi *bázispénz* [monetáris bázis, jegybankpénz stb]),
 - a monetáris bázis → (kp+ kötelező tartalék)
 - a bázispénz („ingyenes” teremtésén jövedelme keletkezik; ezt – működési költségeinek levonása után – **befizeti** a kgvetésnek)
 - a bankoktól piaci kamatozású betéteket *is* elfogadhat
 - a devizatartalékok felett rendelkezik (deviza-eladással csökkenti, deviza-vásárlással növeli a monetáris bázist)

Nominális konszolidáció

Az ÁHT jegybankkal **konszolidált** mérlege:

- A konszolidálás két dolgot jelent:
 - kiszűrjük a JB és a kgvetés közötti tranzakciókat
 - „kibontjuk” a JB-i nyereség-befizetést

A konszolidált államháztartás nominális mérlege*:

$$D = P_{(1)} + iB - i^{(a)}_{cb} DA_{cb} + E(i'B' - i'_{cb} NFA'_{cb}) + i^{(l)}_{cb} DL_{cb} = \\ = \Delta B - \Delta DA_{cb} + \Delta(E \times B') - \Delta(E \times NFA'_{cb}) + \Delta M_{cb}$$

- *A deficit összetevői*:*

$P_{(1)}$: állam elsődleges deficitje (jegybanki befizetés nélkül); iB : a belföldi adósság után fizetett kamat; E : árfolyam (HUF/EUR); $i'B'$: külföldi adósság után fizetett kamat; $i'_{cb} NFA'_{cb}$: a jegybank nettó devizaeszközei (devizatartalékai) után *kapott* kamat; $i^{(l)}_{cb} DL_{cb}$: a jegybank belföldi kötelezettségei (pl. kötelező tartalékok) után fizetett kamat; $i^{(a)}_{cb} DA_{cb}$: a jegybank belföldi eszközei (keresetbankoknak nyújtott hitelek után) *kapott* kamat

- *A finanszírozás összetevői**:*

ΔB : a belföldi adósság változása; ΔDA_{cb} : a jegybank által nyújtott (nem kormányzati) belföldi hitelek változása; $\Delta(E \times B')$ a külföldi (deviza) adósság változása (\times a szorzásjel); $\Delta(E \times NFA'_{cb})$: a devizatartalékok változása; ΔM_{cb} : a jegybankpénz (monetáris bázis) változása.

* Konz ÁHT \neq ÁHT konz mérlege; privatizációs bevételek, átvállalások nélkül!

A nominális konszolidált deficit finanszírozásának 4 alapvető módja van:

1. Belföldi (ill. *b-i pénzben* fennálló) *nettó* eladósodás
(kormányzati belföldi hitelfelvétel *mínusz* jegybanki
belföldi hitelnyújtás);
2. Külföldi (ill. *k-i pénzben* fennálló) eladósodás;
3. Valutatartalék felhasználása;
4. Monetáris finanszírozás (→”pénznyomtatás”)

DE: figyelembe kell venni:

belföldi \neq belföldi pénz

külföldi \neq deviza

A négy finanszírozási technika túlzott igénybevétele **négyféle makrogazdasági problémának** lehet a forrása

1. Túlzott (belföldi) eladósodás (túl magas kamatok + kezelhetetlen adósságszolgálat; →fenntarthatatlan adósság növekedés, majd: infláció) – (Sargent – Wallace)
2. Túlzott külföldi eladósodás (ugyanaz, mint (a) + (külső) adósságválság)
3. Túlzott tartalékcsökkenés – valutaválság
4. Túlzott monetáris finanszírozás: infláció

Persze: ezek kombinálód (hat-)nak is
(valuta+adósságválság+infláció)

Példák: Dél-amerikai válságok, mexikói, oroszországi,
Dél-ázsiai stb...

A konszolidált államháztartás reál-deficitje és reál-finanszírozása

Ha (3/2-ben) valamennyi tételt elosztjuk a belföldi, illetve külföldi árszinttel, és a szükséges átalakításokat elvégezzük:

$$d \leftarrow p + rb - r(da_{cb}) + e(r'b' - r'nfa) + r(dl_{cb}) = \begin{matrix} \text{A konsz. ÁHT} \\ \text{operacionális deficitje} \end{matrix}$$

$$= \Delta b - \Delta da_{cb} + \Delta[e(b')] - \Delta[(e(nfa'_{cb}))] + (\pi m + \Delta m) \rightarrow \text{Seigniorage}$$

A kisbetűk (csak itt és most) az előbbi összefüggésben szereplő változók **reálértékét** jelölik (az árszinttel [\hat{A} -val] való deflálás eredményét; pl: $b=B/\hat{A}$);

r (reálkamat) = $(i - \pi)$, ahol r a reálkamat, i a nominális kamat és π az infláció üteme = $(\Delta\hat{A}/\hat{A})$;

e (reálárfolyam) = $E(\hat{A}'/\hat{A})$;

továbbá: a finanszírozási oldal utolsó tagja $(\Delta M/\hat{A})$ felbontását tartalmazza.

A konszolidált állam *reál*-deficitje és finanszírozása

- **Reál (operacionális) deficit:**
 - **elsődleges** deficit *reál*értéke +
 - a **belföldi nettó** adósság után teljesített *reál*kamat-fizetés +
 - a **nettó külföldi** adósság után teljesített *reál*kamat-fizetés +
 - a **jegybanki források** utáni *reál*kamat-fizetés
- **Finanszírozás:**
 - a belföldi nettó adósság *reál*-változása;
 - a külföldi nettó adósság *reál*-változása
 - a monetáris bázis *reál*-változása (**a seigniorage**): két részből áll:
 - A monetáris bázis inflációs erózióját ellensúlyozó növekedésből (inflációs adó)
 - A monetáris bázis *reál*-(azaz: a M-nek az inflációs eróziót kompenzálónál nagyobb) növekedéséből

Operacionális deficit értelmezése/hatása szempontjából fontos megfontolások

- *A keresleti hatáshoz* fontos feltevés: az állampapírok birtokosai észreveszik, hogy a kamatfizetésben az inflációs kompenzáció nem folyó jövedelem, hanem a tőkeveszteség pótlása, ezért újra befektetik.
(Lásd: Irodalom: Tanzi–Blejer– et al.)
- A hatások értelmezését bonyolítja: külföldiek kezében lévő forintadósság „eróziója” nem a belföldi inflációtól, hanem az árfolyamváltozástól függ

Seigniorage: hazai empirikus megállapítások

- (Részletek a doc. fájlban)
- A bruttó (mindkét értelmezés szerint) eleve kicsi volt
- Nem fiskális felhasználások elvitték a nagy részét
- Lényegében alig volt itthon fiskális seigniorage 2003-ban
- *(Azóta nem sokat változott a helyzet)*

Fiskális fenntarthatóság

- Arra a kérdésre keressük a választ: „milyen feltételek mellett tartható fenn a deficit?”
 - ➔ milyen feltételek mellett fenntartható az adósság növekedése?
 - ➔ milyen feltételek mellett nem nő az adósság/GDP ráta?

Tisztázzuk: a „primary gap” (elsődleges rés) jelentést (a tényleges valamint az adósságráta növekedését megállító elsődleges egyenleg közötti különbség)

- Grafikus illusztráció
- Diszkontált jelenérték (**nettó** államadósság fenntarthatósága) +nyudíjreform

Fontos statisztikai forrás a fenntarthatósághoz:

EC DG ECFIN: GENERAL GOVERNMENT DATA

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2010/autumn2010_country_en.pdf

Adósságdinamika

Folytonos (kicsiny) változásokra

Az *elsődleges* deficit, a **reál**kamat, a **reál**-növekedés és az adósságráta változásának összefüggése:

$$\dot{b} = b_0(r-g) + (p-s) + s/f, \text{ vagy:} \quad (\text{III/A/1})$$

Az *elsődleges* deficit, a **nominális** kamat és növekedés, valamint az adósságráta változásának összefüggése:

$$\dot{b} = b_0(i-y) + (p-s) + s/f \quad (\text{III/A/2})$$

A $\dot{b} = 0$ esetet tekintve(és mellőzve az s/f tételt):

$$-p + s = b_0(i-y) \quad (\text{III/A/3})$$

vagyis ahhoz, hogy az adósságráta növekedését meg lehessen állítani, az *elsődleges többlet* és a seigniorage együttes összege el kell, hogy érje a bázisidőszak adósságrátájának, valamint a kamatráta és a gazdasági növekedés különbségének a szorzatát

Két gyakran használt fogalom

1. **„Snow-ball effect”** („hólabda-hatás”): ez azt mutatja, hogy egyensúlyban lévő elsődleges egyenleg mellett hogyan változna az adósságráta, pusztán a kezdeti adósságráta, valamint a növekedési ütem és a kamatláb közötti különbség, azaz $[b_0(i-y)]$ hatására
2. **„Primary gap”** („elsődleges rés”): ez a *tényleges* elsődleges egyenleg $(-p_t)$ és az adósságráta *stabilizálásához szükséges* elsődleges egyenleg $(-p_s)$ közötti különbséget, vagyis azt mutatja: mekkora korrekcióra lenne szükség az elsődleges egyenlegben ahhoz, hogy megálljon az adósságráta növekedése

$$p_{\text{gap}} = -p_t - (-p_s) = -p_t - b_0(i-y) = \dot{b}$$

A teljes deficit, a nominális GDP-növekedés és az adósságráta változása

$$\dot{b} = -y b_0 + d - (s + s/f)$$

az összefüggésből látszik: minden egyéb tényezőt változatlanoknak tekintve, a gazdasági növekedés önmagában csökkenti az adósságrátát.

A $\dot{b} = 0$ esetet tekintve, és mellőzve a jobb oldal zárójeles tagját:

$$y b_0 = d$$

Ez fontos összefüggés: az adósságráta nem nő, ha a gazdasági növekedés és a bázisidőszak adósságrátájának szorzata eléri a deficitráta mértékét

A deficitnek az adóssághoz viszonyított aránya (D/B) – egyéb tényezőktől eltekintve – nem más, mint az adósság növekedési üteme ($\Delta B/B$). Az adósságráta akkor nem emelkedik, ha $D/B \equiv d/b = y \equiv \Delta \text{GDP}/\text{GDP}$, vagyis az adósság növekedése és a gazdaság (GDP) növekedése megegyezik.

Grafikus ábrázolás: a fenntartható fiskális egyenleg-ráták [*nem deficit-ráták*] és az *adósságráta* összefüggése: az (A) elsődleges és (B) a teljes egyenlegre

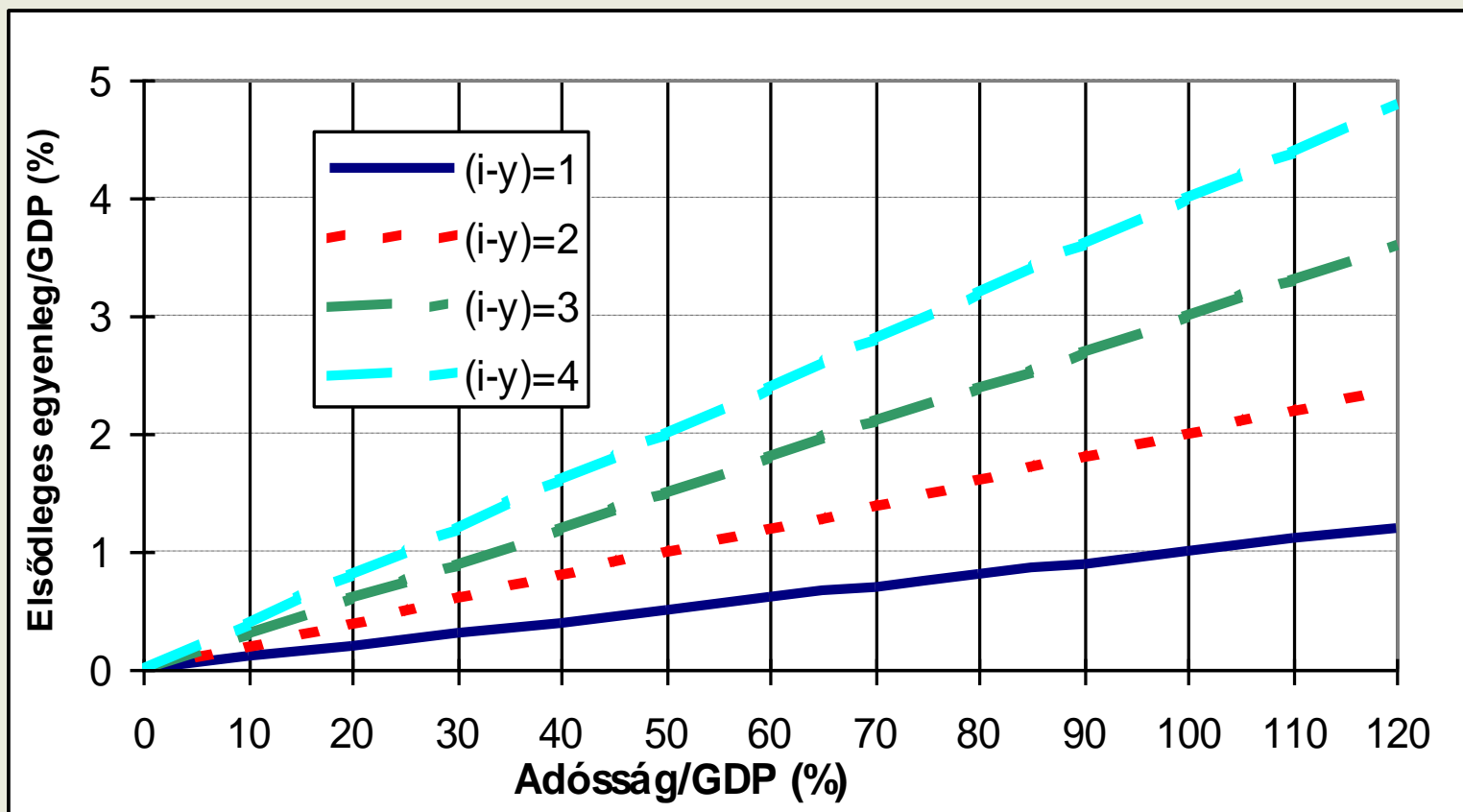
(A) Fenntarthatósági határok az elsődleges deficit alapján

A (III/A/3) összefüggés alapján az adósságráta akkor nem nő, ha az (*s-t* is tartalmazó) elsődleges többletre (*-p-re*) igaz a következő:

$$\text{elsődleges többlet/GDP} \geq (\text{kamatláb} - \text{növekedési ütem}) \times \text{adósság/GDP}$$

$$-p \geq (i-y)b$$

(A) Alternatív adósság/GDP szintekhez (X tengely) tartozó adósságráta-stabilizáló elsődleges egyenleg-ráták (Y tengely) alternatív – hipotetikus – $(i-y)$ -ok esetén



Az ábráról néhány fontos összefüggés leolvasható...

- *Adott (i-y) mellett*, annál nagyobb a fenntarthatósághoz szükséges elsődleges többlet – vagyis annál szűkebb a fenntarthatósági tartomány – minél magasabb az adósságráta.
- *Adott adósságráta mellett*, annál nagyobb a fenntarthatósághoz szükséges elsődleges többlet – annál szűkebb a fenntarthatósági tartomány –, minél nagyobb (i-y).

Következésképpen: fenntarthatósági szempontból *annál sérülékenyebb* az államháztartás bármely (i-y)-t befolyásoló exogén sokkra, *minél magasabb az adósságráta*.

Az összefüggések következményei

- A növekedési ütem 1%-pontos csökkenése vagy az átlagkamat 1%-pontos emelkedése [(i-y)-ban bekövetkező 1%-pontnyi emelkedés] annál nagyobb fiskális kiigazítást (elsődleges többlet-növelést) igényel a fenntarthatóság helyreállításához, minél nagyobb az adósságráta.

(Pl. 50%-os adósságráta mellett 0,5%-pontnyi;
100%-os adósságráta mellett 1%-pontos elsődleges
többlet-növelés szükséges – lásd az ábrát)

Az összefüggések következményei (folyt.)

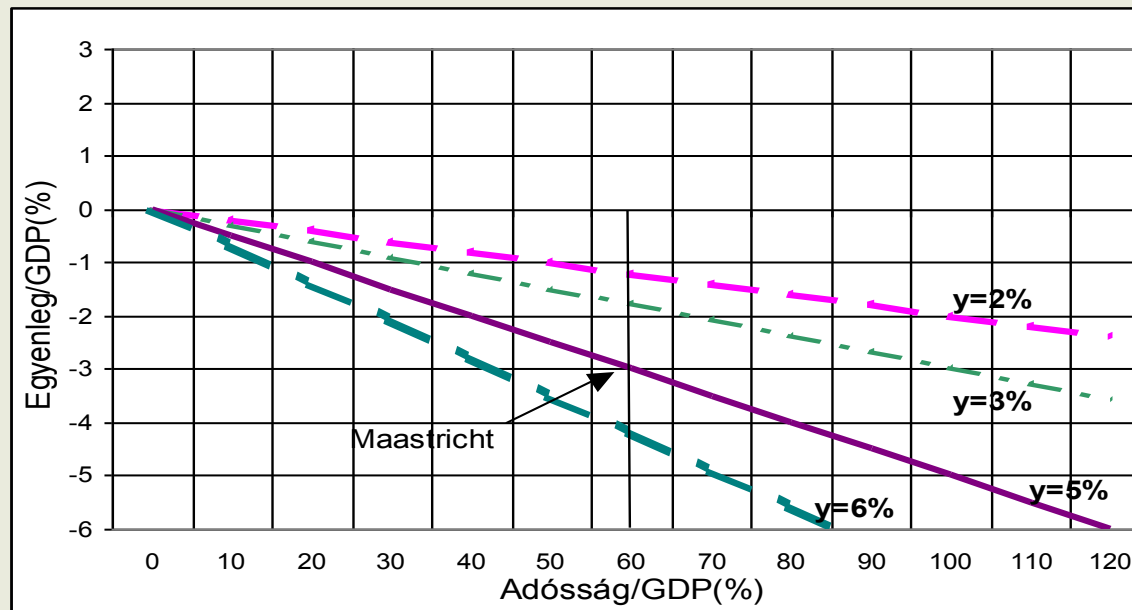
- Emellett és ráadásul: az átlagkamat (i), illetve a növekedési ütem (y) az adósságráta (b) tekintetében (általában) nem exogén, hanem: *endogén*. Nevezetesen: minél magasabb b , annál magasabb lehet a kockázati felár (ezért: i is). Ámde, minél magasabb i , annál alacsonyabb lehet y .
- Ezért a valósághoz közelebbi ábrázolásmód az lenne, ha magát (i-y)-t is az adósságráta növekvő függvényeként fognánk fel (és ábrázolnánk) – de ekkor viszont túl kell lépni a fenntarthatóság elvont elemzésén, és konkrét gazdaságok konkrét fenntarthatósági kérdéseivel kell foglalkozni.
- Hogy tovább bonyolódjék a dolog: nem is önmagában az adósságráta, hanem: annak szintje + változásának *üteme* az, ami együttesen befolyásolja i -t és (ezáltal) y -t (de persze y -t számos más tényező is befolyásolja)

Az összefüggések következményei (folyt.)

Sokat (és okkal) gúnyolódnak a tudósok (Buiter, Pasinetti stb. stb.) azon, hogy a maastrichti fiskális kritériumok *elméletileg* megalapozatlanok, mégis: a 60%-nál sokkal magasabb adósságráta egyszerűen *nem biztonságos*.

Tekintsük most a **teljes** egyenlegráta és az adósságráta kapcsolatát:

(B) Alternatív adósság/GDP szintekhez (X tengely) tartozó adósságráta-stabilizáló költségvetési egyenleg-ráták (Y tengely) alternatív –hipotetikus – y -ok esetén



Noha magasabb növekedési ütemekhez és adósságrátákhoz magasabb lehetséges deficitek tartoznak, az ábra egészen másképpen is olvasható:

Bármely csökkenés a gazdasági növekedési ütemben lényegesen nagyobb fiskáliskorrekciót igényel a fenntarthatósághoz magas adósságráta mellett, mint akkor, ha az adósságráta alacsonyabb.

A maastrichti (3%–60%) fiskális feltételek

- Ezeknek a feltételeknek önmagukban nincs semmiféle mélyebb közgazdasági értelmük
- Fontos azonban: a feltételek nem inkonzisztensek:

$y_b \geq d$; hosszú távon: $d/b \approx y$; vagyis $0,03/0,6 = 0,05$
(lásd az ábrát) vagyis:

- A 3%-os deficit-ráta és a 60%-os adósságráta 5%-os nominális gazdasági növekedés estén konzisztens, ami hosszabb távon nem lehetetlen (pl. 2,5%-os reálnövekedés +2,5%-os infláció, vagy 2+3% vagy 3+2 % stb. stb.)
- Nem érdemes a maastrichti (fiskális) feltételeket szidalmazni, mert van bennük egy nagyon mély (nem eleméleti, hanem empirikus) közgazdasági igazság: a 60 %-hez közeli adósságráta jobb (=biztonságosabb stb.), mint a magasabb

A jövőbeli nettó bevételek diszkontált jelenértéke

$$\dot{b} = b_0(i-y) + (p-s) \text{ alapján}$$

A $\dot{b} = 0$ esetet tekintve, és a seigniorage-bevételtől eltekintve:

$$-p = b_0[i-y]$$

amiből:

$$-p/(i-y) = b_0$$

A diszkonttényező: a kamat és a gazdasági növekedés különbsége

A nettó államadósság és az állam nettó vagyona

Az állam akkor szolvens, ha

$$\text{nettó vagyon} \geq \text{nettó adósság}$$

Azaz:

- Ha a nettó vagyon [= a bevételek és a kiadások közötti (pozitív különbség jelenre diszkontált értéke)] legalább eléri
- az aktívák és passzívák *állománya* közötti jelenlegi (negatív) különbséget, akkor **az állam hosszú távon fizetőképességnek minősül**

Az MNB-vel konszolidált hazai nettó államadósság 2009 végén

2009	
Bruttó államadósság/GDP	0,785
(-)MNB-nél lévő államadósság	0,01
(-)MNB nettó köv	0,13
nettó államadóssg (nb)	0,645
primary surplus (ps)	0,2
i	0,054
y	0,038
i-y	0,016
ps/(i-y)	12,5
stab-hoz szükséges ps (nb*(i-y))	1,03%

Kérdés

65%-os nettó adósságráta mellett mekkora „örökké tartó” elsődleges többlet van szükség ahhoz, hogy a többlet diszkontált jelenértéke fedezze az adósságot?

- 1%-os diszkonttényező: 0,65%
- 2%-os diszkonttényező: 1,3%

A válasz nehezebb

Valójában:

- A számításhoz a) az adósságból le kell(ene) vonni a privatizálható/privatizálandó állami vagyon/GDP-t; b) hozzá kell (-ene) adni az állam implicit (pl. a nyugdíjrendszerben foglalt) adósságát
- A nyugdíjreform hatása: egy implicit államadósságot explicitté tesz, de az explicit és implicit államadósság összegét nem változtatja meg

[HACSAK: 1) a magánnyugdíj-pénztáraknak nem nagyon alacsony (ill. \emptyset , ill. negatív) a nettó hozamuk; 2. nem kell az ő nyugdíj-tartozásukért is az államnak jótállnia]

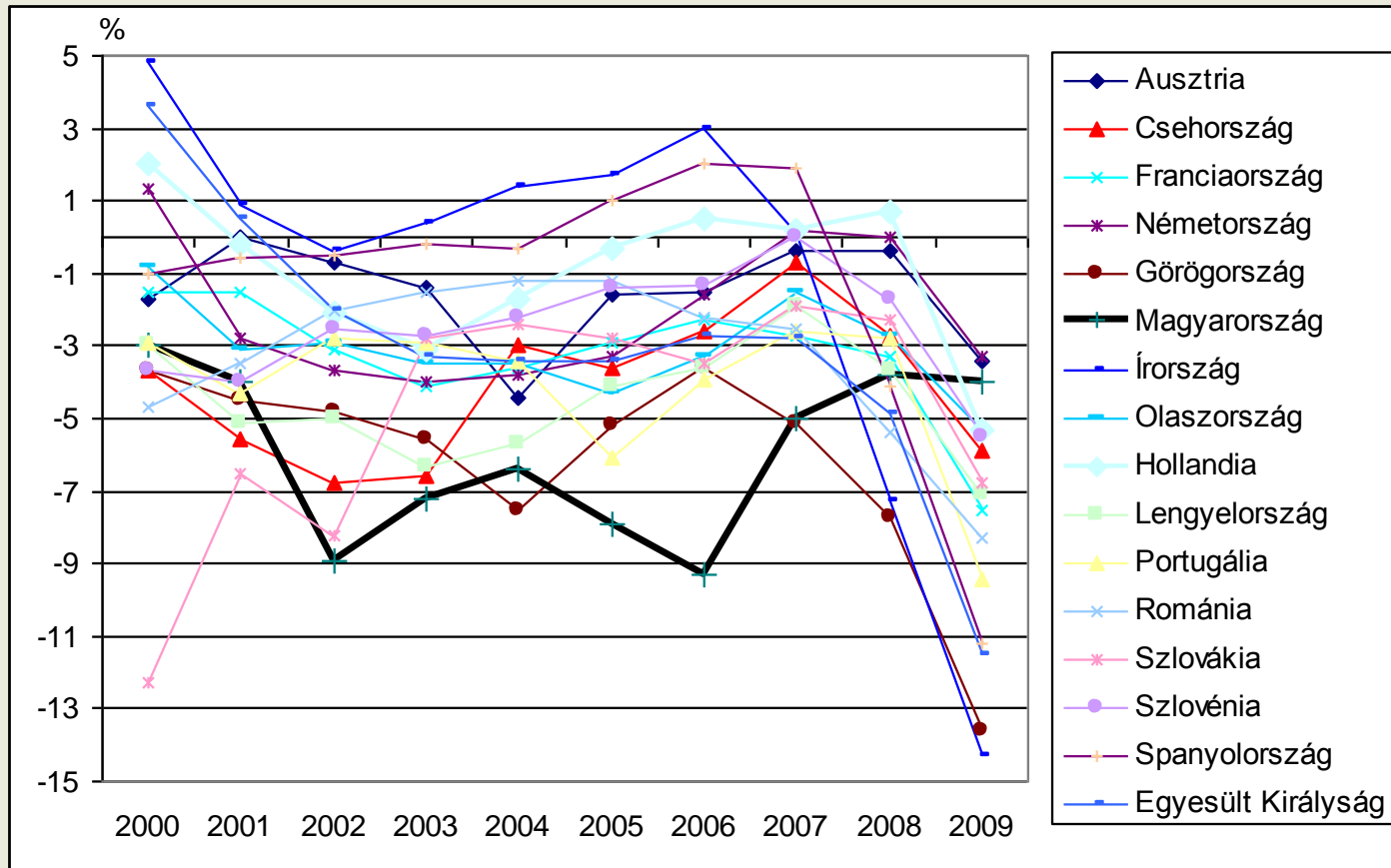
Kérdés: Hogyan hat a magán-nyugdíjmegtakarítások államosítása?

Esettanulmány

Magyarország fiskális helyzete és az államadósság fenntarthatósága nemzetközi összehasonlításban

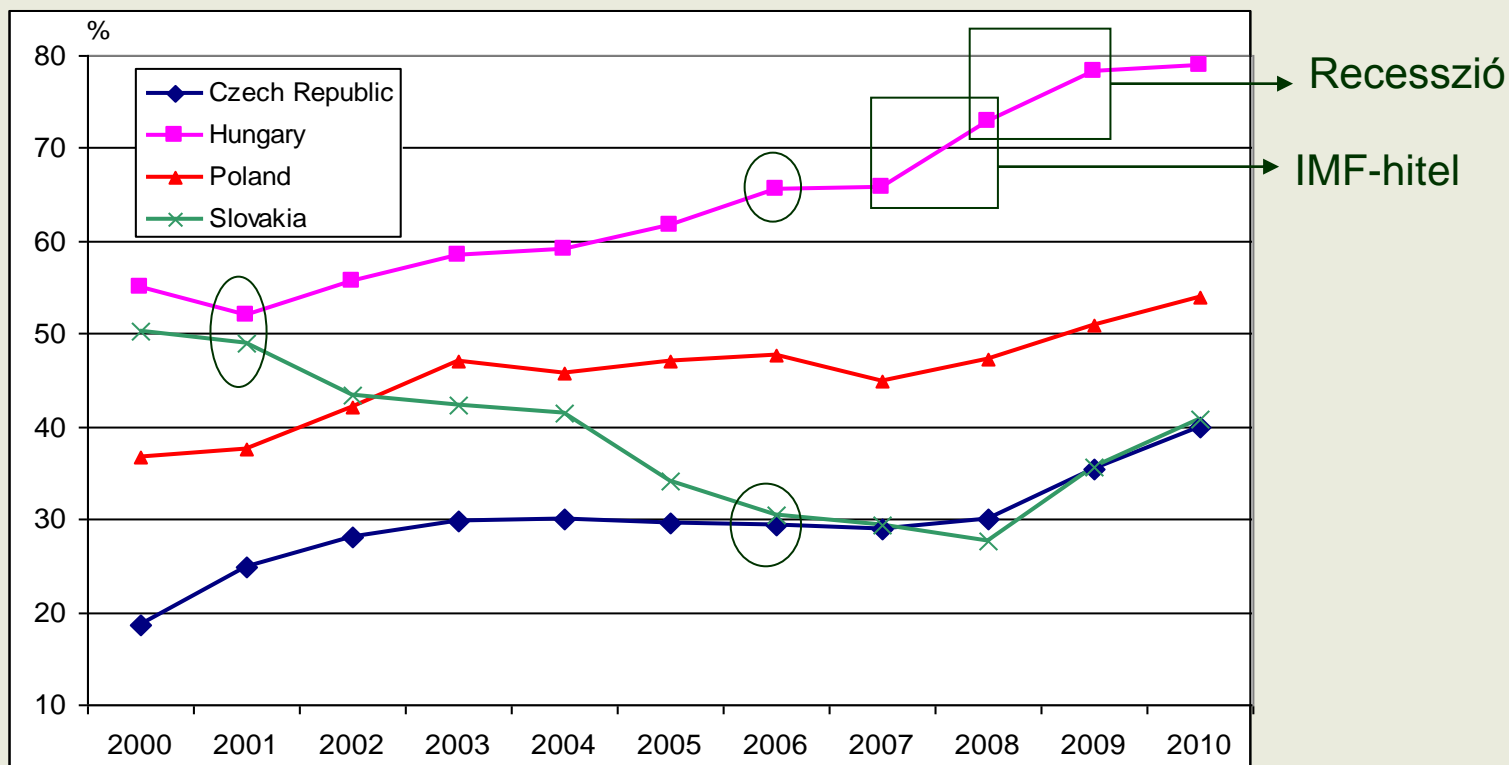
(Az elemzés 2010 őszén készült)

GDP arányos egyenlegek Európában



- 2008–2009-ben mindenütt drámaian romlik az egyenleg – kivétel: nálunk
- Csakhogy előtte: 2002; 2005–2006

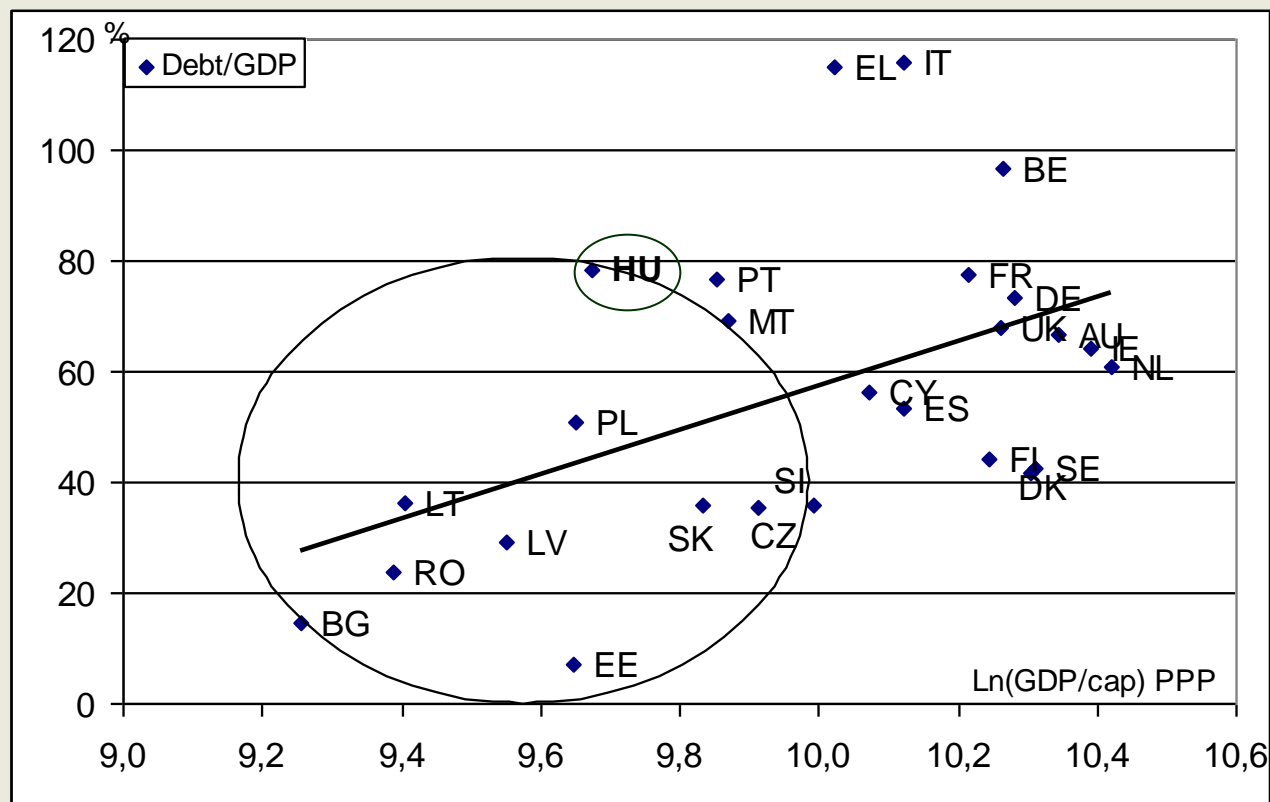
GDP-arányos államadósságok: V4



- A hazai deficit stabilizálódása még nem látszik az adósságráta alakulásán
- 2008–09: mindenütt nő az adósságráta, de nálunk túl magasról indult
- 2001: lásd HU vs. SK – és utána 2006-ig

A magyar adósságráta a fejlettségi szintünkhöz képest kirívóan magas (különösen KKEU-i összehasonlításban)

2009. évi arányok (adósság/GDP) és fejlettségi szintek (GDP/fő vásárlóerő-paritáson)



Fiskális *fenntarthatóság*: illusztratív nemzetközi összehasonlítás

- Mekkora az adósságráta
 - emelkedésének megfékezéséhez, ill.
 - csökkentéséhez szükséges
 - kiigazítás az elsődleges (kamatfizetés nélküli) egyenlegben?

Az összefüggés:

$\Delta(\text{adósság/GDP}) =$

$(\text{adósság/GDP})_0 * (\text{kamatráta} - \text{GDP-növekedés}) - \text{elsődleges többlet}$

„Hólabda-hatás”

- „**Adósságstabilizáló elsődleges többlet**” = – (hólabda hatás)
- „**Elsődleges rés**” = adósságstabilizáló elsődleges egyenleg – tényleges elsődleges egyenleg
- Illusztratív számítások →

**Table 1. Advanced Economies: Needed Fiscal Adjustment—
An Illustrative Scenario (Gross Debt Target)**
(In percent of GDP)

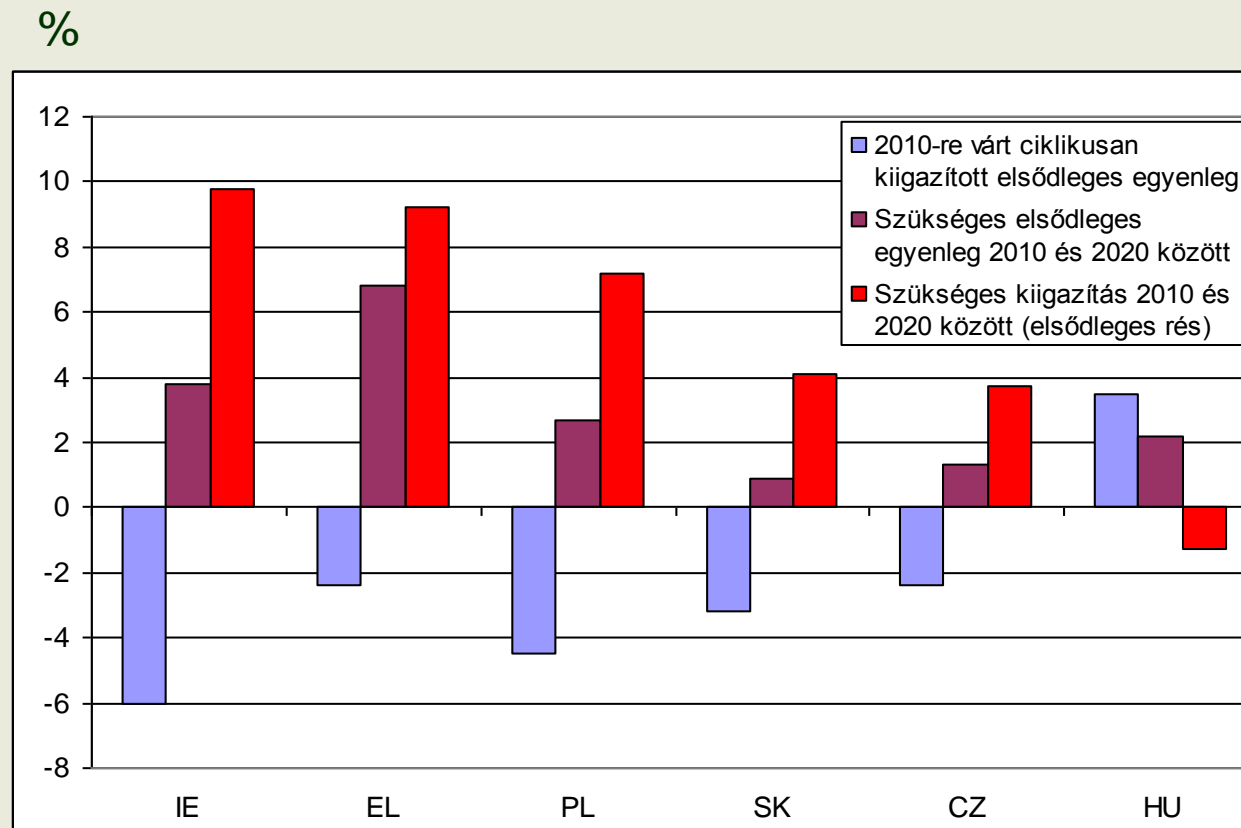
	Current WEO Projections, 2010			Illustrative Fiscal Adjustment Strategy to Achieve Debt Target in 2030	
	Gross Debt	Primary Balance	Cyclically Adjusted Primary Balance	Cyclically Adjusted Primary Balance in 2020-30	Required Adjustment between 2010 and 2020
Australia*	19.8	-4.7	-4.6	0.6	5.2
Austria	70.7	-3.0	-2.4	2.2	4.7
Belgium	100.1	-1.4	-1.1	3.6	4.7
Canada	83.3	-4.3	-2.2	2.2	4.4
Czech Republic	37.6	-3.7	-2.4	1.2	3.7
Denmark	51.2	-5.1	-3.1	1.2	4.3
Finland	49.9	-5.1	-3.0	1.4	4.4
France	84.2	-6.0	-4.6	3.7	8.3
Germany	76.7	-3.4	-1.6	2.4	4.0
Greece*	133.2	-2.4	-2.4	6.8	9.2
Hong Kong SAR	0.6	-1.4	-3.5	0.3	3.8
Iceland	119.9	-2.7	1.7	2.6	0.9
Ireland	78.8	-10.0	-6.0	3.8	9.8
Israel	77.5	-1.3	-1.0	1.8	2.8
Italy	118.6	-0.8	0.9	5.0	4.1
Japan*	227.1	-8.3	-6.5	6.7	13.1
Korea	33.3	2.5	2.8	-0.5	-3.3
Netherlands	84.2	-4.1	-3.4	2.1	5.5
New Zealand	30.3	-2.8	-0.4	0.5	0.9
Norway*	53.6	8.3	8.5	8.6	0.1
Portugal	86.6	-5.6	-4.1	3.7	7.8
Singapore	88.0	-3.0	-2.7	2.1	4.7
Slovak Republic	37.3	-4.2	-3.2	0.8	4.1
Slovenia	35.2	-4.9	-3.3	0.7	4.0
Spain	66.9	-8.7	-5.8	3.6	9.4
Sweden	42.9	-4.0	-1.6	0.7	2.3
Switzerland	39.8	0.1	0.8	0.0	-0.8
United Kingdom	78.2	-8.8	-5.4	3.6	9.0
United States*	92.6	-9.2	-7.6	4.4	12.0
<i>Average (PPP-weighted)</i>	97.8	-6.5	-4.9	3.8	8.7
<i>Advanced G-20</i>	104.4	-7.0	-5.3	4.0	9.3
<i>Higher debt</i>	106.4	-7.2	-5.5	4.2	9.7
<i>Lower debt</i>	32.7	-0.9	-0.4	0.8	1.1

**Table 2. Emerging Economies: Needed Fiscal Adjustment—
An Illustrative Scenario (Gross Debt Target)**
(In percent of GDP)

	Current WED Projections, 2010			Illustrative Fiscal Adjustment Strategy to Achieve Debt Target in 2030	
	Gross Debt	Primary Balance	Cyclically Adjusted Primary Balance	Cyclically Adjusted Primary Balance in 2020-30	Required Adjustment between 2010 and 2020
Argentina	51.4	-0.8	-0.6	1.0	1.6
Brazil	67.2	3.3	3.4	1.3	-2.1
Bulgaria	16.2	-1.0	0.7	-0.1	-0.8
Chile	4.4	-2.1	-2.6	0.3	3.0
China	20.0	-2.5	-2.5	0.6	3.1
Colombia	35.1	-1.4	-0.6	0.5	1.1
Estonia	9.7	-2.2	1.1	1.0	-0.1
Hungary	78.9	0.1	3.5	2.2	-1.3
India	79.0	-3.6	-3.7	3.3	7.0
Indonesia	27.5	-0.3	-0.1	0.2	0.3
Kenya	47.3	-3.6	-3.3	1.3	4.5
Latvia	48.8	-10.7	-7.1	1.7	8.8
Lithuania	39.2	-6.9	-4.9	3.0	8.0
Malaysia	57.2	-4.2	-4.0	2.8	6.8
Mexico	44.5	-0.8	0.1	0.6	0.5
Nigeria	16.0	-6.0	-5.8	0.2	6.0
Pakistan	56.4	-0.2	0.0	1.3	1.3
Peru	26.7	-0.3	-0.9	0.1	1.1
Philippines	48.0	-0.3	-0.4	0.4	0.8
Poland	55.0	-4.8	-4.5	2.7	7.2
Romania	35.0	-4.7	-1.6	0.6	2.1
Russia	8.1	-2.4	-1.1	0.4	1.6
Saudi Arabia*	12.8	5.1	5.6	7.3	1.7
South Africa	34.7	-3.3	-3.2	0.2	3.4
Thailand	47.9	-1.4	-0.8	1.6	2.3
Turkey*	44.5	0.1	0.0	0.4	0.4
Ukraine*	36.7	-1.5	-1.8	0.4	2.2
<i>Average (PPP-weighted)</i>	38.0	-1.7	-1.4	1.2	2.7
<i>Emerging G-20</i>	37.0	-1.6	-1.4	1.2	2.6

Forrás: IMF: Fiscal Monitor, 2010. május

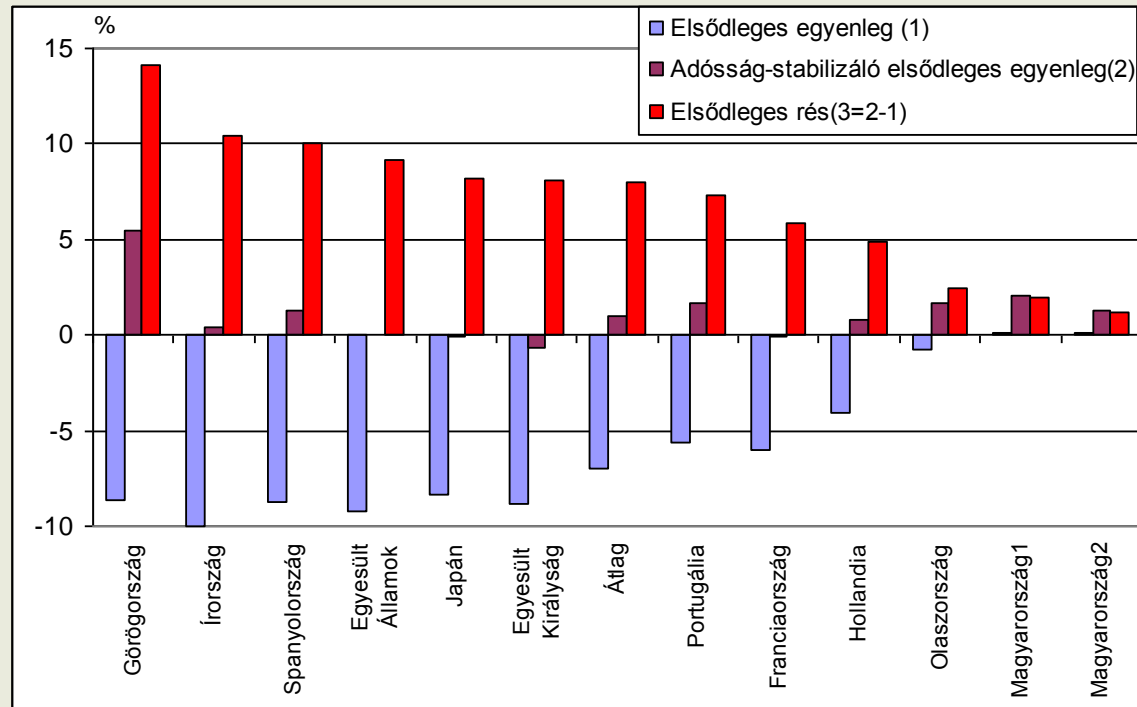
A számítások összehasonlítása néhány országra (a GDP %-ában)



Forrás: IMF

Az „elsődleges rés” rövidtávon (2010-ben)

[Magyarországra saját (MKKT) becslés; többi országra: IMF]



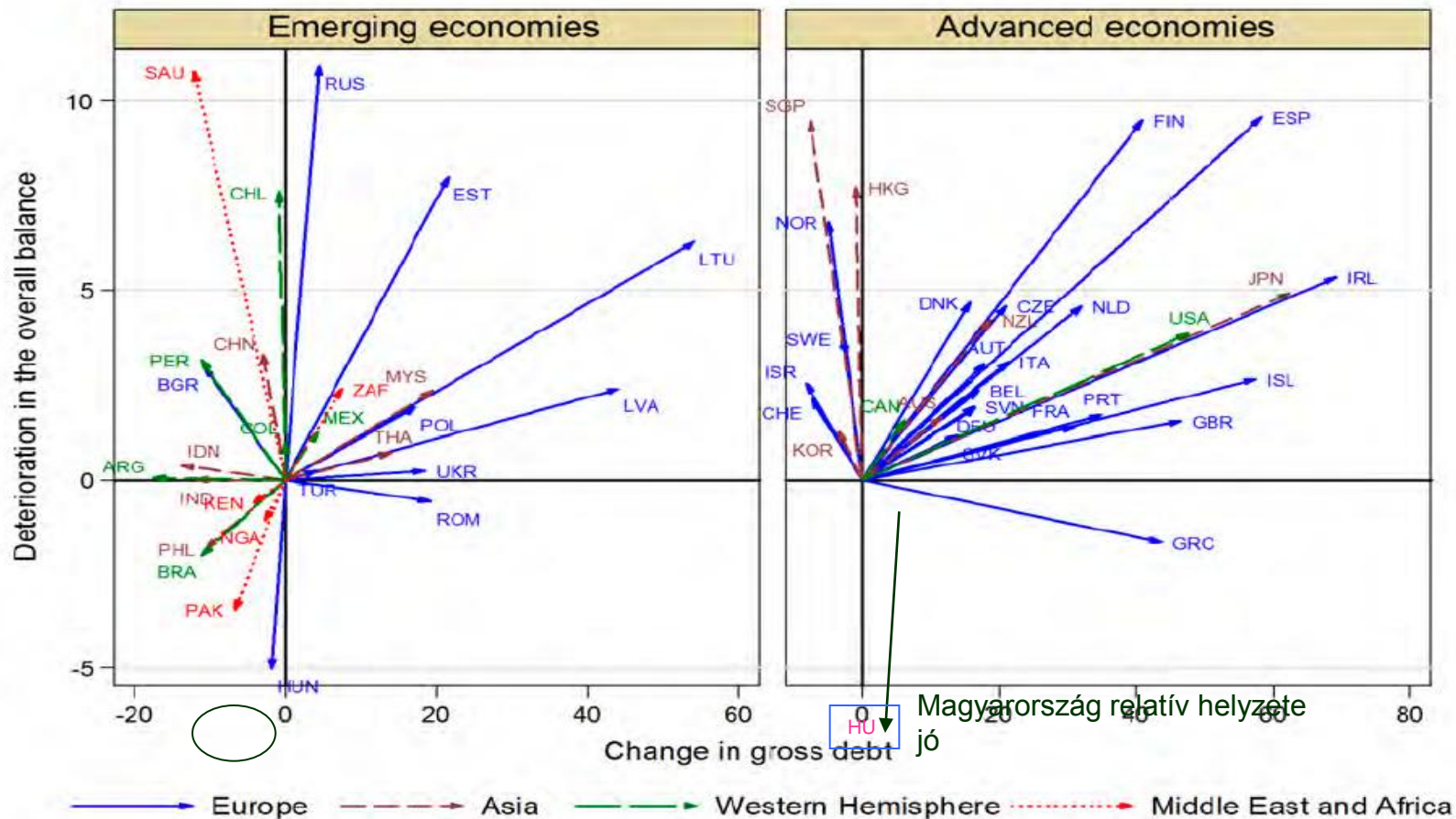
Magyarország 1, ill. 2:

1. Teljes ÁHT, Eurostat-adat, kamatrátára felső, növekedésre alsó (pesszimista) becslés,
2. Központi kormányzat; kamatrátára és növekedésre kevésbé pesszimista becslés
 - Lényeg: nálunk sokkal kisebb kiigazítás kell a fenntarthatóság eléréséhez

Egy másik összehasonlítás

- Az ÁHT egyenleg előrejelzett romlása vs. az államadósság változása 2007 és 2015 között
- Magyarország (ezúttal) *pozitív* „outlier”

Figure 2. Evolution of Gross Debt and Deficit Positions in Emerging and Advanced Economies, 2007–15
(In percent of GDP)



Source: IMF staff estimates based on the April 2010 WEO projections.

Szakmai elemzések szerint más országokénál lényegesen jobbak (lehetnek) középtávú fiskális kilátásaink

- Ebből azonban semmit sem érzékelnek a pénzügyi piacok (sőt, ellenkezőleg):
 - A CDS-felárak
 - Az állampapír-hozamok
 - A forint árfolyama
- Három alapvető kérdés:
 1. Miért nem?
 2. Hozzávetőleg mennyibe kerül a bizalomhiány?
 3. Mit lehetne/kellene tenni azért, hogy a jobb kilátásokat („fundamentumokat”) realizálni lehessen pl.
 - alacsonyabb hozamok, stabilabb árfolyam, s így
 - bővülő költségvetési és monetáris politikai mozgástér formájában?

Miért nem érzékelik („reagálják le”) a pénzügyi piacok a jó kilátásokat? – többféle ok

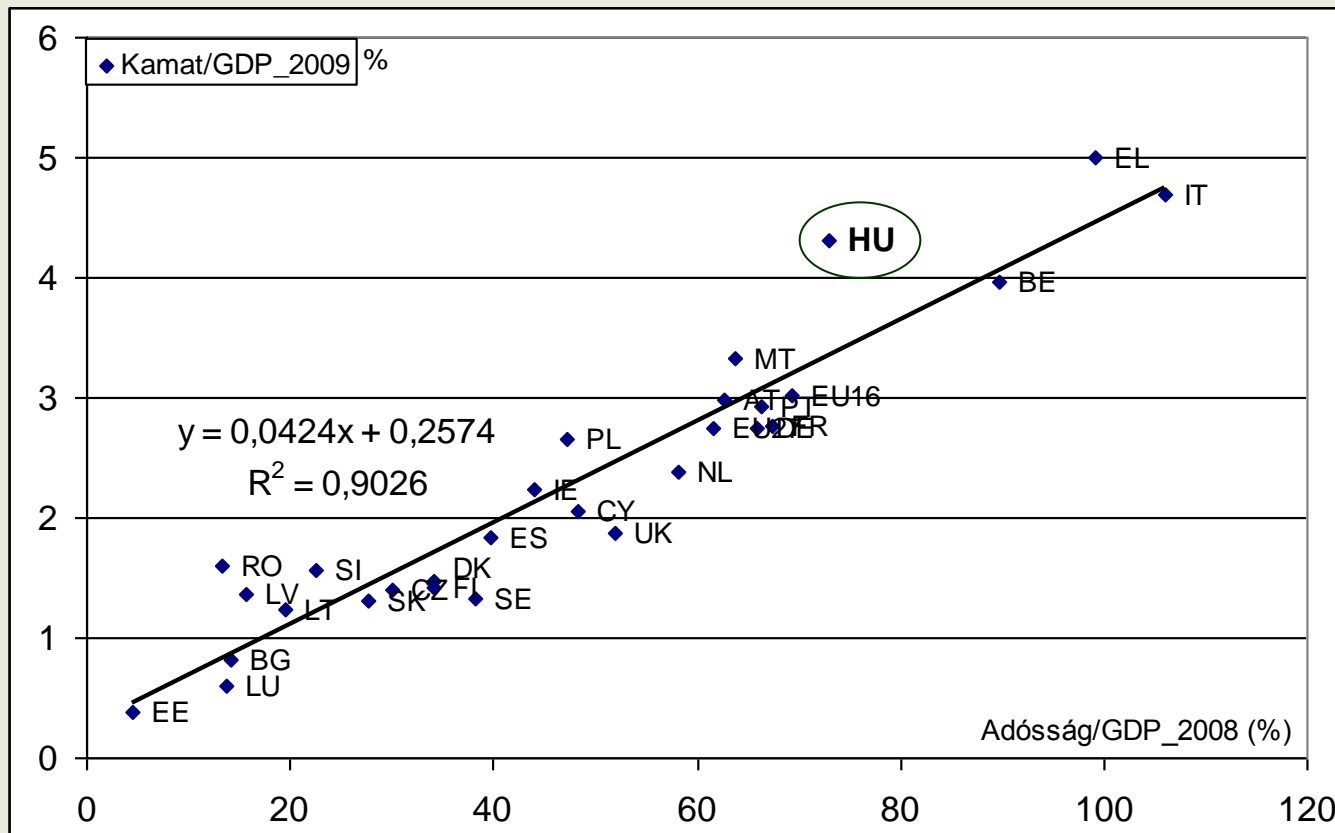
- Örökölt terhek/tehertételek
 - A hatalmas adósság: fokozott külső sérülékenység
 - A „múlt bűnei” (súlyos fiskális felelőtlenség, az ígért célok be nem tartása, az átláthatóság hiánya)
- Súlyos kommunikációs baklövések (v.ö.: Görögország helyzetét a hazaival)
- A **rövidebb távú** célok lebegtetése (pl. magánnyugdíj-pénztárak elszámolása)
- A fiskális politika **középtávú** törekvéseit illető bizonytalanság
- A gazdaság potenciális növekedését hátráltató lépések (és a növekedését előmozdító lépések körüli bizonytalanság)

Vajon mennyibe kerül az örökölt (és újratermelt) bizalomhiány?

- Három lépés a kamatprémium számszerűsítéséhez:
 - A magyar állam (GDP-arányosan) mennyivel fizet több kamatot, mint ami az adósság-szintből (európai összehasonlításban) következne?
 - Mennyivel magasabb az implicit kamatrátája (kamat/adósság mutatója), mint egyes referencia-országoké/ térségeké)?
 - Az implicit kamatrátákülönbség (GDP-arányosan, illetve) **forintban mérve** kb. mekkora többletkiadást jelent?

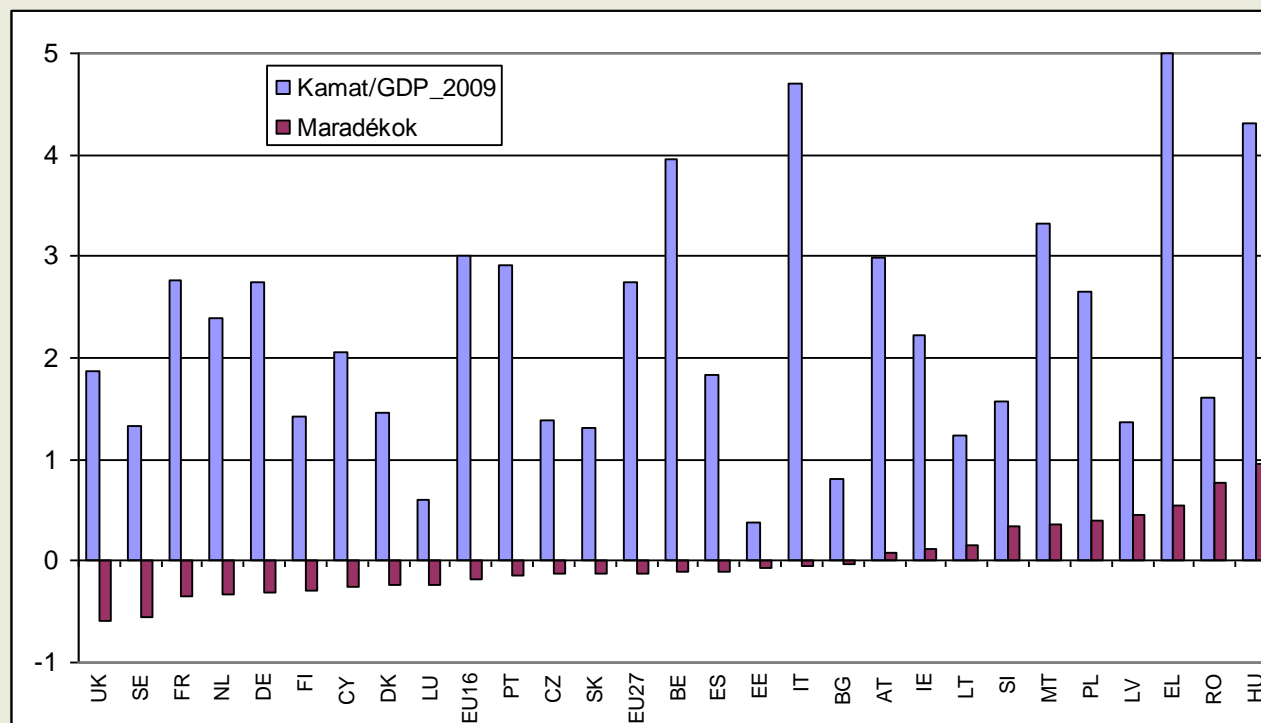
Kamat/GDP vs. adósság/GDP

az EU tagországaiban 2009-ben



A keresztmetszeti egyenlet maradékai (a GDP %-ában)

Tényleges kamat/GDP vs. trendtől való eltérés – 2009



A GDP kb. 1%-a \approx 260 mrd. forint

A kamatfelár (kamatráta-különbség) következményei egyes térségekhez viszonyítva (Mrd forintban)

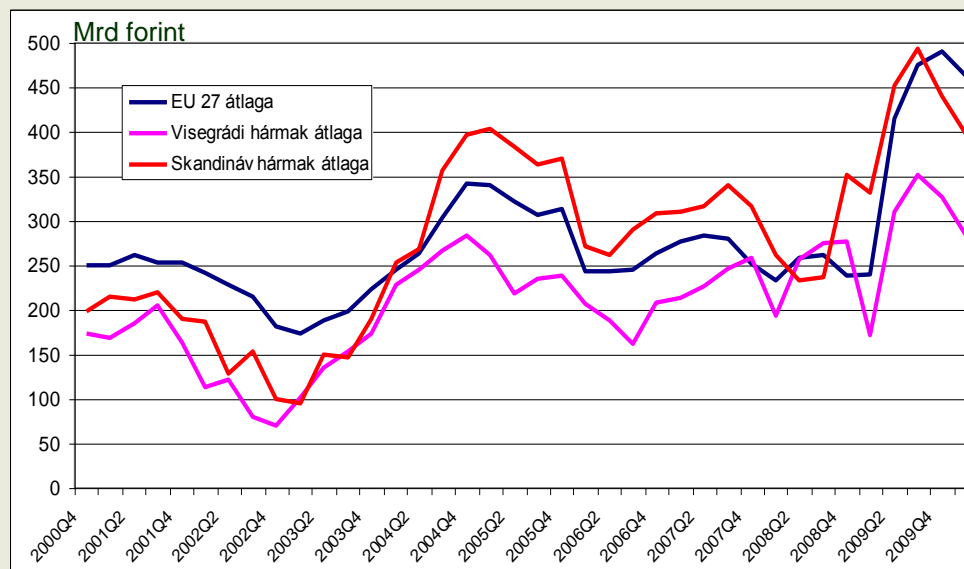
Az ábrázolt mutató:

$D_{HU}(r_{HU}-r^*)$, ahol

D_{HU} a hazai államadósság (Mrd ft)

r_{HU} , ill. r^* a hazai, illetve a referencia
térség államadósságának
átlagkamata

- Az idősor **egyrészt** azt mutatja, hogy egyes időszakokban mekkora hosszabb távú kamatmegtakarítást lehetett volna elérni, ha adósságállományunk átlagkamata a referencia-országok szintjére süllyedt volna
- **Másrészt** nyomon követhetők a bizalom relatív romlásának (↑) és javulásának (↓) periódusai (utolsó adat: 2010 I. né)



- A viszonylag kedvező fiskális kilátások realizálásától (és apró pénzre váltásától) nem álltunk nagyon messze, de lett volna néhány fontos feltétel
 - a hosszú távú fiskális fenntarthatósághoz szükséges, **kb. 1%-pontnyi** GDP-arányos tartós kiigazítás mielőbbi bejelentése (részletekkel),
 - a relatíve kedvező hazai helyzet/kilátások **felismerése** és ennek (relatív) sikerként való, célirányos **nemzetközi bemutatása**,
 - a potenciális növekedést segítő intézkedések bejelentése,
 - egy középtávú fiskális kertrendszer – nevezetesen **a hazai költségvetési szabályok** – betartása iránti tartós elkötelezettség egyértelmű kinyilvánítása.
- Mindezek javuló köröket indíthattak volna meg (hozamcsökkenés, csökkenő kamatteher, kisebb elsődleges többlet mellett csökkenő adósságráta, mérséklődő kamatok mellett stabilizálódó árfolyam stb.)
- (NEM ÍGY TÖRTÉNT)