

**SURÁNYI GYÖRGY ELŐADÁSA**

A PÉNZÜGYKUTATÓ ZRT. 2011. ÉVI VISEGRÁDI TALÁLKOZÓJÁN

*„Mindig igyekszem kerülni a pesszimista hangvételt, de most kénytelen vagyok így kezdeni az előadásomat. A hetvenes évek közepe óta figyelem a világgazdaság folyamatait, és még sosem éreztem azt, hogy a világ és benne Magyarország ennyire rossz irányba haladjon”.* Ezzel a gondolattal nyitotta előadását Surányi György, az Intesa Sanpaolo bankcsoport regionális vezetője, a Magyar Nemzeti Bank egykori elnöke.

**VILÁGGAZDASÁGI FOLYAMATOK**

Az október végi uniós csúcson született döntés nem fog tartós eredményt hozni, annak ellenére, hogy a megállapodást követő napokban kedvezően reagáltak a piacok. Ennek oka, hogy egyik lényeges kérdést sem sikerült megnyugtatóan rendezni: sem a görög helyzetet, sem az európai bankrendszer biztonságát, sem pedig az Európai Stabilitási Alap (EFSF) feltőkésítését.

Az Egyesült Államokból indult pénzügyi válság pár év alatt legyűrhetőnek tűnt, ám **Európában a krízis első hullámának kezelése elapasztotta a további válságkezeléshez szükséges gazdaságpolitikai, ezen belül a fiskális eszköztárat. Elméletben lehetséges monetáris eszközökkel enyhíteni a helyzetet, ám a fennálló európai intézményrendszer erre nem biztosít lehetőséget.**

Költségvetési oldalról ez a válság már nem enyhíthető, hiszen a gazdaságélénkítő és bankmentő csomagok miatt megugrott államadósság szintje már több országban példátlan méreteket öltött.

Surányi György nem tartja magát euroszeptikusnak, de kezdettől fogva úgy véli, hogy **hibás az Európai Monetáris Unió (EMU) jelenlegi rendszere:** a szabályok inkonzisztensek mind politikai, mind gazdaságpolitikai szempontból hibás feltételezéseken nyugszanak, miközben nem állják ki a tudományos analízis próbáját sem. **A kamatszintre, az inflációra, az államadósság GDP-arányos rátájára és a költségvetési hiányra vonatkozó uniós rendelkezéseknek nincs közgazdasági relevanciájuk.** Eredetileg átlátható szabályok létrehozása volt a cél, de a valutaunió voluntarista és életidegen feltételek együttesén alapul.

Nem véletlen, hogy az EMU majdnem minden tagja hosszú évek óta módszeresen megsérti a közösen vállalt előírásokat.

**Lehetséges sikeres monetáris unió, ám szükséges feltétel vagy az, hogy a gazdaságok fejlettségi szintje egymáshoz közel álljon (azaz a reálkonvergencia), vagy ha ez nem lehetséges, akkor legyen közös a fiskális politika és egyúttal nagyfokú legyen a munkaerő-piaci mobilitás és szükség esetén a bérek lefelé irányuló alkalmazkodása is.** Az Európai Unióban a közös költségvetés mérete elhanyagolható, alig haladja meg a GDP 1%-át. **Az erősebb közös költségvetésen túl pedig szükség lenne egy rugalmas, a nominális béreket lefelé is mozgatni képes európai munkaerőpiacra a reálgazdasági**

különbségek ellensúlyozása érdekében. Ez eddig a kulturális és nyelvi különbségek miatt aligha valósulhatott meg.

Kiegyenlítő mechanizmusok nélkül, vagy – ezek híján – uniós tagsági kritériummá kellett volna tenni a gazdasági fejlettségbeli közelséget. De ez is inkább szükséges, mint elégséges feltétel, mert idővel jelentős különbségek alakulhatnak ki egymáshoz hasonlóan fejlett országok között is.

Európában reggeltől estig mindenki a fiskális szabályok betartásáról beszél, miközben a **külső egyensúly a gazdasági stabilitás legfontosabb eleme**. Spanyolországban és Írországban a válság előtt formailag példamutató fiskális politika folyt (Írországban 12%-os, Spanyolországban pedig 35%-os volt az államadósság GDP-arányos rátája). Azonban a világon a második legnagyobb folyó fizetésimérleg-hiány épp a spanyoloknál alakult ki (az Egyesült Államok után). Görögországban is kritikus szintet ért el ez a mutató, ráadásul a nettó külföldi adósság aránya is magas.

Ha a külső egyensúly mutatóját is figyelembe vették volna a görögöknek hitelező bankok, talán másképp alakul a hitelezés. **A külső egyensúly a legkevésbé manipulálható gazdasági mutató**. Ahogy Martin Wolf (Financial Times) írta, **a költségvetési szigorítás nem elegendő eszköz a krízis kezeléséhez**, az EU egyoldalú feltételrendszere nem vesz tekintetbe olyan tényezőket, mint a reálkonvergencia és az egységes munkaerő-piac, illetve mindeddig figyelmen kívül hagyta a belső egyensúly kérdését.

#### **A monetáris unió három alapelvre épült, amely együtt fenntarthatatlan:**

1. Szuverén adós nem mehet csődbe (*no sovereign default*),
2. senkit nem lehet kimenteni (*no bail-out*), illetve
3. az ECB-nek nem lehet végső hitelezői funkciója (*no lender of last resort*).

Ez egy önellentmondásos feltételrendszer. Surányi György nem látja okát annak, hogy miért ne mehetne csődbe egy eurozóna-tagállam. A görög példa is mutatja, igenis előfordul csődhelyzet.

**Naiv elképzelés, ha azt hiszik, hogy az államadósságra és a deficitre vonatkozó alkotmányos korlátok eredménnyel járhatnak**. Márpedig uralkodó trenddé kezd válni a maastrichti kritériumok alkotmányokba történő beemelése is, hogy azután már alkotmányt is kelljen sérteni, az életidegen szabályok átvétele miatt.

Elhibázott az az elgondolás is, hogy a már csődbe jutott államokat nem lehet kihúzni a bajból, és ez nem pusztán szolidaritás kérdése. A Közösségnek gyakorlati okokból is olcsóbb lehet ez a megoldás, mint évekig hátra tett kézzel figyelni a helyzet súlyosbodását. Három éve még 50-100 milliárd euróból megoldhatták volna a görög helyzetet, ma már 1000 milliárd euróra rúg a fertőzésveszély által fenyegetett országok lehetséges pénzügyi igénye.

Súlyos gond, hogy az EMU-ban jelenleg nincs valóságos jegybank. Az ECB nem léphet be végső hitelezőként (*lender of last resort*), így az európai pénzügyi rendszerben nincs olyan

szereplő, aki korlátlanul képes pénzt teremteni. Így viszont bármelyik állam vagy bank csődbe mehet – paradox módon akár Németország is.

**A belső értékkel nem bíró pénz ellehetetlenül, ha nincsen végső hitelező:** ha a piac valakit gyanúsna tart, az nem tud megmaradni fizetőképességűnek. Jelenleg az ECB vonakodva teremt csak pótlólagos likviditást, épp annyit, amennyi a rendszer összeomlásának elkerüléséhez, elfogadható működtetéséhez kell. Mandátuma szerint azonban nem folytathat nyíltpiaci műveleteket, azaz pl. nem kereskedhet a másodlagos állampapír-piacon. Az ECB tehát nem valódi jegybankként működik, a szokásos pénzügyi transzmissziós mechanizmusokon keresztül csak korlátozottan képes hatni.

A jelenlegi rendszer tarthatatlan: a fenti 3 kritérium betartása mellett bárki tönkremehet.

Az Egyesült Államok és Nagy-Britannia kevésbé tűnik sérülékenynek az eurozónához képest, mert valódi, teljes felhatalmazással bíró jegybankkal rendelkeznek. Így – bár gazdasági mutatók tekintetében nem állnak jól – a saját valutájában legalább egyikük sem lehet fizetésképtelen.

Ezzel ellentétben **az euró senkinek sem a nemzeti valutája, azaz tulajdonképpen mindenkinek idegen valuta – és ezért valóban csődbe is lehet menni ebben a valutában.** A szuverén adós nem tud eurót nyomni és az ECB-nek sincs felhatalmazása – vagy legalábbis így értelmezik – elégséges likviditás-bővítésre.

A döntéshozók sajnálatos módon nem néznek szembe ezekkel az ellentmondásokkal. A megbeszélések már három éve folynak, ám Surányi György szerint továbbra sem lesz eredmény. Az Unió alapjait érintő döntési rendszereket és tagállami alkotmányokat kellene megváltoztatni, ami a felgyorsult válságperiódusban lehetetlen. Alapkérdésekben, az egyes tagállami érdekek mentén súlyos egyet nem értés mutatkozik, ugyanakkor a hozzá nem értés okán is széthúzás tapasztalható.

#### **A DÉLI ORSZÁGOK SZEREPE A NÉMET KÜLKERESKEDELMI TÖBBLETBEN**

A Helmut Kohl német kancellárt követő német politikusi nemzedék és közvélemény viszonya az európai eszméhez gyökeresen megváltozott. Míg a háború utáni Németországban az európai érdeket a német érdekek elé helyezték (pl. Adenauer, Schmidt, Kohl), addig már Gerhard Schröder kormányzása alatt elindult egy ellenkező irányú folyamat. Ennek eredményeképp Németország is úgy kezdett el viselkedni, mint a többi nagy és kicsi európai ország. Ez a tendencia Angela Merkel kancellársága alatt teljesedett ki.

Németország valójában nem lett önzőbb, mint mások: viszont a korábbiakhoz képest kevésbé önfeláldozó. Vélt önérdekeit követi, akárcsak a többi tagállam. A németek nem kívánnak egy transzferunióban részt venni. Ám a valóság ennél bonyolultabb.

Németország ugyanis a monetáris unió legnagyobb haszonélvezője. A haszon viszont a mindennapokban jelentkezik, így nem feltűnő a választók számára. Németország több tíz milliárd euró értékben exportál a dél-európai államokba és ez több millió német munkahelyet

jelent. Az így keletkező német többlettel szemben azonban a déli államok – ezzel ekvivalens – külső egyensúlyhiánya áll. **Ha Németország alkotmányosan arra kötelezi magát, hogy nullára csökkenti költségvetési hiányát, akkor vagy állandóan növekvő többletben lesz a folyó fizetési mérlege, ami lehetetlenné teszi, hogy a déli országok csökkentsék külső egyensúlyuk hiányát.** Ez egy zéróösszegű játék – ha nem nő dinamikusán a német belföldi kereslet, a déli államok sem tudnak exportálni.

## **A MAGYAR GAZDASÁG HELYZETE**

A romló nemzetközi gazdasági környezet miatt a magyar gazdaságpolitika lehetőségei igen korlátozottak. Az elmúlt másfél év kormányzati döntései – kétségtelen nehéz örökség mellett – szisztematikusan felőrölték a hazánk iránti befektetői és üzleti bizalmat, idehaza és külföldön egyaránt.

Harmadik éve bír Magyarország folyó fizetési mérleg többlettel, ami hozzájárul a bruttó külföldi adósságállomány csökkenéséhez. E kedvező mutató mögött azonban ellentmondásos folyamatok húzódnak: beruházás-hiány és alacsony fogyasztás. Az Audi és a Mercedes befektetései kismértékben tompítják e negatív hatásokat.

A mutatók alapján az árfolyamnak felértékelődési nyomás alatt kellene lennie, míg a csődcockázati prémiumnak csökkenő trendet kellene mutatnia. Ennek ellenére a forint gyengül, a csődcockázati prémiumok és az állampapír-hozamok pedig emelkednek. Mindennek a legfőbb oka **a kormányzati gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága és a jogállami keretek feszegetése.**

## **Adórendszer**

Az új adórendszer nem alkalmas arra, amit vártak tőle: a belföldi kereslet nem élénkült, a fekete- és a szürkegazdaság sem kezdett el kifehéredni, valamint a versenyképesség javulása is elmaradt.

**Az új adórendszer csak a népesség legfelső 20%-ának előnyös,** a keresők fele viszont rosszabbul jár. A jelenlegi adópolitika tehát aláássa a társadalmi kohéziót.

Az alacsonyabb jövedelműek jobb esetben kevesebbet fogyasztanak. Ez csökkenti a belföldi keresletet. A tehetősebbek jobb esetben növelik megtakarításaikat, de a keresletet alig élénkítik. Mindez persze hasznos is lehet, kedvezhet a privát beruházásoknak.

Jelenleg azonban **a belföldi helyzet nem ösztönöz sem hazai megtakarításra, sem hazai beruházásra.** A megtakarítások külföldre vitele viszont súlyosan érintené a külső egyensúlyt.

Az adóék az adózók 80%-ánál nem csökken, így itt nincs semmilyen ösztönző a jövedelmek bevallására. **A jómódúakat preferáló adórendszer nem járul hozzá a fekete- és szürkegazdaságban keletkező jövedelmek kifehéritéséhez.** („kevés vezérigazgató működik a szürkegazdaságban”)

Az adóék csökkenése a népesség felső 15-20%-ánál is csak marginális mértékben járulhat hozzá a versenyképesség javulásához, mivel azonban a munkáltatók jellemzően nem csökkentik a nominális béreket, rövidtávon a munkaerő költsége sem csökken.

Az SZJA-változás miatt jelentkező 500-600 milliárd forintos bevétel-kiesést pedig jövőre pótolni kell, mert az adó elmaradás keresletet nem jelent, a költségvetési egyensúlyt viszont súlyosan érinti.

### **MEGSZORÍTÁSOK 2012-BEN**

Az elvonások növekedése miatt a belföldi kereslet további visszaesése várható 2012-ben, ami újabb munkahelyeket szüntet meg. További 150 milliárdos adóbevétel-kiesést jelent a vállalkozásoknak adott adócsökkentés, ami a valóságban nem jelent mást, mint „zsebpénzt a nagyvállalatoknak”. A legtöbb kkv nyeresége ugyanis az előírt küszöb alatt van, a nagyvállalatok beruházási döntéseit pedig alig befolyásolja a kedvezmény. **700-750 milliárd forint hiányzik a jövő évi költségvetésből (egykulcsos adó + 10%-os vállalati adó).**

Az idei költségvetés is ceteris paribus 2-2.5%.-tal nagyobb deficittel működik a tavalyihoz képest. A növekedési hatás mégis közel zéró, **a költségvetési expanzió nem került vissza keresletként a gazdaságba: vagy belföldi megtakarításként csapódott le vagy kivitték az országból.** A hivatalos számok ellenére a magyar államadósság tovább növekedett.

### **A MAGÁNNYUGDÍJ-VAGYON ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG**

Surányi György nem tartja ördögtől való gondolatnak a magánnyugdíj-pénztári rendszer felszámolását, de csak néhány feltétel teljesülése esetén – amiről itt nincs szó. Ezek közül az egyik a be- és kilépés önkéntessége, vagyis hogy nem lett volna szabad negatívan diszkriminálni a magánnyugdíj-pénztári rendszerben maradókat. A legfontosabb feltétel pedig az lett volna, hogy a teljes befolyt összeget az államadósság rendezésére fordítsák. A pénzt azonban jelentős mértékben folyó kiadásokra költötték el.

Eredetileg a magánnyugdíj-rendszer bevezetése csökkentette az állam jövőbeni kötelezettségvállalásait, miközben a jelen kiadásait növelte. **Ha a magánnyugdíj-rendszer felszámolásából származó bevételek összegét nem az államadósság csökkentésére fordítják, akkor nem arányosan csökken a bruttó (jelenlegi) államadósság; növekszik viszont az implicit, jövőbeli államadósság, azaz az összes államadósság (explicit+implicit) is nő.**

Idén az egyszeri tételek nélkül számolt (strukturális) államháztartási hiány a GDP 6-7%-ára rúg, és ha a kormány tartja magát a jövőre tervezett 3%-os költségvetési hiánycélhoz, további 3-4 százalékpontos megszorításra lesz szükség, mivel már nem fog az állam rendelkezésére állni a magánnyugdíj-vagyonhoz hasonló méretű forrás. **A kiigazítás mértéke így elérheti a 800-900 milliárd forintot.**

Surányi György várakozásai szerint a kormány mindezt – politikai okokból – nem az adórendszer anomáliáinak megszüntetésével fogja megoldani, hanem a belföldi kereslet további drasztikus csökkentésével. Ez viszont erősíteni fogja a már elindult ördögi kört: ha a fogyasztási kereslet visszaesik, a belföldi vállalkozások nem tudják beruházásaikat bővíteni, a beruházási kereslet további csökkenése pedig a gazdasági növekedést rombolja. Ez pedig az adóbevételek zsugorodása révén rontja az államháztartási hiányt, ami újabb megszorításokra kényszeríti a kormányt.

#### **DEVIZAHITELEZÉS ÉS BANKADÓ**

**Magyarországon már harmadik éve csökken a rendelkezésre álló hitelállomány. Ez teljesen ellentétes a régiós trenddel.** A bankadó következtében végzetesen sérült a hazai bankok hitelnyújtási képessége, mivel a nagybankok többsége már eleve nem volt nyereséges. A kormány így gyakorlatilag a pénzügyintézetek tőkéjét konfiskálta, a bankok tőkemérlegét rontotta, akik hitelt viszont csak a saját tőkéjüknek megfelelő arányban tudnak nyújtani (erre törvény kötelezi őket).

Az ideiglenes, a vártnál jóval lanyhább gazdasági növekedés egyik oka – külső feltételek mellett – a hitelezésben megfigyelhető ördögi kör. A bankadó nyomán a hitelek aránytalanul drágák lettek, míg a hitelkereslet tovább csökkent, visszavetve a kibocsátást és a foglalkoztatást. Ebben a helyzetben érte a bankokat a végtörlesztési törvény.

A végtörlesztéssel nem az a probléma, hogy a bankoknak is részt kell vállalniuk a veszteségekből. Surányi György elismeri a pénzügyintézetek felelősségét a devizahitel-állomány drasztikus és indokolatlan növekedésében. Viszont ha a terheket kizárólag a bankoknak kell viselniük, az a gazdasági rendszer stabilitását veszélyezteti.

A kereskedelmi bankok hibáztak, amikor engedték a svájci frank alapú eladósodást, és azt nem korlátozták az euróra. A devizahitelezés másik felelőse azonban a 2001-től folytatott költségvetési politika. A tartós és egyre növekvő államháztartási hiány kiszívta a hosszú lejáratú forinthiteleket a gazdaságból, így a lakosságnak és a vállalkozásoknak nem maradt hitelforrása lakásra, beruházásokra. Az MNB eközben úgy tett, mintha nem lenne makroprudenciális feladata, mint például a hitelállomány növekedésének kézbevétele.

Magyarországon az elmúlt években beruházást így csak devizahitelből lehetett ésszerű feltételek mellett finanszírozni. A hazai bankrendszerben a hitel-betét arány példátlan módon elérte a 150%-os szintet, és ezt a tetemes különbséget külföldi forrásokból finanszírozták. A külső egyensúly, a folyó fizetési mérleg hiánya 7-8% körül alakult ebben az időszakban, amit az ország külföldi forrásból, eladósodásból finanszírozott.

A jegybank eközben kizárólag a rövid távú inflációs célokat tartotta szem előtt és olyan kamatpolitikát folytatott, ami vonzotta a külföldi tőkét. Azt üzent a piacnak, hogy nem engedi egy bizonyos szint alá a forint árfolyamát. Ebbéli igyekezetében túlságosan felértékelte a forintot. A 2001-es 270 forint/euró szintről 228 forintig. Tehát mind reál, mind pedig nominál-értelemben indokolatlanul felértékelődött a magyar fizetőeszköz.

Az MNB úgy viselkedett, mintha nem értette volna meg, hogy **a jegybank nem az infláció kizárólagos alakítója**. Az inflációra hatással van a nemzetközi gazdasági helyzeten és a deviza árfolyamon kívül a fiskális és a jövedelmi politika, de még akár az időjárás is (a mezőgazdasági terményárak révén, mivel a fogyasztói kosár 35%-a élelmiszerekből áll). Ezért sem tud hatékonyan működni az inflációs célkitűzés rendszere.

**Az inflációs cél helyett a jegybank így de facto egy árfolyamcél (exchange rate target) követett** és azon keresztül próbálta elérni az árstabilitást, sikertelenül.

**Az infláció alakulásában a nominális horgony szerepét a forint/euro árfolyam tölti be.** Ha szélsőséges esetben pl. 500 forintra drágulna az euró, akkor 6-12 hónapos késleltetéssel az infláció 60-70%-ra ugrana, mivel az export/import a magyar GDP háromnegyedét teszi ki. Ebben az esetben a nominális kamatszint is emelkedik, hosszabb távon pedig a nominális bérek is alkalmazkodnak. A lakosság reálbér-csökkenést szenvedne el, de nem 70%-os mértékben: még a II. világháború után sem volt ilyen mértékű visszaesés, reálisan kb. 10-15%-al érne kevesebbet az átlagos kereset. Vagyis az euro/forint árfolyam nominális változása nem jelent ugyanolyan reálárfolyam változást.

Az euróval ellentétben **a svájci frank forinttal szembeni erősödésének nincs semmi hatása a magyar gazdaság nominális folyamataira**. A 60%-os leértékelődés a svájci frankkal szemben teljes egészében az adósokon csapódik le (reál-leértékelés az egész), ami szinte azonnal fizetéképtelenséget eredményez. A kereskedelmi bankoknak ezért sem lett volna szabad az eurón kívül más devizán alapuló hiteleket nyújtaniuk.

Ezen felül felelősség terheli a kereskedelmi bankokat a hitelek árazása miatt is. A magyar országhoz tartozó kockázat megnövekedése miatt a bankok finanszírozási költsége is megnőtt. Ez viszont nem lehet indok arra, hogy egyoldalúan megnöveljék a kamatmarzsokat. A pénzügyintézetek felelőssége előre megtervezni és lefedezni a lejáratra és kamatra is a kihelyezéseket. A 40-50%-kal megemelkedő törlesztő részletekre ráemelt kamatmarzs önvészélyes politika, mivel ezzel a bankok taszítanak egy utolsót a szakadék szélén egyensúlyozó ügyfeleiken. (A CIB Bank csak 40 bázisponttal emelte a kamatterheket, ezzel szemben a hazai bankok átlagosan 2,5%.-tal emelték a kamatokat.)

Harmadrészt a hitelfelvevők személyes felelőssége sem vitatható, hiszen tisztában voltak azzal a ténnyel, hogy az árfolyamok mozoghatnak. Ez azonban csak az egyik kockázat volt, amit vállaltak, a túlzott eladósodás alól ez nem menti az összes ügyfelet. Sok tízezer család azonban a válság előre nem látható hatásaként elvesztette a munkáját, és a törlesztőrészletek emelkedésével lehetetlen helyzetbe került. Az átlagos törlesztés kb. 50%-kal emelkedett, 53 000 forintról emelkedett 75 000-re. Az átlagos családi jövedelem (200 000 forint) ezt még nehezen, de el bírta volna, azonban sokan ennél jóval több hitelt vettek fel (pl. lakás mellé autólízing).

**A devizahitel-helyzet megoldása tehát úgy lenne tisztességes, ha megoszlaná a teherviselés az érintett csoportok (kormány, bankrendszer és jegybank) között.** A jelenlegi megoldásban a kormány minden terhet a kereskedelmi bankokra ró.

A végtörlesztés nagy kárt okoz, kevés haszonnal. A lakosságnak azért negatív, mert **csupán félmillió jómódú magyarnak hoz könnyítést, a többi devizaadósnak azonban rosszabb helyzetet eredményez**, mivel a növekvő devizakereslet rontja az árfolyamot. Összességében 1.5-2 millió embernek lesz rosszabb közvetlenül a helyzete.

**A magyar állam is rosszul jár, hiszen adósságának 49%-a van devizában denominálva** és a növekvő kamatterhek miatt növekvő államadóssággal kell szembenéznie (az adósságszolgálati kötelezettség 60-80 milliárd forinttal nő a forint és deviza kamatterhek együttes emelkedése miatt).

A bankrendszer rövid távú, effektív vesztesége 20-25%-os törlesztési arány esetén 200-300 milliárd forintra tehető, miközben a rendszerből pont a jó adósok „esnek ki” a végtörlesztés miatt. A következmény: a magyar bankrendszer jövőre még kevésbé fog hitelt nyújtani. Nem marad csatorna, amely révén élénkíteni lehetne a belföldi keresletet. Ennek következtében Surányi György a 2011. évi negyedik negyedévben GDP-csökkenést vár.

Az ún. erős forintot mindig roppant károsnak tartotta Surányi György, ugyanúgy ahogy a jelenlegi 270 Ft-nál durván és tartósan gyengébb forint árfolyamot is. Ez könnyen alááshatja nemcsak az inflációs várakozásokat, de a pénzügyi stabilitást is.

\*\*\*

#### **KÉRDÉSEK ÉS VÁLASZOK**

*Nova Eszter:* A banki tőke-megfelelési követelmények európai szintű emelése milyen hatással jár?

*Surányi György:* 7%-ról 9%-ra nő az elsődleges tőkekövetelmény. Európa problémája azonban nem a bankok alultőkésítettsége, mivel a válság máshonnan ered: Basel II és III szerint nulla kockázatúnak tekintett AA és AAA adós-besorolású országok fizetőképessége kérdőjeleződött meg. Ne felejtsük, hogy alig pár évvel ezelőtt Görögország is A-kategóriás volt. Ez annyit jelentett, hogy a piacok kockázatmentesnek tekintették a görög állampapírokat. Az október végi uniós csúcs döntése 100 milliárd eurót szed ki a bankrendszerből. Írország, Portugália, Spanyolország, Olaszország is hasonló cipőben jár. A spanyolok két évvel ezelőtt AAA besorolással bírtak, stabil kilátásokkal. A bankoknak ma már céltartalékot kell képezni az ezekből az országokból származó kockázatok kiküszöbölésére, ami viszont fölemésztja a tőkéjüket. Ha a tőkemutató akár 28%-os, és teszem azt a spanyolok és az olaszok bedőlnek, úgylis csődbe mennek ezek a pénzügyintézetek. Orbán Viktor gyakran elmondja, hogy a bankok alkotják a legnyereségesebb iparágat. De ez nem így van, főleg ha az elmúlt öt évre tekintünk vissza: nagy szórással a bankszektor átlagos nyeresége 2-3%-os a tőkéjéhez képest. Ma nincs olyan magánpiaci befektető, aki hajlandó európai bankrészvényt vásárolni. A magánpiac, a tőkepiac nem fektet be a bankokba. Ha az állam száll be (államosítás), az rontja a szuverén adósbesorolást. A másik lehetőség, hogy folytatódik a *deleveraging*, azaz a hitelezés visszafogása. Ez a folyamat régen megindult, főleg a szigorúbb tőkekövetelmények és a likviditási hiány miatt. Ám ha csökken a hitelkínálat, nő a kamat, csökken a hitelkereslet,



visszaesik a foglalkoztatottság, az lehúzza a növekedést, ami meg az adóbevételeket apasztja el. Az eredmény: újabb kiigazítás.

*Nova Eszter:* A bankoknak mindenképp figyelembe kell venniük a hitelminősítők ítéletét? Van a saját elemzőiknek különvéleménye az adósok fizetőképességét illetően? Végso esetben, ha már senki nem lesz kockázatmentes adós, adhatnak majd hitelt a legkevésbé kockázatosnak?

*Surányi György:* A bankok elemzői sem jobbak, mint a független hitelminősítők. Beleestek abba a hibába, hogy elhitték azt, ha valaki a monetáris unió részévé válik, egyből megszűnik az ország- és a külső egyensúlyi kockázat. Mindenki látta, hogy Spanyolország esetében ez utóbbi mutató horribilis volt. Egyszerűen behunyták a szemüket és követték egymást. A költségvetés ennek az egész problémakörnek csak egy alrendszere. A magánszektor nyakig eladósodott, és ez sem zavart senkit. A görög eset átmenetnek számít, bár ott meghamisították az adatokat is. Egy fix pont azonban mindig van egy ország megítélésakor: a külső egyensúly mértéke, hiszen ez a legnehezebben manipulálható szám, mivel a mérleg másik fele a többiekénél is látszik. Ez a kemény mutató öt éven át a görögöknél 14%-os folyó fizetési hiányt mutatott, amit a bankoknak látniuk kellett volna. Ha nincs végso hitelezői funkció az eurozónában, ha egyes államok bedőlhetnek, akkor elméletben még Németország is csődbe mehet. Az ECB a mai napig nem vásárolhat másodpiacon állampapírt, és ezzel szabad kezét ad a spekulációnak. Trichet júniusban kijelentette, hogy nem vásárolnak spanyol és olasz állampapírokat, aminek következtében rohamosan emelkedni kezdtek a hozamok. Ezután három nappal ezt vissza kellett venni, és a jegybank korlátozott vásárlásba kezdett, ám ettől sem állt vissza még a bizalom.

Az amerikai befektetők 2008-ig azt hitték, létezik olyan kategória, hogy „too big to fail”, azaz hogy egy hitelfelvevő túl nagy ahhoz, hogy bedőlni hagyják. A Lehman Brothers, mint tudjuk, mégis becsődölt – ezért a befektetők ugyanazt a hibát nem követik el még egyszer. Ha Olaszország is eljuthat a tönk szélére, jobb ma eladnom a papírjaimat, mint holnap, mert most csak mondjuk 5%-ot bukunk, és nem 50%-ot. Így alakul ki egy önbeteljesítő folyamat, melynek eredménye akár államcsőd is lehet. Az olaszoknál főként politikai természetű a baj, és az ország ezért nem tud megfelelően reagálni a piaci kihívásokra. Az államadósság aránya 118%-os a GDP-hez viszonyítva, ám a magánszektor eladósodottsága kicsi. Az állami és a magán adósság együttesen – európai átlagot nézve – nem kiugró. Az olaszokra az jellemző, hogy az „elcsalt adót megtakarítják”. Itália pénzügyi szempontból nem sérülékenyebb, mint pl. Franciaország. Az 1-2%-os külső-egyensúlyhiány abszolút finanszírozható. De, ha Görögország csődbe mehet, mivel az ECB nem áll mögé teljes mellszélességgel, ez egy felhívás spekulációra és bárki gyanússá válhat.

*Antalóczy Katalin:* Mit gondol Mario Draghi kinevezéséről az Európai Központi Bank élére?

*Surányi György:* Mivel olasz, sajnos „rossz az útlevele”. Rendkívül felkészült szakembernek tartom, ám „németebbnek kell lennie a németeknél”. Reméljük, hogy nem kell túl durvának lennie. Trichet-vel is hasonló volt a helyzet, ugyanis a karrierje során mindig szocialista kormányok alatt lépett elő, így rajta maradt a szocialista címke.

*Petschnig Mária Zita:* Mikor megyünk a falnak? Mi lesz utána?

*Surányi György:* Matolcsy György „nem zárja ki a leminősítést”. Az ellenkezőjén magam is meglepődnék. Ami igazán nyomasztó az az, hogy az elsődleges számok alapján erre semmi ok nem lenne. A fiskális oldalon igaz nem olyan szép, mint amilyennek látszik, a magánnyugdíjpénztári vagyontömeg javító hatása miatt, ehhez statisztált az Eurostat, az IMF és az Európai Bizottság is. Idén formailag tehát javult a költségvetési egyenleg. A végtörlesztés azonban súlyosan tovább gyengíti a pénzügyi szektort. A törvényi minimumra történő feltőkésítés és a likviditás kivonása tovább csökkenti a hitelezést. Következmény? 320-340 forintos euró, megugró infláció, emelkedő kamatszint, romló államadósság és költségvetési egyenleg. Kérdés, hogy fog reagálni a piac, ha több százmillió eurós veszteségek keletkeznek az egyes bankoknál. Elterjedt a nézet, hogy a „külföldi tulajdonosok viszik ki a pénzt” a bankokból, valójában csak az OTP vitt külföldre pénzeket. Az államháztartás finanszírozási kötelezettsége 5,6 milliárd euró. Ha visszahívjuk az IMF-et (márpedig mindig visszahívhatjuk), valószínűleg a korábbinál kevésbé empatikus kondíciók mellett születhet megállapodás.

*Radnai György:* A magánnyugdíjpénztári rendszer bevezetése után 15 éven át növekedett a cash adósság, mielőtt még az implicit kötelezettségek csökkenése érezhető lett volna.

*Surányi György:* Kiegyensúlyozottnak kell lennünk: senkinek se legyen az a képze, hogy a nyugdíjpénztárak nem mennének csődbe, ha az állam fizetéseképtelenné válik. Nem lehet tehát elszakítani a magyar gazdaság teljesítményét a nyugdíjpénztárakétól. De hogy lehet kötelezővé tenni a magánnyugdíj-rendszerbe való belépést, amikor a lakosság 90%-a pénzügyileg analfabéta? 1998 után sokaknak kötelező volt a belépés, most pedig Orbán kilépteti őket. Mindkét lépés antiliberalis és elfogadhatatlan. Ne felejtsük, nem Orbán kezdte el a magánnyugdíj-pillér korlátozását, hanem Bajnai Gordon. És nem csak arról van szó, hogy az explicit és implicit adósság dinamikája miként alakul, azaz ötven éves távlatban hogy egyenlítik ki egymást az előnyök és a hátrányok. Az első huszonöt évben a piacok aszimmetrikusan ítélik meg a helyzetet. Az explicit államadósság növekedése miatt kockázatosabbnak ítélik meg a piacok az olyan államokat, akik ilyen rendszert működtetnek. Milyen gazdaságpolitikai érv szól amellett, hogy az alapba bemenő pénzek 25-30%-át külföldre vigyék? Tőkeexport a célunk? A portfólió kockázat-diverzifikálása miatt van szükség tőkeexportra. De emiatt is a magyar állampapír-hozamgörbe emelkedhet, mert a megnövekedett deficittel, a növekvő állampapír kínálattal szemben csak kisebb belföldi kereslet áll. A növekvő lakossági megtakarítás akkor fedezi az állam nagyobb hiányát, ha az egész összegből magyar állampapírt vesznek, nem pedig külföldi részvényeket és kötvényeket. Az állampapír-kínálat így viszont megnő (a kereslethez képest), ami tovább tolja fölfelé a hozamgörbét. Nő a deficit, ami megszorításhoz vezet. Volt még egy érv, az öngondoskodás. Ám ami kötelező, az nem öngondoskodás. Az előregedés problémáját sem oldja meg a rendszer, sőt, ront a helyzeten, mert a korfa torzulása miatt egyre kevesebben lépnek be a rendszerbe, és a jelenleg túlértékelt eszközárak a jövőben alulértékeltté válnak. Az emberek remélték, hogy függetleníteni tudják magukat az államtól, ám mindez sajnos nem igaz. Az ország helyzetétől függ alapvetően az ő sikerük is.