



**Elemzés a konvergenciafolyamatokról  
a pénzügyi válság szemszögéből**

2010. május

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
Felelős kiadó: dr. Simon András  
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1787-4475 (on-line)

*Magyarország EU-belépését követően a gazdaságpolitika legnagyobb kihívását a monetáris unióban való részvétel feltételeinek teljesítése jelenti. Noha az euro bevezetése középtávú feladat, a gazdasági folyamatok jellegéből következően, hogy a gazdaságpolitikáért felelős döntéshozóknak már ma is szem előtt kell tartaniuk a konvergencia követelményeit ahhoz, hogy a kritériumokat minél kisebb áldozattal teljesíthessük.*

*A monetáris unióban részt venni kívánó EU-tagállamokhoz hasonlóan Magyarországon is elsődlegesen a kormány a felelős a kötelezően előírt Konvergencia Program kidolgozásáért és végrehajtásáért. A jegybank azonban fontos szerepet játszik annak végrehajtásában, elsősorban monetáris és árfolyam-politikai területeken. A konvergenciafolyamat egyes fontos állomásai, az ERM II belépés és az euro bevezetése csak a kormány és a jegybank egyetértésével valósulhatnak meg. Ezen túlmenően a konvergencia közvetett módon is érinti a monetáris politika működését: a pénz- és tőkepiaci szereplőknek a gazdaság jövőbeni pályájáról, a konvergencia alakulásáról kialakított véleménye jelentős mértékben befolyásolja a hazai monetáris kondíciókat és így a kamat- és árfolyampolitika mozgásterét. Ezért a jegybanknak folyamatosan értékelnie kell a konvergenciafolyamat előrehaladását és Magyarország euroérettségét.*

*Az MNB konvergenciafolyamatban játszott szerepe miatt a konvergencia állásával, a közeljövő kihívásaival kapcsolatos jegybanki álláspont bemutatása közérdeklődésre tarthat számot. Az MNB e kiadvány megjelentetésével hozzá kíván járulni ahhoz, hogy a döntéshozók, a szakmai és a tágabb közvélemény tájékozottabb legyen a monetáris unióban való részvétel sokszor igen összetett kérdéseiben, és végső soron ahhoz, hogy Magyarország optimális makrogazdasági feltételek mellett vezethesse be az eurót.*

Az elemzés a MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzések, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. Az elemzés elkészítését végző csapatot Kovács Mihály András, közgazdasági tanácsadó irányította. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

Az elemzés egyes részeit készítették: Antal Judit (1.3. fejezet), Endrész Mariann (3.2. fejezet), Felcser Dániel (2. fejezet), Gábrriel Péter (3.1. fejezet), P. Kiss Gábor (1.3. fejezet), Kiss Gergely (4. fejezet), Kovács Mihály András (összefoglaló, 1.1. fejezet, 1.2. fejezet) Szalai Zoltán (2. fejezet).

Az elemzés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB Pénzügyi stabilitási terület munkatársaitól és a Monetáris Tanácstól. Az elemzések a MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés terület véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

# Tartalom

1. A MAGYAR GAZDASÁG KÖZÉPTÁVÚ FELZÁRKÓZÁSI KILÁTÁSAI A FEJLETT EURÓPÁHOZ	7
<b>1. 1. Makrogazdasági alkalmazkodás a pénzügyi válság időszakában</b>	<b>8</b>
1. 1. 1. <i>Sikerül-e növekedési modellt váltani?</i>	14
<b>1. 2. Középtávú felzárkózási kilátások</b>	<b>20</b>
<b>1. 3. Adósságfenntarthatósági számítások</b>	<b>24</b>
1. 3. 1. <i>A külső adósság fenntarthatósága</i>	25
1. 3. 2. <i>A fiskális fenntarthatóság alakulása</i>	29
2. A GLOBÁLIS VILÁGGAZDASÁGI KERETRENDSZER VÁLTOZÁSA A PÉNZÜGYI VÁLSÁG KÖVETKEZTÉBEN	37
<b>2. 1. A „nagy mérséklődés”</b>	<b>37</b>
<b>2. 2. Globális egyensúlyhiányok</b>	<b>38</b>
<b>2. 3. A „nagy mérséklődés” és a globális egyensúlyhiányok okai</b>	<b>40</b>
<b>2. 4. Az egyensúlyhiányok jövőben várható pályája</b>	<b>45</b>
<b>2. 5. Az adósságállományok hatása a növekedési kilátásokra</b>	<b>47</b>
<b>2. 6. Korábbi válságtapasztalatok</b>	<b>52</b>
<b>2. 7. Forгатókönyvek a potenciális kibocsátás várható alakulására</b>	<b>53</b>
3. A MAGYAR GAZDASÁG SÉRÜLÉKENYSÉGÉNEK FONTOSABB MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI	59
<b>3. 1. Magyarország eladósodottságának értékelése</b>	<b>59</b>
3. 1. 1. <i>Reálkonvergencia és adósságdinamika</i>	62
3. 1. 2. <i>Állambáztartás</i>	65
3. 1. 3. <i>Háztartások</i>	68
3. 1. 4. <i>Nem pénzügyi vállalatok</i>	74
3. 1. 5. <i>Bankrendszer</i>	77
3. 1. 6. <i>A magas deviza adósságállomány felépülésének okai</i>	80
3. 1. 7. <i>Következtetések</i>	83
<b>3. 2. A felzárkózás lassulásának meghatározó tényezői a válság előtti időszakban</b>	<b>85</b>
3. 2. 1. <i>A reál felzárkózás megtorpanása</i>	85
3. 2. 2. <i>A lassulás tényezői</i>	87
4. MEGFONTOLÁSOK AZ EURO BEVEZETÉSI STRATÉGIÁHOZ	97
<b>4. 1. Euroövezet a válságban</b>	<b>97</b>
<b>4. 2. Konvergencia kritériumok teljesítése</b>	<b>102</b>
<b>4. 3. Makrogazdasági fenntarthatóság</b>	<b>105</b>
<b>4. 4. Tőkeáramlás</b>	<b>105</b>
<b>4. 5. Következtetések</b>	<b>108</b>

<p><i>A pénzügyi válság a felzárkózási modell megváltoztatására kényszerítette a magyar gazdaságot</i></p>	<p>Magyarország hosszú évtizedek óta alapvetően külső forrásokra alapozta gazdasági növekedését; a növekedés gyorsulása később a külső egyensúly felborulásával társult. Míg a külső adósságállomány és az államadósság a pénzügyi válságot megelőző időszakban töretlenül emelkedett, addig a reálkonvergencia üteme lelassult, majd megtorpant. A pénzügyi válság kezdetére ezen tényezők halmozottan sérülékennyé tették a magyar gazdaságot.</p> <p>Korábbi elemzéseinkben részletesen szöveltünk a magyar gazdaság tartós és gyors növekedését hátráltató strukturális tényezőkről. A pénzügyi válság azonban azon túl, hogy még nyilvánvalóbbá tette a gazdaság szerkezeti gyengeségeit, a reálgazdasági felzárkózás finanszírozásának oldaláról új szempontokat is felvetett. A válság az erőteljes külső forrásbevonásra alapozott növekedési modellt követő országokat 2009-ben jóval mélyebb recesszióval sújtotta, mint azon gazdaságokat, ahol a növekedést nagyobb részben belső megtakarítások finanszírozták. Mivel a befektetők kockázati étvágya még hosszú ideig nem tér vissza a válságot megelőző szintre, feltételezhető, hogy a magyar növekedési modell tartós korrekcióra kényszerül: a korábbiaknál szűkösebb külső források következtében a felzárkózás középtávon sem társulhat a külső egyensúly jelentős romlásával.</p>
<p><i>Az euroövezetbe való felzárkózásunk minimális követelménye a szigorú költségvetési politika fenntartása</i></p>	<p>A magyar gazdaság külső eladósodásának elsődleges oka a fiskális politika vissza-visszatérő fegyelmetlensége. Az ezredforduló után jelentősen és tartósan lazuló költségvetés a magánszektor megtakarításainak jelentős részét elszívta, s így hozzájárult ahhoz is, hogy a bankszektor alapvetően külföldi hitelekkel finanszírozta a belföldi aktivitását. Mivel a feltörekvő országok külső eladósodását a külföld csak korlátozottan finanszírozza hazai pénznemben, a túlzott eladósodás – összhangban a nemzetközi tapasztalatokkal – egyre inkább devizában zajlott. Ez további sérülékenységi forrást jelent Magyarország számára.</p> <p>Mivel az ország sebezhetőségének kialakulását eredendően a fiskális lazítás okozta, a reálkonvergencia és az egyensúly együttes fenntartása is csak abban az esetben képzelhető el, ha a költségvetési politika tartósan szigorú marad. Bár rendkívül kedvezőtlen helyzetből kiindulva, de a költségvetés strukturális egyenlegében jelentős, a GDP arányában közel nyolc százalékpontos javulás ment végbe 2006-2010 között. A magyar gazdaság magas eladósodottsága miatt összességében nem látunk lehetőséget egy tartósan lazább költségvetési pozíció fenntartására.</p>
<p><i>Az ezredforduló óta tartó lassú felzárkózási ütem felgyorsításához azonban a magyar költségvetés tartós átalakítása szükséges</i></p>	<p>A költségvetési szigor fenntartása azonban csak arra elég, hogy a gazdaság növekedése az ezredforduló után megfigyelt lassú ütemben folytatódjon. A sikeres felzárkózáshoz a költségvetési egyensúly fenntartása mellett annak szerkezeti gyengeségeit is orvosolni kell. Olyan gazdaságpolitikára van szükség, amely azokat a tényezőket javítja, ahol az ország versenyképessége nemzetközi összehasonlításban gyenge: az adórendszer reformja, a munkavállalási hajlandóság ösztönzése, a munkaerő képzettségének emelése és a duális gazdasági szerkezet javítása ebben a tekintetben kulcsfontosságú.</p> <p>A fenntartható növekedés szempontjából az elmúlt egy évben meghozott kormányzati intézkedések többsége (adóék csökkentése, szociális transzferek szigorítása) kedvezőnek tekinthető, a régiós országok vonatkozásában fennálló lemaradásunk megszüntetéséhez azonban további</p>

	<p>lépések szükségesek. Emellett, mivel az általános adószint csökkentése a költségvetési egyensúly fenntartása mellett csak az államháztartási újraelosztás mérséklésével érhető el, így a felzárkózási folyamat gyorsításának feltétele az államháztartás kiadási szerkezetének reformja. Ennek szükségességét az is indokolja, hogy a kiigazítás egyes területeken (egészségügy, állami beruházások) alulfinanszírozáshoz vezetett, míg más területeken (pl. az államháztartás működési költségei) még ma is magasabb a költségvetés kiadási szintje, mint a környező országokban.</p>
<p><i>Fenntartható gazdaságpolitikára eurobevezetéstől függetlenül is szükség van, fegyvermezett gazdaságpolitikával pedig az euronak számottevő középtávú gazdasági előnyei lehetnek</i></p>	<p>Fontos hangsúlyozni, hogy a szigorú költségvetési politika és a gazdaság versenyképességének javítása olyan feladat, amit eurostratégiától függetlenül is szükséges megvalósítani. Az euroövezethez azonban belátható időtávon belül érdemes csatlakozni. Egyrészt, arra már korábbi elemzéseinkben rámutattunk, hogy Magyarország mind reálgazdasági, mind pénzügyi értelemben szorosan integrált az euroövezettel. Ez számottevő potenciális gazdasági előnyt jelenthet Magyarország számára az övezetben. Másrészt, az elmúlt évek történései arra is rámutattak, hogy az euroövezeten kívüli EU-tagországok turbulens periódusokban nagyon ingadozó tőkeáramlásokkal – és ebből fakadóan számos pénzügyi stabilitási kihívással – szembesültek. Az EU-n belüli szabad tőkeáramlásokon alapuló pénzügyi integráció az euro minél korábbi bevezetése mellettti érveket a magas devizaadóssággal rendelkező országokban különösen erősítheti.</p> <p>A legfrissebb európai tapasztalatok alapján viszont az is világos, hogy az euro bevezetése nem helyettesíti a makrogazdasági stabilitás megteremtését. Az euro bevezetéséből fakadó előnyöket csak akkor lehet kiaknázni, ha a folyamat fegyvermezett gazdaságpolitika mellett megy végbe. A monetáris unión belül ugyanis kevesebb alkalmazkodási csatorna áll rendelkezésre, így ha egy tagország tartósabban távolodik a stabil alapokkal rendelkező magtól, akkor a szükségszerű alkalmazkodás elhúzódóbb és fájdalmasabb.</p>
<p><i>A makrogazdasági fenntarthatóság a csatlakozási folyamatban kiemelt jelentőségű lehet</i></p>	<p>Mind több jel utal arra, hogy a konvergenciakritériumok teljesítését az európai intézmények nagyon szigorúan bírálhatják majd el. A Maastrichti Szerződésben meghatározott, jól ismert nominális konvergenciakritériumokat nem csak az euro bevezetését megelőzően vizsgálhatják, hanem feltételezhető, hogy az ERM-II csatlakozáskor is demonstrálni kell a gazdaság stabilitását, a fiskális és külső fenntarthatóságot.</p> <p>Bár jelenleg Magyarország egyetlen maastrichti kritériumot sem teljesít, fenntarthatósági szempontból több kedvező jel is látható. A fiskális politika az egyensúly irányába mozdult el, a költségvetés strukturális pozíciója nemzetközi összehasonlításban erősnek tekinthető. A konvergenciaprogram, illetve a költségvetési felelősségi törvény alapján ugyanakkor 2011-ben további, a GDP egy százalékának megfelelő költségvetési kiigazításra van szükség.</p> <p>A jelenlegi kilátások mellett 2011-ben várhatóan teljesül az MNB inflációs célja, de további kihívást jelent, hogy az alacsony inflációs környezet megszilárduljon. A várakozások horgonyozottsága nélkül pedig nagy a kockázata annak, hogy a gazdaság élénkülése az infláció emelkedését okozza majd.</p> <p>Számos tényező azonban jelentős bizonytalanságot visz a fenntarthatósági számításokba. A fő kockázatot egyrészt az jelenti, hogy ma még nehéz pontosan megítélni, hogy a válságot követően hol lesz a potenciális kibocsátás szintje, és mekkora lehet a következő években a növekedés</p>

	<p>dinamikája. Az is kérdéses, hogy a múltban felhalmozott magas külső és államadósságot milyen kockázati felárak mellett hajlandóak finanszírozni a piacok. Alappályánkban úgy számolunk, hogy a 2010-es strukturális költségvetési pozíció fenntartása esetén csökkenő pályára állhat az államadósság, a fiskális pozíció javulása és a magánszektor alkalmazkodása következtében pedig a külső adósság is tartósan csökkenhet. A válság kitörése előtti évtizedben felhalmozott magas adósságot azonban a gazdaság csak hosszú évek alatt, lassú ütemben képes csökkenteni. Emiatt Magyarországnak a jövőben folyamatosan bizonyítani kell a stabilitás melletti elkötelezettségét. Egy ilyen stratégia amellet, hogy közelebb visz a maastrichti kritériumok formális teljesítéséhez, biztosíthatja, hogy Magyarország ne csak kikerüljön a túlzottdeficit-eljárás alól, hanem az euro bevezetését követően kellő fiskális mozgástere maradjon: azaz a negatív sokkokra önálló monetáris politika hiányában is érdemben tudjon reagálni a gazdaságpolitika.</p>
--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

# 1. A magyar gazdaság középtávú felzárkózási kilátásai a fejlett Európához

*A pénzügyi válságot megelőző időszakban a pénzügyi befektetők viselkedését a makrogazdasági kockázatok alulárázása jellemezte. A válság a kockázatok újraértékelését hozta magával, amehelyek így, az átmeneti, szélsőséges kockázati felárak mérséklődése után is tartósan magasabb maradhatnak, mint a válság előtti időszakban. Emiatt a befektetők várhatóan a korábbi évtizedben megfigyeltnél óvatosabbak lesznek a jelentős makrogazdasági egyensúlytalanságokat mutató országok finanszírozásában. Ez a viselkedésváltozás kettős módon érinti a magyar gazdaság növekedési kilátásait: egy „áramlási” és egy „állományi” hatáson keresztül.*

*Az „áramlási” hatás miatt kevésbé, illetve kockázatosabban és drágábban lehet folyó fizetésimérleg-hiánnyal együtt járó növekedési pályát fenntartani. Az „állományi” hatás szerint az elmúlt évtizedben felhalmozott költségvetési és külső adósságállományok miatt azonban még egy ideig akkor is kockázatosnak minősül Magyarország, ha a jövőben a növekedés a korábbi évtizedben megfigyeltnél nagyobb arányban támaszkodik belső forrásokra. A kockázatokhoz való óvatosabb hozzáállás tehát drágábbá és ingatagabbá teszi a külső forrásbevonást, a hazai szereplőknek pedig a megtermelt jövedelem korábbiaknál nagyobb hányadát kell adósságszolgálatra fordítaniuk. A jövőben mindkét tényező hátráltatja a belföldi felhasználás bővülését.*

*A magyar gazdaságra több évtized óta jellemző, hogy a növekedés felgyorsulása egy idő után együtt járt a folyó fizetési mérleg hiányának megugrásával. Ezért abhoz, hogy a magyar gazdaság a válság utáni időszakban érdemi felzárkózásra legyen képes, a korábbi növekedési minta tartós és erőteljes megváltozására van szükség. Mivel a válság előtti eladósodás legfontosabb oka a felelőtlen költségvetési politika volt, elsősorban itt van szükség markáns irányváltásra: gazdaságpolitikai minimumként a szigorú költségvetési politika tartós folytatására van szükség.*

*Európai felzárkózásunk – válság előtt megfigyelt lassú tempójának - gyorsításához azonban az előbbieken túlmenően az is szükséges, hogy a gazdasági növekedés szempontjából kedvezőtlen gazdaságpolitikai ösztönzőket erőteljesen javítsuk. A makrostabilitás hiánya, a magas marginális adókulcsok, a bonyolult adórendszer, a humántőke-felhalmozás alacsony szintje, a duális gazdaság szerkezet ugyanis mind a növekedés tartós gátjának tekinthető. Míg a tartós egyensúlyjavulás szempontjából kedvezőnek tekinthetőek az elmúlt évben meghozott strukturális költségvetési intézkedések (adóátrendezés, szociális transzferek szigorítása, a költségvetési felelősségről szóló törvény elfogadása), a gazdasági növekedés ösztönzőit tekintve még mindig jelentős elmaradásban vagyunk régiós versenytársainkhoz képest.*

*Az elemzésben számszerűsítünk olyan középtávú növekedési pályákat, amelyek teljesítik azt a követelményt, hogy a válság előtt megfigyeltnél jelentősen kisebb folyó fizetésimérleg-hiánnyal járnak együtt. Első lépésként abból a konzervatívnak tekinthető feltételezésből indulunk ki, hogy a pénzügyi válság következtében elsődleges exportpiacaink, elsősorban az euroövezet növekedése is hosszabb ideig lelassul. A nemzetközi intézmények egyelőre 2011-ig adnak részletes előrejelzést az euroövezet növekedésére, de elemzéseik felhívják a figyelmet a lassuló növekedés mögött rejlő, hosszabb időszakon keresztül érvényesülő tényezőkre is. Felvevőpiacaink lassabb bővülését importáljuk, de alapesetben azszal számolunk, hogy felzárkózásunk az euroövezetbe, a válság előtt megfigyelt lassú tempóban képes megvalósulni. E feltételezésünk hátterében az áll, hogy a kisebb folyó fizetési mérleg fenntartásának kényszeréből adódó növekedési hatást ellensúlyozzák a kormányzat elmúlt egy évben meghozott strukturális jellegű költségvetési intézkedései.*

*Alappályánk mellett számszerűsítünk egy sokkal kedvezőtlenebb pályát is. Ha a válság következtében a magyar gazdaság termelési kapacitásai a várakozásunknál erőteljesebben sérültek, és a válságot követő időszakot az alappályában feltételezettnél erőteljesebb kockázatkerülés jellemzi, akkor a fejlett országokhoz viszonyítva igen lassú ütemben felzárkózó, vagy érdemi felzárkózást nem mutató reálgazdasági pálya is elképzelhető. Egy ilyen forgatókönyv esetén a piac által tolerált külső egyensúlyi pozíció még növekvő gazdaságban sem lehet tartósan*



*deficités. Azaz, egy ilyen kedvezőtlen helyzetben a belföldi kereslet bővülése azért lehet különösen lassú, mert változatlan fiskális politika mellett a magánszektor nettó értelemben nem képes külső forrásbevonásra.<sup>1</sup>*

*A fejezetben felhívolt makrogazdasági pályák tartósan alacsonyabb folyó fizetésimérleg-biányt eredményeznek, így e pályák mentén az ország nettó külső adósságállománya határozott csökkenő pályára állhat az elkövetkező években. Az alappályánkban feltételezett külső egyensúly javulásához elegendő, ha a költségvetés 2010-ig bekövetkezett strukturális egyenleg javulását tartósnak tételezzük fel. A kockázati pályában azonban ez nem elegendő, itt a magánszektor nettó értelemben nem tud több forrást bevonni, tehát a csökkenő adósságpályát a pénzügyi piacok a felzárkózás lelassulásával kényszerítik ki. A magas külső adósságállomány kinövését hátráltatja a gazdasági növekedés és a reálfeletékelődés ütemének várható lassulása, illetve a kockázati felárak tartós emelkedése is. Emellett számítanunk kell arra, hogy a külső forrásbeáramlás szerkezetében egyre csökkenő arányt képvisel majd a működőtőke jellegű forrás. Ezért bár összességében úgy látjuk, hogy az elkövetkező évtizedben a magyar gazdaság külső adósságállománya tendenciózusan csökken, a külső adósságmutatók gyors kinövésére – a jelenleg érvényes gazdaságszerkezetben - nem valószínű számítani.*

*A költségvetés jelenleg érvényes strukturális egyenlegének fennmaradása esetén alappályánk szerint a bruttó államadósság vonatkozásában is tartósan csökkenő pályát valószínűsítünk. Ez a kép még akkor sem változik érdemben, ha figyelembe vesszük, hogy az elkövetkező évtizedben milyen strukturális elmozdulások tűnhetnek szükségesszerűnek a költségvetés szerkezetében. Összességében azonban úgy látjuk, hogy az államadósság szintje az alappályában még 2020-ra sem csökken a 60%-os GDP-arányos szint alá. Egy ilyen pálya azonban abban az értelemben nem reális, hogy nem teljesíti sem az EU irányába tett vállalásainkat (a maastrichti kerítariumot 2011-re nem teljesítjük), sem a költségvetési felelősségről szóló törvény által meghatározott reáladósság-szabályt. Ezen mutatók alapján a GDP arányában nagyságrendileg egy százalékpontos tartós külgazdításra lehet szükség. Az előbbieknél jóval kedvezőtlenebb kép rajzolódik a kockázati forgatókönyv megvalósulása esetén. Ebben az esetben a GDP arányában számított egy százalékos tartós külgazdítás csupán az államadósság stabilizálását biztosítja. Mindegyik forgatókönyvről elmondható azonban, hogy nemzetközi összehasonlításban a magyar állambáztartás fenntarthatósága viszonylag kedvezőnek ítéltető meg akkor, ha a költségvetés 2010-es strukturális pozíciójának fennmaradását tételezzük fel.*

*A fejezet három fő részből áll. Az első szakaszban a pénzügyi válság alatt zajló reálgazdasági alkalmazkodási mechanizmusról, a másodikban a középtávú reálkonvergencia-kilátásokról szólunk, végül az utolsó szakaszt az adósság fenntarthatóságnak szenteljük.*

## **1. 1. Makrogazdasági alkalmazkodás a pénzügyi válság időszakában**

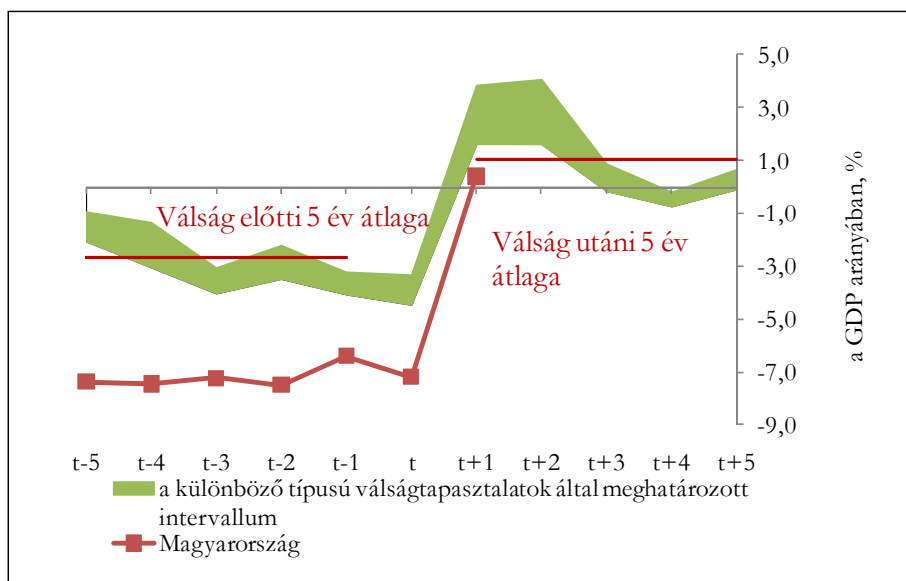
Magyarországon a válság mintázata leginkább a korábbi tőkemérleg-válságokhoz hasonlóan alakult. A hasonlóság leginkább abban állt, hogy a korábbi gyors tőkebeáramlás leállása nálunk is nagyon gyors fizetésimérleg-korrekción kényszerített ki. Ennek ellenére a legrosszabb forgatókönyvet, amikor a bankrendszerből is kivonásra kerülnek a források és bankcsődök sorozata következik be, sikerült elkerülni. A korábbi tőkemérleg válságoktól eltérően a magyar bankrendszer többségét birtokló külföldi anyabankok folyamatosan biztosították hazai leányaik finanszírozását, a külföldi tulajdonossal nem rendelkező bankok számára pedig az IMF hitelcsomag biztosított finanszírozási lehetőséget. Ugyanakkor a fizetésimérleg-korrekción jelentősen hátráltatta, hogy a nemzetközi pénzügyi válság miatt exportpiacaink is összeomlottak, így a külső egyensúly javulását a korábbi válságtapasztalatokkal összevetve nem segítette az export élénkülése, a korrekció kizárólag a belföldi kereslet erőteljes csökkenéséhez kötődött<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Ilyen típusú problémára Darvas-Simon (1999) már az ezredforduló előtt felhívta a figyelmet.

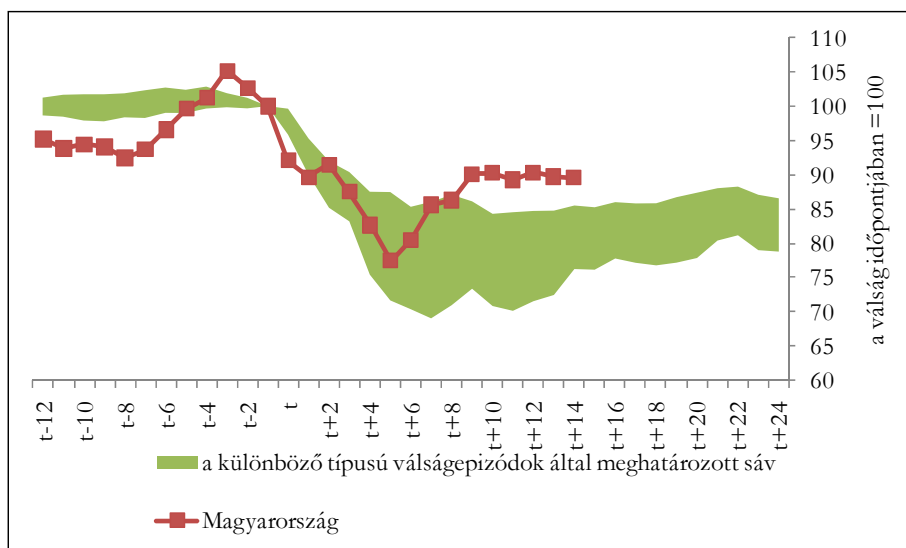
<sup>2</sup> Utólag úgy tűnhet, hogy a 2008 végi, 2009 eleji a válsághelyzetre jellemző volt a pénzügyi piacok túllövése a ténylegesen bekövetkezett folyamatokhoz képest. Ez azonban nem fedheti el azt a tényt, hogy (1) a pénzügyi válság alapvetően a gyenge fundamentumokkal rendelkező országokat érintette igazán kedvezőtlenül, (2) mivel a legtöbb esetben a gazdaságpolitikák jövőbeli fenntarthatóságához köthetőek, a fundamentumok sem egyértelműen mérhető

1-1. ábra: Fizetésimérleg-korrekción kényszerű fizetésimérleg-kiigazodási periódusokban\*



\*Éves adatok. A különböző típusú válságepizódok minimum-maximum sávja, „t” a válság kezdetének időpontja, ami Magyarország esetében 2008, Laeven-Valencia (2008) adatbázisa alapján.

1-2. ábra: Reálárfolyam-korrekción kényszerű fizetésimérleg-kiigazodási periódusokban\*



\*Havi adatok. A különböző típusú válságepizódok minimum-maximum sávja, „t” a válság kezdetének időpontja, ami Magyarország esetében 2008. szeptember, Laeven-Valencia (2008) adatbázisa alapján.

A folyó fizetésimérleg-korrekción azt jelenti, hogy a gazdaság termeléséhez képest a belföldi keresletnek mérséklődnie kell. Ez a folyamat automatikusan a reálárfolyam leértékelődésével jár együtt. Ez megtörténhet közvetlenül, a nominális árfolyam leértékelődésén keresztül, vagy hosszabb időszak alatt a tartósan negatív kibocsátási rés szorítja le a hazai árakat. Ahogy az 1-1-es és 1-2-es ábrák mutatják, egyelőre a tőkemérleg válság tapasztalatoknál valamivel kisebb reálleértékelődés valósult meg, miközben a fizetésimérleg-alkalmazkodásban nem látszik elmaradás. A ma látott fizetésimérleg-alkalmazkodásban azonban számos, csak a recesszió idején

tények, (3) a piaci kényszer következtében a hazai fundamentumokban is érdemi javulás történt. Azaz, bár nem állítható, hogy a válság alatti kiigazodás mértékében teljes mértékben indokolható fundamentális tényezőkkel, azoknak mégis alapvető és meghatározó szerepük van a folyamatokban.

érvényesülő hatás is megfigyelhető. Hangsúlyozva a modell korlátait, az 1-1. keretes írásban megpróbáltunk egy becslést adni arra, hogy a válság előtti időszakhoz képest eddig bekövetkezett, megközelítőleg 10%-os reálleértékelődés hosszabb távon mekkora fizetésimérleg-javulással lehet összhangban. A hazai adatokon becsült kis modellből származó eredmények szerint a reálárfolyam 10%-os korrekciója a külső egyensúlyi pozíció nagyságrendileg 3 százalékpontos tartós javulásával jár együtt.

#### 1-1. keretes írás: A válságban zajló korrekció számszerűsítése egy kis FEER-modell keretében

A válság alatt zajló korrekció megértéséhez hasznos kiindulópontot jelenthet az ún. FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) megközelítés, ami Williamson (1994) nevéhez fűződik. A modell előnye, hogy viszonylag egyszerű és nem tartalmaz erős feltevéseket a gazdaság szektorális felosztására (export vs. hazai), így a következtetései is viszonylag robusztusnak tekinthetőek.

A kiindulópontot az a megfigyelés adja, hogy a reálárfolyam az a relatív ár, amelynek egyszerre kell biztosítania a belső és a külső egyensúly kialakulását. Míg a belső egyensúlyi görbén a reálárfolyam és a belföldi felhasználás pozitív kapcsolatban áll egymással (minél nagyobb egy gazdaságban a túlfűtöttség, annál magasabbak az árak), addig a külső egyensúlyi görbén adott külső egyensúlyhiány esetén a belföldi felhasználás növekedése a reálárfolyam leértékelődését kell, hogy implikálja. A gondolatmenet esetében tehát egy adott egyensúlyi (FEER) reálárfolyamszint egy adott külső egyensúlyi szinttel konzisztens, úgy hogy közben a belföldi árupiac egyensúlyban van. Képletben:

*XX (külső egyensúly görbe)  $CA^* = ca(-DA, -R, Z)$*

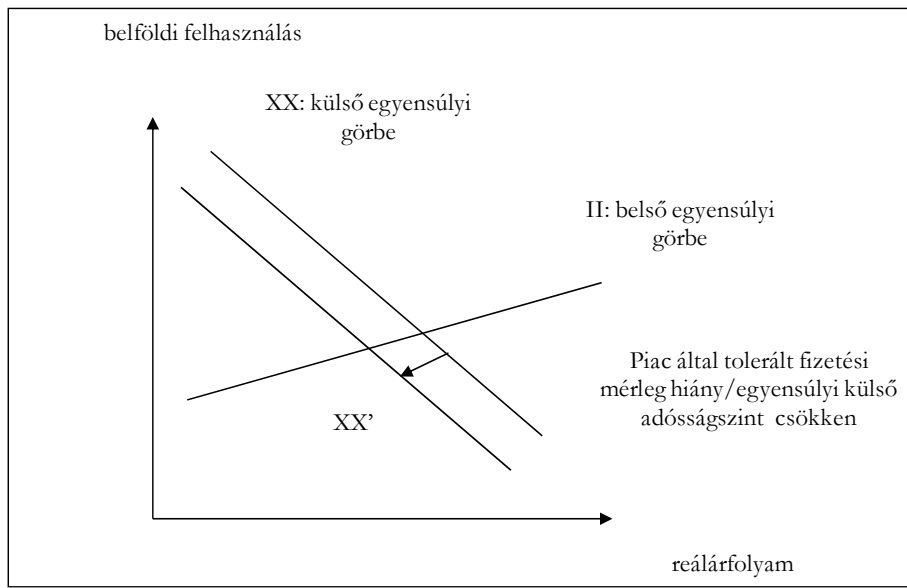
*II (belső egyensúly görbe):  $DA = da(R, -NFL(-R), Z)$*

*ahol:*

*CA a fizetési mérleg, DA a belföldi felhasználás, R a reálárfolyam, M az import, X az export, NFL a nettó külföldi tartozás, Z az egyensúlyi reálárfolyamot befolyásoló egyéb versenyképességi tényezők (TFP, adórendszer, termékminőség, munkaerő képzettsége).*

Mi történik akkor, ha a kockázatkerülés növekedésének következtében a piac által tolerált fizetésimérleg szintje lecsökken? Ebben az esetben az 1-3. ábrán az XX görbe balra tolódik, hiszen adott belföldi felhasználás a korábbiaknál csak leértékeltőbb reálárfolyammal lehet konzisztens. Ennek következtében az új egyensúlyi reálárfolyam a korábbiaknál leértékeltőbb és a belföldi felhasználás a sokk előtti szintnél alacsonyabb. Azaz a kockázatkerülés megnövekedése miatti fizetésimérleg-korrekció egyszerre jár együtt a reálárfolyam leértékelődésével és a belföldi felhasználás csökkenésével.

1-3. ábra: Fizetési mérleg és reálárfolyam-korrektció a pénzügyi válságban



A helyzetet bonyolítja, hogy amennyiben az ország nettó külső devizaadóssággal rendelkezik, akkor a reálleértékelődés növeli a fennálló külső adósságot. Emiatt - a vagyonhatáson keresztül - a belföldi felhasználás érzékenyebb a reálárfolyamra, mint alapesetben. A tartozások átértékelődése rontja a kamategyenleget, a külső egyensúly viszont érzéketlenebb lesz a reálárfolyam változására. Azaz az II görbe ekkor meredekebb, az XX görbe laposabb.

Fontos ugyanakkor megjegyeznünk, hogy a fenti illusztráció csak ceteris paribus hatásokat tartalmaz: a reálárfolyamnak nem kell szükségképpen leértékelődnie, illetve a belföldi felhasználásnak csökkennie, ha pl. folyamatos külföldhöz viszonyított termelékenyséjavulás és/vagy termékminőség-javulás zajlik a gazdaságban (Z faktor a képletben). Azaz a változás csak a korábbi trendhez képest érvényes. Ebből adódik az a következtetés is, hogy a fedezetlen devizaadósok helyzetét súlyosbító reálleértékelődés nem kell, hogy szükségképpen bekövetkezzen akkor, ha a válság közben olyan gazdaságpolitikai lépések történnek, amelyek ceteris paribus adott reálárfolyam mellett jobb külső egyensúlyt tesznek lehetővé, tehát felértékelik az egyensúlyi reálárfolyamot. Ilyen lépések tekinthetők például a kormányzat 2009-2010-es adóátrendező lépései (az áfaemelés a hazai fogyasztást terheli, míg az exportot nem, míg a munkaköltségek csökkentése és az indirekt adók emelése a nemzetgazdaság szintjén nagyságrendileg semlegesíti egymást.)<sup>3</sup>

Kiindulva az MNB negyedéves előrejelző modelljéből, azt leegyszerűsítve és kiegészítve néhány új összefüggéssel szimulációkat végeztünk abban a kérdésben, hogy miként kapcsolódik össze a fizetésimérleg-kiigazolás és a reálárfolyam-korrekció.<sup>4</sup> Számításaink szerint a reálárfolyam 10%-os korrekciója ceteris paribus a külső egyensúlyi pozíció nagyságrendileg 3 százalékpontos tartós javulásával jár együtt, ami a belföldi kereslet rövid távon nagyságrendileg 2%-os visszaesését és a nettó export markáns javulását okozza. Így a válság előtti trendhez képest 10%-os tartós reálleértékelődés mellett a külső egyensúlyhiány a múltbeli időszakban megfigyelt érték majdnem felére csökkenhet.

Fontos ugyanakkor hangsúlyoznunk, hogy a reálárfolyam a monetáris politika által közvetlenül nem befolyásolható változó. A tartós reálárfolyam-korrekció a kockázati prémium megemelkedéséből, és így a befektetők által tolerált külső egyensúlyi pozíció kényszerű javulásából adódik. A monetáris politikának kizárólag abban van választása, hogy a korrekció mennyiben az árak, illetve az árfolyam alkalmazkodásán keresztül zajlik le. Nemzetközi tapasztalatok alapján a gyors nominális árfolyam-gyengülés kockázata a túllövés és a fedezetlen devizapozíciók miatt kialakuló mély recesszió, míg az ár- és béralkalmazkodás kockázata a nominális bérmerevségek miatt elhúzódóbb reálgazdasági kilábalás.<sup>5</sup>

A korábbi válságtapasztalatok szerint a reálárfolyam leértékelődése jelentős mértékben segítette a recesszióból való kilábalást. (De Gregorio-Lee, 2004; Park-Lee, 2001), igaz ugyanakkor az is, hogy a nominális árfolyam gyors és kontrollálatlan leértékelődése a mérleghatásokon keresztül rövidtávon mélyíthette is a recessziót.

A reálleértékelődés és a kilábalás közötti pozitív kapcsolatot a nemzetközi tapasztalatok elsődlegesen azzal magyarázzák, hogy az exportszektort segítette a kedvező külső konjunktúra, és az a tény, hogy a hazai bankszektor elsősorban a nem külkereskedelem-képes szektorokat hitelezte, azaz a hitelkínálat szűkülése a nagy nemzetközi vállalatokból álló exportszektort kevésbé érintette. Ennek a jelenségnek érdekes következménye volt, hogy a fellendülés idején a gazdaságban egyidejűleg volt megfigyelhető növekedés és a hazai hitelpiac befagyása. Az a tény ugyanis, hogy az exportszektor húzta ki a válságból a gazdaságokat, lehetővé tette a hazai

<sup>3</sup> Lásd erről például MKKT (2009).

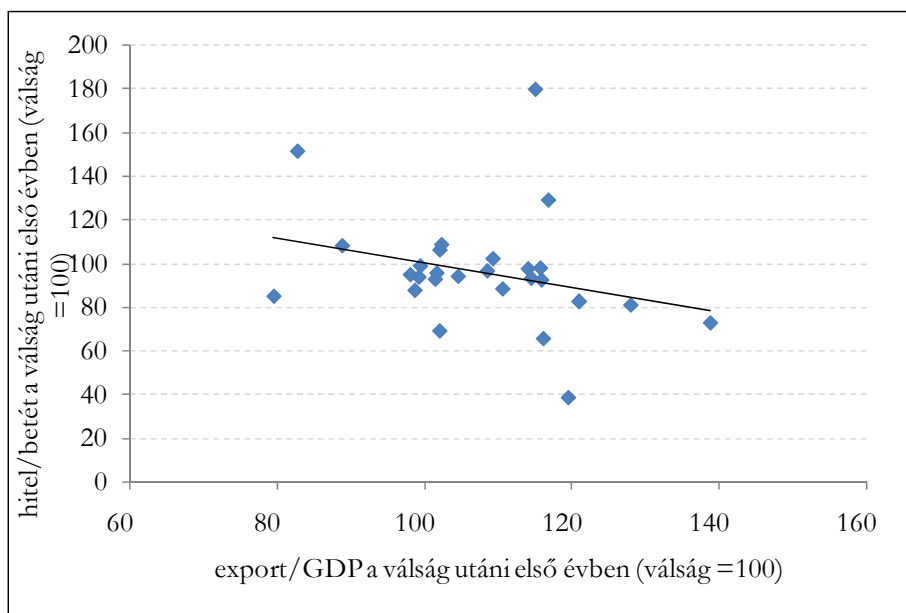
<sup>4</sup> A modell részleteiről lásd Kovács (2010).

<sup>5</sup> Lásd erről Endrész-Krekó (2010).

bankszektornak, hogy nettó értelemben forrásokat vonjon ki a gazdaságból, azaz a hitel/betét arányát csökkentse (Tornell, 2002).

Ahogy az 1-4. ábra illusztrálja, minél erősebb volt az exportszektor relatív élénkülése a válság után, a válságba került ország bankrendszere annál gyorsabban volt képes mérlegei kiigazítására. Ennek valószínűleg két oka lehetett. Egyrészt a bankrendszer a mérlegkiigazodás során megpróbál optimalizálni a mélyülő gazdasági visszaesés és a minél gyorsabb kiigazodás dilemmájában. Minél gyorsabban vonja ki ugyanis a forrásokat a gazdaságból, annál inkább kockáztatja, hogy mélyíti a recessziót, és így a meglévő állomány portfóliókockázatát és saját tőkehelyzetét rontja. Viszont minél lassabban vonja ki a forrásokat, annál hosszabb ideig marad kockázatos bank a külső források mérlegen belüli arányát tekintve. A másik lehetséges, az előbbi hatást nem kizáró magyarázat pedig az, hogy egy relatíve kevésbé romló gazdasági környezetben tartós, betét típusú forrás is több képződik, ami miatt a mérlegalkalmazkodás kevésbé kell, hogy a hitelsatornán keresztül történjék.

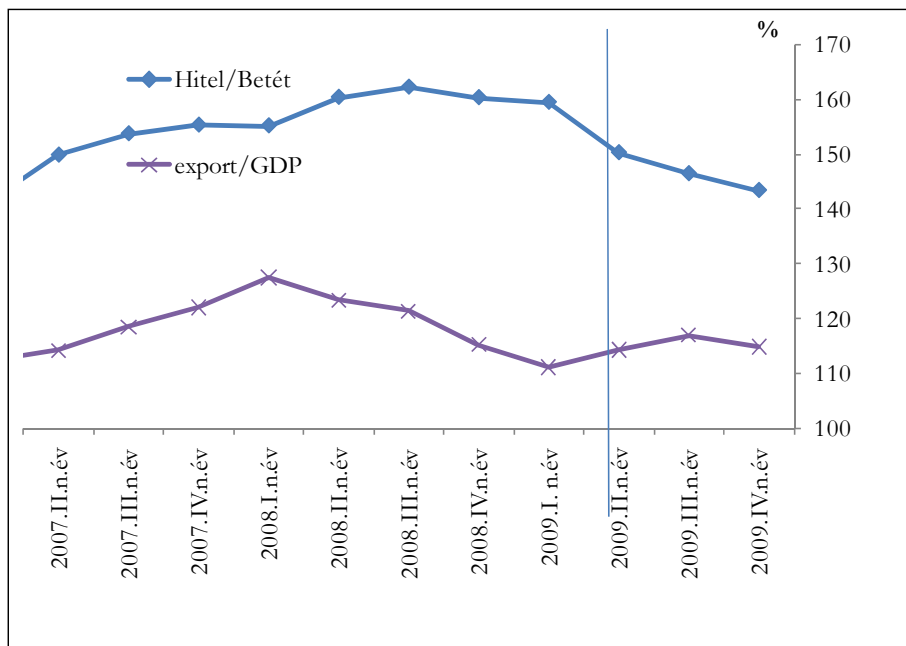
**1-4. ábra: A hitel/betét mutató és az exportteljesítmény alakulása a válság utáni első évben a pénzügyi válságba került országokban\***



\*Laeven-Valencia (2008) adatai alapján.

Mivel a jelenlegi válság globális természetű, a válság kezdeti szakaszában az egész gazdaság, és így az exportszektor is szűkült. Emiatt a bankszektor a válság első szakaszában, a Lehman Brothers csődje utáni első félévben nem is volt képes érdemi mérlegkiigazodásra. Sőt, ebben az időszakban a bankszektor külső tartozásai és hitel/betét aránya emelkedett a kockázatokhoz való konzervatívabb hozzáállás ellenére. Amint az az 1-5. ábráról leolvasható, a magyar bankszektor mérlegalkalmazkodása akkor kezdett el markánsan érvényesülni, amikor az exportpiacok és a hazai exportértékesítések már stabilizálódtak. Tekintve, hogy a bankszektor mérlegkiigazodása késve indult meg a jelenlegi válságban, komoly kockázata van annak, hogy a jövőben tartósabb folyamat lesz annál, mint amit korábbi válságokban tapasztaltunk. Ez még egy viszonylag kedvező világgazdasági környezetben is nehezítheti a magyar gazdaság növekedési pályára állását.

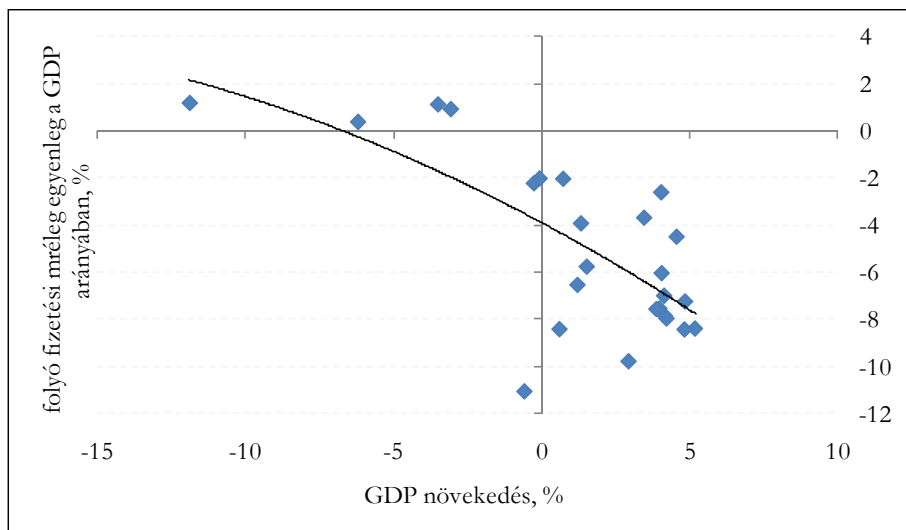
1-5. ábra: A bankszektor mérlegalkalmazkodása Magyarországon



### 1. 1. 1. Sikerül-e növekedési modellt váltani?

A válság közvetlen hatásaként tehát a külső egyensúly jelentősen javult, ami a költségvetés és a magánszektor kényszerű, a tőkeáramlások megfordulásából adódó kiigazodási kényszeréből fakadt. Bizonytalan ugyanakkor, hogy az egyensúlyi pozíciókban bekövetkezett javulásból mennyi a tartós komponens. A válság közvetlen kiigazodási kényszerének elmúltával a gazdaság újra növekedési pályára állhat, ezt mutatják a pénzügyi válságok nemzetközi tapasztalatai.<sup>6</sup> Feltételezve azonban, hogy a fizetésimérleg korlát a válság előtti időszakhoz képest keményedik (adósságból kevésbé lehet növekedni, mint korábban), a gazdasági szereplők változatlan viselkedése mellett a reálkonvergencia üteme lassulhat.

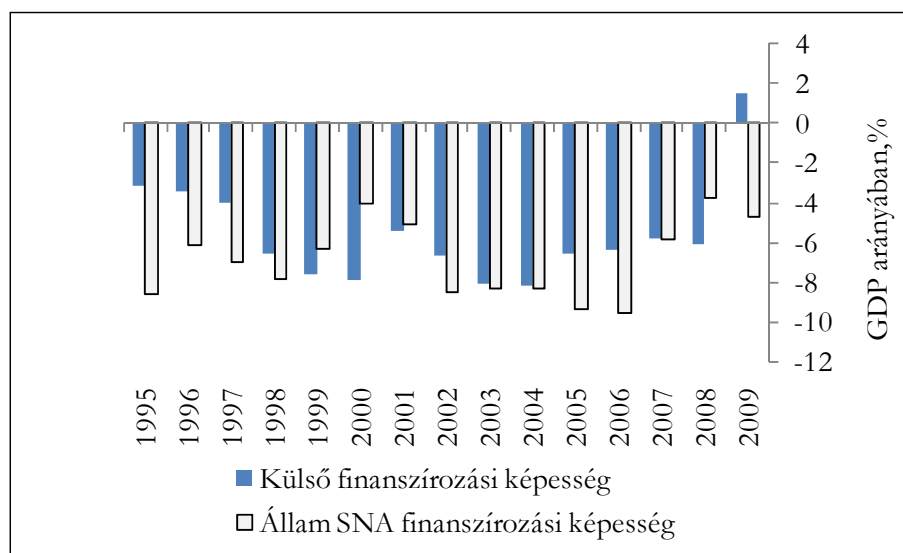
1-6. ábra: GDP-növekedés és a folyó fizetési mérleg egyenlege Magyarországon (1985-2009)



<sup>6</sup> Lásd például IMF (2009a). A kérdéssel részletesebben foglalkozunk a második fejezetben.

Amint az az 1-6. ábrán látható, Magyarországon hosszú évtizedek óta a növekedés gyorsulása tendenciózusan a fizetési mérleg romlásával társult. A külső forrásbevonás és a növekedés kapcsolata az elmúlt évtizedekben nem tekinthető teljesen egységesnek, hiszen voltak olyan időszakok, amikor a külső források elsősorban vállalati beruházásokat és nem költségvetési hiányt, vagy lakossági eladósodást finanszíroztak. Az 1-7. ábra alapján azonban összességében mégis szembetűnő, hogy a külső egyensúlyhiány mögött szinte mindvégig tartósan magas költségvetési hiány állt, azaz úgy érvelhetünk, hogy a visszatérően magas külső egyensúlyhiány oka a laza költségvetési politikában keresendő.

**1-7. ábra: Külső egyensúlyhiány és költségvetési deficit Magyarországon**



Kérdés, hogy a magyar gazdaság ki tud-e alakítani egy új növekedési modellt, ami képes megtörni az eddigi trendet. Amennyiben ugyanis a növekedés gyorsulása a belső források növekvő felhasználásával társulna, akkor a pénzügyi válság utáni világban a felzárkózási forgatókönyv romlása nem lenne szükségszerű.

Fontos ugyanakkor hangsúlyoznunk, hogy a kérdéshez legjobb esetben is visszafogott optimizmussal szükséges hozzáállnunk. Az alacsony megtakarítási hajlandóság, illetve különösen a költségvetés túlköltekezésére vonatkozó tendencia hosszú évtizedek óta jellemzi a magyar gazdaságot. Amennyiben azonban a válság következtében végrehajtott költségvetési kiigazítás strukturális egyenlegjavító hatása tartós marad, ez hozzájárulhat a külső egyensúlyhiány tartós mérséklődéséhez. Egy másik kérdés, hogy mi történik a magánszektor megtakarítási hajlandóságával. Itt a bizonytalanság még nagyobb, hiszen nem tudható, hogy a válságban megemelkedett megtakarítási hajlandóság a növekedés és a hitelpiacok élénkülésével nem indul-e újra csökkenésnek. Ez alapvetően a háztartási szektor bizonytalansághoz való hozzáállásától és a vállalati szektor beruházási hajlandóságától, illetve a pénzügyi közvetítőrendszer hatékonyságától függ.

Nemzetközi tapasztalatok arra utalnak,<sup>7</sup> hogy a sikeres és a sikertelen országokat éppen az különbözteti meg, hogy a tágabb értelemben vett intézményrendszerük miként reagál a válságban: a hatékony politikai intézményrendszerrel működő gazdaságok nagyobb eséllyel használják fel fejlődésre a krízisek okozta kijózanodást. A témában érdekes tanulságokkal szolgál Latin-Amerika és Délkelet-Ázsia tapasztalatainak áttekintése is. Bízatóak Latin-Amerika elmúlt egy évtizedének tapasztalatai, ahol szintén a fiskális politika volt a tartós egyensúlyhiány legfontosabb forrása, s a

<sup>7</sup> Lásd Cavallo és Cavallo (2008).



gazdaságpolitikai intézményrendszer megváltoztatásával sikerült a növekedést és az egyensúlyt egyidejűleg megőrizni. Délkelet-Ázsia krízis utáni tapasztalata ugyanakkor arra is rávilágít, hogy mély válság esetén a magánszektor viselkedése is tartósan megváltozhat (lásd az 1-2. keretes írást)<sup>8</sup>.

**1-2. keretes írás: Mennyiben változnak meg a növekedési minták fizetési mérleg korrekciók után?  
Tanulságok Latin-Amerika és Délkelet-Ázsia tapasztalatai alapján**

Mint azt korábban már hangsúlyoztuk, az ezredfordulótól a világgazdasági válságig a feltörekvő gazdaságok jelentős része közeledett a fejlettekhez, de jelentős különbség mutatkozott abban, hogy a konvergenciát az egyes régiók mennyiben belső és mennyiben külső forrásokra alapozták. Míg a kelet-közép-európai (KKE) országok esetében a növekedés alapvetően külső forrásbevonáson alapult, Délkelet-Ázsiában és Latin-Amerikában a gyors növekedés tőkeexporttal, illetve közel egyensúlyban levő fizetési mérleggel járt együtt. Jelen keretes írásban amellet érvelünk, hogy ez utóbbi két régióban a gyors növekedés és a fizetési mérleg többlet együttese viszonylag új jelenség. Nem teljesen egyértelmű azonban, hogy a megváltozott növekedési minta mennyiben adódott abból, hogy az érintett országok igyekeztek a külföldi tőkeáramlások megfordulásának esetére a korábbiaknál ellenállóbb gazdaságstratégiát kialakítani, illetve abból, hogy a magánszektor viselkedésében mély nyomot hagyott a korábbi krízis.

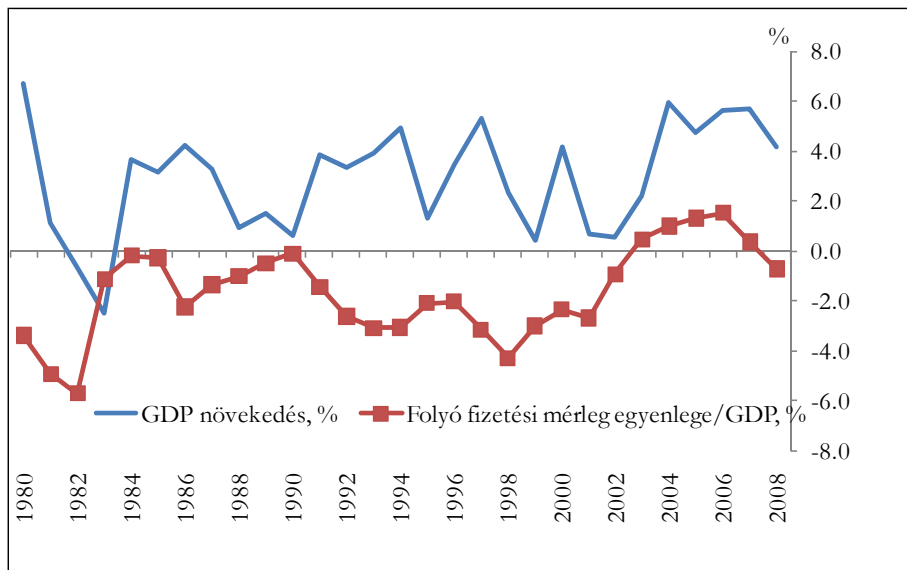
Az 1-8. ábra alapján látható, hogy a délkelet-ázsiai országokban az 1997-es pénzügyi válságig, Latin-Amerika országaiban pedig nagyságrendileg az ezredfordulóig a növekedés tartós folyó fizetésimérleg-hiánnyal, illetve a gyorsuló növekedés a hiány tágulásával járt együtt. Az azóta kezdődő időszakban azonban a növekedés és a külső egyensúly korábbi kapcsolata megtört. A délkelet-ázsiai országok a válság előtti növekedési ütemeket jelentős folyó fizetésimérleg-többlettel érték el, míg a latin-amerikai országok esetében a korábbi hiányokat enyhébb többletek váltották fel.

Míg Latin-Amerika esetében viszonylag egyértelműnek tűnik, hogy a korábbi időszak fegyelmezettebb fiskális és monetáris politikája és az erőteljesebb felügyeleti szabályozás hozta meg a gyümölcsét, Délkelet-Ázsia esetében máig nem tisztázott pontosan, hogy mennyiben a gazdaságpolitika és mennyiben a magánszektor alkalmazkodása váltotta ki a megváltozott viselkedést.

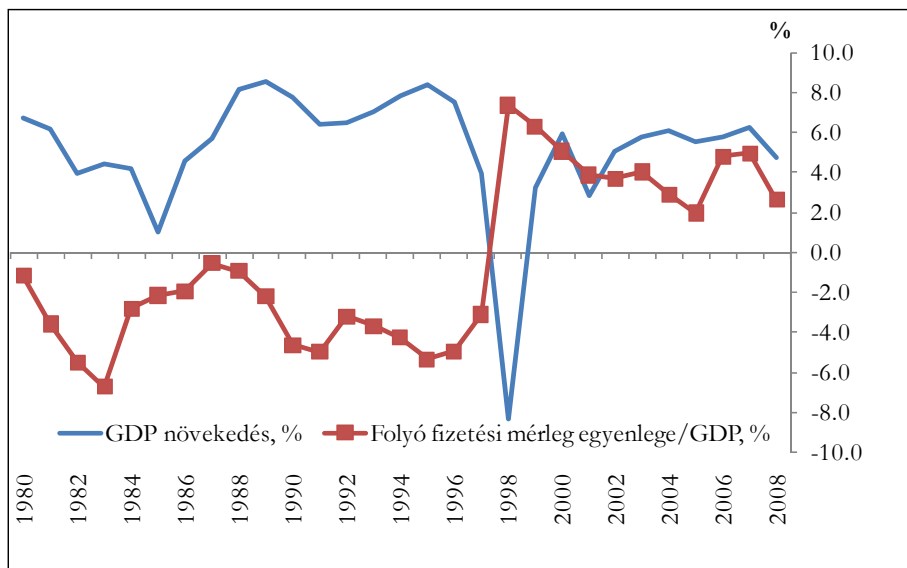
---

<sup>8</sup> Fontos ugyanakkor megjegyeznünk, hogy a fenti két régió tapasztalata, ahogy minden összehasonlítás, csak korlátozottan lehet érvényes a magyar gazdasági helyzetre. Ennek legfontosabb oka, hogy Magyarország az EU, egy fejlett gazdasági közösség tagja, ami az előbbi országokhoz képest mélyebb reálgazdasági és pénzügyi, illetve intézményrendszerbeli integrációt eredményez a fejlett centrum országokkal.

1-8. ábra: GDP-növekedés és folyó fizetési mérleg Latin-Amerikában



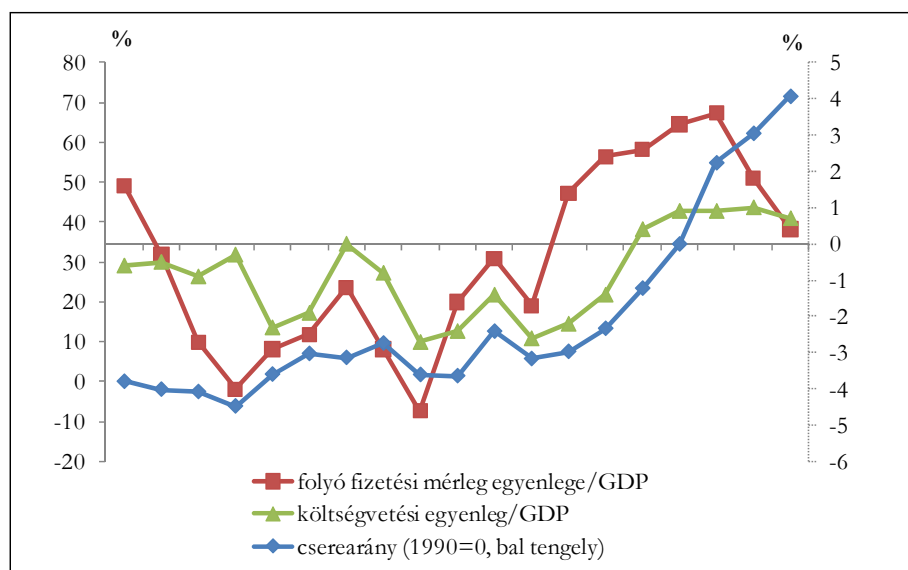
1-9. ábra: GDP-növekedés és a folyó fizetési mérleg egyenlege Délkelet-Ázsiában



## Latin-Amerika: a korábbi évtizedes tendenciáknál szigorúbb fiskális politika, nyersanyagár-emelkedés és monetáris reform

Leginkább a latin-amerikai országok idősrán illusztrálható, hogy a kényszerű fizetésimérleg-kiigazodás nem vezet automatikusan a növekedési minta megváltozásához. Amint az az 1-8. ábrán látható, a régió az 1980-2000 közötti húsz évben néhány évente erőteljes fizetésimérleg-korrekción esett át, ami a korábbi növekedés megtorpanásához, illetve recesszióhoz vezetett. 2000 óta azonban a kedvező növekedési pálya nem járt együtt a folyó fizetési mérleg romlásával. Az 1-10-es ábrán látható, hogy a jelenség részben a cserearány kedvező alakulásából adódott, az is igaz ugyanakkor, hogy 2001 és 2006 között a külső egyensúlyi és a fiskális pozíció egyidejűleg javult, azaz a régió átlagában a költségvetési politikák a kedvező konjunktúra adta többletbevételt inkább megtakarították, mint elköltötték. Emellett számos országban a 2000-es évek óta a korábbiaknál rugalmasabb árfolyamrendszert és erős antiinflációs kötelezettségű monetáris politikát (sok esetben az inflációs célkövetés rendszerét) vezettek be, amivel - a korábbi évtizedben megfigyelnél - sikeresebben horgonyozták az inflációs várakozásokat. Emellett, az országok többsége, a korábbi válságtapasztalatokból okulva megerősítette a felügyeleti rendszerét, ami a bankszektor korábbiaknál jóval prudensebb hitelezését eredményezte. Azt is fontos megállapítani ugyanakkor, hogy több ország a beáramló tőke egy részét sterilizálta, korlátozva így az árfolyam felértékelődését, illetve jelentős devizatartalékokat halmozva fel a rossz időkre. A fegyelmezett fiskális politika és sikeres monetáris politika lehetővé tette a korábbi éveknél jóval alacsonyabb kamatszint fenntartását, ami miatt az ezredforduló utáni növekedési ciklus a korábbiakkal ellentétben nem járt együtt a dolláralapú hitelezés térnyerésével (IMF, 2006; Rojas-Suarez, 2010).

1-10. ábra: A költségvetési és a folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint a cserearány Latin-Amerikában\*



\* Argentína, Brazília, Chile, Kolumbia, Mexikó, Peru és Venezuela átlaga.

Mіндеzen tényezőknek tulajdoníthatóan a jelenlegi pénzügyi válságban számos latin-amerikai ország történetében először volt képes anticiklikus fiskális és monetáris politikára. Részben ezzel, részben a nyersanyagárak emelkedésével összefüggésben, a nemzetközi szervezetek a régió növekedési kilátásait is jóval kedvezőbben ítélik meg, mint a KKE országokét (IMF 2009c).

### **Délkelet-Ázsia: A gazdaságpolitika vagy a magánszektor alkalmazkodott-e inkább?**

A délkelet-ázsiai országokban a válság egy igen hosszú és erőteljes növekedési időszaknak vetett véget, a visszaesés mérete pedig a korábbi évtizedek válságtapasztalataihoz képest igen mély volt. Ennek hatásaként a régió megpróbált olyan gazdaságstratégiát megfogalmazni, ami az országcsoporthoz ellenállóbbá teszi a külső tőkeáramlások ingadozásaival szemben. Ennek a stratégiának a fontosabb elemei a következők voltak.<sup>9</sup> Az országok elsőként igen óvatos gazdaságpolitikára törekedtek. Mivel a költségvetési politika – legalábbis a hiány mértékét tekintve – a válságot megelőzően is prudens volt, a fontosabb váltás a monetáris politikában történt. Ennek fontos eleme volt, hogy a nominális árfolyamokat nem engedték felértékelődni, masszívan interveniáltak a devizapiacra és a túlfűtöttség elkerülése érdekében az interveniált mennyiséget pénzügyi eszközökkel és magas tartalékkövetelményekkel kiszívták a bankközi piacról. Az elmúlt évtized második felében azonban egyre több gazdaság a sterilizálás költségei miatt (monetáris politika függetlenségének korlátozása, fiskális költségek, bankrendszer versenyképességének romlása) a rugalmasabb árfolyam-mechanizmusok irányába mozdult el, ami miatt a devizák a válságot megelőző időszakban már fokozatosan felértékelődtek. Fontos lépés volt még, hogy a régió jegybankjai a pénzügyi rendszer stabilitását nemcsak tartalékfelhalmozással, hanem régiós kooperációval is megpróbálták elősegíteni. Ilyen az ún. Chiang Mei kezdeményezés, amely szerint a pénzügyi turbulenciák hatékonyabb kivédésére a régió jegybankjai először bilaterális, majd multilaterális devizaswap-kereteket kötöttek.

A másik fontos elem a pénzügyi szabályozás szigorítása volt. Itt a hangsúly a korábbi 'minél többről' a 'minél hatékonyabb' tőkefelhalmozásra helyeződött át (felügyelet megerősítése, számviteli és vállalatirányítási sztenderdek szigorítása). Több elemzés ugyanakkor arra is felhívja a figyelmet, hogy a pénzügyi rendszer szabályozottsága még most is jóval elmarad a fejlett országokban megfigyelt sztenderdektől.

Végezetül mindent összevetve megállapítható, hogy több mint 10 évvel az délkelet-ázsiai válság után sincs egyértelmű konszenzus a szakirodalomban abban, hogy a növekedési modell megváltozását mennyiben a gazdaságpolitika és mennyiben a piaci szereplők viselkedése dominálta. Ami bizonyosnak tűnik, hogy a folyó fizetési mérleg radikális javulását nem a megtakarítások emelkedése (mint Latin-Amerikában), hanem a beruházások tartós visszaesése okozta. Ez utóbbi pedig egyaránt adódhatott gazdaságpolitikai váltásból és piaci folyamatokból.

---

<sup>9</sup> Eichengreen (2007), World Bank (2007).

Park és tsai (2009) alapján négy fő magyarázat található az irodalomban a beruházási ráta csökkenésére: egyrészt az eladósodott vállalati szektor kényszerű mérlegalkalmazkodása okozhatta a jelenséget, amit erősített a szigorodó pénzügyi szabályozás. Egy másik érv szerint Kína gyors gazdasági növekedése elszívta a befektetési lehetőségeket a régióból. A harmadik magyarázat a válság következtében tartósan megnövekedett makrogazdasági bizonytalanság (a beruházók tartós sokkja a krízis után) okozta az alacsonyabb rátát. Végezetül a negyedik magyarázat a beruházási klíma tartós intézményi gyengeségeit hangsúlyozza. Az előbbi szerzők ökonometriai vizsgálatokkal kimutatták, hogy a válságot megelőző időszakra a beruházások túlzott felfutása lehetett jellemző, míg a válságot követő időszak óta megfigyelt beruházási szint alapvetően összhangban van a fundamentumokkal. Azaz a beruházási ráta tartós csökkenése egyaránt adódhatott a szigorúbb pénzügyi szabályozásból és a vállalati szektor elhúzó mérlegalkalmazkodásából is.

## 1. 2. Középtávú felzárkózási kilátások

A válság középtávú reálgazdasági hatásainak számszerűsítését két részre bontva végeztük el. Egyrészt megvizsgáltuk, hogy fontosabb kereskedelmi partnereink növekedése mennyiben változhat a válság előtt megfigyelt tendenciákhoz képest, másrészt megbecsültük, hogy mennyiben változik az euroövezethez viszonyított felzárkózásunk sebessége. Az euroövezet növekedésére vonatkozóan a nemzetközi intézetek számításából indultunk ki, amelyeket a 2. fejezetben ismertetünk. Bár ezen intézeteknek nincs részletes hosszabb távú előrejelzése, azt feltételezzük, hogy azok a tényezők, amelyek a következő néhány évben egy lassabb potenciális növekedést tesznek indokolttá, tartósan fennmaradnak. Ehhez adódik hozzá a felzárkózásunk ütemének változására adott becslésünk, melynek nagysága a külső forrásbevonás és a reálkonvergencia múltbeli összefüggéseinek számszerűsítésén alapul. A módszer alapja az ún. növekedési regressziók becslése.<sup>10</sup> Ezek a regressziók a növekedéselméletből kiindulva feltételezik, hogy egy ország gazdasági növekedése függ (1) a növekedési centrumtól vett távolságától (kiinduló GDP/fő), (2) azoktól a strukturális tényezőktől, amelyek eltérítik az ország hosszú távú jövedelemszintjét a konvergencia-centrum jövedelem szintjétől (lakosság iskolázottsága, gazdaság nyitottsága, intézmények minősége stb.) Ezeket a modelleket kiegészítve a külső források felhasználására vonatkozó változókkal (külső egyensúlyi hiány, tőkeáramlások mérete) képet kaphatunk arról, hogy a fizetési mérleg korlát megváltozása ceteris paribus miként hat a reálgazdasági konvergenciára.

A folyó fizetési mérleg és a reálkonvergencia közötti negatív kapcsolatot a neoklasszikus növekedéselméletben megfigyelt azon jelenség indokolhatja, mely szerint az országok közötti jövedelemkülönbségek jelentős részben a tőkeállományok eltérő szintjéből adódnak. Ha a gazdaságok nyitottak, akkor a folyó fizetési mérleg hiányán keresztül a reálkonvergencia gyorsítható, hiszen egy gazdaságnak nem kell addig várni, amíg a belső megtakarítások felhalmozása lehetővé teszi a fejlett országokra jellemző tőkeállományok felépülését.<sup>11</sup>

Az empirikus evidencia azonban sok tekintetben ellentmond az elmélet előrejelzésének. Miközben a feltörekvő országok többsége érdemben felzárkózott a fejlett országokhoz, az eltérő régiók igen eltérő növekedési modelleket mutattak: míg a KKE országok jelentős fizetésimérleg-hiányokat halmoztak fel, az ázsiai országokban a gyors növekedés fizetésimérleg-többletekkel, tehát tőkeexporttal párosult.<sup>12</sup> Ezek a tendenciák kiütkeznek a szisztematikus ökonometriai

<sup>10</sup> Lásd pl. Barro és Salai-Martin (2001).

<sup>11</sup> Lásd erről Obstfeld-Rogoff (1996) 7. fejezet.

<sup>12</sup> A jelenségre számtalan magyarázat született. Az egyik ilyen az országbiztosítás (country insurance) miatti tartalékfelhalmozás (ld. a korábbi keretes írást ill. IMF,2007). Rodrick (2008) ugyanakkor úgy érvel, hogy az országok közötti jövedelemkülönbségek elsődleges oka nem a tőkeállomány eltérő szintjéből, hanem intézményi

vizsgálatoknál is. Abiad et. al. (2007) azt találják, hogy a külső egyensúlyhiány és a konvergencia pozitív kapcsolata egyedül az európai országok vonatkozásában volt megfigyelhető. A szerzők becslései alapján kiszámítható, hogy a külső egyensúlyi korlát tartós szigorodása milyen mértékű konvergencia lassulással jár együtt. Fontos ugyanakkor hangsúlyoznunk, hogy a fizetési mérleg és konvergencia kapcsolata nem feltétlenül strukturális természetű, azonos konvergencia pályák eltérő külső egyensúlyhiány-pályákkal társulhatnak akkor, ha a költségvetés, illetve a magánszektor megtakarítási hajlandósága és a gazdaságpolitika minősége tartósan megváltozik. Úgy érvelhetünk azonban, hogy mivel a szerzők eredményei közel 30 éves mintán alapulnak, és az is világos, hogy a magyar gazdaságban az egyensúlyhiány és a növekedés közötti kapcsolat évtizedek óta jellemző, így a számítások mindenképpen robusztus „no policy change” forgatókönyveket adnak.<sup>13</sup>

### 1-3. keretes írás: Hogyan készültek a reálkonvergencia kivetítések?

A magyar gazdaságra vonatkozó számításoknál tehát Abiad és tsai 2007-es cikkét vettünk alapul, amely a reálkonvergenciára és a külső egyensúlyhiányra becsül kapcsolatot az európai országokra. A tanulmány egy 30 éves időszak (1975-2004) általános tendenciáit próbálja megragadni, és kimutatja, hogy az európai országokban robusztus és stabil kapcsolat létezik a folyó fizetési mérleg hiánya és a gazdasági növekedés között.

Abiad et. al. (2007) vonatkozásában két scenáriót vizsgáltunk. Az alappályában feltételeztük, hogy a magyar gazdaság fenntartható külső egyensúlyhiánya az elmúlt 10-15 évre jellemző, GDP arányos közel hét százalékos értékhez képest három százalék köré csökken. A feltételezett alkalmazkodás mértékét az indokolja, hogy korábbi vizsgálatok alapján a felzárkózási tendenciákból következően körülbelül négy-hat százalékos folyó fizetési mérleg azaz (figyelembe véve a tökemérleg EU források miatti jelenlegi két százalék körüli egyenlegét) kettő-négy százalékos külső egyensúly hiány lett volna fenntartható Magyarország számára.<sup>14</sup> Az alappályában tehát úgy számolunk, hogy a válság után középtávon a külső forrásbevonás üteme a korábban becsült egyensúlyi szintnek megfelelően alakul, és csak a válság előtt jellemző túlfűtöttség korrigálódik. Egy ilyen mértékű alkalmazkodás nagyságrendileg megfelel a FEER modellből származó, korábbi keretes írásban bemutatott eredményeknek is.

Emellett számszerűsítettünk még egy kockázati forgatókönyvet is, amelyben azt feltételezzük, hogy a pénzügyi válság utáni világban, a tartósan óvatosabb kockázati hozzáállás miatt a magas külső és államadóssággal rendelkező magyar gazdaság egyáltalán nem képes folyamatos külső forrásbevonásra. Ebben a forgatókönyvben a magyar gazdaság válság alatt elszenvedett potenciális GDP vesztesége tekintetében is pesszimistábbak voltunk. Az alappályában azt feltételezzük, hogy a magyar gazdaság válság alatt elszenvedett visszaesésének nagyobb része csak átmeneti, de a termelési kapacitások, ha kihasználatlanul is, de megmaradnak, és a kereslet bővülésével később újra bevonhatók a termelésbe. Ezzel szemben a kockázati forgatókönyvben a gazdaság termelési kapacitásai a pénzügyi válság következtében olyan mértékben esnek vissza, hogy a negatív kibocsátási rés 2009-10-ben a fele az alappályában feltételezettnek. Mindkét esetben kiinduló helyzetnek a 2010 februári inflációs jelentés makropályáját fogadtuk el.

---

gyengeségekből (szerződések betartásának lehetősége stb) és piaci tökéletlenségekből (tanulási externáliák, hitelpiac sűrűlódások) származik, amelyek a külkereskedelem-képes szektorokat az átlagosnál jóval erőteljesebben érintik. Ezért a felzárkózás a külkereskedelem-képes szektorok segítségével, így például tartósan alulértékelt reálárfolyammal segíthető. Egy ilyen gazdaságpolitika végső következménye viszont éppen a külső egyensúlyi többlet és a gyors felzárkózás egyidejű jelenléte, ami az ázsiai országokban hosszabb ideje megfigyelhető. Felvethető ugyanakkor, hogy a felzárkózás és a pénzügyi integráció előrehaladtával a reálárfolyam a gazdaságpolitika által egyre kevésbé befolyásolható változó.

<sup>13</sup> A számítások részleteiről lásd a keretes írást.

<sup>14</sup> Lásd erről Bussiere et. al (2004), Vamvadikis (2008), Ca' Zorzi et a. (2009).

Abiad et al (2007) panelbecslései alapján tehát számszerűsíthető, hogy a fizetési mérleg korlát szigorodása mennyivel lassítja a reálkonvergenciát.

Ahhoz azonban, hogy a hazai gazdaság növekedési ütemére kapjunk eredményeket, szükségünk van még a válság előtti konvergencia és az euroövezet jövőbeli tartós növekedési ütemének feltételezésére. Kiinduló helyzetnek a 2000-2007-es időszakra megvalósult növekedési mintát tekintettük. Azzal számoltunk, hogy ha nem lett volna a pénzügyi válság, akkor a gazdaságok átlagosan erre a potenciális növekedési ütemre lettek volna tartósan képesek. Mint az az alábbi táblázatból kiolvasható, a válság előtti időszakban a magyar trend GDP növekedés másfél százalékkal múlta felül az euroövezeti dinamikát. A tényleges növekedési ütem különbség ennél nagyobb volt, mivel a hazai kibocsátási rés jobban tágult, mint az euroövezeti.

**1-1. táblázat: Növekedés és felzárkózás 2000-2007 között**

	<b>Magyarország</b>	<b>Euróövezet*</b>	<b>különbség</b>
GDP növekedés	3.8	1.9	1.9
Potenciális növekedés	3.2	1.8	1.4
Kibocsátási rés változás	0.6	0.0	0.5
* IMF 2009 októberi WEO adatbázisa alapján			

\*Az IMF (2009b) adatai alapján.

Ami az euroövezet jövőbeli növekedési dinamikáját illeti, itt az IMF 2009. októberi WEO adatbázisából indultunk ki. Az adatbázis 2014-ig tartalmaz előrejelzést az euroövezet potenciális és tényleges GDP növekedésére. 2015-2020 vonatkozásában azt feltételeztük, hogy az övezet potenciális GDP növekedés tartósan megegyezik a 2014-es értékkel és a kibocsátási rés mindvégig zérus.

A különféle forgatókönyvek alapján a magyar gazdaság tartós növekedési üteme ceteris paribus két – két és fél százalék köré lassul a pénzügyi válság következtében. Alapesetben a trend konvergencia üteme nem lesz lassabb az ezredforduló után megfigyelhető időszakról, aminek elsődleges oka, hogy a válság miatt lassuló reál-konvergencia hatását a kormányzat elmúlt egy évben meghozott strukturális intézkedései ellentételezik. Azaz úgy számolunk, hogy amennyiben a költségvetés strukturális egyenlege tartósan a 2010. februári inflációs jelentés 2010-es prognózisában szereplő szinten marad, az nagyságrendileg automatikusan hozza a folyó fizetési mérleg tartós javulását, kedvezőtlen növekedési hatás nélkül.<sup>15</sup>

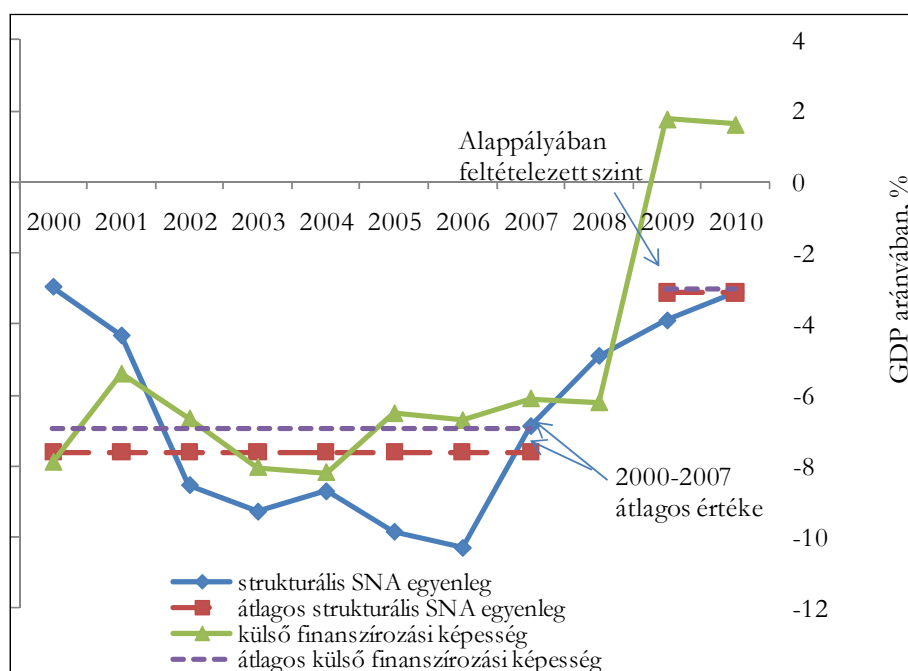
<sup>15</sup> A folyó fizetés mérleg több százalékpontos javulásához társuló néhány tizedpontos növekedési ütem lassulás első ránézésre igen csekélynek tűnhet. Különösen annak fényében, hogy parciális regressziót futtatva a folyó fizetési mérleg egy százalékpontos romlása az elmúlt néhány évtizedben a növekedés ütem átlagosan egy százalék feletti gyorsulásával társult. Úgy érvelhetünk azonban, hogy Abiad et. al. (2007) megközelítésének éppen az az értéke, hogy kontrolál számtalan, a külső egyensúly változásával együttmozgó, de nem abból fakadó tényező megváltozásával. (kiinduló GDP helyzet, gazdaságok nyitottsága, költségvetési politika eltérő viselkedése, beruházások relatív ára stb.)

1-2. táblázat: Számítások a magyar gazdaság potenciális növekedésére eltérő feltevésekkel

euróövezeti növekedés (1)**	Alappálya		Kockázati forgatókönyv	
	A külső egyensúlyhiány tartósan 7%-ról 3%-ra csökken*		A külső egyensúlyhiány tartósan nem lehet nullánál nagyobb, a potenciális GDP a válságban feltételezettnél jobban sérül*	
	Konvergencia (2)	Magyar növekedés (1)+(2)	Konvergencia (3)	Magyar növekedés (1)+(3)
válság előtti pot. GDP növ.	1.8	1.4	1.4	3.2
válság közéleti hatása	-0.6	-0.4	-0.8	-1.4
kormányzati csomag hatása	0.0	0.3	0.3	0.3
válság utáni pot. GDP növ.	1.3	1.3	0.9	2.1

\* Abiad et al (2007) alapján, \*\* IMF (2009b) alapján, \*\*\* 2000-2007 átlaga

1-11. ábra: A költségvetés strukturális egyenlegének és a folyó fizetési mérleg tartós komponensének változása az alappályában

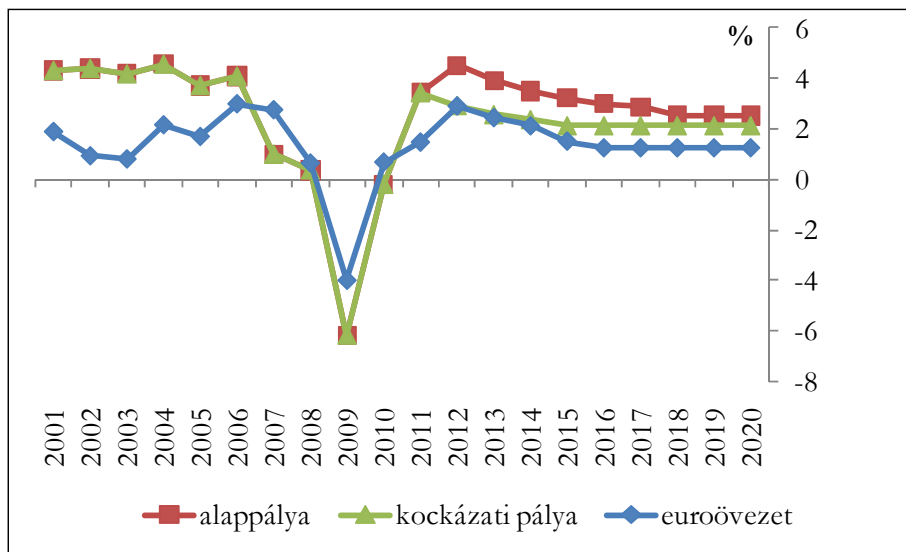


Kedvezőtlenebb esetben azonban a trendkonvergenciának a válság előtt megfigyelt lassú üteme nagyságrendileg kétharmadára lassulhat. Ebben a scenárióban ugyanis a magyar gazdaság nem képes tartósan külső egyensúlyhiány mellett felzárkózni, azaz a magánszektor tartósan jelentős nettó megtakarító pozíciót kell, hogy felvegyen, ami ceteris paribus a korábbiaknál lassabb vállalati beruházásbővülést és reálkonvergenciát okozhat. A tartós növekedés hazai üteme minden esetben jóval lassabb lehet, mint a válság előtt, mivel felvevőpiacaink bővülési üteme is csökkenhet a nemzetközi intézetek előrejelzése szerint.

Az alappályában a ténylegesen megfigyelt növekedés érdemben gyorsabb lehet a trendbecslések alapján adódónál, mivel a kiinduló hazai negatív kibocsátási rés mindkét scenárióban jelentős.



1-12. ábra: GDP-növekedési kivetítések



### 1. 3. Adósságfenntarthatósági számítások

Mivel a magyar gazdaság legfontosabb sérülékenysége a magas külső és államadósságból adódik<sup>16</sup>, kézenfekvőnek tűnik annak vizsgálata, hogy az előbbieken felvázolt konvergenciapályák mentén miként alakul a külső- és az államadósság fenntarthatósága. A következőkben ezt vizsgáljuk meg részletesebben.

#### 1-4. keretes írás: Makro-forgatókönyvek az adósságfenntarthatósági számításokhoz

Az adósságfenntarthatósági számításoknak makrogazdasági oldalról az alábbi fontos paraméterei vannak: a GDP, a reálárfolyam, a reálkamat és a külkereskedelem és a jövedelemegyenleg, illetve a költségvetés egyenlegének várható alakulása. A GDP-kivetítés vonatkozásában az előző alfejezetben bemutatott két makrogazdasági pályát használtuk. A külső egyensúly tartós változása megfelel a korábban bemutatott feltevéseknek (3 %, illetve 0% köré csökken), a külkereskedelem és jövedelemegyenleg, illetve azok ciklikus alakulása (output gap, reálárfolyam függvényében) a FEER-modellből kinyert elaszticitásokból adódott. A reálárfolyam alakulása kapcsán mindkét pályában azt feltételeztük, hogy 1 százalékos reálkonvergencia 0,8% reálfelértékelődéssel társul, ami megfelel az európai országok mintáján becsült összefüggésnek, de elmarad az elmúlt 15-20 évben megfigyelt magyar rugalmasságtól, ami némileg magasabban alakult.<sup>17</sup> Az infláció vonatkozásában azzal számoltunk, hogy a 2012-2020-as időszakban minden évben teljesül a 3%-os inflációs cél.

A hozamszintek esetében a forint hozamgörbéből és a CDS-felárakból indultunk ki, ezen feltevések részleteit a következő két alfejezetben külön mutatjuk be.

Ugyanúgy, ahogy a költségvetési és jövedelemegyenleg kivetítések módszertanát is.

<sup>16</sup> A magyar gazdaságot meghatározó legfontosabb sérülékenységi tényezőkről részletesen szólnak a jelentés harmadik fejezetében.

<sup>17</sup> Darvas-Szapáry (2009) az általunk feltételezettnél erőteljesebb reálfelértékelődéssel számolnak az elkövetkező tíz évre. Az eltérést részben magyarázza, hogy nálunk optimistábban ítélik meg a reálkonvergencia kilátásait, illetve hogy mintájuk alapvetően új EU-tagállamokat tartalmaz. A teljes EU-mintát áttekintve azonban kiténik, hogy a fejlettség és a reálárfolyam közötti kapcsolat nem lineáris, magasabb fejlettségi szinteken a rugalmasság csökken. Ezen túlmenően az előző alfejezet kapcsán felvethető, hogy a válság előtti időszakban az új tagállamok reálfelértékelődése átlagosan nem volt egyensúlyi folyamat és egy része túlfűtöttségnek volt tekinthető, ami az elmúlt egy-másfél évben részben korrigálódott is.

A makropályák fontosabb paramétereit a mellékelt táblázatokban foglaltuk össze.

**1-3. táblázat: Makropályák fontosabb mutatói\* (2012-2020 közötti átlagok)**

%	Alappálya	Kockázati pálya
<i>Magyarország</i>		
Potenciális GDP növekedés	2,5	2,1
GDP növekedés	3,2	2,3
népesség növekedés	-0,2	-0,2
<i>Euró övezet</i>		
Potenciális GDP növekedés	1,3	1,3
GDP növekedés	1,7	1,7
népesség növekedés	0,0	0,0
Reálkonvergencia üteme	1,7	0,8
Reálkonvergencia szintje 2020-ben (euroövezethez)	67	62
Reálfelértékelődés üteme	1,3	0,7
Külkereskedelmi egyenleg/GDP (folyó áron)	3,7	4,6
Külső egyensúly/GDP	-3,0	0,0
*2012-2020 közötti átlagok		

### 1. 3. 1. A külső adósság fenntarthatósága

A pénzügyi válság hatására a magyar gazdaság vélhetően tartós alkalmazkodásra kényszerül, így a külső finanszírozási igény mértéke érdemben csökkenhet a válságot megelőző időszakhoz képest. Ezért még abban az esetben is, ha a közelmúltban tapasztalat külső alkalmazkodás egy része átmenetinek, „tüllövésnek” bizonyul, a finanszírozási igény mérséklődése a jövőben a külső adósságműködés csökkenése irányába hathat. Ennek ellenére több tényező is fékezheti a gyors adósságműködést. Egyrészt a korábban tartósan alacsony finanszírozási költségek a nemzetközi pénzügyi válság hatására megnövekedtek, a kevésbé kedvező fundamentumú országok várhatóan tartósan magasabb prémiumot fizetnek a külső forrásaik után. Másrészt a külső finanszírozási lehetőségek beszűkülésével összefüggésben elkerülhetetlen alkalmazkodás lassabb növekedést vetít előre. A lassú reálkonvergencia pedig enyhébb reálfelértékelődést valószínűsít. A fenti tényezők összességében abba az irányba mutatnak, hogy a „múlt öröksége”, azaz az adósságterhek a jövőben összességében az adósságráta növekedése irányába hathatnak.

A fenntarthatóság megítélése szempontjából nem elegendő a külső adósságállomány vizsgálata. A közelmúlt kutatásai szerint a nem adósság típusú, azaz működőtőke és részvény finanszírozás sem feltétlenül tekinthető stabilabb finanszírozási formának<sup>18</sup>, azaz egy válság esetén ezen források esetében is fennáll a megújítási kockázat. Ráadásul a fejlettségi szint növekedésével a nem adósság típusú források finanszírozásban betöltött szerepe jellemzően csökken. Így a reálkonvergencia előrehaladtával az adósság típusú források térnyerése természetes folyamatnak tekinthető. Amennyiben a finanszírozás szerkezete átalakul, az adósság csökkenése érdemben elmaradhat a külső tartozásszint mérséklődésétől.

Az alábbiakban röviden elemezzük a múltbeli adósság- és tartozásdinamikát meghatározó folyamatokat. Majd a korábban bemutatott két alkalmazkodási forgatókönyv mellett szimuláljuk a GDP-arányos külső adósság és tartozás mutatók várható alakulását 2020-ig.

<sup>18</sup> A nem adósságtípusú finanszírozás előnyeiről és hátrányairól lásd Komáromi (2008).

Az adósságráta változása négy komponensre bontható fel: egyrészt az adott időszak elsődleges, azaz az adósságon keletkező kamatkidadások nélkül vett finanszírozási igényére, másrészt a múltban felhalmozott adósság terheire, azaz a kamatkidadásra, illetve az átértékelődésre, valamint a GDP-növekedés és a módszertani változások hatására. A válságot megelőző időszakban a trendszerű külső adósságráta-növekedés a finanszírozási igény tartósan magas szintjére, valamint a nettó közvetlen tőke- és részvénybefektetések finanszírozásban betöltött visszafogott szerepére vezethető vissza. Az adósságrátára ható egyéb – statisztikai átsorolásokon kívüli<sup>19</sup> – tényezők, azaz a reálkamat, a reálárfolyam-változás és a reálnövekedés összhatása, az úgynevezett dinamikus komponens az elmúlt években jellemzően a külső adósságráta csökkenése irányába hatott. A reálkamat-terhet ugyanis több mint ellensúlyozta a reálfelértékelődés és a reálnövekedés adósságráta csökkentő hatása.

Előretekintve mindkét forgatókönyv mellett a nettó külső adósság- és tartozásráta csökkenésére számítunk. Szimulációinkban 2010-11-ben a februári inflációs jelentésben bemutatott külső egyensúlyi előrejelzést vettük alapul, hosszabb távon pedig az 1-3. táblázatban bemutatott makrogazdasági forgatókönyvekből indultunk ki. Így alapesetben azt feltételeztük, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya a válság előtti szint valamivel több, mint felére csökken. A kockázati forgatókönyvben a kényszerű alkalmazkodás még erősebb és a piac által tolerált fizetésimérleg-egyenleg egyensúly közeli. A reálnövekedés és a reálárfolyam felértékelődése mindkét esetben elmarad a válságot megelőző időszakban tapasztalttól.<sup>20</sup>

A vizsgált pályák mentén a külső adósságráta kezdetben gyorsan csökken, de a szimulációs horizonton egyik esetben sem süllyed a GDP 30 százaléka alá (1-13. ábra). Az elemzések így azt sugallják, hogy a külső finanszírozási korlátok érdemi szigorodása mellett is középtávon a magyar gazdaság a magas adósságszinttel jellemezhető országok közé tartozhat.

---

<sup>19</sup> 2008-ban a nettó külső adósságrátában közel 5 százalékpontos emelkedést okozott, hogy a külfölddel szembeni, vállalatcsoporton belül nyújtott és felvett hitelek 2008 I. negyedévtől a tulajdonosi hitelek közé kerültek átsorolásra.

<sup>20</sup> Az előbbieken túlmenően a szimulációkban még az alábbi feltételezésekkel éltünk:

Az EU-transzferek esetében hosszabb távon a GDP 3 százalékának megfelelő nettó beáramlással számoltunk.

A külső finanszírozási költségek számszerűsítésénél a 2010. március 19-ei forint és AAA minősítésű euroövezeti állampapír-piaci zérókupon hozamgörbékből számított forward kamatpályákból indulunk ki.

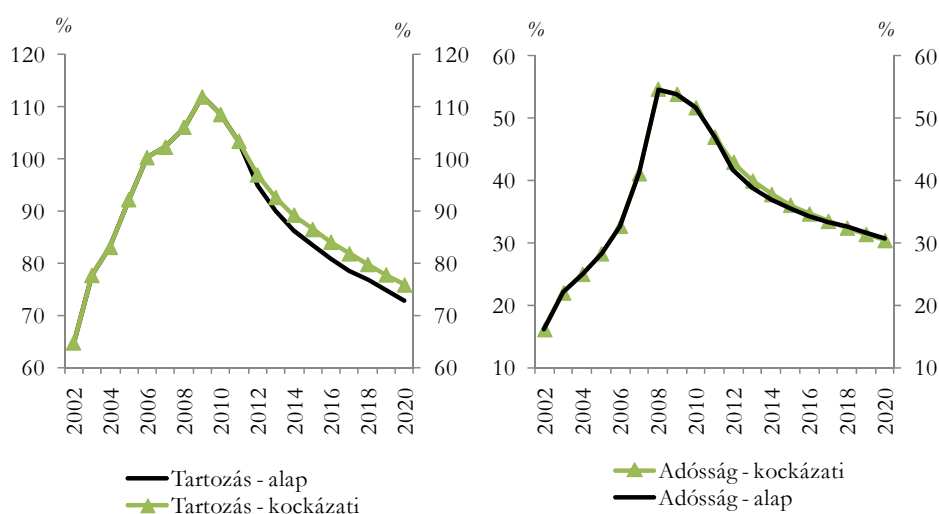
A deviza forrásköltség esetében a kockázati pályában a 2010 első negyedévében jellemző CDS-felárnak megfelelő, 200 bázispont körüli tartósan fennmaradó felárat feltételezünk, míg az alappálya mentén azzal számolunk, hogy a felár 2020-ra megfeleződik.

A nettó külföldi munkavállalói jövedelmek egyenlege esetében a válságot megelőző évek átlagos, GDP arányában 0,9 százalékos szintet vetítettük előre.

A nettó FDI és részvény típusú tartozás esetében azzal számoltunk, hogy az azokhoz kapcsolódó nettó jövedelemkiadás a nettó állományra vetítve a válságot megelőző évek átlagában tapasztalt, 9,2 százalékos szinten alakul.

Az adósságdinamika szempontjából meghatározó a finanszírozás szerkezetére vonatkozó feltételezésünk. Mindkét forgatókönyvben azzal számoltunk, hogy az elkövetkező években a nettó nem adósságeneráló forrásbeáramlás nulla körül alakul. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy hazai befektetők külföldi működőtőke és részvénybefektetései megegyeznek a hasonló típusú forrás-beáramlás mértékével. Így az alap illetve a kockázati pályában nem számolunk azzal a hatással, hogy a felzárkózással összefüggésben a külső finanszírozásban jellemzően csökken a nem adósságtípusú források szerepe. Ugyanakkor megvizsgáltuk azt is, hogy milyen adósság és tartozásdinamikához vezethet, ha az alappálya mentén a finanszírozás szerkezetében is végbemegy egy konvergenciafolyamat. (Lásd az 1-5-ös keretes írást.)

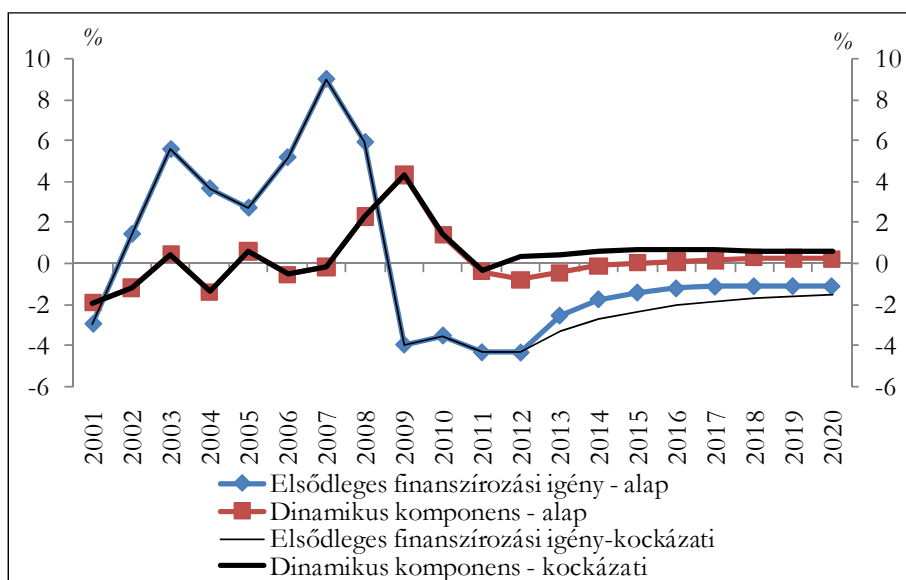
1-13. ábra: Nettó külső adósság- és tartozásdinamika a két pálya mellett



Az elsődleges finanszírozási igény a szimulációkban jellemzően az adósságráta csökkenése irányába hat. A ráta csökkenését ugyanakkor érdemben fékezi, hogy a lassú reálnövekedés és a reálárfolyam erősödés nem képes semlegesíteni a múltban felhalmozott adósság kamatterheit. A dinamikus komponens így összességében növeli az adósságrátát.

A két pálya közel azonos külső adósságdinamikát eredményez, ami ellentétes hatások eredőjeként adódik. Az alappályában a magasabb külső finanszírozási szükségletből eredően az elsődleges egyenleg kevésbé járul hozzá az adósságráta csökkenéséhez, mint a nagyobb külső alkalmazkodással jellemezhető forgatókönyvben. A gyorsabb reálnövekedés, az ezzel összefüggésben nagyobb reálárfolyam erősödés, valamint a feltételezett felár-csökkenés ugyanakkor az alappályában a dinamikus komponensen keresztül kevésbé növeli az adósságrátát.

1-14. ábra: Az adósságráta változásának komponensei a két pálya mellett (a GDP százalékában)



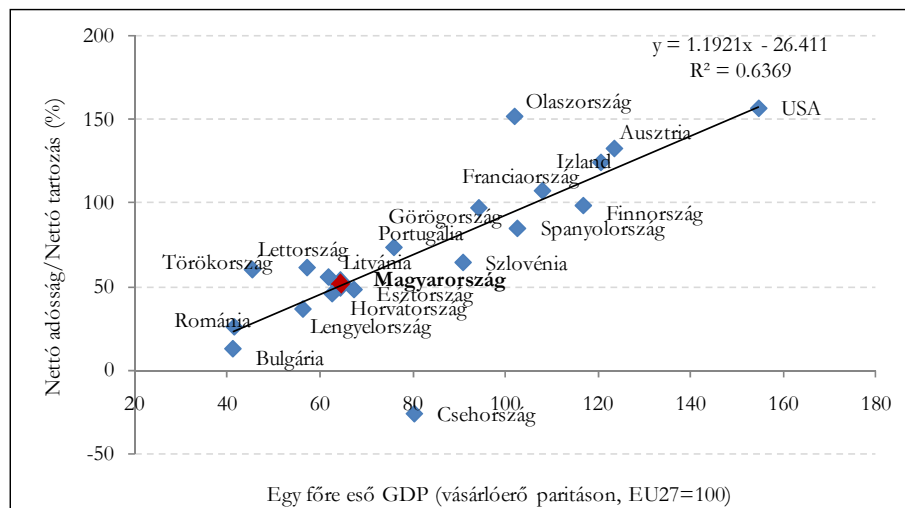
A nettó külső tartozás esetében a fentiekhez hasonló következtetéseket vonhatunk le. A tartozásráta csökkenése ugyan gyorsabb az adósság esetében tapasztalt mértéknél, a dinamikus komponens azonban a pozitív elsődleges finanszírozási egyenlegből eredő hatás számottevő részét semlegesíti. A nettó külső tartozás költsége ugyanis még a reálfelértékelődés hatását

figyelembe véve is érdemben meghaladja a reálnövekedési ütemet. Az alap-forgatókönyv mentén ugyanakkor a kedvezőbb növekedési pályának köszönhetően a nettó külső tartozás a GDP közel 3 százalékpontjával alacsonyabb szintre mérséklődik. A 10 éves horizonton számszerűsített 74 százalék körüli tartozás szintje nemzetközi összehasonlításban még mindig magasnak tekinthető.

### 1-5. keretes írás: Konvergencia a külső forrásbeáramlás szerkezetében

Az elmúlt évek tapasztalatai szerint a nettó nem adóssággeneráló források finanszírozásban betöltött szerepe folyamatosan csökkent. 2003-tól a hazai vállalatok intenzív működőtőke-kifektetése, majd az intézményi befektetők növekvő külföldi részvényportfóliója járult hozzá a nettó nem adósságtípusú finanszírozás csökkenéséhez. Ugyanakkor a privatizációs időszak lezárulásával a bruttó forrásbevonáson belül is csökkent a közvetlentőke-befektetések aránya. Az elmúlt években megfigyelhető „finanszírozási konvergencia” természetes folyamat. A magasabb jövedelmű országok esetében az adósságtípusú források teljes külföldi tartozáshoz viszonyított aránya nagyobb. Ezért hosszabb távon Magyarország esetében is a finanszírozási szerkezet átalakulására számíthatunk. Különösen abban az esetben, ha az ország adósságjellegű külső forrásköltsége érdemben csökken.

1-15. ábra: A gazdasági fejlettség és az adósság típusú finanszírozás arányának kapcsolata (2008)

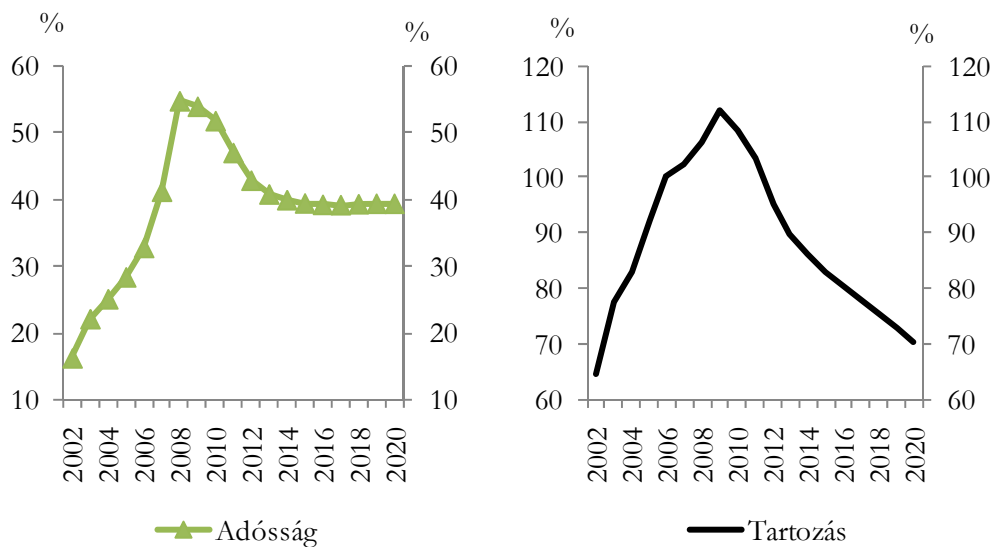


Forrás: Eurostat, IFS, MNB-számítás.

A nemzetközi tapasztalatok szerint ugyanakkor a finanszírozási struktúra átalakulása nem egyenletesen megy végbe. A fent bemutatott pályákban nem számoltunk a forrásszerkezet átalakulásával. Az alappálya mentén azonban számszerűsítettünk egy olyan pályát is, amelyben a finanszírozási szerkezet átalakulása fokozatosan elindul, de az időszak végére sem közelíti meg a felzárkózás által indokolt mértéket<sup>21</sup>. Szimulációnkban így a nettó részvény és működőtőke-források esetében jelentős kiáramlást feltételezünk.

<sup>21</sup> Szimulációnkban az adósságtípusú források aránya a teljes nettó külső tartozáshoz viszonyítva 55 százalékra emelkedik, ami mintegy 5 százalékponttal marad el a feltételezett reálkonvergencia által indokolt szinttől.

1-16. ábra: Adósság- és tartozásmutatók a finanszírozási szerkezet átalakulása esetén



A vizsgált pálya mentén a nettó külső adósság a kezdeti lendületes csökkenés után a korábbi pályákhoz képest a GDP mintegy 10 százalékpontjával magasabb szinten stabilizálódik. A korábbiaknál magasabb adósságráta a külső forrásszerkezet átalakulásának következménye. A nettó külső tartozás az időszak végére ugyanakkor a korábbi pályáknál enyhén alacsonyabb szintre csökken. Ez ahhoz köthető, hogy az adósságra fizetett kamat jellemzően alacsonyabb az FDI- és részvénytípusú források költségénél illetve az ilyen típusú eszközökön elérhető hozamnál. Azaz itt tükröződik az a hatás, hogy a hazai vállalatok közvetlen tőkebefektetései hosszabb távon csökkentik a jövedelemegyenleg hiányát és ezen a csatornán keresztül hozzájárulnak a fenntarthatósági kockázatok mérséklődéséhez.<sup>22</sup>

### 1. 3. 2. A fiskális fenntarthatóság alakulása

*Az elmúlt néhány év fiskális folyamatainak értékelése*

A magas deficit miatt a fiskális politika az elmúlt négy évben folyamatos kiigazításra kényszerült, így a válság kitörése után sem lehetett anticiklikus politikát folytatni. Magyarországon már a válság kirobbanása előtt növekvő pályára állt az államadósság. Ennek oka a kiugróan magas 2006-os ESA-deficit, ami hiába csökkent több mint 5 százalékkal 2010-ig, az adósság tovább növekedett. A hiány csökkenésén belül érdemes elválasztani az átmeneti tényezőket (gazdasági ciklus, kvázi-fiskális tételek) hatását, amelyek önmagukban 2,5 százalékkal növelték a hiányt, a strukturális pozíció javulásától, ami önmagában mintegy 7,5 százalékkal csökkentette a deficitet.

#### 1-6. keretes írás: Hogyan számoljuk a strukturális elsődleges egyenleget?

A strukturális elsődleges egyenleget a kiegészített és ciklikusan szűrt SNA-típusú elsődleges egyenleggel közelítjük. A *ciklikus igazítás* módszerével kiszűrhető a hiányból az adóalapok ciklikus ingadozásának átmeneti bevételi hatása, mivel az adóbevétel (az adókulcsok változását nem feltételezve) középtávon a meghatározó adóalapok (fogyasztás, bér, profit) trendjeit követi.

<sup>22</sup> Fontos ugyanakkor hangsúlyoznunk, hogy nem számolunk azzal, hogy a finanszírozási szerkezet hatással van a gazdaság termelési potenciáljára.

Az elsődleges kiadások esetében a strukturális deficit módszere az átmeneti és tartós tételeket megkülönbözteti. Ezért az elsődleges kiadások közé beleértjük az átmenetileg kiszervezett kvázi-fiskális kiadásokat is, amelyeket éppúgy állami döntés határoz meg, és középtávon vissza is kerülnek a hivatalos deficitbe és az adósságba. Ha ezt nem vennénk figyelembe, az induló kiadási szint – és ezzel a teljes deficit és adósságpálya - torzított lenne. Ennek megfelelően a *kiegészített (SNA) deficit* megközelítésben kiegészítjük a kiadásokat a MÁV és BKV kvázi-fiskális veszteségével és a PPP-beruházásokkal. A konzisztencia érdekében azonban e tényezők másik oldalával csökkentjük a kiadást, így például az utólagos adósságrendezéssel és a PPP rendelkezésre állási díjban foglalt törlesztéssel. Túlzott egyszerűsítést jelent ugyanakkor, hogy a strukturális deficit módszere abból a feltételezésből indul ki, hogy a tartós kiadások semleges növekedési üteme a potenciális gazdasági növekedési ütemmel egyezik, így a demográfia, vagy a hosszabb távon kibontakozó intézkedések hatása (pl. nyugdíjparaméterek változása) nem vetíthető előre. Amíg ez néhány éves horizonton jellemzően nem jelentős hatás, tíz év alatt már számottevő lehet. Ezen túlmenően azt is fontos hangsúlyozni, hogy a strukturális deficit módszere azokat a látszólagos intézkedéseket tekinti csak átmenetinek, amelyek esetében a kiadást kiszervezik az államháztartáson kívülre, de az egy későbbi időpontban megjelenik majd a hivatalos hiányban és adósságban. Ezzel szemben a ténylegesen megvalósuló kiadáscsökkentések mind „tartósnak” minősülnek, függetlenül attól, hogy egy részük hosszabb ideig nem tartható fenn (lásd 1-8. keretes írás).

Az átmeneti és tartós tényezők alakulása alapján a 2006 és 2010 közötti időszakot alapvetően két időszakra bonthatjuk. 2006 és 2008 között a hiány alakulását elsősorban az intézkedések határozták meg, a kamategyenleg nem változott, a gazdasági ciklusnak kedvezőbbé váló hatása azonban kismértékben segítette a hiány csökkentését. Az intézkedések jelentős része a strukturális elsődleges egyenleget javító tartós intézkedés volt (lásd 1-4. táblázat, 7. sor változása), ezt mutatja, hogy a kvázi-fiskális tételek súlya (2. sor) alig változott. Az intézkedések forrása egyrészt a korábbi adócsökkentés visszafordítása, másrészt pedig az állam működési és beruházási kiadásainak, illetve az egészségügyre fordított kiadásoknak a csökkentése volt. Ez utóbbi, jelenleg „tartósnak” tekintett intézkedések esetében kérdéses, hogy azok középtávon fenntarthatónak bizonyulnak-e. Fontos ugyanakkor azt is hangsúlyoznunk, hogy egyrészt azért, mert az időszakban végrehajtott kiigazítás a gazdaság potenciális növekedését is visszafogta<sup>23</sup>, másrészt azért, mert a pénzügyi válság radikálisan megváltoztatta a világgazdaság jövőbeli növekedési kilátásait, az államadósság fenntarthatósága még 2008-ban sem volt biztosított.<sup>24</sup>

A válság eredményeképpen azonban 2009-2010-ben a gazdasági ciklus negatív hatása vált meghatározóvá, amihez hozzáadódott a kamategyenleg romlása is. Ekkor került sor a kiigazítás második hullámára, amelynek voltak kifejezetten strukturális jellegű, hosszabb távú fenntarthatóságot és gazdasági növekedést segítő elemei is. Ennek keretében került sor a foglalkoztatás szempontjából kedvező irányú adóátrendezésre, (az Kátay et al., 2009), illetve a kiadási oldalon a nyugdíjrendszert és a szociális rendszert érintő lépésekre is. Ez utóbbi lépések hatása fokozatosan bontakozik ki, de a strukturális deficitben sajnos nem ragadható meg. Az azonban látható a strukturális egyenleg változásában, hogy 2009-2010-ben a kiadáscsökkentés részben átmeneti, hiszen növekszik a kvázi-fiskális tételek hatása (PPP-beruházások, MNB-eredmény).

<sup>23</sup> Lásd pl. a 2008-as Elemzés a konvergenciafolyamatokról című kiadvány 6. fejezét.

<sup>24</sup> Lásd erről a 2009. májusi inflációs jelentés 4-1. keretes írását.

**1-4. táblázat: A hiány alakulása 2006-2010 között**  
(a GDP százalékában)

	2006	2007	2008	2009	2010
	tény				előrejelzés**
<b>1. ESA egyenleg</b>	<b>-9,3</b>	<b>-5,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>
2. Átmeneti, kiegészítő tételek	-0,2	-0,4	0,0	-0,7	-1,2
3. Kiegészített (SNA) egyenleg	-9,5	-5,8	-3,8	-4,7	-5,2
4. Ciklikus komponens	0,7	1,0	1,1	-0,8	-2,2
5. Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) egyenleg	-10,3	-6,9	-4,9	-3,9	-3,0
6. Kamategyenleg (+MNB eredmény)	-3,8	-3,7	-3,8	-3,6	-4,2
<b>7. Strukturális (SNA) elsődleges egyenleg</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,2</b>

\*A GDP arányában, %\*\* Februári inflációs jelentés

#### *Középtávú kilátások és adósságfenntarthatóság*

A középtávon is lassabb gazdasági növekedés és kedvezőtlenebb finanszírozási környezet szigorú költségvetési politikát tesz szükségessé. A fiskális fenntarthatóság megítélése érdekében az államadósság dinamikájának alakulását érdemes vizsgálni. Az államadósság dinamikáját egyrészt meghatározzák azok a gazdasági növekedésre, hozamokra, árfolyam-felértékelődésre vonatkozó feltételezéseink, amelyeket korábban mutattunk be. Az adósság alakulásának másik meghatározó tényezője a fiskális politika, amely intézkedéseivel javíthatja az államháztartás elsődleges egyenlegét.

A számítás azt mutatja (1-5. táblázat), hogy amíg 2001-2007 között egy 1 százalékos elsődleges hiány is szinten tarthatta volna az adósságot, addig 2008-2010-ben a válság következményeként az adósság stabilizálására nem volt lehetőség, hiszen csak kiugróan magas elsődleges többlet mellett valósulhatott volna meg. Amennyiben az adósság 2011-től nem növelhető, akkor a 2010-es induló helyzet alapján kiszámítható, hogy a makrogazdasági feltételek alapján a fiskális politikának mekkora elsődleges egyenleget kell biztosítani annak érdekében, hogy az államadósság szinten maradjon. Az alappálya szerint 2011-2020 között a növekedés és hozamok közelednek a válság előtti átlaghoz, de annál tartósan kedvezőtlenebbül alakulnak, így az adósság stabilizálása egy nagyjából kiegyensúlyozott elsődleges pozíció mellett érhető el. A kockázati pálya mellett viszont már 0,9 százalékos elsődleges többlet szükséges ahhoz, hogy ne nőjön az adósság.



1-5. táblázat: A növekedés, hozam és árfolyam hatása az adósságra\*

%	2001-2007	2008-2010	2011-2020	
	tények	tény és előrejelzés	alappálya	kockázati pálya
GDP növekedés	3.7	-1.9	3.2	2.3
Reálkamat	3.2	3.6	4.2	4.6
Reálárfolyam felértékelődés	3.7	-0.1	1.3	0.6
ESA államadósság az időszak elején	52	72.9	78.2	78.2
<i>ebből: ESA devizaadósság az időszak elején</i>	<i>15.9</i>	<i>29.1</i>	<i>33.1</i>	<i>33.1</i>
<b>Adósságstabilizáló elsődleges ESA egyenleg</b>	<b>-0.9</b>	<b>3.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.9</b>
<b>Adósságstabilizáló elsődleges SNA egyenleg</b>	<b>-0.9</b>	<b>4.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.0</b>
<b>Elsődleges SNA egyenleg</b>	<b>-3.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>-0.2</b>

\*A reálkamat súlyozott hazai és külföldi reálkamat. Az adósságon realizált kamatteher az itt bemutatott hozam nagyságrendileg 90%-a mivel az állam az adósságkezelésből a kamatkidadások nagyságrendileg 10%-ának megfelelő kamatbevételt realizál. Az elsődleges SNA egyenleg nem tartalmazza az MNB eredményét. A kivetítésekben a hozamgörbe és az árfolyamfelvetések alapján előrejeleztük az MNB várható eredményét, ami a GDP 0,2%-a körül alakult átlagosan.

Az alappályában az adóbevételek ciklikus felzárkózása további intézkedés nélkül is elégséges lenne az adósság csökkentéséhez, de a 3 százalékos ESA-deficit elérése 0,9 százalékos kiigazítást igényel 2011-ben. Ha adott az adósságstabilizáláshoz szükséges elsődleges pozíció, akkor a következő kérdés az, hogy az adóbevételek ciklikus felzárkózása elégséges-e ennek eléréséhez? A gazdasági válság következtében azonban az adóbevételek jövőbeli trendje éppúgy bizonytalan, mint az, hogy ez milyen ütemben, hány év alatt érhető el. Számításaink során azt feltételeztük, hogy 2011-től a költségvetés 2010-es elsődleges strukturális egyenlege tartósan érvényes marad. Ekkor a tényleges elsődleges egyenleg a kibocsátási rés záródásának ütemében javul.

Alappályánk esetében a 2 százalékos meghaladó negatív ciklikus komponens (adóbevételi kiesés) fokozatos záródása 2016-ig történik meg. 2017-től az elsődleges többlet 1,2 százalékos (strukturális) szinten stabilizálódik. Ez a mérték magasabb, mint az 1-5. táblázatban szereplő elsődleges egyenleg követelmény, így alapesetben az adósság érzékelhetően csökken.

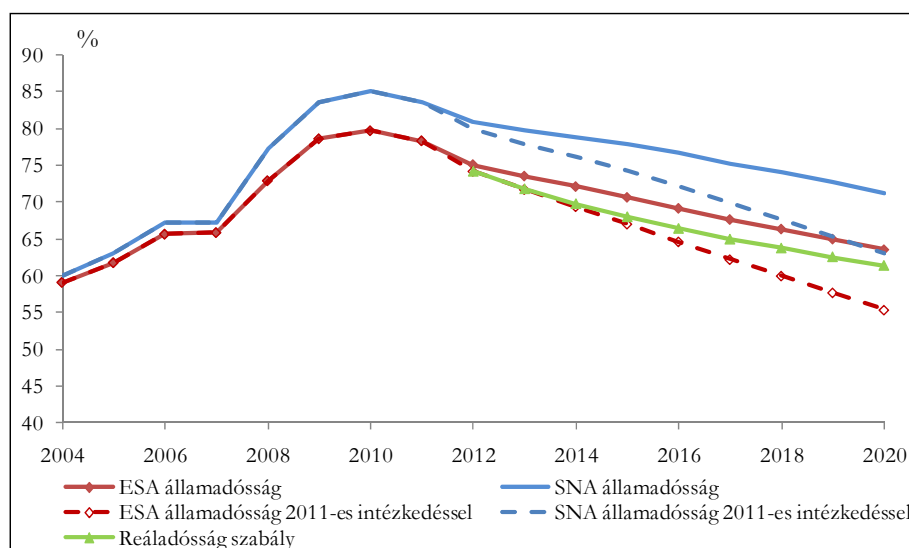
A kockázati pálya esetén a gazdasági visszaesésből csak kisebb rész az átmeneti (ciklikus) jellegű, így az adóbevételek több évig tartó felzárkózása kisebb mértékben javítja az elsődleges egyenleget, és ez tíz év átlagában is csak egy 0,2 százalékos elsődleges deficitet eredményezne. Ez azt jelentené, hogy az 1-5. táblázatban bemutatott adósságstabilizáló 0,9 százalékos elsődleges egyenleg csak egy 1,1 százalékos kiigazítás révén érhető el.

A múltbeli tapasztalatok alapján a tényleges adósságráta az ESA- és az SNA-pályák között fog elhelyezkedni, attól függően, hogy a mindenkori kormányzat mikor emeli be a hivatalos statisztikába az államháztartáson kívül elszámolt kvázi-fiskális tételeket. A maastrichti adósságpályát tehát jelentősen befolyásolja, hogy mely években történik kvázi-fiskális adósságrendezés. Mivel ezek időpontja előre nem ismert, ezért külön kimutatjuk a maastrichti adósságpályát, valamint a strukturális elsődleges egyenleggel konzisztens, kvázi-fiskális (PPP-beruházás, MÁV, BKV, Malév) adóssággal kiegészített adósságpályát is. A módszertani eltérések miatt a hiányra is kétféle megközelítést alkalmaztunk, az ESA és a kiegészített (SNA) deficitet egyaránt számszerűsítettük.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Az ESA és a kiegészített SNA kategória között levő kvázi fiskális tételek esetében a 2009-2010-es szintet rögzítettük 2020-ig.

E semleges pályával kapcsolatban azonban problémát jelent, hogy ilyen módon az ESA-deficit 2011-re nem csökkenne a 3 százalékos maastrichti érték alá, miközben a jelenleg folyó túlzotthiány-eljárás értelmében azonban ezt már jövőre teljesíteni kell az országnak. Ennek érdekében a GDP 0,9 százaléka megfelelő intézkedésre van szükség.<sup>26</sup> A fiskális pályának 2011-től a hazai fiskális szabályrendszernek is meg kell felelni. Ez a 2011-es költségvetés vonatkozásában az ún. belső egyenlegcél teljesülését, míg 2012-től az ún. reáladósság-szabály várható érvényesülését jelenti, azaz azt a követelményt, hogy az államháztartás önkormányzatok nélküli adóssága reálértelemben nem nőhet. Ennek érdekében 2012-től a központi költségvetési körben minimum akkora elsődleges többlet irányozható elő, amivel ez biztosítható.<sup>27</sup> Semleges pályánk esetében ez sem valósulna meg, amennyiben azonban 2011-től kezdődően a deficit 0,9 százalékos korrekciója fennmarad, akkor ez a hazai fiskális szabályoknak való megfelelést is biztosítja, sőt 2015-öt követően már bizonyos mértékben a kvázi-fiskális adósság beemelését is lehetővé teszi.

**1-17. ábra: ESA és kiegészített (SNA) adósságpálya intézkedéssel és intézkedés nélkül, valamint a reáladósság-szabály alapján adódó adósságpálya**



### 1-7. keretes írás: Adósságstabilizálás nemzetközi összehasonlításban

Amint láttuk, Magyarország esetében az adósság további intézkedés nélkül is nagyjából az induló szintre állna vissza tíz éves horizonton. Hasonló szimuláció más országok esetében is történt (Cecchetti et al., 2010). Ebben 10 és 20 éves horizonton is kiszámolták, hogy mekkora intézkedésre lenne szükség ahhoz, hogy az egyes országok visszatérjenek 2007. évi induló

<sup>26</sup> Az egyik lehetséges intézkedési irány a kiadások regionális összehasonlítása alapján adódik (P.Kiss-Szemere, 2009), nevezetesen az általános közszolgáltatási kiadásoknál a GDP 1,3 százalékaival haladjuk meg a régió átlagos szintjét.

<sup>27</sup> 2012-re az elsődleges egyenlegcél kijelölése megtörtént, a Költségvetési Tanács előrejelzése (ld. MKKT, 2010) e céltól hasonló mértékű eltérést mutat, mint a szimulációkban szereplő semleges pálya. 2013-tól kezdődően adósságpályáink már összevethetőek a reáladósság-szabály követelményével, hiszen az elsődleges egyenlegcél kijelölése a jövőben történik majd meg. Az elsődleges egyenlegcél nem ESA-deficiten, hanem a korrigált pénzforgalmi hiányon alapul. Mivel korrekció történik a 2010-től kezdődő PPP-beruházásokkal, és egy év csúszással az állami vállalatok eredményével, ezért módszertanilag hasonlít a kiegészített (SNA) deficithez, ami ugyanazt a pénzforgalmi hiányt folyamatosan korrigálja a PPP-beruházásokkal és néhány kiválasztott vállalat (pl. MÁV, BKV) adott évi finanszírozási igényével. A hasonlóság miatt a kiegészített (SNA) mutatót a különbségek hatásával korrigálva próbáltuk a szabályban meghatározott mutatót becsülni.

adósságszintjükhöz. Az összehasonlítást nehezíti, hogy szimulációkhoz képest eltérő a strukturális deficit módszertana, és a demográfia hatásának előrejelzése. A vizsgált 12 ország az alábbi csoportokba osztható induló adósságuk, és strukturális egyenlegük 2007-2010 közötti romlása alapján.

**1-6. táblázat: Országcsoportok osztályozása az induló adósságszint szerint\***

ország csoport	ország	lazítás a GDP arányában, 2007-2010 (százalékpontban)	induló adósság elérése 10 év alatt (GDP arányos szigorítás százalékpontban)
alacsony induló adósság	Egyesült Királyság, Írország, Spanyolo.	6-8	6,12
közepes induló adósság	Ausztria	2	4
	Franciao., Németo., Hollandia, Portugália	3	5-8
	Egyesült Államok	6	10
magas induló adósság	Görögország, Japán	2 1/2 illetve 5	5 illetve 14
	Olaszország	1/2	1

\*Cechetti et. al. (2010) 1-es és 3-as táblázata alapján.

Magyarország helyzete leginkább Olaszországhoz hasonlítható, hiszen fejlettségéhez mérten szintén a relatíve magas adósságú országok közé tartozik, és anticiklikus lazításra nem volt módja. A magas induló deficit miatt 2007 és 2010 között hazánknak több mint 4 százalékkal kellett javítani strukturális egyenlegét, így viszont tíz év alatt további intézkedések nélkül is megközelítheti az induló 2007. évi államadósság szintjét.

Amint láttuk, a strukturális deficit módszere alapján számolt semleges pályában az elsődleges egyenleg javulását 2011 után az okozza, hogy az adóbevételek fokozatosan felzárkóznak válság utáni trendjükhöz. A módszer miatt ez a pálya két irányban lehet torzított, hiszen sem a fokozatosan kibontakozó kiadás-megtakarításnak, sem a hosszabb ideig fenn nem tartható kiadáscsökkentésnek a hatását nem mutatja. Az 1-8. keretes írás bemutatja, hogy e kétféle tényező hatása kiolthatja egymást, így eredőjében legfeljebb minimálisan torzított az így kapott pálya.

#### **1-8. keretes írás: Hiánypálya intézkedés nélkül és intézkedéssel**

Semleges pályánk esetében az elsődleges kiadások összességét reálértelemben potenciális növekedés ütemével növeltük. Ezt a feltételezést érdemes lehet pontosítani, mert egyes elsődleges kiadások jövőbeli alakulását determinációk határozzák meg. Így például az elmúlt években meghozott strukturális lépések (új indexálás, 13. havi nyugdíj eltörlése) következtében az éves nyugdíjkiadás 2020-ig a GDP 2,2 százalékával csökken, ami *ceteris paribus* mintegy 10 százalékponttal csökkenti az időszak végi adósságrátát. Ugyanakkor figyelembe véve azokat a kiadáscsökkentéseket is, amelyek nem tarthatók fenn (beruházás, egészségügy), a nyugdíj megtakarítást akár kiadásátcsoportosításra is fel lehet használni. Egyrészt beruházási szintünk nem feltétlenül elégséges, mert az állóeszközök szerkezete nem optimális (alacsony egészségügy, környezetvédelem, energetika stb.). Az EU-tól származó források miatt a bruttó beruházás nem alacsony ugyan, de az önerőből fedezett (nettó) beruházás még arra sem elég, hogy az értékcsökkenésnek megfelelő kiadást fedezze. Ha az EU-forrásokat olyan többletnek tekintjük, ami a nettó beruházások növekményét biztosítja, akkor pusztán az értékcsökkenés ellensúlyozására a GDP 0,6 százalékával magasabb kiadási szintre lenne szükség. Másrészt a folyó kiadásokat regionális összehasonlításban vizsgálva érzékelhető, hogy az egészségügyi kiadások szintje a nemzetközi összehasonlítást lehetővé tevő szükséges korrekciók (P. Kiss-Szemere, 2009)

és a magánfinanszírozás figyelembevételé után is a GDP 1,7 százalékával alacsonyabb az átlagos szintnél. (Egészségügyi mutatóink alapján a kiadások növelése indokolt, de mértéke pontosan nem határozható meg. A régiós viszonyítás abban segíthet, hogy átlagosan mekkora kiadás finanszírozható.) Ennek alapján a beruházási és egészségügyi kiadások összesen a GDP 2,3 százalékával növelhetőek, ami tíz év alatt fokozatosan végrehajtva felhasználná a nyugdíjkiadásnál elérhető megtakarítást. (Ezzel kiadási szerkezetünk közelebb kerülne régiós társainkhoz, megszűnne például az a különbség, hogy másutt az idősek kevesebb nyugdíjat, de több egészségügyi ellátást kapnak). Ilyen értelemben a potenciális növekedés ütemével növelt elsődleges kiadás elegendő lenne a szerkezeti átrendezéshez, más szóval a „semlegesnek” tekintett pálya is reális keret lenne.

## Hivatkozások

- Abiad, A. – Leigh, D.– Mody, A. (2009) „International Finance and Income Convergence: Europe is Different” IMF WP 07/64
- Barro, R. – Sala-i-Martin, X. (2001) „Economic Growth” The MIT press, third printing
- Bussière, M – Fratzscher, M. – Müller, G. J. (2004) "Current account dynamics in OECD and EU acceding countries - an intertemporal approach", Working Paper Series 311, European Central Bank
- Cavalerro, A – Cavalerro, E (2008) „Are Crisis Good for Long Term Growth? The Role of Political Institutions” Inter-American Development Bank Working Paper 643
- Ca’ Zorzi, M. – Chudik, A. - Dieppe, A: (2009) "Current account benchmarks for central and eastern Europe - a desperate search?", Working Paper Series 995, European Central Bank.
- Cecchetti, S. G.- M. S. Mohanty - F. Zampolli, (2010) „The future of public debt: prospects and implications” BIS working paper no. 300
- Darvas, Zs.-Simon, A. (1999) „Tőkeállomány, megtakarítás és gazdasági növekedés” Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. szeptember (749–771. o.)
- Darvas, Zs.-Szapáry, Gy. (2009) „Árszínvonal-konvergencia az új EU tagországokban: egy panel-regressziós modell eredményei” MTA Műhelytanulmányok 2009/6.
- De Gregorio, J. - Lee, J.-W. (2004) „Growth and Adjustment in East Asia and Latin America” ADB Institute Research Paper No. 54
- Easterly, W. (2005) „National Policies and Economic Growth: A Reappraisal” in *Handbook of Economic Growth, Volume 1A. Edited by Philippe Aghion and Steven N. Durlauf*, Elsevier
- Eichengreen, B. (2007) ”The East Asian Crisis after Ten Years” Keynote Address to the Claremont-Bologna-Singapore Center for Applied and Policy Economics International Economic Policy Forum on „Capital Flows, Financial Markets and Economic Integration in Asia”, July 31
- Endrész, M.-Krekó, J. (2010) „A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában” MNB Szemle, Március
- IMF(2006) „Regional Economic Outlook: Western Hemisphere” Nov.
- Becker, T.-Jeanne, O.-Mauro, P.-Ostry, J.-Ranceire, R. (2007) „Country Insurance: The Role of Domestic Policies” IMF Occasional Paper 254.
- IMF (2009a) ”World Economic Outlook” April, Ch3: From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?
- IMF (2009b) ”World Economic Outlook” October
- IMF(2009c) „Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Stronger Fundamentals Pay-off” May\*
- IMF (2010) ”World Economic Outlook” January Update
- Kátay, G. (szerk) (2009): Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon MT 79.
- Komáromi, A. (2008) „A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?” MNB-szemle, 2008. április.
- P. Kiss G. - Szemere R., (2009) „Almát körtével? Mérlegen a visegrádi országok állami kiadása” MNB-szemle 2010. május
- Komáromi, A. (2008): A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?, MNB Szemle
- Kovács, M. A. (2010) „Reálárfolyam és külső egyensúly fenntarthatóság”, Kézirat

MKKT (2009) "Elemzés a Makrogazdasági kilátásokról és a költségvetési kockázatokról", augusztus 18.  
MKKT (2010) "Technikai kivetítés", március 25.  
Mody, A. – Orshone, F (2007) „Can Domestic Policies affect Inflation?” IMF Working Paper 257  
Obstfeld, M.-Kenneth, R. (1996) „Foundations of International Macroeconomics” MIT Press  
Park, Y. – Lee, J-W. (2001) „Recovery and Sustainability in East Asia” NBER Working Paper 8373  
Park, D. – Shin, K. JongWanich, J. (2009) ”The Decline of Investment in East Asia since the Asian Financial Crisis: An Overview and Empirical Examination” ADB Working Paper Series, No. 187  
Reindhardt, C. – Rogoff, K. (2010) „Growth in a Time of Debt” NBER Working Paper 15639  
Rodrick, D. (2008) „Real Exchange Rate and Economic Growth” Harvard University, October  
Rojas-Suarez, L. (2010) „The International Financial Crisis: Eight Lessons for and from Latin-America” Center for Global Development, Working Paper 202, January  
Vamvakidis, A: (2008) "Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities", IMF Working Papers 08/181, International Monetary Fund  
Williamson, J. (1994) „Estimating Equilibrium Exchange Rates” Institute for International Economics, Washington D.C.  
World Bank (2007) „Ten Years after the Crisis”, April

## 2. A globális világgazdasági keretrendszer változása a pénzügyi válság következtében

*A 2007-ben kezdődött globális gazdasági és pénzügyi válság méretében csak az 1929-33-as depresszióhoz hasonlítható. A válságot megelőző hosszú fellendülés stabil gazdasági környezetet biztosított, amelyben szokatlanul nagy pénzügyi egyensúlyhiányok alakultak ki és elősegítették a reálgazdasági egyensúlyhiányok kialakulását a világgazdaság nagy régióin belül és régiók között. Az egyensúlyhiányok nem öltettek volna ilyen méreteket a pénzügyi szektor közreműködése nélkül.*

*A válság rámutatott a korábbi gazdasági folyamatok fenntarthatatlanságára, a kiugazodás mértéke és mikéntje azonban továbbra is kérdéses. A válság következtében a külső forrásokra alapozott növekedési modellek az átlagosnál nagyobb korrekcióra kényszerültek. A feltörekvő országok közül ez történt a közép-kelet-európai régióval is, amelyet az erőteljes külső forrásbevonásra alapozott növekedés rövid távon sérülékennyé tett a befektetői hangulat változásaival szemben. A hosszabb távú kilátások bizonytalanok, azonban a válság után várhatóan alacsonyabb kockázatvállalási hajlandóság korlátozza majd a korábbi évekre jellemző külső forrásbevonást. A tartós fellendüléshez a válság előtti globális egyensúlyhiányok tartós oldódására lenne szükség, ellenkező esetben könnyen visszatérhetnek a válságot megelőző feszültségek, kedvezőtlenül befolyásolva a növekedési kilátásokat.*

*A válság hatására a gazdaságok teljesítménye számottevően visszaesett, és a korábban megfigyelt lendületes növekedéshez képest a következő időszakban is mérsékelt maradhat. A korábbi válságtapasztalatok ugyanis arra utalnak, hogy a pénzügyi válságok, illetve a szinkronizált (több ország együttes kiugazodását megkövetelő) recessziók után a tartós növekedés több évig igen lassú lehet.*

### 2. 1. A „nagy mérséklődés”

A válságot megelőző korszak a második világháború utáni időszak leghosszabb fellendülése volt a világgazdaság legnagyobb részében. A fejlett országokban az 1980-as évektől kezdődően fokozatosan sikerült elérni az árstabilitást és a növekedés is kiegyensúlyozottabb volt (2-1. ábra), mint a korábbi évtizedekben (Stock – Watson, 2003). A makrogazdasági teljesítmény érzékelhetően javult a kevésbé fejlett régiókban is (2-2. ábra). Mindezt több tényező együttes hatása segítette. Az árstabilitás, mint elsődleges monetáris politikai cél elfogadottá vált, és a fiskális politikák is fegyelmezettebbé váltak, az olcsó munkaerővel rendelkező fejlődő országok egyre erőteljesebben kapcsolódtak be a globális kereskedelembé.<sup>28</sup>

Az ázsiai válságot (1997-1999) követően a növekedés ismét gyors volt a régióban és Kína mellett a másik nagy ország, India is a gyors növekedés útjára lépett. Talán a legnagyobb fordulat Latin-Amerika országaiban következett be. Noha a régió továbbra sem volt mentes válságeseményektől, a korábbi évtizedekhez képest látványosan javult a fiskális politikai fegyelem, és jóval alacsonyabb infláció mellett javultak a növekedés feltételei. Bernanke Fed-elnök nevezetes, 2004-es beszédében (Bernanke, 2004) már nem az első, aki „a nagy mérséklődés”, azaz a szignifikánsan megnövekedett makrogazdasági stabilitás tényét már adottnak veszi, és csak annak okait keresi.<sup>29</sup>

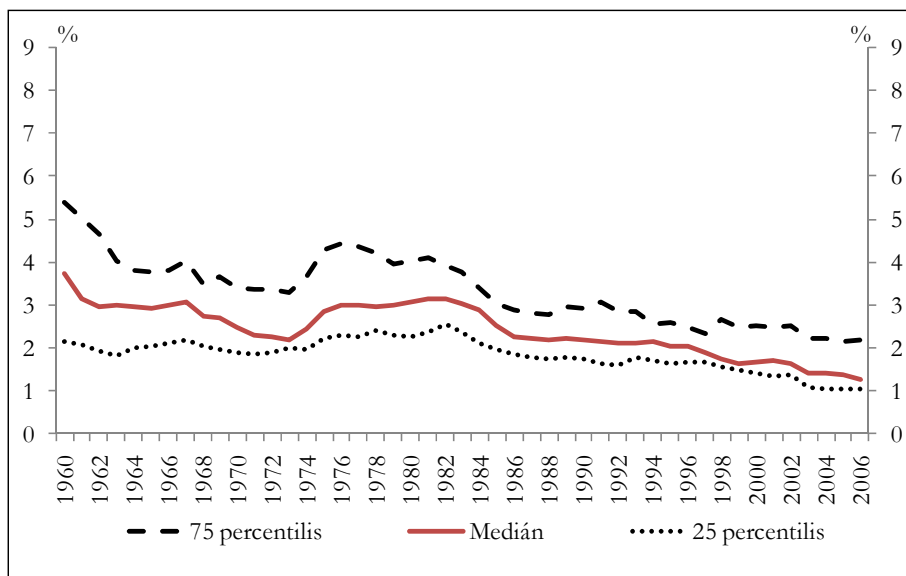
---

<sup>28</sup> Ezeken túlmenően a makrogazdasági stabilitás melletti érvként szokták még felhozni a vállalati készletgazdálkodás fejlődését és a jó szerencsét (sokkok hiányát) is.

<sup>29</sup> A témában kiváló összefoglalást ad White (2008), aki elsősorban az infláció mérséklődésére koncentrálna.

## 2-1. ábra: A növekedés volatilitása a fejlett országokban

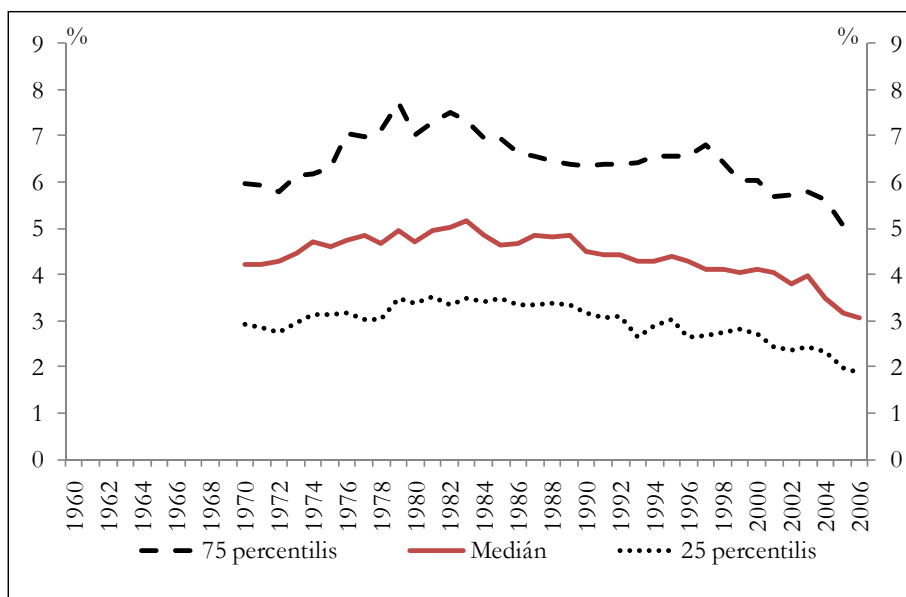
(trendtisztított adatok 10 éves gördülő szórása)



Forrás: IMF (2007).

## 2-2. ábra: A növekedés volatilitása a világ feltörekvő és fejlődő gazdaságaiban

(trendtisztított adatok 10 éves gördülő szórása)



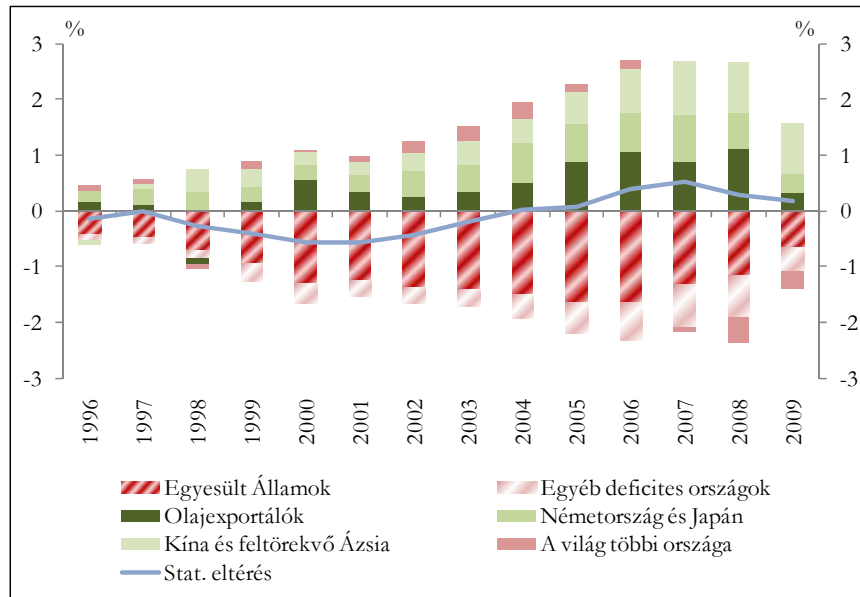
Forrás: IMF (2007).

## 2. 2. Globális egyensúlyhiányok

Miközben nem alakult ki konszenzus a nagy mérséklődés okaival kapcsolatban, számos jel mutatott arra, hogy jelentős kockázatok is felépültek az évek során. A globális egyensúlyhiányok minden korábbinál nagyobb mértéket öltöttek. Az USA jelentős folyó fizetésimérleg-hiányt mutatott (2-3. ábra). Ennek tükröképeként elsősorban a délkelet-ázsiai és olajexportáló országok magas többleteket halmoztak fel. Noha az euroövezet összességében nagyjából egyensúlyban volt, az egyes tagországok esetében szintén jelentős egyensúlyhiányok alakultak ki. Németország a világ legnagyobb exportőrévé vált, és ennek nagyobb része az EU-országokkal szemben állt fenn,

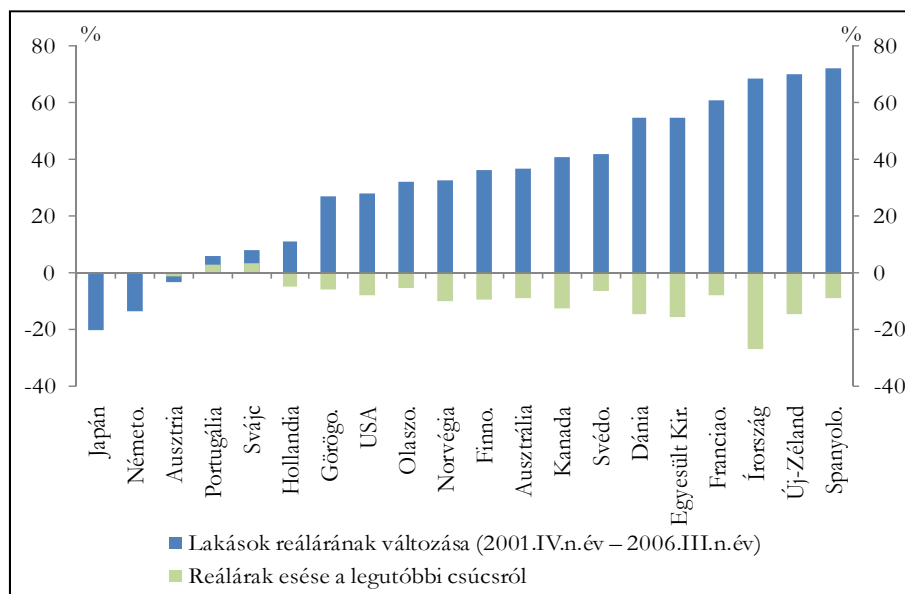
miközben más EU-tagállamok példátlanul magas folyó fizetésimérleg-hiányt és gyors hitel- és lakásár-növekedést regisztráltak (Spanyolország, Írország, Egyesült Királyság, Görögország és a legtöbb közép- és kelet-európai tagállam) (2-4. ábra).

2-3. ábra: Fizetési mérleg pozíciók (a világ GDP százalékában)



Forrás: IMF (2009c).

2-4. ábra: Lakások reálárának változása (kumulatív, százalék)



Forrás: IMF (2009c).

A globális tőkeáramlás korábban nem látott méreteket öltött. A nemzetközi tőkeáramlás szokatlanul nagy mértékén túl, annak iránya is zavaróan hatott: összességében a kevésbé fejlett régiókból áramlott a fejlett országokba, nem pedig fordítva (fontos kivételek voltak Németország és Japán a fejlettek, és a közép- és kelet-európai országok a kevésbé fejlettek között).

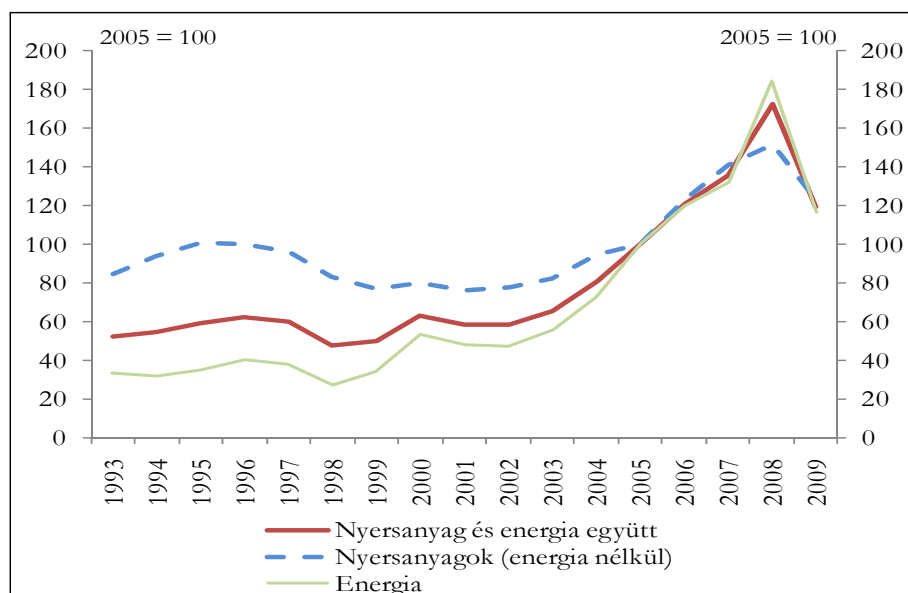
Míndeközben a globális pénzügyi piacokon történelmileg alacsony hitelkockázati felárak alakultak ki. Sok szereplő a korábbinál könnyebben tudott hitelhez jutni; olykor olyanok is, akik korábban



szinte egyáltalán nem kaptak bankhitelt. A hitelezési standardok lazultak, a bankok szervezeti és pénzügyi innovációkkal módot találtak arra, hogy a meglévő szabályozási keretek mellett sokkal nagyobbra növelhessék a hitelportfóliójukat. A lakásárak és számos pénzügyi eszköz piaci ára gyorsan növekedett, jelentős részben éppen a hitelezés növekedése révén lehetővé tett túlkereslet eredményeként.

A globális gazdaság túlfűtöttségére utalt az is, hogy a nyersanyag- és olajárak tartósan történelmileg magas szinteket értek el (2-5. ábra), és áralakulásukat egyre inkább befolyásolták nem csak a tényleges keresleti és kínálati viszonyok, de az azok jövőbeni alakulására vonatkozó várakozások is. Egyre több befektető – folytatólagos áremelkedésre számítva – előre igyekezett biztosítani a jövőbeni árakat a különböző határidős piacokon. Miközben biztosítást kívántak vásárolni a jövőbeni inflációval szemben, maguk is hozzájárultak a nyersanyag- és olajárak emelkedéséhez (Wray, 2008; Frankel, 2008a és 2008b; Hamilton, 2010). A döntéshozók a túlfűtöttség jeleit a hazai inflációs nyomás – például nominális bérek - emelkedésében várták megjelenni, ami nem következett be az intenzív globális munkaerő-piaci verseny miatt. A túlfűtöttséget jelző inflációs nyomás a pénzügyi eszközök, ingatlanok, illetve a nyersanyagok és energiatermékek árában jelent meg, amelyek hagyományosan változékony áralakulással rendelkező termékek, így korábban nem tekintették azokat megbízható konjunkturális indikátoroknak.

2-5. ábra: Nyersanyag és energia árindexek



Forrás: IFS.

### 2. 3. A „nagy mérséklődés” és a globális egyensúlyhiányok okai

A legtöbb elemzés több ok együttes eredményének tekinti a globális egyensúlyhiányokat, amelyek külön-külön nem vezettek volna feltétlenül pénzügyi válsághoz. Egyik ilyen okként lehet említeni a globális megtakarítások szokatlanul magas szintjét („*global saving glut*”). A magas szint elsősorban a feltörekvő régiók stratégiájának eredménye, de szerepet játszott benne a Németország és Japán által választott út is. A korábbi évtizedek súlyos válságainak tapasztalatai nyomán a délkelet-ázsiai és latin-amerikai országok fejlesztési stratégiája megváltozott. A korábbi, külső források bevonására alapozott stratégia helyett exporttöbbletre és ennek eredményeként nemzetközi tartalékok felhalmozására törekedtek. Közvetlenül a válságot megelőző években Kína vált a legfontosabb nemzetközi tartalékokat felhalmozó és kihelyező országgá. A harmadik csoportot az

olajexportőrök jelentették, akik szintén jelentős exporttöbbletet és tőke kivitelt valósítottak meg.<sup>30</sup> A latin-amerikai és az olajexportáló országok pozícióját a hosszantartó és gyors globális növekedés a nyersanyag- és energiaárak gyors emelkedésével segítette. Az ázsiai országok a nyersanyag és energiatermékeknek ugyan importálói voltak, termelési kapacitásaik és a visszafogott belső kereslet mégis képessé tették őket arra, hogy feldolgozóipari termékekkel alakítva azokat jelentős exporttöbbletre tegyenek szert. Az exporttöbbletet támogatta a feltörekvő országok tágabban vett politikája – mint az exportorientált iparpolitika, a magas megtakarításra ösztönzés és a szociálpolitika hiánya miatti öngondoskodás – beleértve az árfolyampolitikát is, amely nem engedte az árfolyamok felértékelődését. A beáramló exportbevételi többletet rendszerint sterilizálta a jegybank (például Kína), vagy eleve azokhoz az állami vagyongazdálkodó szervezetekhez áramlott (olajexportőrök), amelyek az exportot bonyolították (Brender–Pisani, 2009).

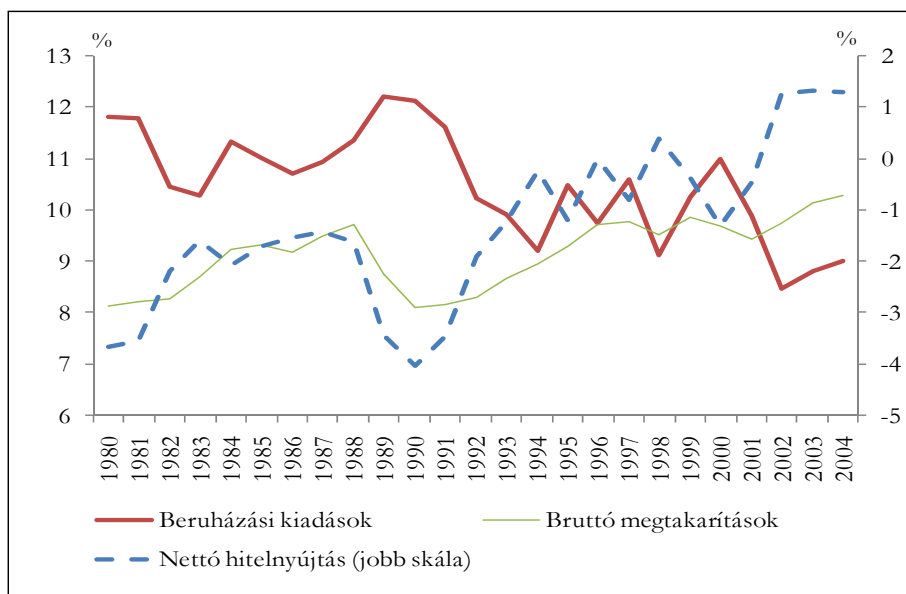
Az előbbi jelenséggel összefüggött, hogy a Fed fokozatos szigorítása ellenére a hosszú lejáratú kamatok nem emelkedtek, így a hitelezés nem lassult, és nem mérséklődött az eszközárak emelkedése sem. Az amerikai háztartások pedig az emelkedő lakásárakat arra használták ki, hogy – a lakások hitelfedezeti értékének növekedésével párhuzamosan – további hiteleket vegyenek fel és növeljék a fogyasztási kiadásait. Az alacsony hitelkamatok miatt a gépkocsi- és más fogyasztási hitelek is gyorsan növekedtek. Ezek együttes eredményeként az amerikai háztartások a rendelkezésre álló jövedelmükhöz viszonyítva egyre nagyobb hitelállományt halmoztak fel, amelynek fedezetéül az egyre inkább túlértékeltté váló lakás- és értékpapírvagyont szolgált. Ez sérülékennyé tette a háztartások pénzügyi helyzetét és fogyasztási kiadásait érzékenyebbé váltak a lakás- és eszközárak hirtelen kiugazodására, ami egyébként az aggregált kereslet legnagyobb tétele és az USA növekedésének hagyományosan a legfontosabb húzóereje volt.

Érdekes feltenni azt a kérdést, hogy miért a lakosság, és miért nem például az amerikai vállalatok használták fel a forrásokat? A 2001-es tőzsdei válságig az amerikai vállalatok beruházási tevékenysége erőteljes volt, és jelentős mértékben vontak be külső forrásokat a beruházásaik finanszírozásához, ezzel növelve az eladósodottságukat. A tőzsdei válságot követően azonban óvatossá váltak: gyorsan helyreállt a profitabilitásuk, és a beruházásaik is visszatértek a hosszabb távon megszokott szinthez, de a profitabilitásukhoz képest a vállalati beruházási tevékenység mérsékelten maradt. Valójában a vállalatok inkább külföldön fektették be a profitnak azon részét, amelyet az USA-ban nem tudtak eléggé jövedelmezően kihelyezni (IMF, 2006; Moec – Frey, 2006). Nemcsak az USA, hanem a G-7 fejlett országok nagyvállalataira összességében is jellemző volt – bizonyos különbségekkel –, hogy nem használták ki az alacsony kamatozatokat, nem fogtak nagyarányú fizikai tőkeberuházásokba és nem növelték az eladósodottságukat (2-6. ábra).

---

<sup>30</sup> Ezt a nemzetközi tartalékok felhalmozására törekvést nevezték „önbiztosítás”-nak (self-insurance). A mögöttes motívumokról lást bővebben UNCTAD (2008).

**2-6. ábra: G-7 vállalatok (Németország nélkül)**  
(a teljes GDP százalékában)



Forrás: IMF (2006).

Az USA külkereskedelmi mérleghiányát a 2000-es évek közepéig nagyjából ellentételezte a jövedelmi mérleg pozitívuma (Hornok et al., 2006; Moec–Frey, 2006). Azaz, az USA-vállalatok külföldi érdekeltségeinek hazautalt jövedelme, vagy az USA-tulajdonban lévő külföldi vállalatoknál képződött nyereség meghaladta az USA-ban működő külföldi vállalatok hasonló jövedelmeit.<sup>31</sup> A globális egyensúlyhiányokkal kapcsolatban a vállalati szektor pozíciója tehát bizonytalanságot hordozott. Végül az, hogy nem a vállalatok vették igénybe a külföldi forrásokat, növelte a hitelek minőségromlásának a kockázatát, mert a lakosság rendelkezésre álló jövedelme nem nőtt eléggé dinamikusán: a háztartások adósságszolgálatára csak azért és addig maradt mérsékelt, amíg a hozamok is történelmileg alacsonyok voltak. A kamatok korrekciója és a háztartási jövedelmek stagnálása vagy netán visszaesése kockázatokat jelentett a háztartások pénzügyi helyzetével kapcsolatban.

Az exportorientált stratégiát és nemzetközi tartalék felhalmozást célul kitűző régiók a felhalmozott nemzetközi tartalékaikat kihelyezték a fejlett országokba, elsősorban likvid és kockázatmentesnek tekintett eszközökbe: főként USA-állampapírokba vagy jó minőségű vállalati kötvényekbe. A globális egyensúlyhiányok fontos eleme volt, hogy a fejlett országok bankrendszere megtalálta azokat a pénzügyi innovációkat, amelyekkel ezeket a forrásokat ki tudta helyezni a fejlett gazdaságokban. Ezzel a fejlett országok (főleg USA) pénzügyi rendszere kétféle igénynek felelt meg: egyrészt a feltörekvő országok hitelkockázattól mentes, biztos befektetésekre irányuló keresletének, másrészt az olyan szektorok finanszírozási igényének, amelyek magas hitelkockázatot hordoztak. Brender–Pisani (2009) részletesen és igen szemléletesen írja le azt a folyamatot, amelynek révén a kockázatkerülő céllal tartott nemzetközi tartalékokból nagy kockázatú hitelek váltak a pénzügy innovációk segítségével (részletesebben lásd a 2-1. keretes írást). A strukturált pénzügyi termékek kifejlesztésével a pénzügyi szektor szereplői

<sup>31</sup> Ezekről az értékekről csak becslések állnak rendelkezésre. Egyes vélemények szerint a tipikus becslések ráadásul alulbecsülik ezt az egyenleget, mert nem számítják be a leányvállalatok értékébe a modern know-how, design és menedzsment módszerek értékét, amelyek nem testesülnek meg fizikai vagyonelemekben („dark matter”), Moec – Frey (2006). Lásd még IMF (2005) 1.2. keretes írását: „Why is the U. S. International Income Account in Black, and Will it Last?”, 21. oldal.

hitelkockázattól mentes értékpapírok (például állampapírok) és lakások fedezete mellett bocsátottak ki magas kockázatú hiteleket úgy, hogy végül alacsony hitelkockázati besorolást kaptak a hitelminősítőktől. Az így kibocsátott papírokat olyan befektetési alapok is tarthatták, amelyeknek ez a feljavított hitelminősítés („credit enhancement”) szükséges volt a szabályozási előírások miatt. Az elgondolás az volt, hogy az innovatív termékekkel a hitelkockázatok „feldarabolhatók” olyan elemekre, amelyek a befektetők kockázatviselő képességéhez illeszkednek. A termékeket széles körben terítve csökkenteni kívánták a kockázatok koncentrációját, illetve korrelációját.

A globális egyensúlyhiányok szempontjából a pénzügyi szektor tehát rendkívül fontos szerepet játszott, és ez magyarázza, hogy – a várakozásokkal ellentétben – a válság éppen a pénzügyi szektort érintő teljes bizalmi válságban robbant ki, nem pedig mint a dollár leértékelődésében testet öltő árfolyamválság.<sup>32</sup>

### 2-1. keretes írás: Kockázati lánc a nettó megtakarító és nettó kölcsönvevő országok között<sup>33</sup>

A globális egyensúlyhiányok kialakulásában kulcsszerepet játszott a kockázatok átalakítása, ami lehetővé tette a hitelkockázat-mentes megtakarításokra törekvő megtakarítók forrásainak kihelyezését magas kockázatot jelentő hitelfelvevőknek úgy, hogy a hitelkockázatot ne a végső megtakarító viselje.

A délkelet-ázsiai országok és az olajexportőrök stratégiai megfontolásokból jelentős exporttöbbletre törekedtek, és az exportbevételeiket nemzetközi tartalékvalutában, a fejlett országok likvid és kockázatmentesnek tekintett eszközeiben (pl. USA-állampapírban) takarították meg. Az exporttöbblet abból keletkezik, hogy a vállalatok az exportárbevételeik jelentős részét nem költik el sem beruházásra, sem bérekre. Ha ezt a többletet például a kínai vállalatok renminbire váltották volna, ezzel a renminbi erősödését, illetve az import növekedését idézték volna elő, így eltűnt volna a kínai exporttöbblet és a kínai nemzetközi tartalékok sem növekedhettek volna. Az exportorientált stratégia fenntartása azt követelte meg, hogy az exportárbevétel jelentős részét vagy maguk a kínai vállalatok közvetlenül, vagy a kínai bankok a kínai jegybank közvetítésével amerikai dollárban tartsák, és biztos megtakarításként helyezték el amerikai bankokban. A válság előtti utolsó években ez egyre inkább a jegybank közvetítésével történt: az exportárbevétel megfelelő részét a kínai bankközi piacon a kínai jegybank – letéti jeggyel vagy jegybanki betéttel – renminbiért felvásárolta. A kínai jegybank ezzel a mérlegére vette a renminbi-dollár közötti árfolyamkockázatot a kínai vállalatoktól,<sup>34</sup> de a hitelkockázatot nem futotta: azt az amerikai pénzügyi rendszer vállalta a náluk elhelyezett dollárbetétek kihelyezésével. Valójában ezekből a betétekből nagyjából hosszú lejáratú amerikai államkötvényeket, kisebb részben rövidebb lejáratú kincstárjegyeket vettek a nettó megtakarítók. Ez a lényegesen azonban nem változtat, mert ez esetben ezeknek a papíroknak az eladói tartják a betéteket a bankokban.

Az amerikai bankrendszerben elhelyezett dollárbetétek a lakossági hitelezés forrásait növelték. Ehhez szükség volt arra, hogy a hitelkockázatokat megfelelően átalakítva teríteni tudják a végső kockázattalállók számára értékpapírosított formában. A hitelekben foglalt kockázatokat elemekre bontották, átcsomagolták, különböző kockázati osztályoknak megfelelően testre szabták és

<sup>32</sup> A bankok megnövekedett kockázattalállásáról lásd Gambacorta (2009), Disyatat (2010) és Borio–Zhu (2008) munkáját.

<sup>33</sup> Brender–Pisani (2009) nyomán, némi módosítással: a kínai háztartás helyett kínai vállalatot szerepeltetünk. Ez jobban tükrözi a valódi intézményi/”tranzakciós” realitásokat, de a módosítás az érvelés lényegén nem változtat.

<sup>34</sup> Amennyiben a kínai exportálvállalatok maguk közvetlenül tartják dollár megtakarításaikat az amerikai pénzügyi rendszerben a kínai bankrendszer és jegybank közvetítése nélkül, akkor maguk a vállalatok vállalják a renminbi-dollár árfolyamkockázatot.

forgatható pénzügyi termékként a végső hitelezőknek eladták. A bankok csak a kibocsátásszervezők szerepét játszották a specializált szervezeti egységeiken keresztül (Special Purpose Entities) jutalékért; a kockázatokat biztosítók, nyugdíjalapok, illetve kockázati alapok viselték, kockázati étvágyuktól függően. A hosszantartó stabilitás és a gyorsan növekvő ingatlanárak miatt a kockázatok árazásához használt modellek egyre kisebb piaci kockázatokat mutattak, a kibocsátások jó hitelbesorolásokat kaptak a forgalom növelésében a jutalékok miatt érdekelt minősítő intézetektől.

A hitelekkel kapcsolatos kockázatokat a mérlegükben tartó intézmények a forrásaikat tipikusan a bankközi piacról biztosították, ahol a kínálatot egyre inkább az előző bekezdésben tárgyalt rövid lejáratú dollárbetétek adták. Ezzel bezárult a kör: a dollármegtakarítások több szereplő közbeiktatásával amerikai lakossági hitelként találták meg a befektetésüket, miközben a pénzügyi szektorban a tőkeáttétel és ezzel a sérülékenység is jelentősen megnőtt. Míg a renminbi-dollár árfolyamkockázatot a kínai jegybank (vagy közvetlenül a kínai exportórvállalatok) viselték, a hitelkockázatot az amerikai (vagy tágabban a deficitesebb fejlett országbeli) pénzügyi szektor viselte.

A folyamatot elősegítette, hogy a Fed és más szabályozó hatóságok megengedték azt, hogy a bankok olyan szervezeti egységeket hozzanak létre, amelyek formailag nem bankok (conduit, Special Investment Vehicle stb.), így a prudenciális szabályozás nem vonatkozott rájuk, és a fenti innovatív hitelek kibocsátását végre tudták hajtani. Ám – mint a válságban világossá vált – a hitelkockázattól végső soron nem mentesítették az anyabankokat, hiszen azok kimondva vagy kimondatlanul visszavásárlási garanciát vállaltak az innovatív termékekre. Így a hitelkockázatot nagyrészt a fejlett országok pénzügyi szektora viselte, miközben a kevésbé fejlett megtakarító országok elsősorban a dollár árfolyamkockázatának voltak kitéve.

Az EU-hoz néhány éve csatlakozott közép- és kelet-európai (KKE) tagországok a többi feltörekvő régiótól eltérően viselkedtek. Jelentős külső finanszírozást vettek igénybe, amit a globálisan kedvező befektetői környezet mellett az erőteljes pénzügyi integráció, a közös gazdaságpolitikai intézményrendszer, és az a kilátás is segített, hogy belátható időn belül a monetáris unió résztvevőivé válhatnak. Azaz, a legfontosabb pénzügyi kockázatok, az árfolyam-, illetve prémiumkockázatok néhány éven belül minimálisra csökkenhetnek, így a külső forrásbevonás minden oldalról ésszerűnek tűnt. A válságot közvetlenül megelőző években a lakosság hitelállománya gyorsan közeledett a legfejlettebb országokban megszokotthoz, ám azzal a fontos különbséggel, hogy jórészt külföldi devizában – euróban és svájci frankban – állt fenn. A gyors lakossági eladósodás rendszerint a lakások hasonlóan gyors növekedését és a fogyasztási cikkek importja révén a folyó fizetési mérleg romlását eredményezte.

A devizahitelek gyors növekedése a hazai bankrendszer közvetítésével történt, amelynek nagy része nyugat-európai bankok leányvállalataiból állt (Közép-Kelet-Európában az osztrák, német, olasz, belga, holland és francia, a Baltikumban pedig inkább az észak-európai anyabankok leánybankjai voltak aktívak). A hazai bankrendszer egyre nagyobb mértékben külföldi forrásokból finanszírozta a hiteleket és egyre kevésbé a hazai és hazai valutában denominált megtakarításokból.<sup>35</sup>

A hitelek kockázata a hitelfelvevőket terhelte: a szerződések lehetőséget adtak a bankoknak arra, hogy a külföldi kamatok, illetve valutaárfolyamok változásainak kockázatait az ügyfeleikre hárítsák. Amíg az ügyfél fizetőképesebb, a bankokat ezek a kockázatok kevésbé érintik. Ugyanakkor a bankok jelentős kockázatot viseltek a tekintetben, hogy meg tudják-e újítani a külföldi forrásaikat. A válság kitörésekor ez kritikus kérdéssé vált. A kockázatok globális újraértékelésekor a majdani csatlakozás perspektívája a befektetők szemében háttérbe szorult, és a devizakitettségek, az adósságállományok váltak a legfontosabb kockázati tényezővé; éppen azok, amelyek terén a

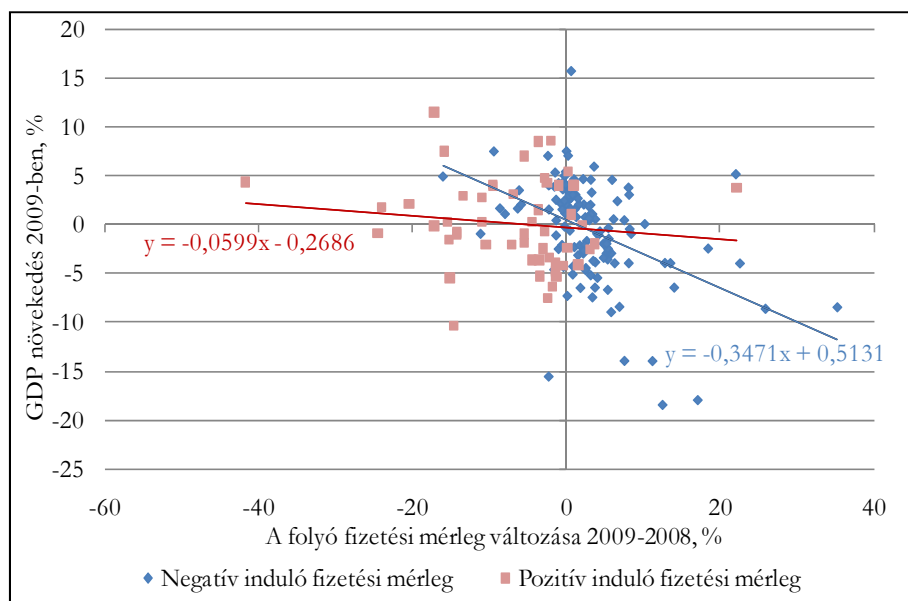
<sup>35</sup> A magyar vonatkozásokról bővebben írunk a 3.1. fejezetben.

régióink viszonylag rossz helyzetben volt. A pénzügyi és reálgazdasági integráció monetáris integráció (végső hitelező) nélkül instabil helyzetet eredményezett. A pénzügyi válság következményeit súlyosbította a reálgazdasági sokk: a KKE-országokat érzékenyen érintette a legnagyobb piacuk, az euroövezeti tagországok visszaesése.

## 2. 4. Az egyensúlyhiányok jövőben várható pályája

Ahogy a válság következtében a globális egyensúlyhiányok részben korrigálódtak, a külső forrásokra alapozott növekedési modellek az átlagosnál nagyobb korrekcióra kényszerültek: a válságnak fizetési mérleg hiánnyal nekiinduló országok GDP-jében volt tapasztalható a legerőteljesebb visszaesés (2-7. ábra). Kérdéses, hogy a korrekció mennyire lesz tartós, de egy részének tartós alkalmazkodást kell tükröznie a kockázatok jövőben várható konzervatívabb megítélése miatt.

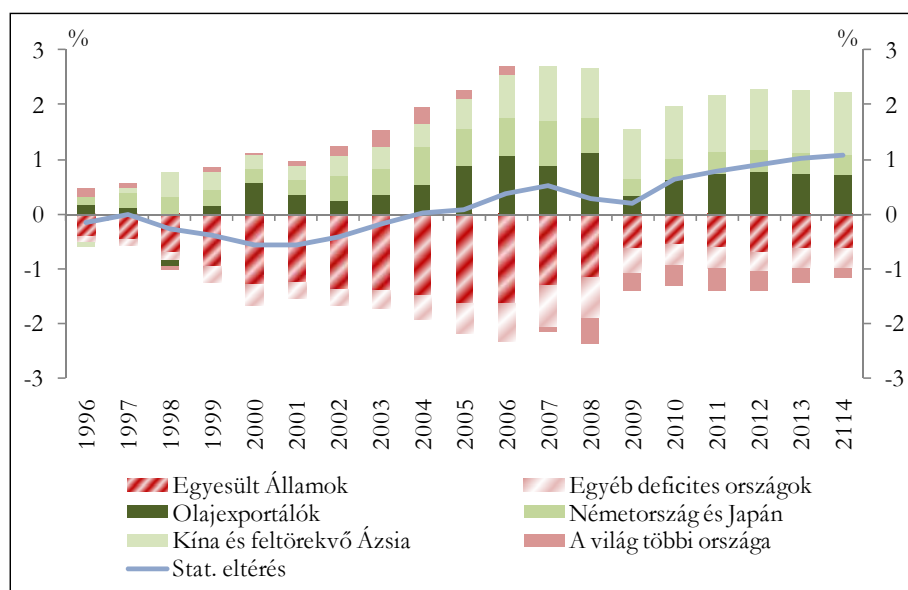
2-7. ábra: Az induló folyó fizetési mérleg és a gazdasági növekedés kapcsolata



Forrás: IMF WEO Database – 2009. október.

Az IMF 2014-ig előretekintő becslése is azt mutatja, hogy az egyensúlyhiányok egy része vissza fog térni a következő években (2-8. ábra). Jelentősebb alkalmazkodás mehet végbe a fizetési mérleg hiánnyal jellemezhető országok körében, ahol belső túlfűtöttség állt a külső forrásbevonás mögött. Ezeknél az országoknál a hiány a válság előtti évekhez képest akár meg is feleződhet. Ezzel szemben a többletet mutató esetekben, amint ismét fellendül a világkereskedelem, a nyersanyagárak emelkedésével részben újratermelődhet az egyensúlyhiány. Az IMF az előrejelzés során változatlan reálárfolyamokkal számolt, ami miatt a bemutatott alkalmazkodás alulbecsült lehet. Azt ugyanakkor jól szemlélteti, hogy a világgazdasági folyamatok válság előtti menete nem folytatható tovább. A kockázatokhoz való óvatosabb hozzáállás miatt az adósságból finanszírozott növekedési modellek tartós korrekcióra kényszerülnek. A megnövekedett külső- és államadósságok mellett a gazdaságok a jövőben tartósan érzékenyebben reagálhatnak majd a kockázatvállalási hangulat változásaira. Tartós és kiegyensúlyozott fellendülést akkor lehet elérni, ha a korábbi egyensúlyhiányok nem épülnek jelentős mértékben vissza (Blanchard–Milesi-Ferretti, 2009).

2-8. ábra: Fizetési mérleg pozíciók (a világ GDP százalékában)



Forrás: IMF (2009c).

Ahhoz, hogy az egyensúlyhiányok tartósan csökkenjenek, a gazdasági szereplők viselkedésének kell változnia. A makrogazdasági elmélet szerint a fizetési mérleg egyenlege megtakarítási és beruházási döntéseket tükröz. Amennyiben a gazdaságban keletkező megtakarítások nem fedezik a beruházásokat, a hiányzó tőkét külföldről kell bevonni a gazdaságba. A válság következtében viszont szűkebbek lettek az eladósodás korlátai, és felértékelődött a belső megtakarítások szerepe. Emiatt az alacsony megtakarítási rátájú országokban a külföldi kölcsönből történő fogyasztás csökkentésére, és a megtakarítási ráta emelésére lenne szükség. A másik oldalon a magas megtakarítású országokban a belföldi keresletet kellene növelni annak érdekében, hogy a külkereskedelmi többlet csökkenése ellenére a kibocsátás szinten maradjon (Blanchard–Milesi-Ferretti, 2009). A korrekció részben következhet a magánszektor viselkedésének megváltozásából, részben pedig a gazdaságpolitika is ösztönözheti azt. A szerepek relatív súlyát az is befolyásolja, hogy melyik szektor eladósodása volt jelentősebb a válság előtt és mely szektorban van szükség jelentős alkalmazkodásra. Ott, ahol a válság súlyos fiskális terheket eredményezett, a gazdaságélénkítő intézkedések visszavonása is érdemben befolyásolhatja a folyamatot.

Blanchard–Milesi-Ferretti (2009) több olyan tényezőt felsorol, amelyeknek egyensúlyt elősegítő hatása tartós lehet. Így például a magánszektor megtakarításainak tartós emelkedését indokolhatja, hogy a vagyont érintő veszteségek pótlásához hosszabb időre van szükség. Ez különösen igaz lehet az Egyesült Államokban, ahol a háztartások vagyony helyzetét az átlagosnál is súlyosabban érintette a válság, így nem várható, hogy a megtakarítási ráta a válság előtti, történelmi összehasonlításban is meglehetősen alacsony szintre csökkenjen vissza. Tartósan bizonyulhat a magasabb kockázati prémium és a szigorúbb pénzügyi szabályozás miatt megemelkedő tőkeköltség beruházásokra és külső finanszírozásra gyakorolt hatása is. Ugyancsak huzamosabb időre megváltozhat a korábban folyó fizetésimérleg-hiányt felmutató feltörekvő országok devizatartalék stratégiája, akik a válság tanulságaként a kívánatos tartalékszintet a korábbinál magasabban határozhatják meg. Eközben a válság előtt már jelentős tartalékokat felhalmozó, főként ázsiai országok a jelentős tőkebeáramlások miatt aggódva korlátozzák az árfolyam felértékelődését, és tovább folytatják a tartalékok felhalmozását. Összességében, a szerzők egy olyan forgatókönyvet valószínűsítene, melyben a kiigazodás tartós lehet, elsősorban az Egyesült Államokban emelkedő megtakarítási rátáknak köszönhetően, míg a másik két jelentős

egyensúlyhiány – a kínai folyó fizetésimérleg-többletének és az Egyesült Államok költségvetési hiányának – csökkentése még várat magára.<sup>36</sup>

## 2. 5. Az adósságállományok hatása a növekedési kilátásokra

Az előrejelzések az egyensúlyhiányok részleges oldódását vetítik előre, azonban a magas adósságállományok csökkentése hosszabban elhúzódó folyamat. A válság előtti külső egyensúlyhiányok a folyó fizetésimérleg-hiányt mutató országokban, így az Egyesült Államokban és Európa nagy részén is a külső adósság növekedéséhez vezettek, emellett azonban – a válságra adott válasz eredményeként – az államadósság növekvő terhével is szembe kell majd nézni a következő években. A válság sújtotta országok széles körét érinti, hogy a válságkezeléshez kötődő fiskális élénkítő intézkedések és a csökkenő adóbevételek hatására a legtöbb országban az államadósság szintje is erőteljes növekedésnek indult.<sup>37</sup>

A fejlett gazdaságok helyzetet tovább súlyosbítják az idősödő népesség miatt jövőben várható magasabb jóléti kiadások (Cecchetti et al., 2010). A válság alatt azokban az országokban is drámai módon megemelkedett az államadósság, ahol a korábbi éveket viszonylag alacsony adósságszint jellemezte. Az OECD előrejelzése szerint 2011-ben a fejlett gazdaságok államadósságszintje meghaladhatja a GDP 100 százalékát, ami felvethet az adósságdinamika fenntarthatóságra vonatkozó kérdéseket. Az adósságpálya egy vizsgált fejlett ország esetében sem tűnik fenntarthatónak jelentős fiskális intézkedések nélkül. A csökkenő kockázatvállalási hajlandóság nyomán a magas államadósságot a befektetők a jövőben kevésbé fogják tolerálni, és előretekintve ez magasabb kockázati felárakhoz vezethet. A megemelkedő kötvényhozamok pedig veszélyeztethetik az egyébként is érzékeny gazdasági kilábalást. Figyelembe véve az emelkedő reálkamatlábakat és a lassan magára találó gazdasági növekedést, jelentős javulást kéne elérni a költségvetések strukturális elsődleges egyenlegében ahhoz, hogy az adósságpálya fenntarthatósága biztosított legyen.<sup>38</sup>

A válság és a válságkezelés következtében kirajzolódó adósságdinamikáknak súlyos kihatása lehet az érintett országok növekedési kilátásaira. Reinhart–Rogoff (2010) több évtizedet felölelő adatok alapján arra a következtetésre jut, hogy fejlett és feltörekvő országoknál is alacsonyabb gazdasági növekedést lehetett tapasztalni 90 százaléknál magasabb államadósságszint esetén. Utóbbi országcsoportnál a külső adósság még szigorúbb korlátnak tűnik, aminek már 60 százalék feletti szintjeinél jelentősen csökkent a gazdaság növekedése. Sajnos – kellő hosszúságú idősorok hiányában – fejlett országoknál nem lehetett vizsgálni a különböző külső adósságokhoz társuló gazdasági növekedést. Mindamelllett, az Európai Unió (EU) tagországait figyelve, a középtávon várható GDP-növekedés esetén is negatív kapcsolat rajzolódik ki a gazdaság prognosztizált teljesítménye és a gazdaságot terhelő adósságszintek között (2-9. ábra).

---

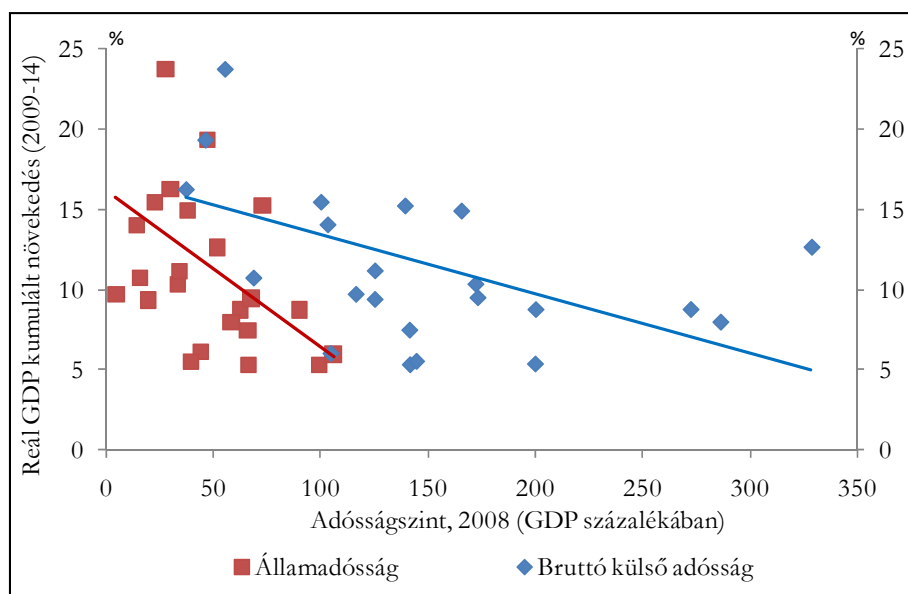
<sup>36</sup> Megjegyezzük ugyanakkor, hogy az elmúlt negyedévek adatai nem teljesen támasztják alá a fenti prognózist. Míg Kína esetében erőteljes a korábbi külkereskedelmi többlet mérséklődése, az Egyesült Államokban, a gazdaság újraélénkülésével és a tőzsdéi vagyonok jelentős korrekciójával, a külső egyensúly javulása is megtorpant.

<sup>37</sup> Egyes eredmények alapján a múltban is elsősorban ezek a tényezők növelték az államadósságot pénzügyi válságok idején, és nem a bankrendszer rendbetételével kapcsolatos kiadások. Reinhart–Rogoff (2009) szerint mindez összességében átlagosan 86 százalékkal emelte a reál államadósságot a válság utáni 3 év során. Ezzel szemben a bankszektor feltőkésítésével kapcsolatos kormányzati kiadások egy része idővel megtérülhet, amikor például a válság után emelkedni kezd a bankszektorban szerzett állami részesedések értéke (a banki részvények árfolyama), amit az újbóli privatizációnál realizálni lehet.

<sup>38</sup> A kérdésről részletesebben szólnunk az 1-8. keretes írásban.



2-9. ábra: Gazdasági növekedés előrejelzése és adósságszintek, EU-27\*



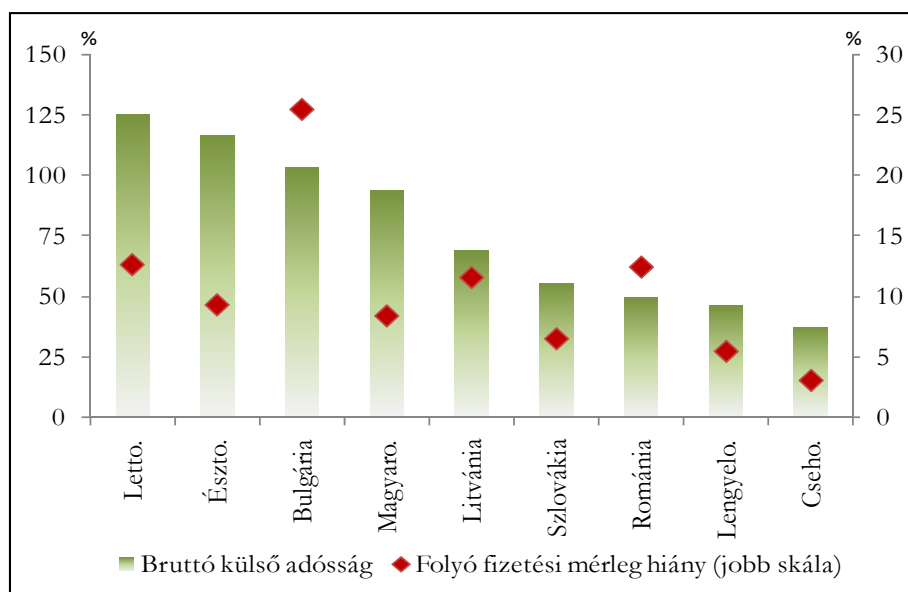
\* Ciprus, Luxemburg és Málta nélkül. Bruttó külső adósság Magyarország esetében speciális célú vállalatok (SCV) nélkül, bővebben lásd a 2-10. ábránál.

Megjegyzés: a külső adósságnál Írország kiugró értékét kiszűrtük.

Forrás: Joint External Debt Hub, Eurostat, IMF WEO Database – 2009. október, MNB.

Az adósságprobléma kiváltképp releváns a közép-kelet-európai régió országainál és a többi, 2004-ben csatlakozott EU-tagállamnál, akik az utóbbi években felmutatott gyors gazdasági növekedést fizetési mérleg hiányon keresztül finanszírozták. Ez megjelent a folyó fizetési mérlegek válság előtti magas, GDP-hez viszonyítva 5-15 százalékos hiányában (2-10. ábra). Ugyanakkor az országok felénél relatíve alacsony volt a külső adósság szintje, így őket feltehetően kisebb mértékben fogja sújtani az adósságok dráguló finanszírozása. Ez nem jelenti azt, hogy a korábbi folyamatok zavartalanul folytatódhatnak, önmagában a hiány fenntartása is kockázatosabb lesz, ezért várhatóan az állományproblémával még nem rendelkező országok sem tudnak majd a jövőben a korábbi évekre jellemző külső hiány mellett növekedni. A visegrádi országok azonban – Magyarországot leszámítva – viszonylag alacsony adósságállományt halmoztak fel a többi új tagállamhoz képest. A fiskális pozíciók kapcsán ugyanakkor a kép összességében jóval kedvezőbb, az államok döntő többsége mérsékelt államadósság-állománnyal rendelkezett a válság előtt, azonban a jellemzően 2,5-4,5 százalékos költségvetési hiány mellett működő fiskális politika csak a korábbinál nagyobb feszültségekkel lesz folytatható (2-11. ábra). A régiónak a lebegő árfolyam és az inflációs célkövetést alkalmazó monetáris politika (Magyarország, Románia, Csehország, Lengyelország), illetve az euro bevezetése (Szlovákia) segítséget nyújthat a válság leküzdésében (Åslund, 2009), azonban a régió sérülékenységéről alkotott kép könnyen lehet, hogy így is átalakulóban van.

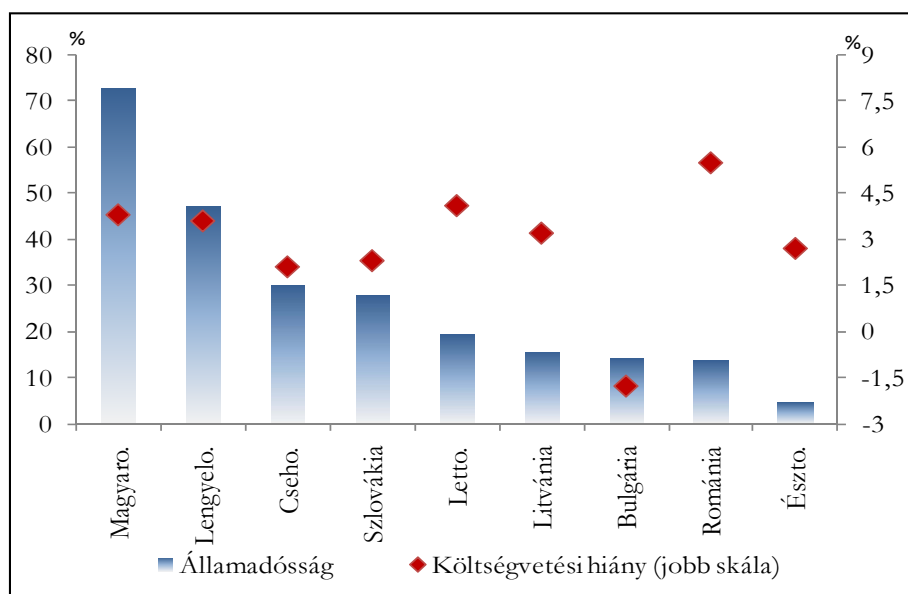
2-10. ábra: Külső egyensúlyhiány az új tagállamokban, a GDP arányában (2008)



Megjegyzés: Magyarország esetében a speciális célú vállalatok (SCV) nélkül számított bruttó külső adósságot tüntettük fel. A Magyarországon rendkívül aktív, jellemzően off-shore státuszú vállalatok általában csak az adózási előnyök kihasználása miatt települnek be egy adott országba. Az SCV-k nem folytatnak Magyarországon termelő tevékenységet és nincs kapcsolatuk a belföldi pénzügyi közvetítőrendszerrel, ezért megítélésünk szerint ezen vállalatok jelenléte nem növeli a magyar gazdaság sérülékenységét. Hazánkban kívül kevés ország szembesül hasonló problémákkal (például Hollandia és Luxemburg).

Forrás: Joint External Debt Hub, Román Nemzeti Bank, IMF WEO Database – 2009. október, MNB.

2-11. ábra: Belső egyensúlyhiány az új tagállamokban, a GDP arányában (2008)

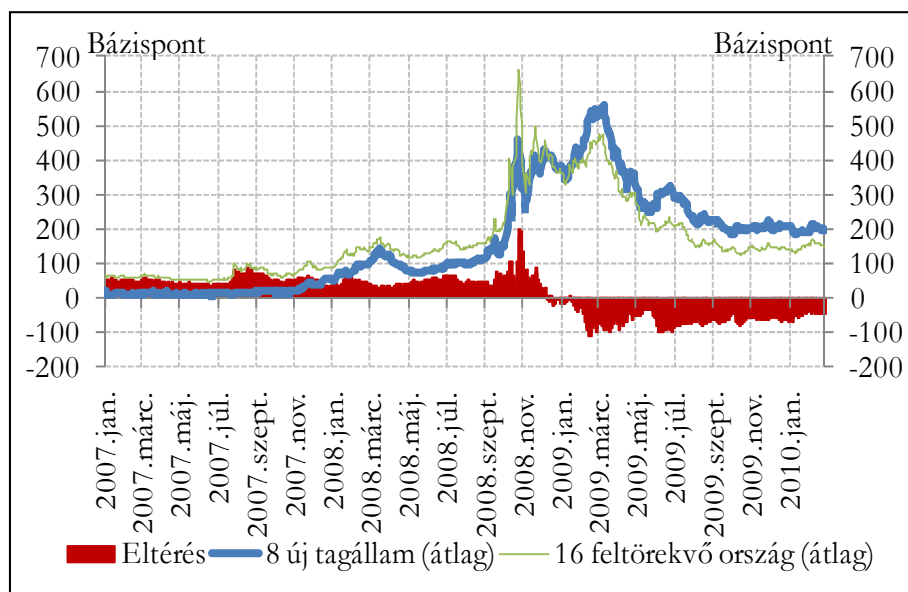


Forrás: Eurostat.

Míg az EU fejlett országaiban a válságot megelőző pénzügyi- vagy ingatlanboom súlyosbíthatja a kilábalást, addig az új tagországokban a tőkeáramlások elapadása jelenthet veszélyt a növekedésre nézve. A képet tovább árnyalja, hogy a legújabb eredmények a közvetlenül a válság előtti időszakokra túlzott hitelezés jeleit mutatják a háztartásoknál, ami itt is felveti egy válság előtti, kibontakozóban lévő hitelboom lehetőségét (lásd 3-1. fejezet). A válság hatására a kockázatok világszerte átárazódnak, ami különösen annak fényében lehet aggasztó, hogy a befektetők a régióban alulárzhatták a kockázatot, más feltörekvő régiókhoz viszonyítva (Luengnaruemitchai –

Schadler, 2007). Ezt okozhatta az EU-nak a régiós országok fiskális politikájára kifejtett fegyelmező erejébe vagy akár az euro közeli bevezetésébe vetett hit. Ahogy azonban az ezekre vonatkozó kilátások romlanak, a kockázati megítélésben is fordulat következhet be. Ennek jelei már tapasztalhatók, ha összehasonlítjuk a 2004-ben csatlakozott 8 új EU-tagállam<sup>39</sup> és 16 feltörekvő ország<sup>40</sup> országkockázati (CDS) felárát (2-12. ábra). Míg 2008 decemberéig az új, közép-kelet-európai és balti tagállamok átlagos felára a másik csoporté alatt maradt, 2009 elején megfordult a kapcsolat, és már több mint egy éve a másik 16 feltörekvő ország átlagos felárszintje felett tartózkodik az új tagállamok átlaga.

2-12. ábra: 5 éves CDS-felárak (2007. január – 2010. február)



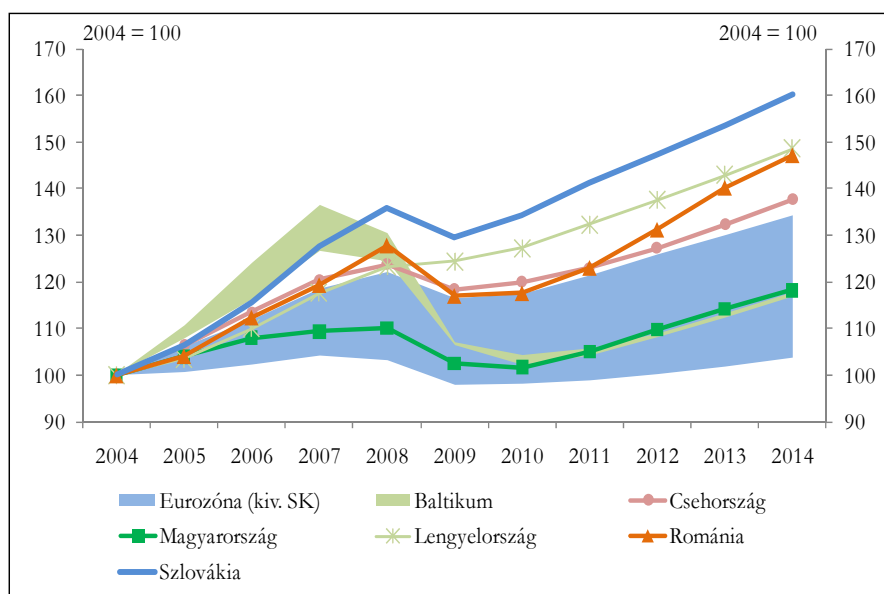
Forrás: Thomson Datastream.

A külső sérülékenység a régió növekedési kilátásaiban is tükröződik. Az IMF szimulációja alapján a válság 0,6-2,5 százalékponttal csökkentheti a középtávú (2008-2014) növekedést az EU új tagországaiban, akik jellemzően nehezebben jöhetnek ki a válságból, mint a régebbi tagállamok (IMF, 2009a). A 2-13. ábrán látható, hogy a válság előtt túlhevült balti országokban rövid távon a 2004-es szint közelébe esik vissza a kibocsátás. Egyúttal az is szembetűnő, hogy a régió nem homogén. Ennek megfelelően a kevésbé sérülékenynek tartott cseh, lengyel és szlovák gazdaság kisebb visszaesésen mehet keresztül.

<sup>39</sup> Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Szlovákia, Szlovénia.

<sup>40</sup> Brazília, Chile, Dél-Afrika, Dél-Korea, Egyiptom, Indonézia, Izrael, Kína, Kolumbia, Malajzia, Mexikó, Oroszország, Peru, Thaiföld, Törökország, Vietnam. A 16 ország körét főként az adatok elérhetősége határozta meg, egyben figyelembe vettük Luengnaruemitchai – Schadler (2007) kategorizálását is. A csoportban túlnyomórészt ázsiai és latin-amerikai országok találhatók, míg néhány országot kihagytunk, ahol a felár kiugróan magas szintekre emelkedett, és így ezeket kiugró értékeknek tekintettük (például Argentína és Pakisztán).

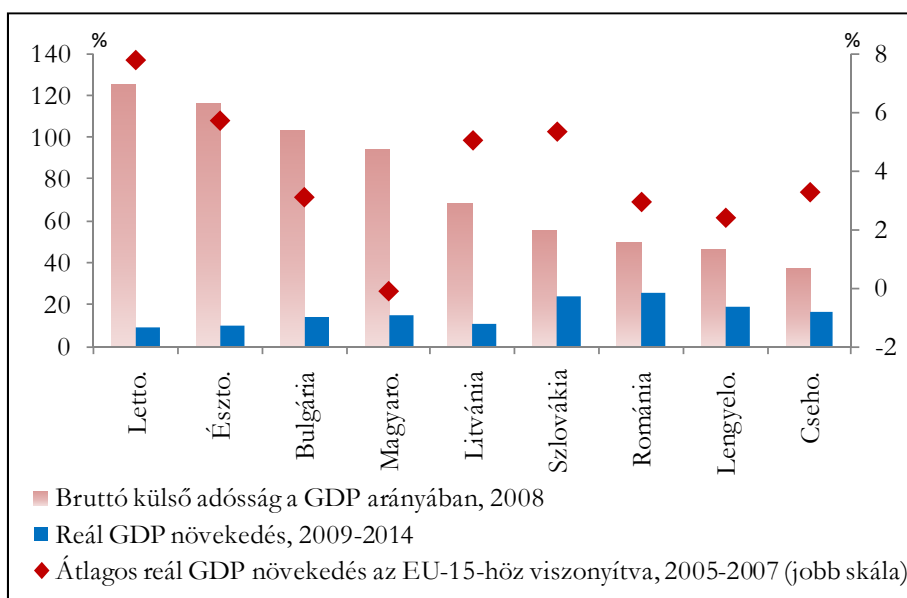
**2-13. ábra: A GDP szintjére vonatkozó előrejelzés az EU tagországokban**



Forrás: IMF WEO Database – 2009. október.

A régió belüli heterogenitást jól szemlélteti a korábban már említett külső adósság mértékének vizsgálata. A 2-14. ábra összhangban van Reinhart–Rogoff (2010) eredményével, azaz 60 százalék feletti nettó külső adósság szinteknél az IMF előrejelzése alapján középtávon lényegesen alacsonyabb lehet a reál-GDP kumulált növekedése. A külföld felé fennálló adósság jellemzően annál nagyobb, minél gyorsabb növekedést mutatott fel a gazdaság a válság előtt – külső forrásból, a külső sérülékenység növekedése árán. Ebből a képből Magyarország lóg ki, amiben szerepet játszhat, hogy a 2006-os költségvetési megszorítások miatt a magyar gazdaság már a válság előtt lassulni kezdett, és emiatt lassabb átlagos növekedést tudott felmutatni, mint az EU-15 országai.

**2-14. ábra: Külső adósság és reál-GDP-előrejelzés az új tagállamokban**



Megjegyzés: Magyarország esetében a speciális célú vállalatok (SCV) nélkül számított bruttó külső adósságot tüntettük fel. Bővebben lásd a 2-10. ábránál.

Forrás: Joint External Debt Hub, IMF WEO Database – 2009. október, Román Nemzeti Bank, MNB.

Országok széles körére jellemző, hogy a korábbi évekhez képest a válság hatására számottevően romlottak a növekedésre vonatkozó előrejelzések, bár a korrekció országonként eltérő mértékű. Fontos tanulságnak tűnik, hogy ahol a válság előtt nem halmozódtak fel jelentős adósságállományok, ott viszonylag kedvezőbbek maradtak a növekedési kilátások, szemben a súlyosan eladósodott államokkal. A nemzetközi pénzügyi rendszer problémái, és a válság ebből adódó globális természete azonban a kedvezőbb adósságpozíciójú országokat is súlyosan érinti.

## 2. 6. Korábbi válságtapasztalatok

A globális válság világossá tette az egyensúlyhiányokból fakadó sebezhetőséget, és elindította a gazdaságokat a fájdalmas kiigazodás útján. A jelenlegi válság lehetséges reálgazdasági költségeinek számszerűsítéséhez elterjedt módszer a korábbi válságtapasztalatok feldolgozása, mellyel betekintést nyerhetünk a gazdasági folyamatok válságot követő alakulásába. Reinhart–Rogoff (2009) 21 korábbi válságepizód alapján mutatja be, hogy a kibocsátásban és a foglalkoztatásban is jelentős visszaesésre lehet számítani. A múltban a reál-GDP a csúcstól a mélypontig átlagosan több mint 9 százalékos esésen ment keresztül, és a visszaesés átlagosan 2 évig tartott. A munkapiac alkalmazkodása még tovább zajlott, a munkanélküliségi ráta átlagosan közel 5 évig emelkedett. Az eszközárak – például lakásárak – mélyrepülése is súlyos és tartós volt. Ez különösen azokat a gazdaságokat érinthette érzékenyen, ahol a pénzügyi szektor jobban hozzájárult a válságot megelőző növekedéshez.

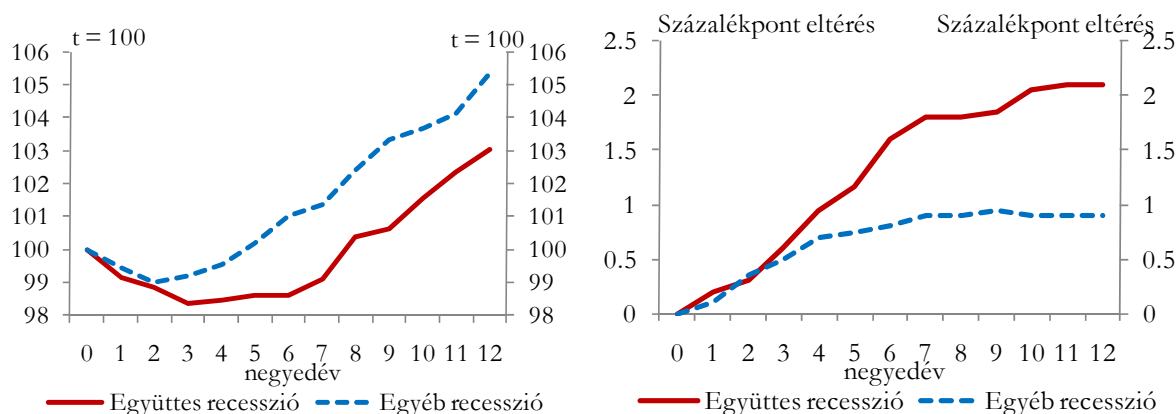
Az eredmények értékelésénél figyelembe kell venni, hogy a jelenlegi válság több olyan jellemzővel rendelkezik, amik miatt még súlyosabb következményekre lehet számítani. A szakirodalomban robusztus eredmény, hogy ha valutaválság párosul a bankválsághoz, ahogy azt az elmúlt években például Izland példáján láthattuk, az jelentősen megnöveli a válság költségeit. Míg erre vonatkozóan vannak múltbeli tapasztalatok, addig a másik tényezővel, a válság globális jellegéből adódó kihívásokkal kapcsolatban nagy a bizonytalanság. Az 1929-33-as gazdasági világválságot leszámítva a nagyobb válságidőszakok is legfeljebb regionális jellegűek voltak (például 1991: Skandinávia, 1997: Délkelet-Ázsia). Ezekben az esetekben a gazdasági felívelést lehetett alapozni a kedvező külső környezetre és az árfolyamok reálleértékelődésére, azonban most a gyengélkedő exportpiacok korlátozzák ezt a lehetőséget. Összehasonlítva, az együtt bekövetkező (highly synchronized) recessziók<sup>41</sup> átlagosan 45 százalékkal mélyebbek (2-15. ábra) és 40 százalékkal tovább tartanak, mint az olyan recessziók, ahol a külső környezetre jobban lehet támaszkodni a kilábalásnál (IMF, 2009b). Ez különösen azért jelenthet jelentős reálgazdasági sokkot, mert a kevésbé kiterjedt recessziók esetén sem követte gyors fellendülés a visszaesést (Cerra–Saxena, 2005).

---

<sup>41</sup> A korábbi évtizedekben – globális pénzügyi válság hiányában – az együttesség kritériuma akkor teljesült, ha az IMF által vizsgált 21 fejlett gazdaságból legalább 10 egyszerre volt recesszióban. Ezzel a módszerrel három ilyen évet sikerült azonosítani: 1975, 1980, 1992.

## 2-15. ábra: Együttes recessziók a normál recessziókhöz viszonyítva

(kibocsátás – bal panel, munkanélküliségi ráta – jobb panel)



Forrás: IMF (2009b).

A mérleg másik serpenyőjében áll a kormányoknak és a jegybankoknak a válság kedvezőtlen hatásainak enyhítése érdekében tett koordinált lépéssorozata, azonban ezek mélyreható kiértékelésére a válság után lehet érdemben vállalkozni. Ahogy azt korábban láttuk, a gazdaság élénkítéséért az államadósság jelentős emelkedésével kellett fizetni. Az utóbbi időben már inkább az élénkítő intézkedések visszavonásának optimális időpontja került a gazdaságpolitikusok érdeklődésének középpontjába, amire kihat a növekedési kép esetleges megváltozása is.

A válság következményeként 5-10 évre előtekintve is komoly változásokon eshet át a növekedésről alkotott képünk. Ennek központi mozgatórugója, hogy a jelenlegi gazdasági visszaesés valószínűsíthetően több, mint ciklikus kilengés. Egy pénzügyi válságban a pénzügyi rendszer sérülése miatt a gazdaság potenciális kibocsátása – melynél a gazdaságban rendelkezésre álló erőforrások teljesen ki vannak használva, és hosszabb távú trendnek tekinthető – és annak növekedési üteme is csökkenhet, ahogy arra a múltbeli válságtapasztalatok is rávilágítottak (például Európai Bizottság, 2009a; Furceri–Mourougane, 2009). A válságból történő kilábalás és a későbbi növekedési kilátások szempontjából is kulcsfontosságú tehát, hogy a válság milyen hatással jár a potenciális kibocsátásra.

### 2. 7. Forgatókönyvek a potenciális kibocsátás várható alakulására

Annak vizsgálatához, hogy a válság milyen csatornákon fejti ki hatását a potenciális kibocsátásra, a termelési függvényt termelési tényezőkre bontva szokás vizsgálni.<sup>42</sup> A termelési függvényt alapvetően négy tényezőre lehet bontani: aktivitási rátára, foglalkoztatási rátára, tőke-munka arányra és teljes tényezőtermelékenységre (total factor productivity, TFP).<sup>43</sup> Az első kettő a munkaerő felhasználásához, a harmadik a tőkéhez, a negyedik a technológiához kötődik. A következőkben ezeket a tényezőket vesszük sorra, és bemutatjuk, hogy a három nemzetközi

<sup>42</sup> Ez a módszer kínálati oldalról bontja elemekre az aggregált kibocsátást, ezért arra kevésbé alkalmas, hogy a globális egyensúlyhiányok kapcsán felmerülő keresleti oldali kiigazodás (például a fogyasztásban és megtakarításokban szükséges eltolódások) hatásait megragadja. A pénzügyi rendszer sérülésének következményeit viszont meg lehet ezen a keretrendszeren belül ragadni, ezért úgy gondoljuk, hogy a múltbeli válságadatok alapján elvégzett felbontások hasznos iránymutatást adhatnak a jövőre nézve, a korlátok szem előtt tartásával.

<sup>43</sup> IMF (2009b) alapján egy  $Y = AE^\alpha K^{1-\alpha}$  alakú Cobb-Douglas termelési függvény logaritmusának felbontásával a

$$\log\left(\frac{Y}{P}\right) = (1-\alpha)\log\left(\frac{K}{E}\right) + \log\left(\frac{E}{LF}\right) + \log\left(\frac{LF}{P}\right) + \log(A)$$

oldalán szereplő tagok sorrendben a tőke-munka arány, a foglalkoztatási ráta, az aktivitási ráta és a TFP.

intézmény (IMF, 2009b és 2009c; Európai Bizottság, 2009b; OECD, 2009) milyen lehetséges hatásokkal számol.

Egy pénzügyi válság bekövetkezése esetén, a legnyilvánvalóbban és leggyorsabban a tőkéhez kapcsolódó, beruházásokon keresztül érvényesülő hatás jelentkezik. A beruházási ráták már rövid távon csökkennek a szűkebb hitelkínálat és a visszaeső kereslet hatására. A bizonytalanság növekedésével megemelkedik a kockázati prémium, ami hosszabb távon is negatív hatással lehet a beruházásokra, és így a gazdaság növekedésére.

Az aktivitási ráta alakulásával kapcsolatos bizonytalanság a rátára ható ellentétes hatásokban gyökerezik. A magas munkanélküliség és egy elnyúló recesszió eltántoríthatja a munkájukat elvesztőket, hogy új állást keressenek maguknak, ami a ráta csökkenésének irányába hat. A jövedelemkiesés viszont arra ösztönözheti a háztartások korábban inaktív tagjait (például a nőket), hogy munkát vállaljanak. Ez a folyamat növelné az aktivitást, így az aktivitás válság utáni alakulása összességében kérdéses.

Az elhúzódozó gazdasági kilábalás és a hosszantartó munkanélküliség a képzettségek kopásán keresztül fokozatosan ronthatja a munkakeresők elhelyezkedési lehetőségeit, ami a strukturális munkanélküliség tartós emelkedéséhez vezethet. Az árak és bérek ragadós alkalmazkodása miatt a munkanélküliség megugrását a strukturális munkanélküliség átmeneti emelkedése követheti, azonban ha sikerül elkerülni a humántőke erodálását (a hiszterézist), akkor a strukturális munkanélküliségnek középtávon vissza kéne térnie a válság előtti szintjéhez. Borús növekedési kilátások mellett azonban komoly veszélye van annak, hogy ez nem teljesül.<sup>44</sup>

A közgazdasági elmélet nem nyújt biztos támpontot arra vonatkozóan, hogy a válság milyen hosszú távú hatásokkal járhat a TFP-re nézve, pedig a TFP a potenciális növekedés fontos hajtóereje. A múltbeli tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy gazdaságpolitikai változások nélkül – legalábbis rövid távon – a TFP csökkenésére lehet számítani. A likviditási korláttal szembesülő, ám egyébként kedvező profitkilátásokkal rendelkező, innovatív kis- és középvállalatok, valamint induló cégek nem jutnak hozzá a működésükhöz szükséges forrásokhoz. Romló pénzügyi helyzetükre válaszul a vállalatok visszafogják K+F kiadásait, az innovációk visszaesése pedig alacsonyabb TFP növekedéshez vezet.<sup>45</sup> A képet néhány előnyökkel járó csatorna árnyalja: a gazdaság átstrukturálása a magas termelékenységű iparágak javára növelheti a TFP-t, és a kevésbé hatékony vállalatok piacról történő kilépése is termelékenység-növelő hatással járhat.

A 2-1. táblázat összefoglalja, hogy a fentiek közül mely hatásokat említik az egyes nemzetközi intézmények, ami után bemutatjuk a potenciális kibocsátás alakulására készített előrejelzéseiket.

---

<sup>44</sup> A munkanélküliség csökkenését a fejlett országokban megnehezíti az ázsiai országok bekapcsolódása a globális munkaerőpiacra és az ottani olcsó munkaerőre alapozott gazdasági növekedés.

<sup>45</sup> Esteveo–Severo (2010) egyesült államokbeli és kanadai iparágakra végzett becslései azt is kimutatták, hogy a pénzügyi sokkok torzítják a termelési tényezők allokációját még adott iparágon belül is, csökkentve ezzel a TFP-t.

**2-1. táblázat: A válság főbb lehetséges hatásai a nemzetközi intézmények elemzése szerint**  
(zárójelben a hatás várható iránya)

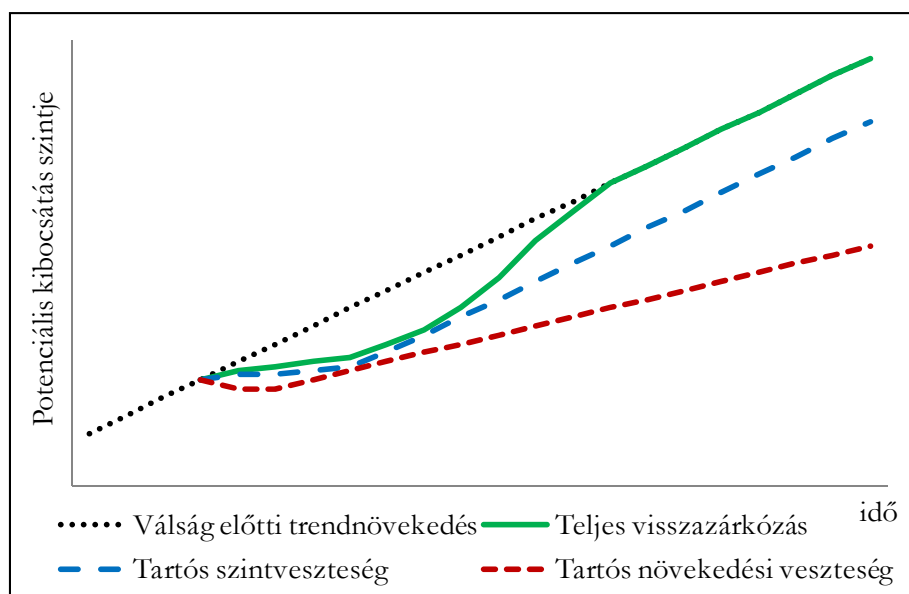
	EB	IMF	OECD
Aktivitás	Kiábrándulás a kedvezőtlen gazdasági környezet miatt (-)		
		Másodlagos keresők belépése (+)	
	Szabályozás (alacsony nyugdíjkorhatár, oktatás) (-)		
Foglalkoztatottság	Humán tőke leértékelődése (-)		
	Szektorok közötti átrendeződés, árak-bérek lassú nominális igazodása (-)		
	Szabályozás (foglalkoztatást védő törvény, magas munkanélküli segély) (-)		
Tőkefelhalmozás		Szigorúbb hitelezés (-)	
	Nagyobb bizonytalanság, magasabb kockázati felár (-)		
	A meglévő kapacitások elértéktelenednek (-)	Csökken a fedezetek értéke (-)	Infrastruktúra fejlesztése (+)
TFP	Kockázatkerülés miatt kevésbé produktív hitelezés (-)		
	Kevesebb K+F beruházás (-)		
	Piactisztító hatás (+)		
	Iparágak közötti átcsoportosítás (+)		Kormányzati intézkedések (?)
	Technikai újítások (+)		

Forrás: IMF (2009b, 2009c), Európai Bizottság (2009c), OECD (2009).

Miközben a potenciális kibocsátás szintjének válságot követő beesésében a vizsgált intézmények egyetértenek, a közép-, illetve hosszú távú pálya kapcsán nagy a bizonytalanság. A múltbeli válságoknál néhány esetben sikerült ledolgozni a potenciális kibocsátási szint kezdeti csökkenését, míg máskor tartós szintbeli veszteséget kellett elszenvedni. Alapvetően három lehetséges forgatókönyvvel érdemes számolni a potenciális kibocsátás válság utáni alakulására vonatkozóan: az első esetben a kibocsátás visszazárkózik a válság előtti trendnek megfelelő szintre, a másodikonál a szint tartósan a korábbi trend alatt alakul, míg a harmadik változatnál a szintbeli csökkenést tovább mélyíti a potenciális növekedési ütem lassulása (2-16. ábra).



2-16. ábra: Lehetséges forgatókönyvek a potenciális kibocsátás alakulására



A nemzetközi intézmények forgatókönyveit összefoglalva, még középtávon is lassabb potenciális növekedés várható, a potenciális kibocsátás szintje pedig tartósan a válságot megelőző trendnél alacsonyabban alakulhat. Az összehasonlíthatóság érdekében az euroövezetre vonatkozó számokat vizsgálva látható, hogy a potenciális növekedés a következő évtized elején már emelkedésnek indul, bár a válság előtti ütemtől továbbra is elmarad (2-2. táblázat).<sup>46</sup> Ez összhangban van azzal az eredménnyel, miszerint az 1980-as és 1990-es évek pénzügyi válságainál még 7 évvel a válság kitörése után is átlagosan 1 százalékponttal alacsonyabb potenciális növekedést lehetett megfigyelni, mint a válság előtt (IMF, 2009c). Ez a különbség fakadhat részben abból, hogy a válság előtt túlhevültek a gazdaságok, ami miatt a potenciális növekedésre vonatkozó becslések túlzóak voltak. A válság utáni alacsonyabb növekedés így tulajdonképpen részben csupán a tényleges növekedési szintre való visszatérést jelentette. Ennek jeleit most is tapasztalhatjuk: mindegyik intézmény revideálta a korábbi évek potenciális növekedésére vonatkozó számait, ami a válság előtti gazdasági túlhevülés jeleit sejteti (2-17. ábra).<sup>47</sup>

A fennmaradó eltérés nem a válsággal, hanem inkább demográfiai okokkal – a népesség öregedése miatt csökkenő munkaképes korú lakossággal – magyarázható. Arról sem szabad megfeledkezni, hogy az előrejelzések középtávra vonatkoznak, így a hosszú távú hatásokkal kapcsolatban csupán az intézmények feltevéseire hagyatkozhatunk, akik azt a lehetséges pályát valószínűsítik, melynél a potenciális növekedési ütem hosszabb távon visszatér a válság előtti szintre.

<sup>46</sup> Az új EU-tagországok gyorsabban növekedhetnek az euroövezetnél, tükrözve a fejlett gazdaságokhoz történő konvergenciát. A válság utáni időszakra várt növekedés azonban itt is elmarad a válság előtt megfigyelt növekedési rátáktól. Míg tehát az euroövezeten belül a potenciális növekedési ráták visszatérnek a válság előtti szint közelébe, az EU új tagállamaira ez nem lesz jellemző, mivel sem a TFP, sem a tőke hozzájárulása nem éri el ismét a válság előtti szintjét, és a munka hozzájárulás tovább romlik a munkaképes korú népesség növekedésének lassulása miatt (Európai Bizottság, 2009b).

<sup>47</sup> Az egyes intézmények eltérő előrejelzései mögött emellett állhatnak eltérő alapfeltevések és kisebb módszertani különbségek is, így az egymással történő szigorú összehasonlítás nem célszerű.

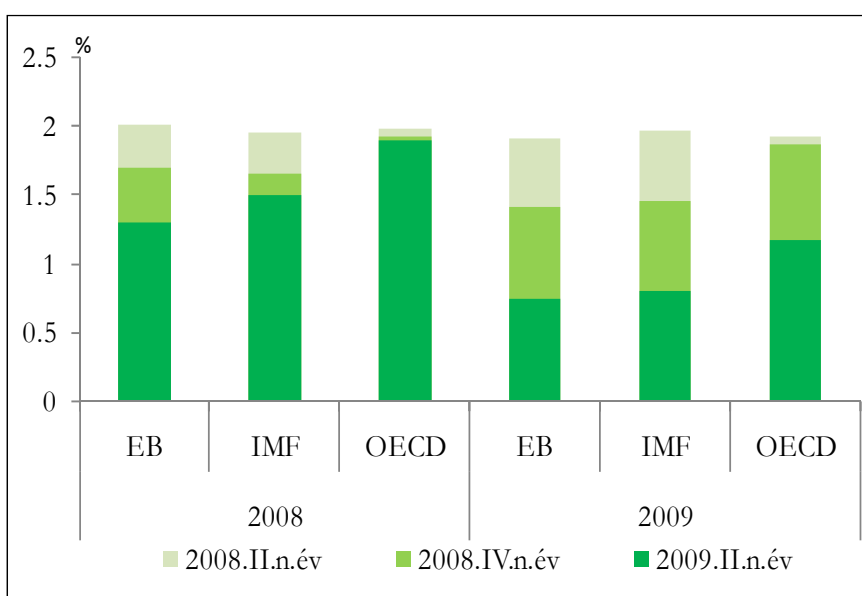
**2-2. táblázat: Az euroövezet potenciális növekedésére vonatkozó előrejelzések**

	EB	IMF	OECD
Korábbi trend (2000-2006)	1,8%	2,0%	1,9%
Rövid táv (2009-2011)	0,9%	0,3%	1,0%
Közép táv (2012-)	1,6% (-2013)	1,1% (-2014)	1,4% (-2017)

Megjegyzés: OECD-nél Ciprus, Málta és Szlovénia nélkül.

Forrás: IMF WEO Database October 2009 alapján saját számítás, Európai Bizottság (2009a), OECD Economic Outlook No. 86 Database és OECD (2009).

**2-17. ábra: A potenciális növekedés felülvizsgálata a válság hatására (euroövezet)**



Forrás: EB Economic Forecasts, IMF WEO, OECD Economic Outlook.

## Hivatkozások

- Åslund, Anders (2009): The East European Financial Crisis. *CASE Network Studies & Analyses* No. 395.
- Bernanke, Ben S. (2004): *Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the meetings of the Eastern Economic Association*. Washington DC, 20 February 2004. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>.
- Blanchard, Olivier–Milesi-Ferretti, Gian Maria (2009): Global Imbalances: In Midstream? *IMF Staff Position Note* 09/29, International Monetary Fund.
- Brender, Anton–Pisani, Florence (2009): Globalised finance and its collapse. Dexia Asset Management. URL: <https://www.dexia-am.com/globalisedfinance>.
- Borio, Claudio–Zhu, Haibin (2008): Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? *BIS Working Papers* No. 268, Bank for International Settlements.
- Cecchetti, Stephen G.–Mohanty, M. S.–Zampolli, Fabrizio (2010): The future of public debt: prospects and implications. *BIS Working Papers* No. 300, Bank for International Settlements.
- Cerra, Valerie–Saxena, Sweta C. (2005): Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. *IMF Working Papers* No. 05/147, International Monetary Fund.
- Disyatat, Piti (2010): The bank lending channel revisited. *BIS Working Papers* No. 297, Bank for International Settlements.

Estevão, Marcello–Severo, Tiago (2010): Financial Shocks and TFP Growth. *IMF Working Paper* No. 10/23, International Monetary Fund.

Európai Bizottság (2009a): *European Economic Forecast - autumn 2009*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

Európai Bizottság (2009b): Impact of the current economic and financial crisis on potential output. *Occasional Paper* No. 49, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

Frankel, Jeffrey (2008a): *An Explanation for Soaring Commodity Prices*. 25 March 2008. URL: <http://voxeu.org/index.php?q=node/1002>.

Frankel, Jeffrey (2008b): *Monetary policy and commodity prices*. 29 May 2008. URL: <http://voxeu.org/index.php?q=node/1178>.

Furceri, Davide–Mourougane, Annabelle (2009): The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries. *OECD Economic Department Working Paper* No. 699, Organisation for Economic Co-operation and Development.

Gambacorta, Leonardo (2009): Monetary policy and the risk-taking channel. In: *BIS Quarterly Review*, December 2009, Special Feature, Bank for International Settlements.

Hamilton, James D. (2010): *Commodity Prices Are Rising Despite Weak Economy*. Nov 15, 2009, 1:07 PM. URL: <http://wallstreetpit.com/12128-commodity-inflation-in-a-weak-economy>.

Hornok Cecília–Jakab M. Zoltán–Tóth Máté Barnabás (2006): Globális egyensúlyhiányok korrekciója: illusztratív scenáriók Magyarországra. *MNB-tanulmányok* No. 59, Magyar Nemzeti Bank.

IMF (2005): *World Economic Outlook, September 2005: Building Institutions*. International Monetary Fund.

IMF (2006): Awash with cash: Why are corporate savings so high? In: *World Economic Outlook*, April 2006: Globalization and Inflation, International Monetary Fund.

IMF (2007): *World Economic Outlook, October 2007: Globalization and Inequality*. Chapter 5, International Monetary Fund.

IMF (2009a): *Regional Economic Outlook: Europe, October 2009: Securing Recovery*. Chapter 2, International Monetary Fund.

IMF (2009b): *World Economic Outlook, April 2009: Crisis and Recovery*. Chapter 3, International Monetary Fund.

IMF (2009c): *World Economic Outlook, October 2009: Sustaining the Recovery*. Chapter 1 és 4, International Monetary Fund.

Luengnaruemitchai, Pipat–Schadler, Susan (2007): Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU differ? *IMF Working Paper* No. 07/65, International Monetary Fund.

Moec, Gilles–Frey, Laure (2006): Global imbalances, savings glut and investment strike. Banque de France, *Occasional Papers* No. 1.

OECD (2009): *Economic Outlook No. 86*. Organisation for Economic Co-operation and Development.

Reinhart, Carmen–Rogoff, Kenneth (2009): The Aftermath of Financial Crises. *CEPR Discussion Paper* No. 7209.

Reinhart, Carmen–Rogoff, Kenneth (2010): Growth in a Time of Debt. *NBER Working Paper* No. 15639.

Stock, James H. –Watson, Mark. W. (2003): Has the Business Cycle Changed and Why? in: *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August. URL: <http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/2003/pdf/Stock-Watson.0902.2003.pdf>

UNCTAD (2008): International Capital Flows, Current-Account Balances and Development Finance Chapter III., in: *Trade and Development Report*, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development.

White, William (2008): Globalisation and the determinants of domestic inflation. *BIS Working Papers* No. 250, Bank for International Settlements.

Wray, Randall L. (2008): The Commodities Market Bubble: Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities. *Public Policy Brief* 96, The Levy Economics Institute of Bard College.

### 3. A magyar gazdaság sérülékenységének fontosabb meghatározó tényezői

*A magyar gazdaságot a pénzügyi válság azért sújtotta különösen erőteljesen, mert a külső- és az államadósság növekedése igen gyors volt a válság előtti években, miközben a gazdaság növekedése fokozatosan lassult, és elmaradt a régiós versenytársainkétól. Ebben a fejezetben először áttekinthetjük, hogy milyen tényezők határozták meg a válság előtti eladósodási folyamatot, és mely szektorok tekinthetőek különösen sérülékenynek, hol szükségesszerű az alkalmazkodás. A fejezet második részében pedig arról szólnunk, hogy milyen okok állhattak a reálgazdasági teljesítmény lelassulása mögött az ezredforduló óta megfigyelt időszakban.*

*Elemzésünk szerint Magyarországon a külső eladósodottság és - a gazdaság fejlettségéhez mérten az állambáztartás adóssága is - nemzetközi összehasonlításban magas. E tényezők növelik az ország pénzügyi sebezhetőségét. A túlzott mértékű eladósodottságot elsősorban a tartósan laza fiskális politika okozta, de a válságot megelőző években már a háztartási hitelek állománya is meghaladhatta ország fejlettsége által indokolt szintet. A magas költségvetési hiány a hazai megtakarítások számottevő részét felszívta, ami növelte a magánszektor ráutaltságát a külföldi forrásokra. Ez egyrészt tükröződött a bankrendszer finanszírozási szerkezetében, másrészt nagymértékben hozzájárult a devizahitelezés elterjedéséhez. Az ország sebezhetőségét mérsékelheti, ha az államadósság középtávon fokozatosan csökken. Az állam finanszírozási igényének csökkentése a magánszféra finanszírozási igényének folyamatos biztosítása szempontjából is indokolt, mivel a magánszféra eladósodása külső forrásokból a jövőben feltehetően kevésbé lesz finanszírozható, mint a válságot megelőző időszakban. A háztartások gyors eladósodása és a lazuló hitelezési szándékok következtében a válságot megelőző években számos háztartás vállalhatott fel túlzott kockázatokat, ami indokolja a lakossági hitelezés szabályozásának szigorítását.*

*Ami a gazdasági teljesítmény válság előtt megfigyelt fokozatos romlását illeti, korábbi konvergencia elemzéseinkben megfogalmazott megállapításainkat jórészt csak megerősíteni tudjuk. Úgy látjuk, hogy bár a GDP növekedés látványosan csak a 2006-os fiskális kiigazítás után esett vissza, a tőke- és munkapiacra megfigyelhető kedvezőtlen folyamatok már jóval korábban utaltak a trend növekedés lelassulására. A termelékenység aggregált alakulása ugyanakkor úgy tűnik mindvégig töretlen volt a vizsgált időszakban, ezért ez a tényező nem járult hozzá a gazdaság lassulásához, bár bővülésének mértéke nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető magasnak. Kedvezőtlen ugyanakkor, hogy jelentős a termelékenységekülönbség a hazai és külföldi tulajdonú vállalatok között, azaz egyfajta duális gazdaságszerkezet jellemző.*

*Az elmúlt egy évben meghozott költségvetési intézkedések, a munkapiaci hatékonyság és a növekvő makrostabilitás irányába tett lépések a munkaerőpiacra illetve –kínálat és a beruházások oldaláról is támogatják a középtávú növekedést. Nemzetközi összehasonlítást alapul véve azonban még további jelentős előrelépés tűnik szükségesnek a növekedési ösztönzők javítása szempontjából. Bár a munkapiacot érintő intézkedések hatására a munkaerő terhelő marginális adóék többletünk érdemben csökkent, az átlagjövedelem szintjén még így is 5-6 százalékponttal magasabb, mint a visegrádi országok szintje. Ráadásul, a magasabb jövedelmi szinteken az eltérés jóval drámaibb, ami egyértelműen az adóelkerülés irányába ösztönöz. Emellett, ugyan a szociális transzferek szigorítása az aktivitás növekedésének irányába hathat, mivel foglalkoztatásban vett nemzetközi lemaradásunk legerőteljesebben a képzetlen munkaerő esetében jellemző, kérdéses, hogy a munkapiacra belépők mennyiben a foglalkoztatottak és mennyiben a munkanélküliek számát gyarapítják majd.*

#### 3. 1. Magyarország eladósodottságának értékelése

Magyarország a válság kitörése előtt jelentős mértékben eladósodott. A nemzetközi pénzügyi válság rámutatott, hogy a korábbi, külső forrásbevonásra építő növekedési modell nem folytatható, sőt a korábban felépült magas külső adósságállományt célszerű csökkenteni az ország sérülékenységének mérséklése érdekében. Az alkalmazkodási kényszer középtávon is jelentős mértékben csökkentheti a gazdaság növekedési ütemét.

A jelentős mértékű külső forrásbevonás és az ehhez kapcsolódó fizetési mérleg hiány a régió mindegyik országára jellemző volt a válság kitörése előtt, ugyanakkor a forrásbevonás szerkezetében voltak jelentős különbségek. Míg a régió egyes országai esetében alapvetően nem adóssággeneráló források finanszírozták a fizetési mérleg hiányát, más országok esetében nagyobb szerep jutott az adóssággeneráló forrásoknak. Az országok közötti eltéréseket részben az magyarázza, hogy a külső források milyen arányban finanszíroztak beruházásokat, lakossági fogyasztást és költségvetési deficitet. Ahol külső források elsősorban magán és állami fogyasztást finanszíroztak, ott nagyobb volt az adóssággeneráló finanszírozás jelentősége.

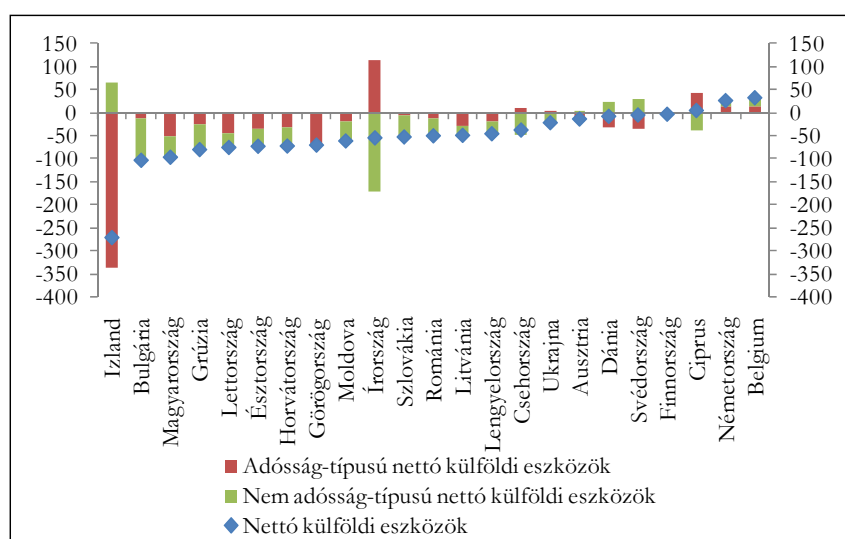
Hosszabbtávon mindkét finanszírozási forma a jövedelemegyenleg és a fizetési mérleg romlásához vezethet. Az adósság típusú finanszírozás esetében a külföldre fizetett kamat, a nem adóssággeneráló esetében pedig az osztaléktípusú kifizetések emelkedhetnek. A két finanszírozási típus ugyanakkor eltérő kockázatot hordoz. A nem adóssággeneráló finanszírozás után elvárt hozam általában magasabb, mint az adóssági jellegű finanszírozás után fizetett kamat, így hosszabb távon a nem adóssággeneráló tőkebevonás jobban ronthatja a fizetési mérleg egyenlegét. Ugyanakkor, ha a tőkebeáramláshoz kapcsolódó technológia transzfer a potenciális GDP-t és a gazdaság versenyképességét is növeli, akkor a fizetési mérlegre gyakorolt kedvezőtlen hatás számottevően kisebb lehet. A nem adóssággeneráló finanszírozás előnye, hogy jellemzően hosszú távú befektetésekből jelentkezik, így a finanszírozás megújításával kapcsolatos kockázatok közvetlenül nem jelentkeznek. Az osztalék típusú kifizetések emellett prociklikusak, így a gazdaság visszaesésével párhuzamosan az ehhez kapcsolódó finanszírozási igény csökkenhet. Ezzel ellentétben az adósságtípusú források megújítása épp a gazdasági visszaesése esetén válhat kockázatosabbá, és ennek következtében az adósságállomány után fizetett kamat is folyamatosan emelkedhet. Az adósságállományhoz kapcsolódó finanszírozási kockázatok miatt a válságidőszakokban elsősorban az adóssággeneráló külső finanszírozás megítélése válik kedvezőtlené.<sup>48</sup>

Magyarország a régió országaival összehasonlítva is jelentős mértékben támaszkodott külső forrásokra a válság előtti időszakban. Ennek következtében a nettó pénzügyi eszközök GDP-hez viszonyított aránya nemzetközi és regionális összehasonlításban is alacsony. A külső forrásbevonás szerkezete egyre inkább eltolódott az adósság típusú forrásbevonás irányába, így az európai országok között az adósság típusú nettó kötelezettségek állománya kiugróan magas (1. ábra).

---

<sup>48</sup> Az adóssággeneráló és nem adóssággeneráló finanszírozás előnyeit és hátrányait részletesebben elemzi Komáromi (2008).

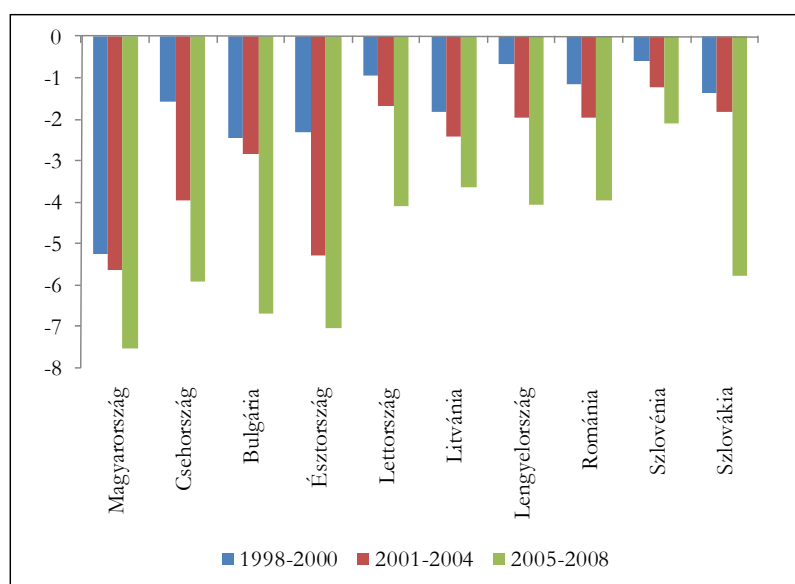
**3-1. ábra: Nettó pénzügyi eszközök állománya európai országokban**  
(2008, GDP százalékában)



Forrás: Eurostat.

A válság előtti időszakra jellemző, jelentős külső forrásbevonás következtében a nettó pénzügyi eszközállomány után külföldre fizetett kamat és osztaléktípusú kifizetések összehasonlítva más európai felzárkózó országokkal kifejezetten magasak, a 2005-2008-as időszakban éves átlagban már meghaladták a GDP 7 százalékát (2. ábra).<sup>49</sup> A magas külső adósságállomány és a korábbi külső forrásbevonáshoz kapcsolódó, a fizetési mérleg egyenlegét rontó jelentős kamat és osztalékjellegű kifizetések a magyar gazdaság sebezhetőségét számottevően növelik.

**3-2. ábra: Befektetéseken realizált jövedelem egyenlege közép-kelet-európai országokban**  
(GDP százalékában)



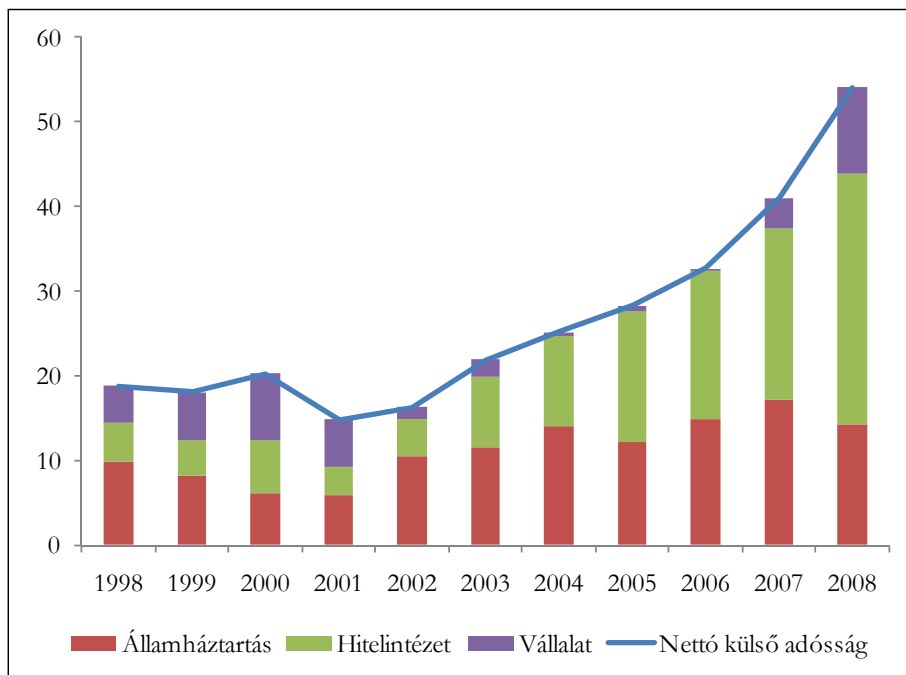
Forrás: Eurostat.

A külső adósságnak a gazdaság főbb szektorai közötti megoszlásáról azt mondhatjuk, hogy az állam, a bankrendszer és a nem pénzügyi vállalatok mindegyike jelentős mértékben részesedik a

<sup>49</sup> Magyarország külső tartozásállományát és az ehhez kapcsolódó finanszírozási terhet elemzi Koroknai (2008).

külső adósságállományban. Az egyes szektorokhoz tartozó külső adósságállomány nagysága önmagában keveset mond arról, hogy melyik szektor lehet túlzottan eladósodva és felel emiatt az ország sebezhetőségéért. A 2002 és 2006 között például jelentős költségvetési deficitek mellett a külső államadósság csak mérsékelten emelkedett. Ugyanakkor a deficitek finanszírozása a belföldi megtakarítások jelentős részét elvonta, így a többi szektort a külföldi finanszírozás irányába terelte. Összességében tehát az külső eladósodás növekedésében az állam eladósodása ebben az időszakban is jelentős szerepet játszhatott.<sup>50</sup>

**3-3. ábra: A gazdaság egyes szektorainak külső adósságállománya (GDP százalékában)**



Forrás: Eurostat.

A fejezetben áttekintjük, hogy a magyar gazdaság főbb szektorainak – államháztartás, lakosság, nem pénzügyi vállalatok, bankrendszer – eladósodottsága különböző mutatók alapján mennyiben tekinthető túlzottnak, azaz hol lehet indokolt egy jelentősebb kiigazodás. Az eladósodottság elemzése szektorok szintjén segíthet abban, hogy Magyarország növekedési kilátásait feltérképezzük, illetve iránymutatást adhat, hogy milyen gazdaságpolitikai, szabályozói változások szükségesek a sérülékenység csökkentésére.

### 3. 1. 1. Reálkonvergencia és adósságdinamika

Az eladósodottság túlzott mértékének megállapításához elengedhetetlenül szükséges valamilyen viszonyítási alap meghatározása. Az alábbiakban azt tekintjük át, hogy az elméleti modellek és az empirikus becslések milyen fogódzókat nyújtanak.

A magyar gazdaság adósságdinamikájának értékeléséhez legalább két fontos tényezőt figyelembe kell venni. Egyrészt egy ország fejlettsége és a pénzügyi közvetítő rendszer mélysége között pozitív a kapcsolat. Minél fejlettebb egy ország annál inkább lehetőség nyílik a jövedelemingadozások simítására, így a gazdaság növekedésével párhuzamosan a magánszektor hitelállománya folyamatosan növekedhet. Fontos kiemelni, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer mélyülésén a bruttó hitelállományok növekedését kell érteni, azaz a folyamat nem jár feltétlenül együtt a gazdaság külső eladósodásával. A gazdaság fejlettségének és a pénzügyi közvetítőrendszer

<sup>50</sup> Lásd erről még az 1-7-es ábrát, az első fejezetben

mélységének összefüggését elemezve becsült a régió országaira egyensúlyi hitelállományokat Kiss et al. (2006). A tanulmány egyik fő megállapítása volt, hogy a régió országokban a pénzügyi közvetítő rendszer mélysége jellemzően még a 2000-es évek elején is számottevően elmaradt a fejlettségük által indokolt szinttől, így a magánszektor hitelállományának dinamikus bővülése természetes folyamatnak volt tekinthető.

A másik fontos szempont, hogy Magyarország konvergál a fejlettebb európai országokhoz. A fejletlenebb országok felzárkózását tanulmányozó elméleti irodalom amellet érvel, hogy a felzárkózó országok forráshiányosak a befektetési lehetőségeikhez képest. A felzárkózás folyamata emiatt felgyorsítható a külső eladósodottság növelésével. A felzárkózó országok számára ezért huzamosabb időszakon keresztül is optimális lehet jelentős fizetési mérleg hiány fenntartása. Az intuitív elméleti érvelés ellenére a külső eladósodás és a felzárkózás között megfigyelhető empirikus kapcsolat nem egyértelmű. Számos országcsoport felzárkózása a külső eladósodottsági mutatók javulásával párhuzamosan ment végbe. Ennek legfontosabb oka, hogy az eladósodás növekedésére is építő felzárkózás komoly kockázatokat hordoz. Az eladósodó ország egyrészt sérülékenyebbé válik a kockázatvállalási hajlandóságot befolyásoló exogén sokkokra, másrészt az optimális eladósodás szintje is nehezen határozható meg, így az eladósodás könnyen túlzottá válhat. Míg az empiria számos országban rácsfol az elméletre, addig az európai felzárkózó országok tapasztalata nagyjából összhangban van vele. Ezt alapvetően az magyarázza, hogy a felzárkózó országok politikai, jogi és kereskedelmi integrációja megteremtette a viszonylag gyors konvergencia lehetőségét, az integrált európai pénzügyi piacok pedig a válságot megelőző időszakban biztosították a felzárkózó országok eladósodásához szükséges forrásokat.<sup>51</sup>

Fontos kiemelni, hogy a fizetési mérleg egyenlegét és az eladósodás mértékét a felzárkózó országok gazdaságpolitikai döntései is számottevően befolyásolják. Egyrészt a költségvetési hiány nagysága jellemzően szorosan együtt mozog fizetési mérleg egyenlegével, így a tartósan laza fiskális politika jelentősen növelheti a külső adósságállományt. Másrészt, ha egy ország bankrendszere jelentős mértékben integrálódik az európai pénzügyi rendszerbe, az szintén gyorsíthatja az eladósodást. Mivel a magyar bankrendszer integrálódása már nagyon előre haladt, így ez utóbbi tényezőre a hazai gazdaságpolitikának csak korlátozott ráhatása lehet.

Az optimális fizetési mérleg hiányt próbálta meg számszerűsíteni a felzárkózó európai országokra Bussiere et al. (2004), Vamvadikis (2008) és Ca' Zorzi et al. (2009). Eredményeik alapján egyes országokban jelentős fizetési mérleg hiány is indokolt lehet. A Magyarországra vonatkozó eredmények alapján 4-6 százalékos fizetési mérleg hiány lett volna indokolt a 2000-es évek közepe körül. A tényleges adatok ezt az értéket tartósan több százalékponttal meghaladták. Emellett a külső források felhasználása sem volt kedvező, mert a források jelentős mértékben közösségi és magánfogyasztást finanszíroztak, így a hosszabb távon is fenntartható konvergenciát nem segítették.

A fentiek alapján kétféle megközelítés adódik a gazdasági szektorok eladósodottságának értékeléséhez. Az első megközelítés azt feltételezi, hogy a felzárkózó országok egyes szektorainak optimális eladósodottsága a fejlettebb országok korábbi fejlődési pályája alapján meghatározható. A második megközelítés azt is figyelembe veszi, hogy a felzárkózás felgyorsítható a külső források bevonásával. A két megközelítést szemlélteti a 3. ábra két, az eladósodottságot mérő mutató alakulásán keresztül. A konvergencia folyamat során a kezdetben fejletlen pénzügyi közvetítő rendszer folyamatosan mélyül. Amennyiben a konvergencia folyamatot külső források bevonása is gyorsítja, akkor a magánszektor hitelállományának növekedése gyorsabb és a felzárkózás során a GDP-hez viszonyítva akár meg is haladhatja a fejlettebb országok korábbi, hasonló fejlettségi szintjére jellemző értékeket. A külső forrásokra építő konvergencia természetesen tükröződik a

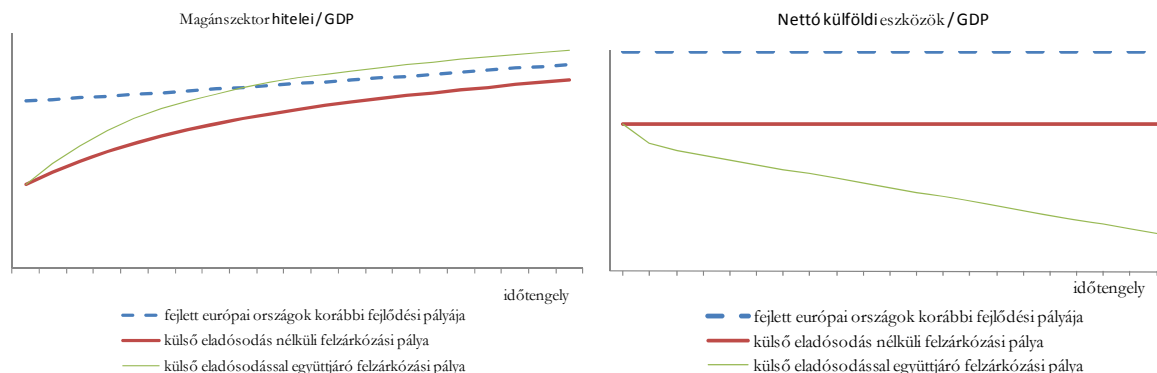
---

<sup>51</sup> Magyarország külső finanszírozási igényét és az ehhez kapcsolódó adósságpályát részletesen elemzi az 1. fejezet.



felzárkózó ország nettó külföldi eszközeinek alakulásában is. Minél nagyobb a külső forrásbevonás, a nettó külföldi eszközök GDP-hez viszonyított aránya annál inkább eltér a fejlettebb országokat korábban jellemző értékektől.

3-4. ábra: Alternatív felzárkózási pályákhoz tartozó optimális adósságpályák alakulása



Kézenfekvően adódik a kérdés, hogy a két megközelítés közül melyikre érdemes jobban koncentrálni a magyar adósságpálya értékelésekor. A második megközelítés elsősorban akkor indokolható, ha a gazdaság felzárkózása biztos pályán halad, továbbá a növekvő külső adósság is elhanyagolható kockázatok mellett finanszírozható. A magyar gazdaság felzárkózása ugyanakkor számottevően lelassult. A globális pénzügyi válság emellett azt is megmutatta, hogy a magas külső adósságállomány az Európai Unión belül is számottevő kockázatokkal jár, így a külső finanszírozásra építő növekedés vonzereje jelentősen mérséklődött. Mindezek alapján, amennyiben egy eladósodottságot jellemző mutató számottevően rosszabb az európai átlagnál, azt az elemzésben kockázatnak tekintjük. Ugyanakkor a rosszabb mutatók részben indokolhatók a felzárkózási folyamattal, ezért a kockázatok értékelésénél a regionális összehasonlításra is nagy hangsúlyt fektetünk.<sup>52</sup>

#### A főbb szektorok eladósodottságának elemzése

Az alábbiakban az állam, a lakosság és a nempénzügyi vállalatok adósságállományához kapcsolódó kockázatokat értékeljük. Az adósságállomány értékelését különböző sebezhetőségi mutatók nemzetközi összehasonlításával végezzük. A vizsgált adósságmutatókat alapvetően három típusba sorolhatjuk: állományi, áramlási, és szerkezet típusú mutatók. A fenti három szektor mellett a bankrendszerhez kapcsolódó főbb kockázatokat is áttekintjük. Az elemzés során használt mutatókat foglalja össze az alábbi táblázat. Az adósságmutatók összehasonlítása során alapvetően 2008-as adatokat használunk, amelyben a válság hatása csak mérsékelten tükröződik.

<sup>52</sup> A háztartások és a nempénzügyi vállalatok eladósodottságának értékeléséhez szükséges számítások egy részét Fábián Gergely és Koroknai Péter végezték.

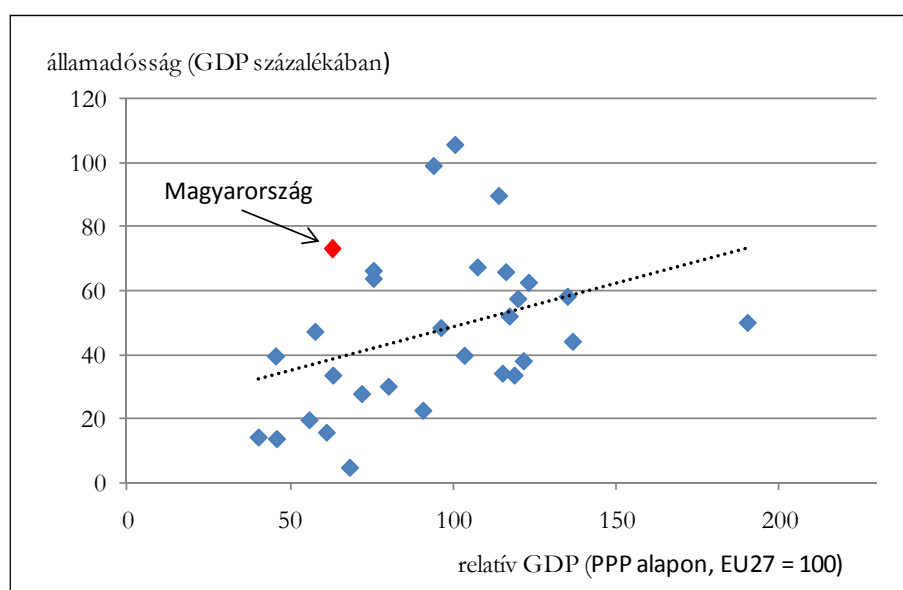
**3-1. táblázat: Az adósságállományhoz kapcsolódó kockázatok elemzéséhez használt mutatók**

Államháztartás	Lakosság	Nempénzügyi vállalatok	Bankrendszer
Adósság / GDP	Hitel / GDP	Hitel / GDP	TMM
Kamatteher / GDP	Nettó pénzügyi eszközök / GDP	Nettó pénzügyi eszközök / GDP	Hitel / betét
Külső adósság / GDP	Törlesztő teher / GDP	Törlesztő teher / GDP	Külső finanszírozás / GDP
Deviza adósság / GDP	Devizahitel / Összes hitel	Devizahitel / Összes hitel	Devizakitettség
FX kitettség / GDP	FX kitettség / GDP	FX kitettség / GDP	

### 3. 1. 2. Államháztartás

Az államadósság optimális mértékét csupán nemzetközi összehasonlítás alapján nem lehet egyértelműen meghatározni.<sup>53</sup> Az államadósság optimális mértékét egy adott időszakban jelentősen befolyásolhatják a gazdaságpolitikai preferenciák és az időszak előtt felépült adósságállomány is. Ugyanakkor több érv hozható fel emellett, hogy a kevésbé fejlett országok számára előnyösebb lehet egy alacsony államadósság szint megcélzása. Egyrészt egy gazdaság minél fejletlenebb, annál szűkösebbek számára a finanszírozási források a nemzetközi pénzpiacon. Mindez azért van, mert a fejlettség indikátor lehet az adóztatható jövedelmek nagyságára, az adók beszedésének hatékonyságára és általában a gazdaságpolitika minőségére vonatkozóan. Emellett azonban az is igaz, hogy magas államadósság mellett a fejletlenebb országok rá is szorulnak a külföldi forrásokra, hiszen a háztartások pénzügyi vagyona is alacsonyabb, ami miatt a belföldi megtakarítások jellemzően nem képesek megfinanszírozni az államadósság gyors emelkedését. A külföldi eladósodás pedig tovább növeli a magasabb államadósság kockázatait. A gazdaság fejlettsége és az államadósság mértéke közötti pozitív kapcsolat az európai országokban empirikusan is kimutatható.

**3-5. ábra: Bruttó államadósság és gazdasági fejlettség európai országokban (2008)**

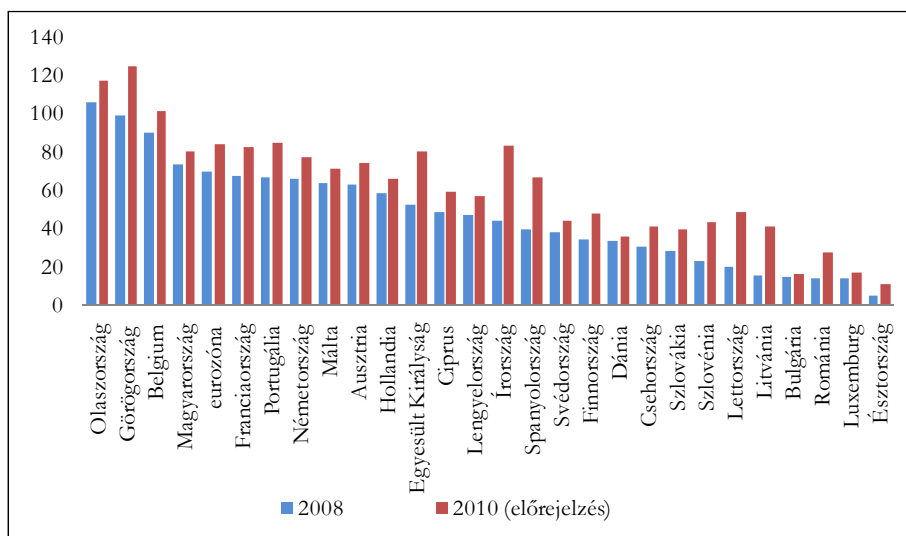


<sup>53</sup> A témával részletesebben foglalkozik P. Kiss et. al. (2005).

Forrás: Eurostat.

Ugyan a magyar gazdaság fejlettsége még jelentősen elmarad a fejlettebb európai országoktól, a válságot megelőzően az államháztartás eladósodottsága európai összehasonlításban magasnak számított. A régió országaihoz viszonyítva pedig kiugróan magas az adósságállomány, 2008-ban a régióban az államadósság átlagosan nem érte el a GDP 40 százalékát, szemben a 70 százalék körüli magyar adósságszinttel. A válság alatt az európai országok különböző mértékben éltek a fiskális lazítás eszközével és Magyarország relatív pozíciója javult. Ugyanakkor feltételezhető, hogy az európai országok középtávon csökkenteni kívánják az államadósságukat, így a Magyarország esetében mindenképpen indokolt az adósság fokozatos csökkentése.

3-6. ábra: Bruttó államadósság európai országokban (GDP százalékában)

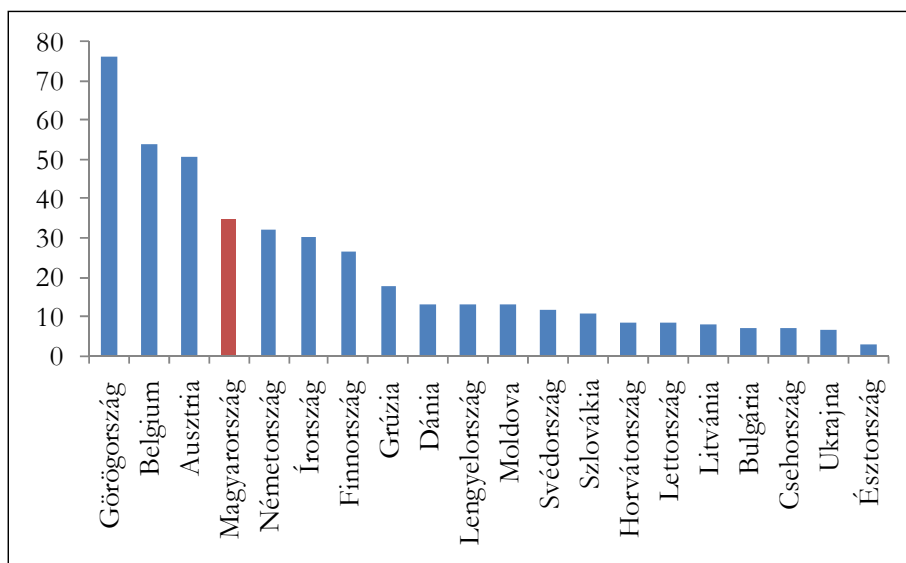


Forrás: Eurostat.

A válságot megelőző időszakban az állam jelentős mértékben közvetlenül külföldről finanszírozta magát külföldi hitelfelvételen, illetve külföldi kötvénykibocsátáson keresztül. A külföldi befektetők a forint állampapírpiacra is jelentős részesedéssel bírnak, így összességében az államadósság jelentős részét külföldi források finanszírozzák. Az államháztartás folyamatos finanszírozhatósága szempontjából emiatt az ország megítélését közvetlenül nem befolyásoló globális sokkok is komoly kockázatot jelenthetnek.<sup>54</sup>

<sup>54</sup> A befektetők törekednek a portfóliójuk diverzifikálására. Emiatt a külföldiek részesedése akkor is magas lehet az államadósság finanszírozásában, ha az adott ország nettó értelemben nem adósodik el külföldre. Ebben az esetben az államháztartás külső adóssága kisebb kockázatot hordoz. Belgium esetében például az ország nettó adósságtípusú eszközállománya pozitív, így a magas külföldi részesedés az államadósság finanszírozásában elsősorban a diverzifikációra vezethető vissza.

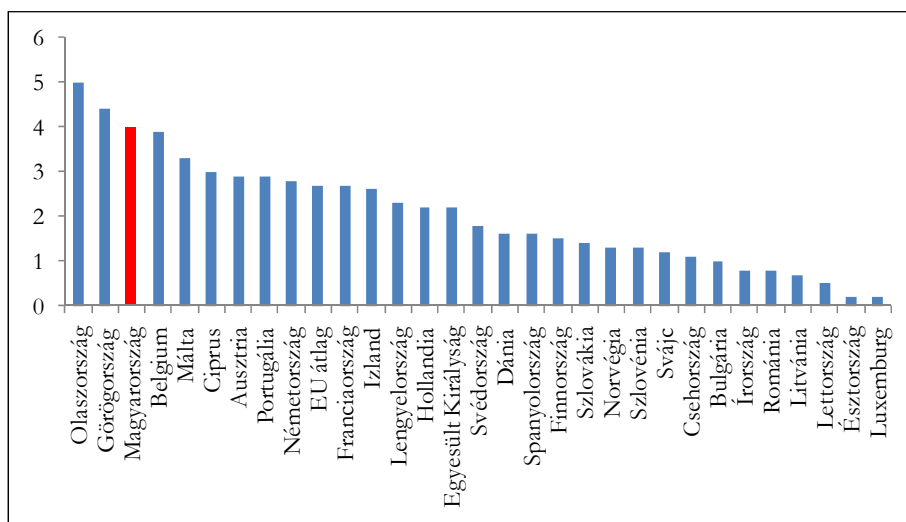
3-7. ábra: Államháztartás külső adóssága európai országokban (2008, GDP százalékában)



Forrás: BIS.

A túlzott eladósodottságot ugyancsak mutatja az állam kamatkidásainak GDP-hez viszonyított aránya. Fontos kiemelni, hogy az államadósság kamatterhe már a viszonylag kedvező nemzetközi pénzügyi környezetben is jelentős volt, amit a magas adósságállomány mellett a magyar állampapírok európai összehasonlításban viszonylag magas kockázati felára okozta. Az államadósság kamatterhe szempontjából két tényező jelenthet kockázatot az elkövetkező években. Egyrészt a nemzetközi kamatciklus fordulásával párhuzamosan a kamatterhe az adósságállomány emelkedése nélkül is tovább nőhet. Emellett a válság következtében a kockázatvállalási hajlandóság hosszabb távon is mérséklődhetett. Ennek következtében az állampapírok kockázati prémiuma a válság előtti időszakhoz képest érzékenyebben reagálhat a hazai gazdaságpolitika – és ezen belül a fiskális politika – megítélésének változásaira.

3-8. ábra: Államháztartás kamatkidása európai országokban (2007, GDP százalékában)

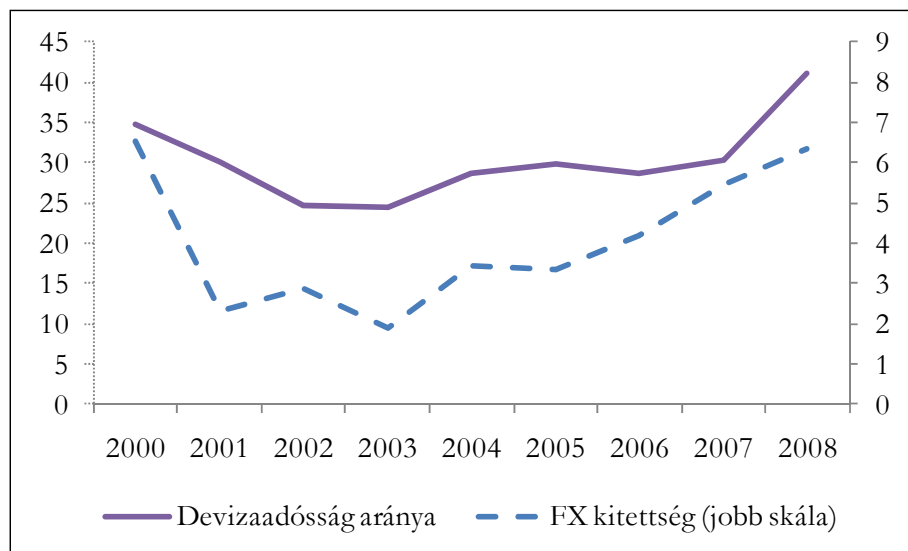


Forrás: Eurostat.

Az államháztartás finanszírozása szempontjából további problémát jelenhet, hogy az adósság egy része devizában denominált. A forint árfolyamának változása emiatt jelentős kilengéseket okozhat a befektetők által figyelt bruttó adósság / GDP mutatóban. Ugyanakkor az MNB-vel

konszolidálva – alapvetően a devizatartalék miatt – az államháztartás devizakitettsége már nem olyan jelentős, így egy esetleges leértékelődésnek hatása mérsékelt a konszolidált államháztartás adósságállományának finanszírozási terhére.<sup>55</sup>

**3-9. ábra: Államháztartás devizakitettsége (GDP százalékában) és devizaadósságának részaránya az adósságállományban**



*Forrás: ÁKK, saját számítások.*

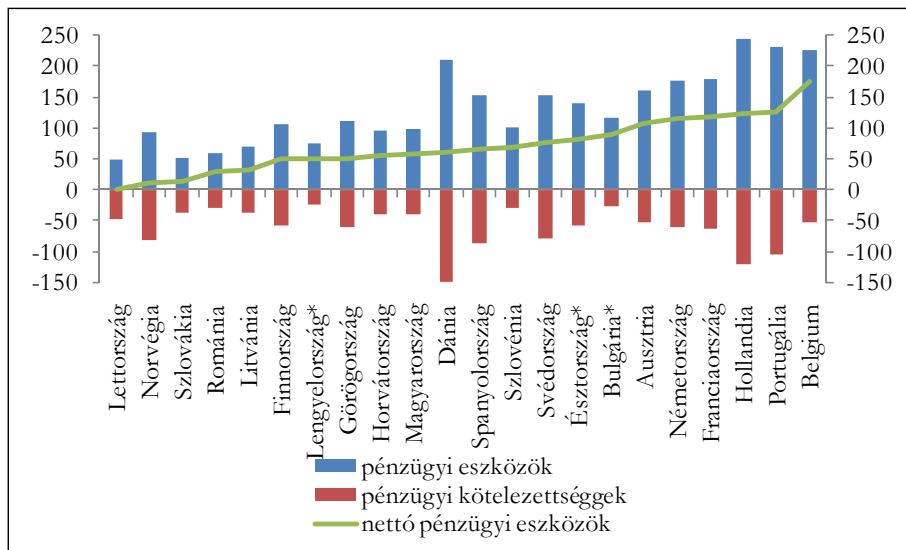
A fenti mutatók alapján az államháztartás eladósodottsága az ország fejlettségi szintjéhez képest mindenképpen túlzottnak tekinthető. A magas kamatkidadások folyamatos terhet jelentenek a költségvetésnek a magas adósságállomány pedig jelentős megújítási kockázatot hordoz. A kockázatok mérséklése érdekében középtávon indokolt az államadósság fokozatos csökkentése.

### 3. 1. 3. Háztartások

A gazdaság fejlettsége pozitívan korrelál a pénzügyi közvetítő rendszer mélységével és a lakosság nettó pénzügyi vagyonával. A fejlettebb pénzügyi közvetítő rendszer a háztartások számára lehetővé teszi, hogy a jövőbeli jövedelmük terhére beruházzanak vagy fogyasszanak, így a lakossági hitelek állománya magasabb. Ugyanakkor a fejlettséggel együtt jár, hogy korábbi beruházások következtében magas a felhalmozott tőke állománya. Ennek végső soron a háztartások a legfontosabb finanszírozói, így a fejlett országokban a háztartások nettó pénzügyi vagyona magasabb, mint a felzárkózó országokban.

<sup>55</sup> Deviza kitettségen a devizakötelezettségek és a devizakövetelések különbségét értjük a GDP százalékában.

**3-10. ábra: A háztartások pénzügyi eszközei, kötelezettségei és nettó pénzügyi eszközállománya**  
(2008, GDP százalékában)



Forrás: Eurostat.

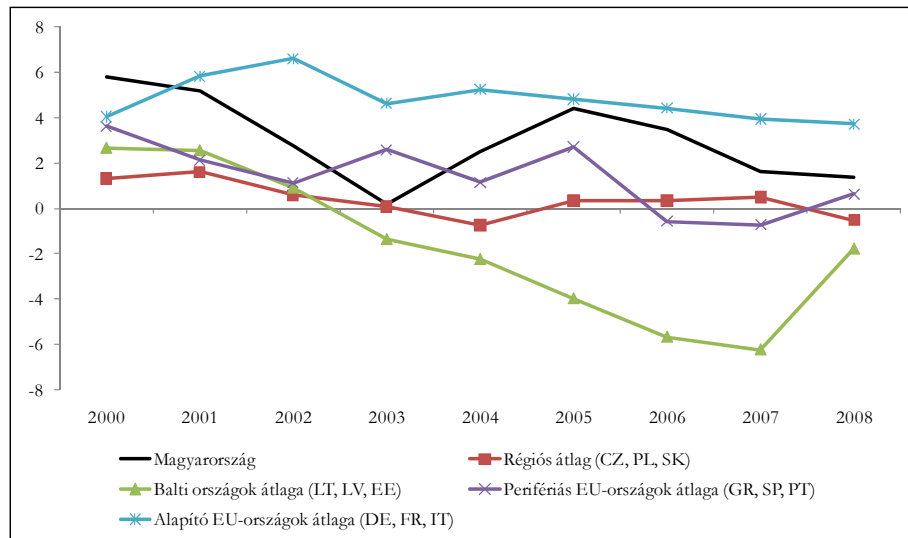
Megjegyzés: a \*-gal jelölt országok esetében csak 2007-es adatok állnak rendelkezésre. A magya

Nemzetközi összehasonlításban a magyar háztartások nettó pénzügyi eszközállománya megfelel az ország fejlettségi szintjének és a gazdaság felzárkózó jellegének. A régió országaival összevetve a magyar háztartások pénzügyi vagyona viszonylag magas (8. ábra). Ugyanakkor a válság előtti időszakot áttekintve a nettó pénzügyi vagyon GDP arányosan a konvergenciával párhuzamosan kismértékben csökkent, míg 2001-ben a GDP 65, addig 2008-ban már csak 59 százalékát tette ki. Ez felveti azt a kérdést, hogy a válság előtt a háztartások alacsony megtakarítási szintje mennyiben volt oka a külső eladósodásnak. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítását nemzetközi összehasonlításban részletesen elemzi az alábbi keretes írás.

### 3-1. keretes írás: A háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarításának nagysága

A válságot megelőző évtizedben a magyar lakosság nettó pénzügyi megtakarítása nemzetközi összehasonlításban viszonylag magas volt. A válságot megelőző nagymértékű lakossági hitelezés miatt visszaesett finanszírozási képesség azt a képzetet keltette, hogy a háztartások pénzügyi megtakarításának alacsony szintje is jelentősen hozzájárult a külső egyensúlytalansághoz. A nemzetközi összehasonlítás ugyanakkor azt mutatja, hogy a válságot megelőző évek viszonylag alacsony magyar adata nemcsak a hazainál jóval nagyobb hitelnövekedést megélt balti országokét haladja meg, hanem a régiós országok, illetve az Eurorégió perifériás országainak átlagát is. A magyar lakosság finanszírozási képességét jellemzően csak a legfejlettebb európai országok pénzügyi megtakarítása haladta meg, ahol a hitelfelvétel a likviditási korlátok korábban történt oldódása, illetve a már kialakult magas hitelállomány miatt a magyarnál alacsonyabb volt. A nemzetközi összevetés tehát arra utal, így a válság előtti egy-két évet leszámítva a magas külső egyensúlytalanság döntően nem a lakosság megtakarítás elégtelenségéhez köthető.

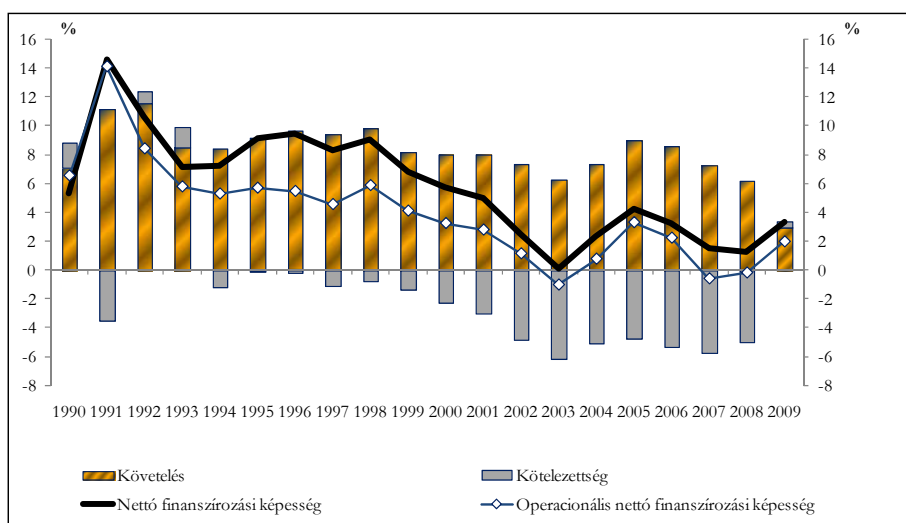
**3-11. ábra: A háztartási szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása nemzetközi összehasonlításban**



Forrás: MNB.

A magyar lakosság pénzügyi megtakarítása a válságot követően emelkedett, azonban jövőbeli alakulásával kapcsolatban sok a kérdőjel. A lakosság pénzügyi megtakarításának alakulását a rendszerváltást követően alapvetően a likviditási korlátok oldódása befolyásolta. 1998-ig a lakosság nettó finanszírozási képessége részben a magas infláció, részben pedig a korlátozott banki hitelnyújtás következtében viszonylag magas szintet ért el. A 2003-as mélypont döntően a lakástámogatási rendszer miatt erősödő hitelezéshez köthető, aminek megszüntetését követően a pénzügyi megtakarítás kismértékben emelkedett. A devizahitelezés felfutásával ugyanakkor a pénzügyi megtakarítás újra mérséklődni kezdett, amit a 2006-os kormányzati megszorításra adott fogyasztásmímítói válasz tovább csökkentett. A válság hatására a hitelfelvétel visszaesett, így a háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarítása a követelések csökkenése ellenére nagymértékben emelkedett. A bankok lakossági hitelezésének 1990-es évek végi újraindulása óta eltelt időben az operacionális (az infláció hatásától tisztított) nettó finanszírozási képesség a szélsőséges hitelfelfutásoktól mentes időben a GDP 2-4 százaléka körül alakult, és a gazdasági visszaesés legmélyebb időszakában sem emelkedett érdemben ez az érték fölé, így a jövőben sem valószínű magasabb szinteket prognosztizálni.

3-12. ábra: A háztartási szektor GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

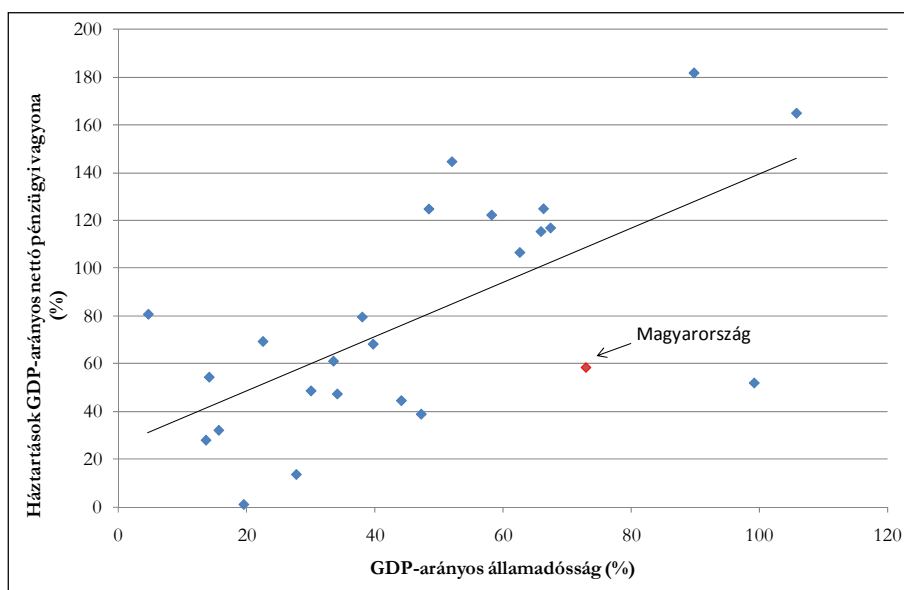


Forrás: MNB.

A magyar lakosság megtakarítási rátája ugyan nemzetközi összehasonlításban viszonylag magas, de a megtakarítási ráta értékelésénél célszerű figyelembe venni az állam eladósodottságát is, hiszen az államadósság finanszírozásának terhét közvetetten elsősorban a háztartások viselik, illetve a két szereplő viszonya a külső sérülékenység szempontjából is meghatározó. Ebben a megközelítésben indokoltnak tűnik, hogy a magyar háztartások finanszírozási képessége meghaladja régiós országokra jellemző értékeket. Az alábbi ábrán ugyanakkor az is látszik, hogy összevetve az államadósság méretével, a belső háztartási források aránya nemzetközi összehasonlításban inkább alacsonynak tekinthető, azaz a külső sérülékenység szempontjából nem kedvező a kép.

Végezetül ugyancsak érdemes megemlíteni, hogy a finanszírozási képesség trendje a kilencvenes évek második felétől kezdve enyhén csökkenő, összhangban a hitelezés felfutásával. A gazdaság sérülékenységének folyamatos mérsékléséhez mindenképpen szükséges, hogy ez a tendencia ne folytatódjon.

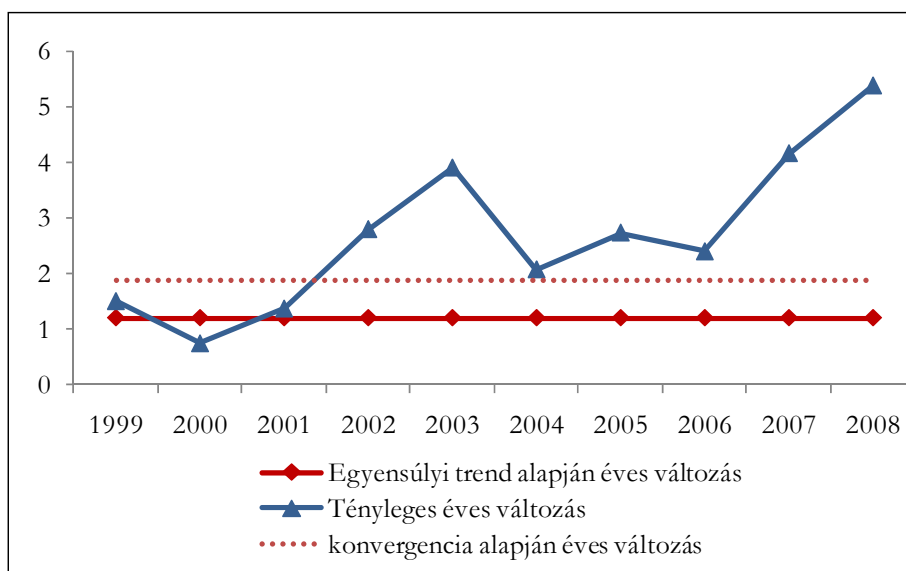
3-13. ábra: Háztartások nettó pénzügyi vagyona és az államadósság Európában, 2008-ban





A magyar háztartások eladósodottságát Kiss et al. (2006) is vizsgálta. A tanulmány a háztartási hitelek növekedését egyrészt a fejlettebb országokra becsült egyensúlyi hitelnövekedési pályákhoz, másrészt - figyelembe véve a magyar pénzügyi közvetítő rendszer kezdeti fejletlenségét - egy egyensúlyi felzárkózó hitelnövekedési pályához viszonyította. A tanulmány becsléseit kiegészítve az utóbbi évek adataival, 2003, 2007 és 2008 voltak azok az évek, ahol az egyensúlyi növekedési és felzárkózási dinamikát is jelentősebben meghaladta a tényleges dinamika.<sup>56</sup>A hitelezés 2003-ban és az azt megelőző években a lakáshitelezés állami támogatása miatt ugrott meg. Ebben az időszakban a hitelfelvételt a piacon elérhetőnél lényegesen kedvezőbb kamatkondíciók ösztönözték. A kedvező kamatfeltételek költségvetés kamattámogatásokhoz kapcsolódó kiadásainak gyors emelkedéséhez vezettek, ugyanakkor a háztartások hitelállományához kapcsolódó kockázatokat – az alacsony kamatköltségen és a jelzáloghitelek jellemzően fix kamatozásán keresztül – jelentősen mérsékeltek. A támogatás feltételeinek szigorítása miatt később a deviza alapú hitelezés súlya folyamatosan növekedett. Az egyensúlyi pályákhoz viszonyítva a hitelállomány növekedése 2007-ben és 2008-ban már akkora volt, hogy ezekben az években már ki lehet jelteni a hitelezési boom tényét.

**3-14. ábra: Magyar háztartási hitelállomány/GDP arány éves változása (százalékpont)<sup>57</sup>**



*Forrás: Kiss et al. (2006) alapján saját számítások.*

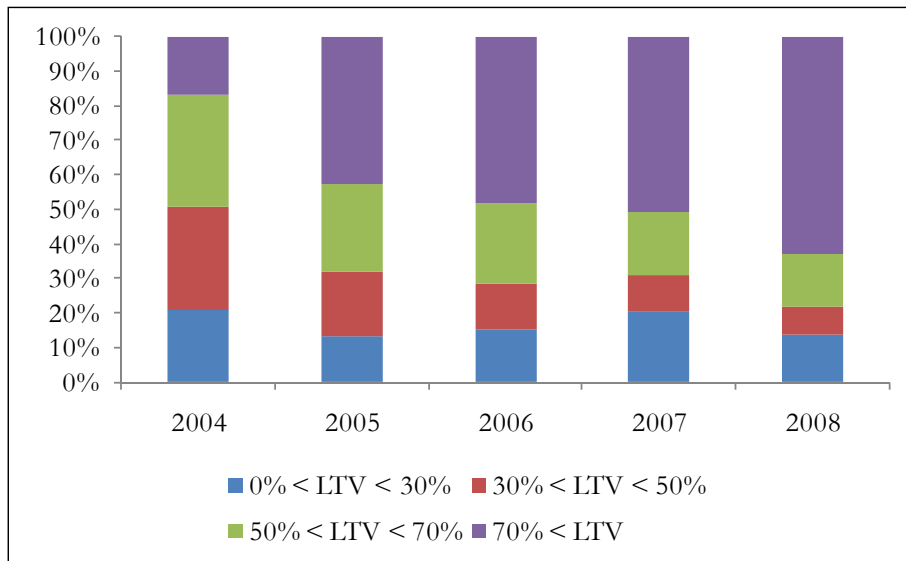
Ezekben az években háztartások adósságállománya feltehetően már átlépte azt a szintet, amit az ország fejlettségi szintje indokol. A lakossági hitelezés felfutásának a válságot megelőző években több oka is lehetett. Egyrészt elképzelhető, hogy a háztartások a költségvetési kiigazítás jövedelemrontó hatását részben átmenetinek ítélték meg, így a hitelkeresletük emelkedett. Ebben az esetben a hitelezés felfutása főleg ciklikus jelenségnek tekinthető, a hosszabb távú lakossági eladósodás szempontjából nem hordoz jelentősebb kockázatot. Ugyanakkor ebben az időszakban a hitelezési sztenderdek is folyamatosan lazultak, azaz a hitelezés felfutását a növekvő kínálat is támogatta. A laza hitelezési sztenderdek következtében feltehetően számos háztartás vállalt fel

<sup>56</sup> Ez a kép egyébként a lakossági megtakarítások vizsgálata alapján is látszik. Ld. az előbbi keretes írást

<sup>57</sup> A tényleges hitelállomány növekedési ütemének értékeléséhez kétféle viszonyítási alapot használtunk. Az egyensúlyi trend alapján számított éves változás azt mutatja, hogy a vizsgált időszakban Magyarország gazdasági fejlettségének növekedése mekkora bővülést indokolna a hitelállományban. A konvergencia alapján számolt éves változásnál azt is figyelembe vesszük, hogy az időszak kezdetén a magyar pénzügyi közvetítő rendszer mélysége jelentősen elmaradt a fejlettség által indokolt szinttől, és azt feltételezzük, hogy ez az elmaradás fokozatosan csökken.

túlságosan magas kockázatot, ami hosszabb távon is kockázatot jelent és indokolja a hitelezés szabályozásának szigorítását is.

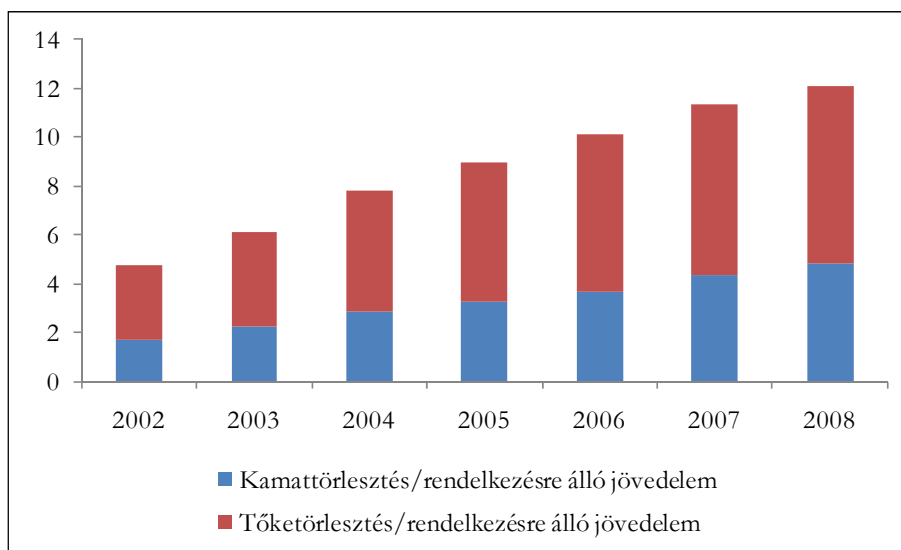
**3-15. ábra: A háztartások új folyósítású lakáshiteleinek hitel/fedezet arány (LTV) szerinti megbontása**



Forrás: MNB.

A lakossági hitelezés felfutásával a lakossági hitelek törlesztési terhe is folyamatos emelkedett. A törlesztési terhe jövedelemhez viszonyított aránya elérte a fejlettebb országokra jellemző átlagos értéket (2006-ban például ez az érték 10 százalék volt az eurózónában és 14 százalék az USA-ban). Alacsonyabb jövedelemszint mellett a háztartások a jövedelmük kisebb hányadát fordítják olyan árukra és szolgáltatásokra, amelyekről viszonylag könnyebben képesek lemondani életkörülményeik jelentősebb romlása nélkül. Emiatt a magyar háztartások a fejlettebb országokra jellemzőnél kevésbé tudják tolerálni a törlesztő terhe ingadozásait, így a törlesztési terhe aktuális értéke már hordozhat kockázatokat.

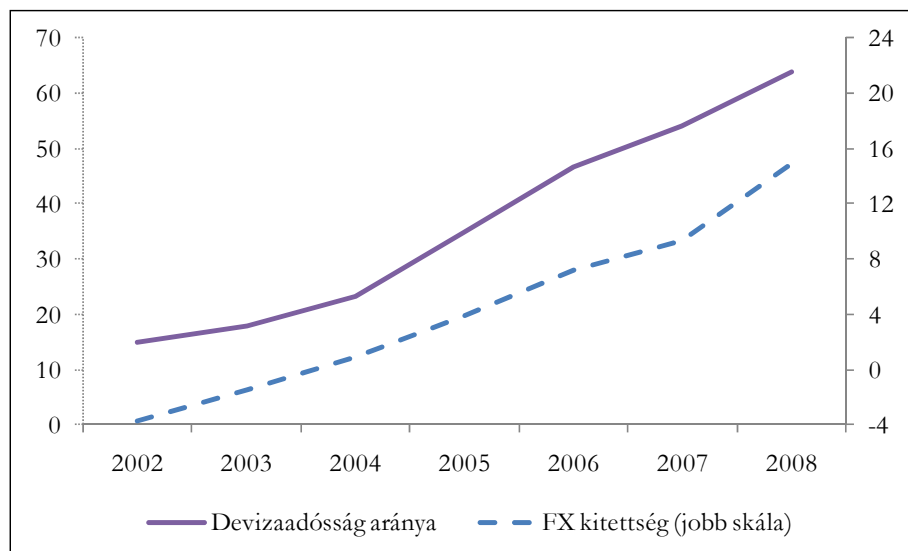
**3-16. ábra: A háztartások törlesztési terhe**



Forrás: MNB.

A háztartási szektor adósságállománya elsősorban az adósságállomány devizaszerkezete miatt tekinthető kockázatosnak. A kereskedelmi bankok által folyósított devizahitelek alapvetően két szempontból hordoznak kockázatot a hitelfelvevők számára. Egyrészt a forint árfolyamának változása gyorsan átárazza a devizában denominált hitelállományt és jelentősen megváltoztathatja a törlesztési teher mértékét. Másrészt a devizahitelek kamatát a kereskedelmi bankok alapvetően a devizaforrásaik költsége alapján határozzák meg, ami rövidtávon is számottevően változhat. A fenti két kockázat jelentőségét növeli, hogy a devizahitelek kondíciói alapján a kereskedelmi bankok mind az árfolyam mind a finanszírozási költség változását gyorsan megjeleníthetik a törlesztőrészekben, így devizahitelek finanszírozási terhe akár néhány hónap alatt is számottevően növekedhet. A devizahitelekhez kapcsolódó jelentős kockázatok miatt fontos, hogy a hitelek felvételénél mind a hitelezők, mind a hitelfelvevők tisztában legyenek a felvállalt kockázatok mértékével. Hosszabb távon a háztartási hitelekhez kapcsolódó kockázatok úgy mérséklődhetnek, ha előtérbe kerülnek a forintalapú hitelek. Ugyanakkor a kamatkockázat a forintalapú hitelek esetében is jelentős lehet, így a hosszabb futamidejű hitelek esetében is indokolt lehet a fix kamatozású termékek elterjedése.<sup>58</sup>

**3-17. ábra: Háztartások devizaadósságának részaránya és devizakitettsége (GDP százalékában)**



Forrás: MNB.

A fenti mutatók alapján a válságot megelőzően a háztartások túl gyorsan adósodtak el és az adósságállomány már átlépte az ország fejlettsége által indokolt szintet. A következő néhány évben az eladósodottság feltehetően korigálódni fog. Figyelembe véve, hogy a túlzott eladósodás néhány évhez köthető, a lakosság GDP arányos hitelállománya várhatóan csak kisebb mértékben fog csökkenni, ugyanakkor a válságot megelőző időszakra jellemző magas hiteldinamika nem fog folytatódni. Az adósságállomány kockázatának csökkentése érdekében ugyanakkor fontos, hogy a devizahitelezés részaránya csökkenjen.

### 3. 1. 4. Nem pénzügyi vállalatok

A gazdaság fejlettsége és a vállalatok adósságállománya közötti kapcsolat elméletileg pozitív. A közvetítőrendszer fejlődésével párhuzamosan a vállalatok egyszerűbben juthatnak külső

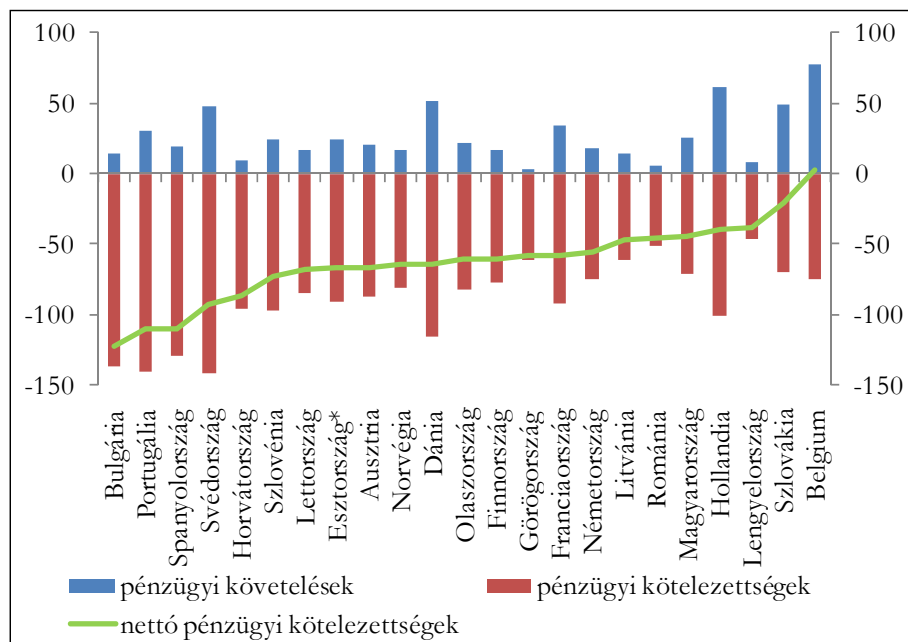
<sup>58</sup> A lakossági hitelek denominációja nem csupán azért kockázatos, mert a hitelportfólió minősége gyorsan átértékelődhet. Magas devizahitel-állomány esetén a jegybank végső hitelezői funkcióját kevésbé képes ellátni, valamint a monetáris transzmisszió is gyengülhet. Ezeket a szempontokat ebben a tanulmányban nem elemezzük.

forráshoz, ami nagyobb eladósodást eredményezhet. Ez egyrészt a bankrendszeren keresztül is történhet, de fejlettebb országokban a kötvénypiacon keresztül is jelentős lehet a forrásbevonás.

A külső forrásbevonásra építő felzárkózási pálya ugyanakkor szintén a vállalatok adósságállományának növekedésében mutatkozhat meg leginkább. A felzárkózó országban számos, jó megtérüléssel kecsegtető beruházási lehetőség adódhat, melyek mindegyikét nem lehet saját forrásból megfinanszírozni. Európai összehasonlításban a leginkább eladósodott vállalati szektorral rendelkező országok között számos felzárkózó országot is találunk. A magyar vállalatok eladósodottsága ugyanakkor nem tekinthető magasnak és regionális összevetésben inkább alacsonynak számít.

**3-18. ábra: Nem pénzügyi vállalatok adósság típusú pénzügyi követeléseinek és kötelezettségeinek**

(2008, GDP százalékában)

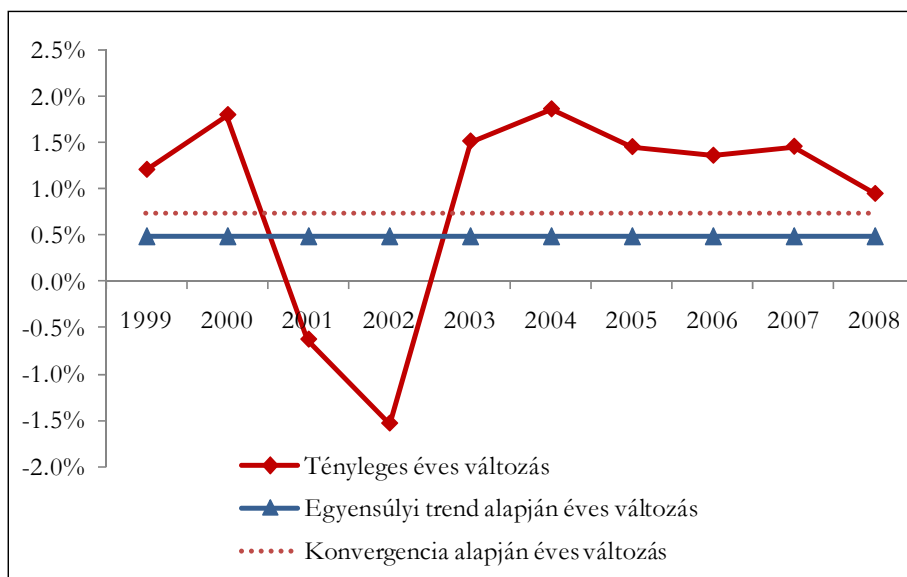


Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: a \*-gal jelölt országok esetében csak 2007-es adatok állnak rendelkezésre

A válság előtti időszak értékeléséhez érdemes áttekinteni a vállalati hitelállomány alakulását. Kiss et al. (2006) becsléseit felhasználva és kiegészítve újabb adatokkal megállapíthatjuk, hogy a vállalati szektor hitelállományának növekedése a válság előtti időszakban nem tekinthető túlzottan gyorsnak. A hitelállomány növekedése átlagosan megfelelt az egyensúlyi növekedési ütemnek. Ez összhangban van azzal, hogy a vállalatok beruházási aktivitása ebben az időszakban visszafogott volt.

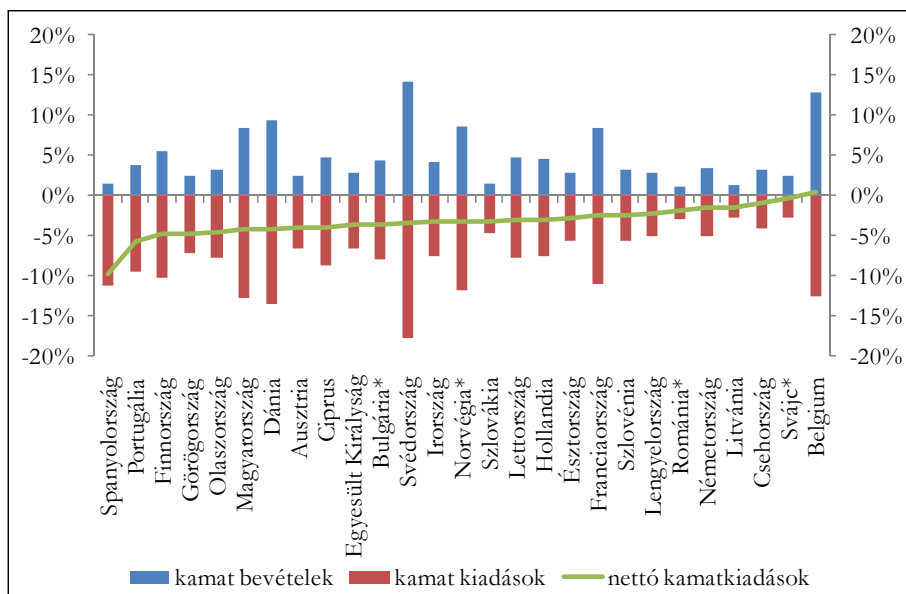
3-19. ábra: Magyar nem pénzügyi vállalati hitelállomány/GDP arány éves változása<sup>59</sup>



Forrás: Kiss et al. (2006) alapján saját számítások

A nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága Magyarországon ugyan viszonylag mérsékelt, de az adósságállományhoz kapcsolódó kamatteher értékelésekor azt is figyelembe kell venni, hogy a magyar vállalatok forrásainak finanszírozási költsége európai összehasonlításban magas. Ez tükröződik vissza a nem-pénzügyi vállalatok nettó kamatkidásiban is, a magyar vállalkozások kamatkidásai európai összehasonlításban viszonylag magasak. A magas finanszírozási költség összefüggésben lehet a magas országkockázati felárral.

3-20. ábra: Nem pénzügyi vállalatok kamatjellelű bevételei és kiadásai (2008, bruttó hozzáadott érték százalékában)



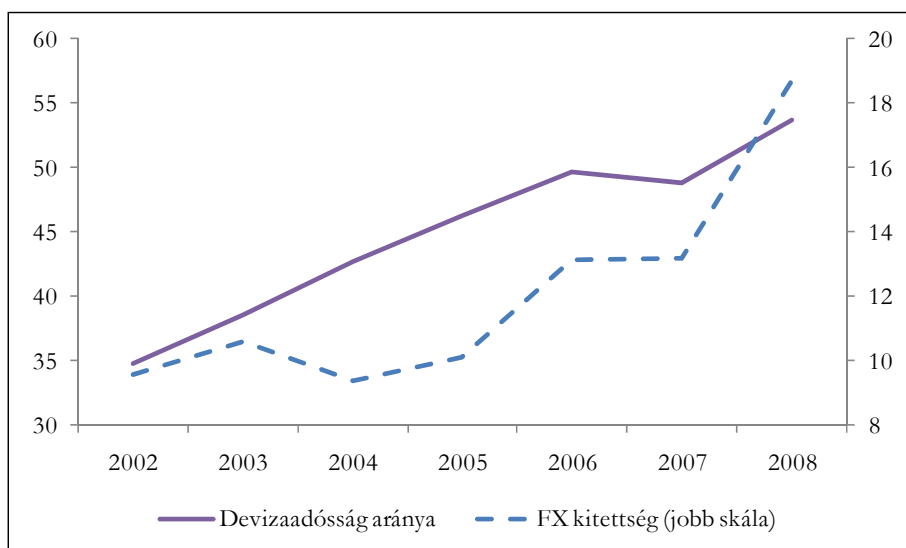
Forrás: Eurostat

Megjegyzés: a \*-gal jelölt országok esetében csak 2007-es adatok állnak rendelkezésre

<sup>59</sup> Lásd a 7. lábjegyzetet.

Az exportra termelő vállalatok a devizában történő eladósodást a nyitott devizapozíciójuk fedezésére használhatják, ebben az esetben devizahitel felvétele nem jár együtt árfolyamkockázat felvállalásával. Ugyanakkor a válság előtti időszakban a vállalatok jelentős része vett fel fedezetlen devizapozíciót. Ezt támasztja alá Krekó et al. (2010), mely bemutatja, hogy olyan ágazatokban is elterjedt a devizahitelek felvétele, amelyek alapvetően nem exportra termelnek. Kérdőíves felmérés eredményei alapján (Bodnár, 2009) ugyancsak jelentős a fedezetlen devizakitettség a vállalati szektorban. A több száz, kis és nagyvállalatot felölelő minta alapján a nem-pénzügyi vállalati szektor devizahiteleinek hozzávetőleg fele mögött nincs természetes fedezet. A válság előtti években kiugróan gyorsan nőtt a szektor árfolyam kitettsége, ami feltehetően szintén fedezetlen árfolyampozíció felvételét jelzi.

**3-21. ábra: Nem pénzügyi vállalatok devizaadósságának részaránya és devizakitettsége**  
(GDP százalékában)



Forrás: MNB.

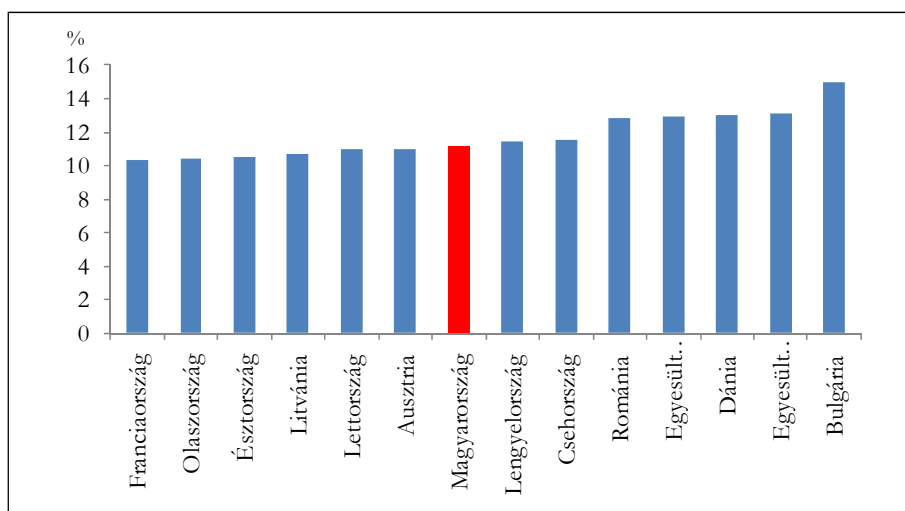
A fenti mutatók alapján a hazai nem pénzügyi vállalatok nem adósdottak el túlzott mértékben a válságot megelőzően. A viszonylag magas finanszírozási költségek miatt azonban a vállalatok kamatkidásai nemzetközi összehasonlításban magasak. Akárcsak a háztartások esetében, a nem pénzügyi vállalatok esetében is kockázatot jelent a hitelállomány devizaszerkezete, mert számos természetes fedezettel nem rendelkező vállalat is devizában adósodott el.

### 3. 1. 5. Bankrendszer

A bankrendszer alapvető feladata, hogy a hitelezők és a hitelfelvevők között közvetítsen. Emiatt a bankrendszer nettó adósságpozíciója nem jelentős. Ugyanakkor a többi szektor adósságállományához kapcsolódó kockázatokat jelentős mértékben befolyásolhatja a kereskedelmi bankok mérlegének szerkezete.

A bankrendszer akkor képes megfelelően ellátni feladatát, ha tőkeellátottsága megfelelő, így az esetleges negatív sokkok hatására nem kényszerül hitelezési tevékenységének visszafogására. A hazai bankrendszer tőkeellátottsága nemzetközi összehasonlításban jónak számít.

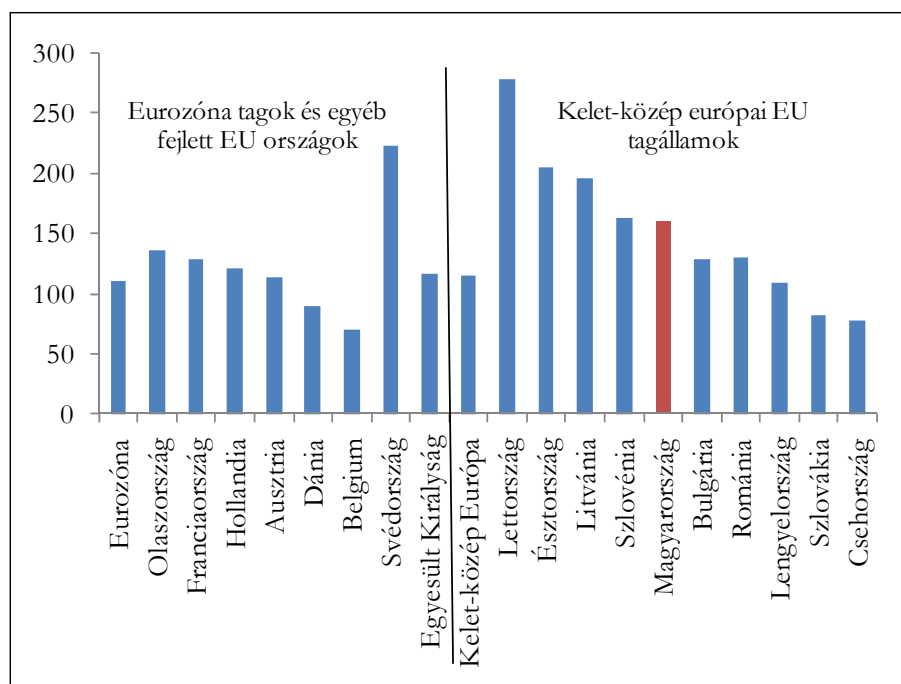
3-22. ábra: A hazai bankrendszer tőke megfelelési mutatója nemzetközi összehasonlításban (2008)<sup>60</sup>



Forrás: MNB.

A bankrendszer forrásainak szerkezete ugyanakkor hordoz kockázatokat. A válságot megelőző időszakban a hazai megtakarítások nem voltak elegendőek az állam és a magánszektor dinamikusan növekvő adósságának finanszírozására, ami a kereskedelmi bankok mérlegeiben is tükröződik. A hitelek betétekhez viszonyított aránya nemzetközi összehasonlításban magas.

3-23. ábra: Hitel-betét mutatók nemzetközi összehasonlításban (2008)



Forrás: MNB.

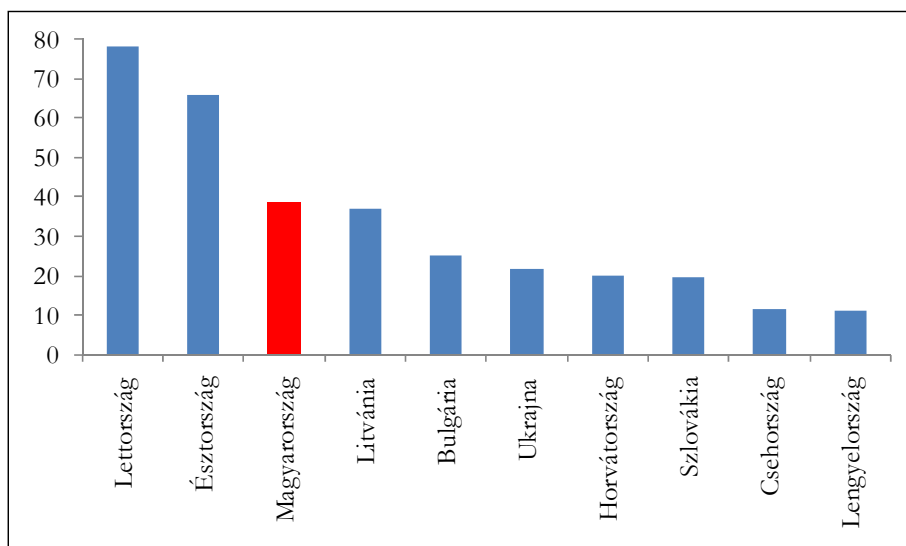
A bankrendszer jelentős mértékben külföldről finanszírozta a hitelezést. A külföldi források magas arányához kapcsolódó megújítási kockázatot mérsékli, hogy a külföldi források jelentős

<sup>60</sup> Szabályozói tőke megfelelési ráta = (kockázatok fedezésére figyelembe vehető szavatolótőke / tőkekövetelmény) \* 8 százalék. A válság kezdete óta a bankok hitelezési aktivitása visszaesett és az eredményüket is jellemzően a saját tőkéjük növelésére fordították, így a tőkeellátottságuk tovább javult.

része anyabankoktól származik. A gazdaság alkalmazkodásával párhuzamosan a bankrendszer külföldi forrásainak részaránya csökkenhet. A stabil finanszírozói háttér miatt nem szükségszerű a banki mérlegek gyors kiigazodása, ami valamelyest mérsékelheti a gazdaság alkalmazkodásának költségeit.<sup>61</sup> Ugyanakkor, ha az európai bankrendszer helyzete jelentősen romlana, akkor a finanszírozási szerkezet miatt vélhetően a hazai bankrendszernek is aktívan kell alkalmazkodnia. Ebben az esetben a banki mérlegek kiigazítása felgyorsulhat, ami a gazdaság szereplőit a szándékoltnál gyorsabb alkalmazkodásra kényszerítheti.

### 3-24. ábra: Bankrendszer bruttó külső adósságállománya a régióban

(2008, GDP százalékában)



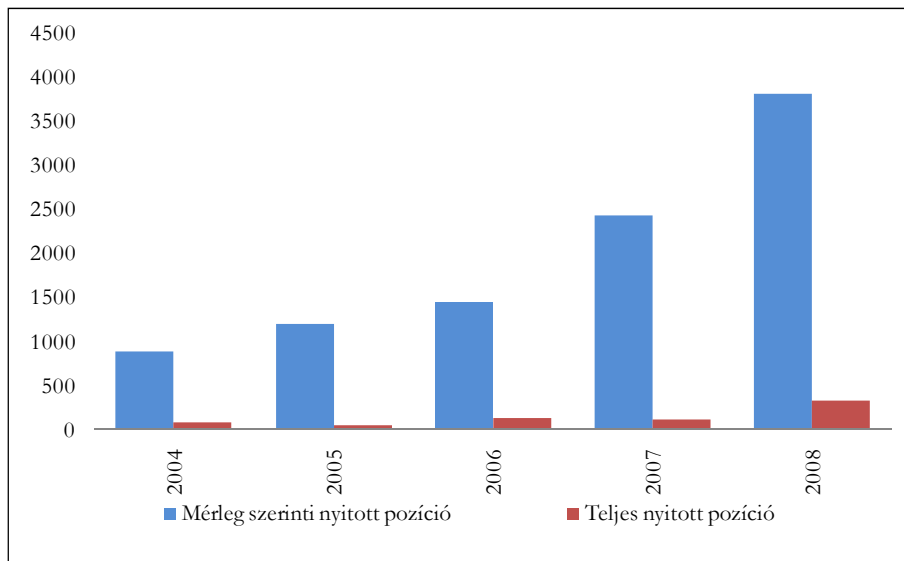
Forrás: BIS.

A banki mérlegek szerkezete a jelentős mértékű mérleg szerinti devizapozíció és a devizaeszközök és -források lejárat egyezőségének hiánya miatt is hordoz kockázatot. A kockázat felépülése ahhoz köthető, hogy a devizahitelezés későbbi szakaszában a bankok már forintforrásokból is nyújtottak devizahiteleket. A hitelnyújtáskor fellépő árfolyamkockázatukat rövid futamidejű tranzakciókkal fedezték. Ennek következtében a bankok árfolyamkitettsége folyamatosan alacsony volt, ugyanakkor egyre nagyobb mértékben voltak ráutalva a devizaswappiacra és a devizaeszközök és -források esetében egyre jelentősebbé vált a lejárat egyezőség hiánya. A válság kitörése után nyilvánvalóvá vált, hogy a korábban kifejezetten likvid devizaswappiacra is felléphetnek piaci zavarok, ami a bankok számára megújítási kockázatot jelentett. Hosszabb távon kívánatos, hogy a devizaswappiacok működéséhez kapcsolódó kockázatok folyamatosan mérséklődjenek. Ez alapvetően a forint-hitelezés előtérbe kerülésén keresztül valósulhat meg, amivel párhuzamosan a bankok devizaswap-piaci kitettsége is mérséklődhetne.

<sup>61</sup> A banki mérlegek gyors kiigazodása ugyan nem szükségszerű, de a kiigazodás sebességét a bankok kockázatvállalási hajlandósága is jelentősen befolyásolja. Amennyiben a bankok a gazdaság kilátásait hosszabb távon is kedvezőtlenül ítélik meg, akkor a hitelezésüket tartósan visszafoghatják, így a mérlegeik gyorsan kiigazodhatnak.



**3-25. ábra: A hazai bankrendszer rendszer deviza nyitott pozíciójának alakulása**  
(év végi állományok, milliárd forint)



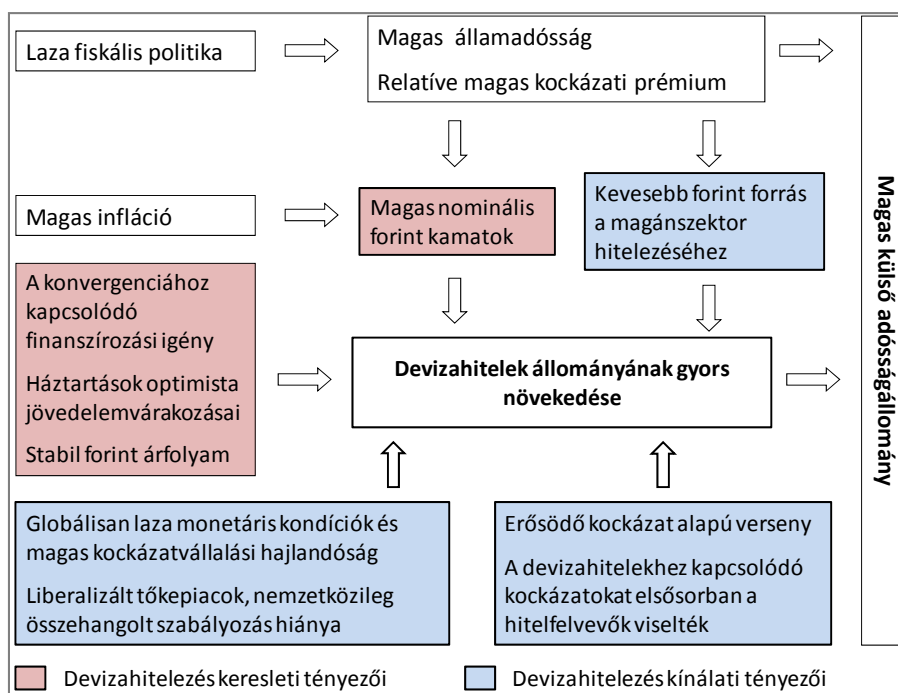
*Forrás: MNB.*

A fenti mutatók alapján a bankrendszer tőkeellátottsága és finanszírozási szerkezete ugyan hordoz kockázatokat, de alapvetően lehetővé teszi, hogy a bankrendszer jelentősebb sokkoknak is ellenálljon. Emiatt az sem szükségszerű, hogy a gazdaság alkalmazkodásának költségeit a bankrendszer mérlegeinek gyors kiigazítása tovább növelje. A kereskedelmi banki mérlegek kiigazodása középtávon elsősorban inkább következménye lesz annak, hogy a főbb gazdasági szektorok alkalmazkodnak a megváltozott gazdasági környezethez.

### **3. 1. 6. A magas deviza adósságállomány felépülésének okai**

A fentiekben láttuk, hogy a magyar gazdaság a felzárkózással párhuzamosan eladósodott. Az adósságállomány jelentős része devizában denominált, ami tovább növeli az ország sérülékenységét. Az alábbi ábrán szemléltetjük, hogy milyen tényezők járulhattak hozzá a jelentős devizaadósság-állomány felépüléséhez.

3-26. ábra: A magas deviza adósságállomány kialakulásának okai

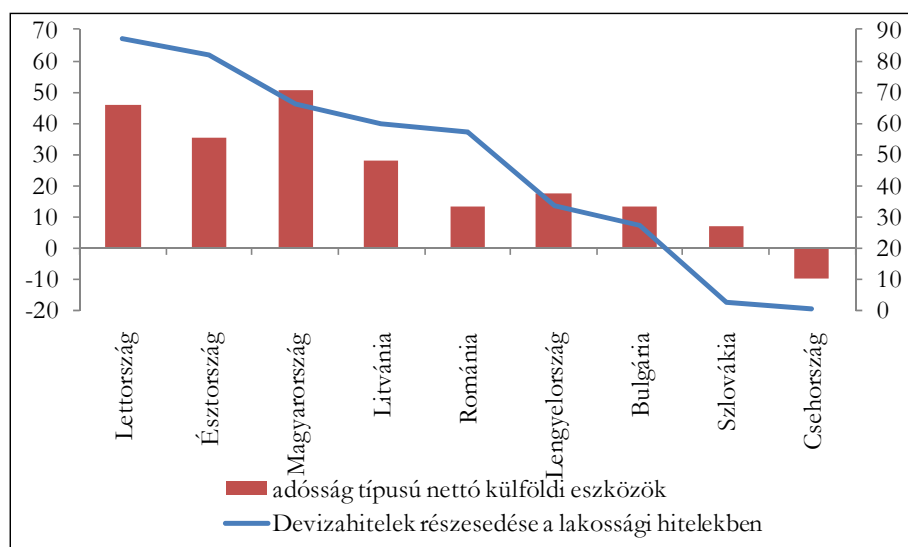


Amennyiben a belföldi megtakarítások nem elegendőek a gazdasági szektorok finanszírozási igényének kielégítéséhez, akkor a gazdaság külső finanszírozásra szorul. A magyar gazdaság felzárkózása a fejlettebb európai országokhoz indokolhatja az ország külső eladósodását. Ugyanakkor, amint azt a korábbiakban láttuk, Magyarországon az államadósság számottevően meghaladja az ország fejlettsége által indokolt szintet. Az államháztartás magas finanszírozási igénye elvonta a belföldi forrásokat a magángazdaság elől és a magánszektorra még inkább a külföldi finanszírozás irányába terelte.

Az adósságállomány külföldi finanszírozása csak úgy mehet végbe, hogy ha valamelyik gazdasági szereplő fedezetlen árfolyam-pozíciót vállal fel. Nemzetközi adatok azt mutatják, hogy az árfolyamkockázatot jellemzően nem a külföldi szereplők vállalták fel, jelentősebb eladósodás esetén az árfolyamkockázat elsősorban a belföldi szereplőknél jelentkezett. A belföldi finanszírozási források szűkössége tekinthető tehát az egyik legfontosabb kínálati tényezőnek a devizahitelezés elterjedésében.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> A külföldi devizában történő eladósodás okait elemzi Eichengreen et al. (2003) és Hausman et al. (2003). Eredményeik alapján a feltörekvő országok körében általános jelenség, hogy a külső eladósodás devizában történik a feltörekvő országok eltérő jellemzői ellenére. A lehetséges magyarázatok között szerepel, hogy a feltörekvő országok esetében nem garantált az árstabilitás melletti elkötelezettség, így a külföldi hitelezők nem vállalják fel azt a kockázatot, hogy az árfolyam gyengítésén keresztül elinflálják a követeléseiket. Ugyancsak fontos tényező lehet, hogy a globális pénzügyi piacok kedvezőbben árazzák a főbb devizákban kibocsátott eszközöket.

3-27. ábra: Külső eladósodottság és a devizahitelek részesedése (2008)



Forrás: Csajbók et al. (2009), Eurostat.

Ugyancsak fontos kínálati tényező volt a globálisan és tartósan laza monetáris politika és a magas kockázatvállalási hajlandóság. A válságot megelőző időszakban a befektetők által elvárt kockázati prémium Magyarország esetében ugyan relatíve magas volt, de a devizaforrások költsége még így is alacsony volt, amit jól szemléltet, hogy a devizahitelek reálkamata Magyarországon időnként negatív volt.

A devizaforrások beáramlását ugyancsak segítette, hogy míg az Európai Unióban az egyes országok bankjai integrálódtak az európai pénzügyi közvetítő rendszerbe, addig a banki hitelezés szabályozása nemzetközileg nem volt kellően összehangolva. A devizahitelezés túlzott elterjedése ellen csupán nemzeti szintű szabályozással lehetett fellépni. Egy integrált pénzügyi rendszerben ugyanakkor a nemzeti szintű szabályozás jellemzően nem hatékony. A devizahitelezés korlátozásával kísérletező országok (Tirpák et al., 2008) tapasztalata azt mutatta, hogy a devizahitelezés terjedésének mérséklése érdekében tett lépések csak minimális eredménnyel jártak. Ezt természetesen az is magyarázhatja, hogy a korlátozás ezekben az országokban sem volt kellően szigorú, ugyanakkor arra utaló jelek is vannak, hogy már ezeket a korlátokat is próbálták megkerülni egyes gazdasági szereplők (Ranciere et al., 2009).

A devizahitelezés térnyerését ugyancsak elősegíthette, hogy kereskedelmi bankok egyre kockázatosabb hitelek nyújtásával próbálták növelni a piaci részesedésüket. Ez elsősorban a hitelezési sztetenderdek lazításában is tükröződött, így a devizahitelek egyre több és egyre kockázatosabb háztartás számára váltak elérhetővé. A hitelfelvevők emellett feltehetően nem voltak tisztában a devizahitelekhez kapcsolódó összes kockázattal. A lakossági hitelkondíciók lehetőséget biztosítottak arra, hogy a kereskedelmi bankok a kockázatok jelentős részét áthárítsák az ügyfelekre. A háztartások nem csupán az árfolyam és a devizakamatok ingadozásából fakadó kockázatokat viselték, a hitelező bankok a finanszírozási költségeik devizakamatoktól független változását is átháríthatták az ügyfelekre. Az alapvetően a hitelezőknek kedvező kondíciók vélhetően ugyancsak növelhették a hitelkínálatot.<sup>63</sup>

A kínálati tényezők mellett számos keresleti tényező is hozzájárult a devizahitelezés térnyeréséhez. A forint befektetésektől elvárt viszonylag magas kockázati prémium és az eurózónában

<sup>63</sup> A lakossági hitelfelvétel átláthatóságának növelését célozta a 2009. december 1-től hatályos banki magatartási kódex.

jellemzőnél tartósan magasabb infláció következtében a nominális forintkamatok jelentősen meghaladták a devizakamatokat, ami a devizahitelek vonzerejét növelte. A forint árfolyamának hosszabb időszakon keresztül megfigyelt stabilitása ugyancsak azt eredményezhette, hogy a gazdasági szereplők alábecsülhették a devizahitelekhez kapcsolódó árfolyamkockázatot. Ugyancsak a devizahitelezés elterjedését segítette, hogy a hazai gazdaságpolitika folyamatosan hangsúlyozta a gyors euró-csatlakozás melletti elkötelezettségét. Ez egyrészt túlzott jövedelemvárakozásokat is táplálhatott a háztartások egy részénél, másrészt ugyancsak mérsékelhette a devizahitelek becsült árfolyamkockázatát.

Összességében azt mondhatjuk, hogy Magyarországon a keresleti és kínálati tényezők támogatták a devizahitelezés elterjedését. Az eddigi nemzetközi tapasztalatok alapján a devizahitelezés korlátozásával ezt a tendenciát legfeljebb mérsékelni lehetett volna. Mivel a külföldi szereplők csak korlátozott mértékben hajlandóak az árfolyamkockázat felvállalására, így egy jelentősebb szigorítás nem csupán a forinthitelek nagyobb részesedését, hanem a hitelezés szignifikáns visszaesését is eredményezte volna. 2006-ig a magánszektor eladósodása nem tekinthető túlzott mértékűnek, így a szigorúbb szabályozásnak pozitív és negatív következményei is lettek volna. Az ország sérülékenységét ugyan csökkenthette volna, ugyanakkor a finanszírozási lehetőségek beszűkülésén keresztül feltehetően mérsékelte volna a gazdaság növekedési ütemét. 2006 után ugyanakkor a háztartások eladósodása már túlságosan gyors volt, ami indokolhatja a lakossági hitelezés szabályozásának szigorítását.<sup>64</sup>

### **3. 1. 7. Következtetések**

Az egyes szektorok eladósodottságához kapcsolódó kockázatokat szemlélteti az alábbi táblázat. A különböző színekkel azt szemléltetjük, hogy mely szektor és mutatócsoportok esetében látunk szükségesnek jelentősebb korrekciót annak érdekében, hogy az ország sérülékenysége csökkenjen. A kockázatok értékelésénél figyelembe kell venni, hogy a különböző szektorokhoz kapcsolódó kockázatok egyrészt nem függetlenek egymástól, másrészt fel is erősíthetik egymást.

---

<sup>64</sup> A háztartási hitelekhez kapcsolódó kockázatokat kívánja korlátozni a 2010 márciusától hatályos, a körültekintő, felelős lakossági hitelezés feltételeiről és a hitelképesség vizsgálatáról szóló kormányrendelet.

3-2. táblázat: A főbb gazdasági szektorokhoz kapcsolódó kockázatok összefoglalása

Államháztartás	Lakosság	Nem-pénzügyi vállalatok	Bankrendszer
Adósságállomány	Adósságállomány	Adósságállomány	Tőkeellátottság
Finanszírozási teher	Finanszírozási teher	Finanszírozási teher	
Adósságszerkezet	Adósságszerkezet	Adósságszerkezet	Finanszírozási szerkezet

magas kockázat     
  közepes kockázat     
  alacsony kockázat

A legjelentősebb kockázat az államháztartáshoz kapcsolódik. Az államháztartás adóssága európai összehasonlításban magasnak számít. Különösen igaz ez a gazdaság fejlettségéhez képest és regionális összehasonlításban. A magánszférában még nem halmozódtak fel akkora pénzügyi megtakarítások, amelyek képesek lennének megfinanszírozni az államadósság jelenlegi szintjét. Emiatt a külső államadósság szintén magas, ami az államadósság folyamatos finanszírozásának szempontjából jelentős kockázatot jelent. Ugyancsak kockázatot jelent az adóssághoz kapcsolódó, nemzetközi összehasonlításban magas kamatteher. Amennyiben a fejlett országok jegybankjai monetáris szigorításba kezdenek, akkor a kamatteher még tovább emelkedhet.

A magánszféra adósságállománya nemzetközi összehasonlításban ugyan nem kiugróan magas, a háztartások eladósodottsága a válság előtti években már meghaladhatta az ország fejlettsége által indokolt szintet. A magánszektor esetében a legnagyobb kockázat az adósság devizaösszetételéhez kapcsolódik. A devizahitelek magas részaránya miatt a nemzetközi összehasonlításban már most is jelentősnek számító törlesztési terhek tovább emelkedhetnek, ha a bankok devizaforrásainak költsége emelkedik, illetve ha a forint árfolyama gyengül. A válságot megelőző években tapasztalt gyors lakossági eladósodás és a hitelezési szttenderdek lazulása indokolja lakossági hitelezés szabályozásának szigorítását.

Az államadósság finanszírozása a hazai megtakarítások jelentős részét felszívta, ami fokozta a magánszektor külföldi forrásbevonását. Ez tükröződik a bankrendszer finanszírozási szerkezetében is. A pénzügyi közvetítő rendszer jelentős mértékben külföldi forrásokból nyújtott hiteleket, ami a privát szektor finanszírozását érzékenyebbé teszi külföldi, a magyar gazdaságot közvetlenül nem érintő sokkokra. A kockázatot valamelyest mérsékli, hogy a külföldi források jelentős része az anyabankoktól származik, így egy gyors és számottevő forráskivonás kockázata alacsony. Ez ugyanakkor nem zárja ki, hogy középtávon a kereskedelmi bankok finanszírozási szerkezete jelentősen változzon. Ez azonban inkább következménye lesz annak, hogy a főbb gazdasági szektorok alkalmazkodnak a megváltozott gazdasági környezethez.

Az állam eladósodottságának mérséklése középtávon kulcsfontosságú az államháztartás finanszírozási kockázatainak csökkentése szempontjából. A magánszféra eladósodása külső forrásokból a jövőben valószínűleg kevésbé lesz finanszírozható, így az államadósság és az állam finanszírozási igényének fokozatos csökkentése szükséges lehet a magánszféra finanszírozási igényének folyamatos biztosítása szempontjából is.

A hitelezők szempontjából az államadósság és a magánszféra adóssága közül az államadósság tekinthető kevésbé kockázatosnak. Mivel Magyarországon – ellentétben egyes közép-kelet európai országgal – elsősorban az állam és nem a magánszféra adósodott el túlzott mértékben, így elvileg adott a lehetőség a külső adósság fokozatos és emiatt kevésbé fájdalmas csökkentésére.

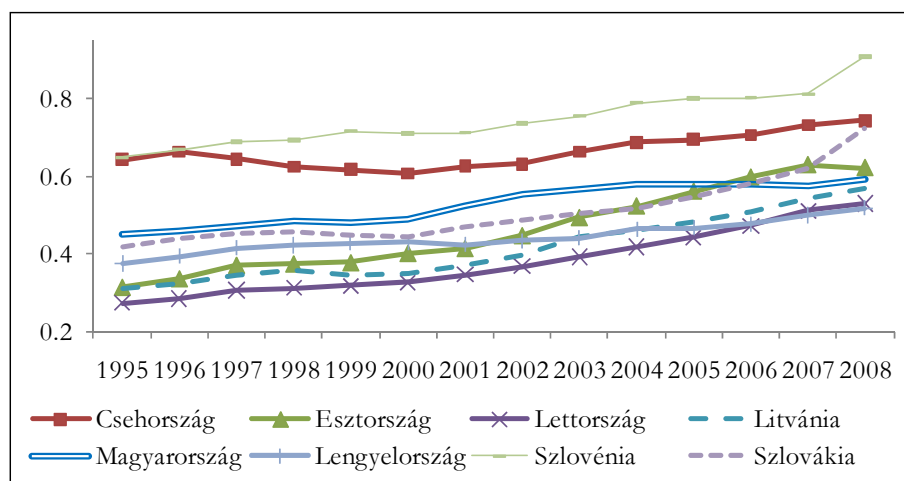
## 3. 2. A felzárkózás lassulásának meghatározó tényezői a válság előtti időszakban

### 3. 2. 1. A reál felzárkózás megtorpanása

Az egy főre eső reál GDP alakulása szerint Magyarországon 2004-ig átlagos volt KKE összehasonlításban a felzárkózás üteme, 2004-től azonban gyakorlatilag nem sikerült az EURO16 átlagához képesti lemaradásunkat csökkenteni.

3-28 ábra: Az egy főre eső GDP a KKE országokban

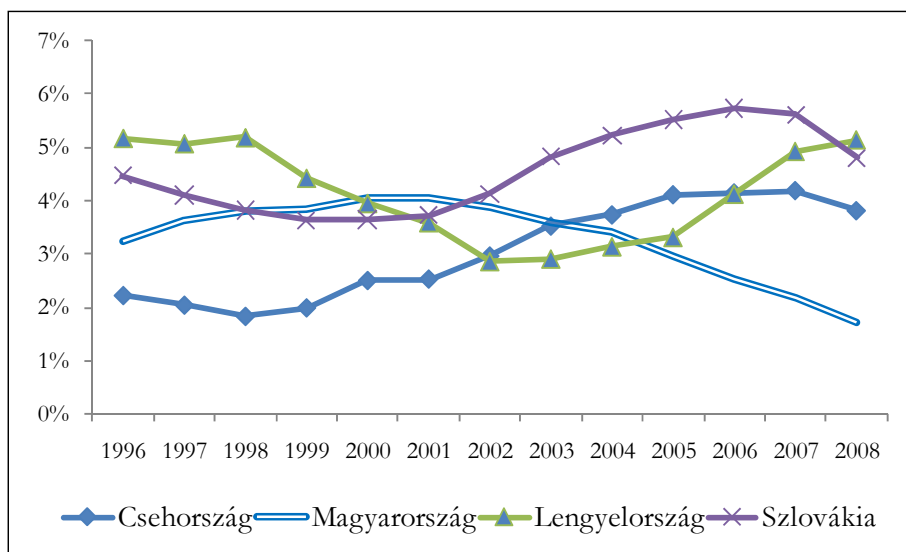
(PPS alapon, EU16 = 100)



Forrás: Eurostat.

A felzárkózás lassulása tükröződik növekedési ütemünk leszakadásában is. A potenciális GDP növekedésre vonatkozó becslések (ld. 3-29 ábra) szerint, míg a régió többi országában 2000 után növekvő trend figyelhető meg, Magyarországon 2001 óta folyamatos a csökkenés. Potenciális növekedési ütemünk romlását azonban a kiigazításig elkendőzte a fiskális túlköltekezés és a fogyasztás megugrása. A tényleges növekedési ütem tartósan 4% körül alakult, ez azonban egy fenntarthatatlan, növekvő eladósodottsággal, fizetési mérleg hiánnyal és költségvetési deficittel terhes pálya mentén zajlott. Az elkerülhetetlen korrekció, a 2006-os költségvetési kiigazítás jelentősen visszafogta az ország növekedését.

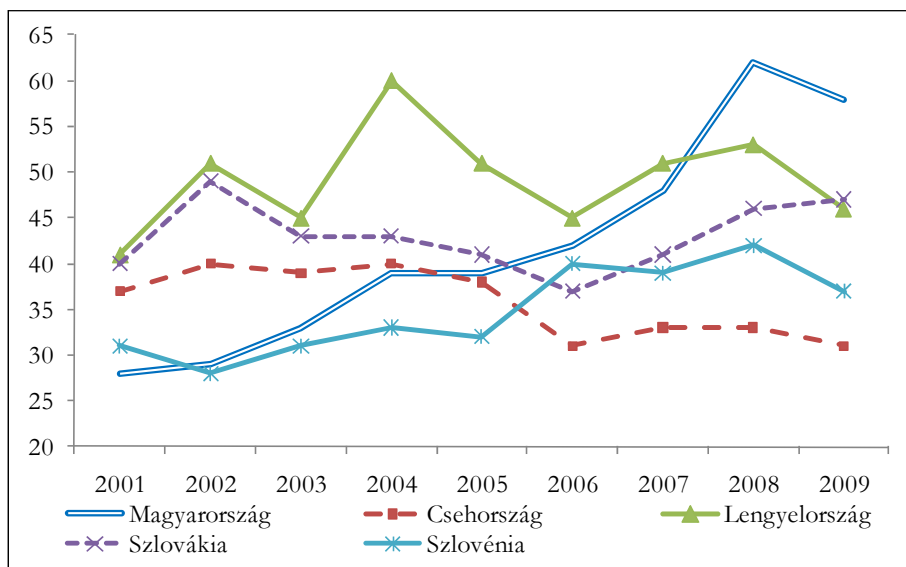
**3-29 ábra: Potenciális GDP növekedési ütemek a KE országokban**



Forrás: OECD-becslés.

A hosszabb távú (5 éves) növekedési kilátások fokozatos romlását mutatja a World Economic Forum Global Competitiveness Index-e is, mely jelentős visszaesést mutat 2001 óta. Míg 2001-ben megelőzve az összes KE országot Magyarország a 28. helyen állt, 2008 végére a régióban utolsóként lecsúszott a 62. helyre. A részindexek közül kiemelkedően rossz illetve sokat romlott ebben az időszakban a makrogazdasági stabilitás – azon belül pedig a költségvetési hiány és eladósodottság - indikátora (38. helyről lecsúsztunk a 115.-re). 2009-ben a korábbi romlás tendenciája enyhén megfordult, elsősorban a makrogazdasági stabilitás és munkapiaci hatékonyság javulásának köszönhetően. A változás azonban egyelőre nem számottevő és inkább a más országokhoz viszonyított javuló trendből, mint abszolút javulásból adódik.

**3-30 ábra: Hosszú távú növekedési kilátások – GCI (rangsor)**



Forrás: World Economic Forum.

### 3. 2. 2. A lassulás tényezői

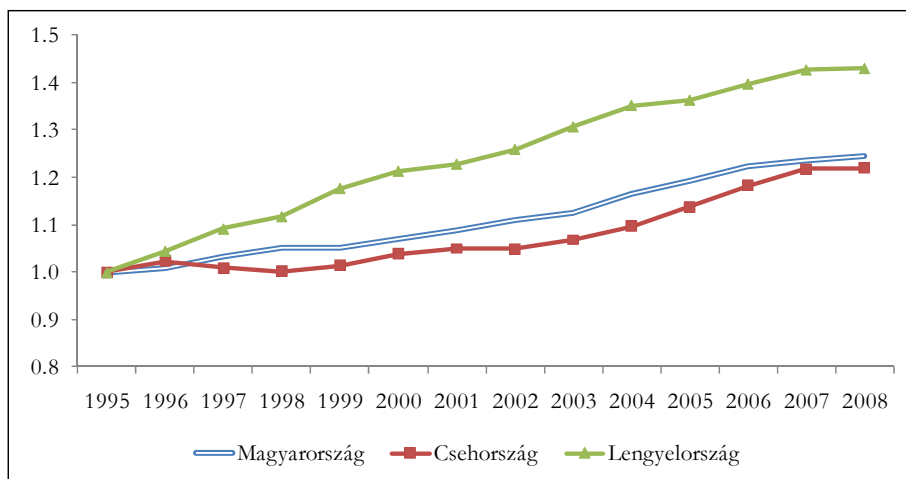
A továbbiakban a növekedés és a reálkonvergencia lassulásának okait az egyes termelési tényezők: a tőkefelhalmozás (beruházások) és a munka, valamint a termelékenység oldaláról vizsgáljuk meg. Ehhez érdekes adalékot ad az alábbi keretes írás, mely Kónya (2010) eredményeit foglalja össze.

#### 3-2. keretes írás: Növekedés Magyarországon (Kónya 2010)

Ebben az elemzésben a magyar gazdaság 1995-2008 közötti növekedési teljesítményét vizsgáljuk. Arra keresünk választ, hogy vajon a beruházások bővülésének 2000 utáni lassulása mögött a termelékenységnövekedés lassulása, vagy pedig egyéb, a fogyasztói-megtakarítói döntést torzító folyamatok állnak? Ezen kérdések vizsgálatához a Chari-Kehoe-McGrattan (2007) által kidolgozott módszertant használjuk, azt növekvő gazdaságra adaptálva. A módszer lényege, hogy egyébként sztenderd dinamikus általános egyensúlyi modellben a fő háztartási és vállalati döntésekben "eltéréseket" (wedge)<sup>65</sup> enged meg. Az "eltérések" jelenléte azt jelzi, hogy a gazdasági szereplők döntéseit reál, nominális merevségek vagy az adórendszer torzító hatása, gazdaságpolitikai intézkedések eltérítik a modell által hatékonyan feltételezett döntésektől. Ennek eredményeként pl. a háztartások túl sokat fogyasztanak, keveset takarítanak meg, a munkakínálat vagy a beruházás alacsonyabb lesz, mint lenne a döntéseket torzító tényezők hiányában. A modellt magyar, cseh és lengyel adatok alapján paraméterezzük, majd megoldjuk és kiszámoljuk a közvetlenül nem megfigyelhető eltérések és a TFP idősorát.

Eredményeink szerint a vizsgált időszakban a magyar TFP növekedés hasonló volt a csehországihoz, de lényegesen alacsonyabb volt a lengyelországinál. Az idősorban nem látszik törés 2000 után, ez alapján a magyar gazdaság lassulása nem tekinthető termelékenységi problémának, legalábbis aggregált szinten. A trend növekedés üteme viszont viszonylag alacsony, ami hosszabb távú felzárkózási problémákat jelezhet.

3-31. ábra: A TFP alakulása



\*A  $tfp_t$ -t a termelési függvény Solow rezidumaként értelmezzük.

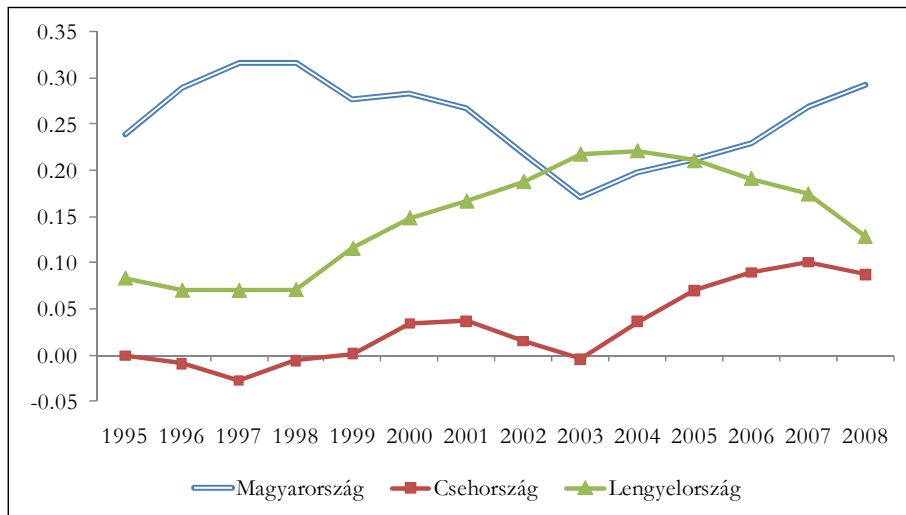
A 3-32. ábra alapján a cseh munkapiac lényegesen hatékonyabb volt a másik két országénál. Ez az eredmény nagyrészt a jóval magasabb cseh foglalkoztatási rátából következik. A lengyel és a

<sup>65</sup> Az eltérések számolásának kulcsegyenletei a következők: (1) termelési függvény:  $GDP_t = TFP_t(z_t K_t)^\alpha N^{1-\alpha}$ , (2) a munkapiaci egyensúly:  $e^{\varkappa_t} \frac{MU_{C,t+1}}{MU_{C,t}} = MP_{L,t}$ ; (3) a fogyasztás-beruházás intertemporális Euler egyenlete:  $\frac{e^{\varepsilon_t}}{\beta} = E_t(1 - \delta_{t+1} + MP_{K,t+1}) \frac{MU_{C,t+1}}{MU_{C,t}}$ . Ahol  $\varkappa_t$  és  $\varepsilon_t$  a munka- és tőkepiaci torzítás.



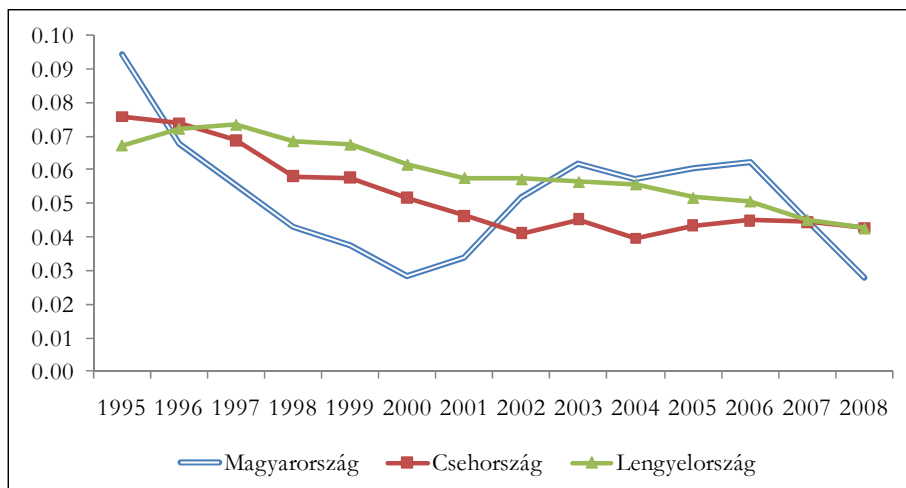
magyar eltérés átlaga hasonló, de változása ellentétes volt az időszakban. A magyar munkapiaci helyzet „rosszabbodása” jóval megelőzi a 2006-ban kezdődő gazdasági lassulást. Ennek oka az, hogy 2003 után a fogyasztási kiadások a GDP-hez képest nagyobb ütemben növekedtek, ami hatékony munkapiacra a munkakínálat növekedését vonná maga után. Ez azonban nem következett be Magyarországon.

**3-32. ábra: A munkapiaci torzulás alakulása**



A tőkepiaci torzulás 1995-ben mindhárom országban hasonló, pozitív szintről indul, jelezve, hogy a beruházások szintje túl alacsony volt. A magyar eltérés lényegesen csökkent 2000-ig, majd visszafordult és egy magasabb szinten stabilizálódott 2006-ig. Cseh- és Lengyelországban viszont a teljes időszakban csökkent a torzulás mértéke, de nem érte el a legalacsonyabb magyar értéket. Ezek alapján a magyar fogyasztás-beruházás döntés hatékonysága átlagosan nem volt rosszabb a másik két országénál, de a 2003-2006-os időszakban a hosszabb távú pozitív trend megfordult. Mivel Cseh- és Lengyelországban ez nem történt meg, a jelenség nagy valószínűséggel magyar gazdaságpolitikai hibákból, és nem régiós vagy világméretű folyamatokból következett.

**3-33. ábra: A tőkepiaci torzítás alakulása**



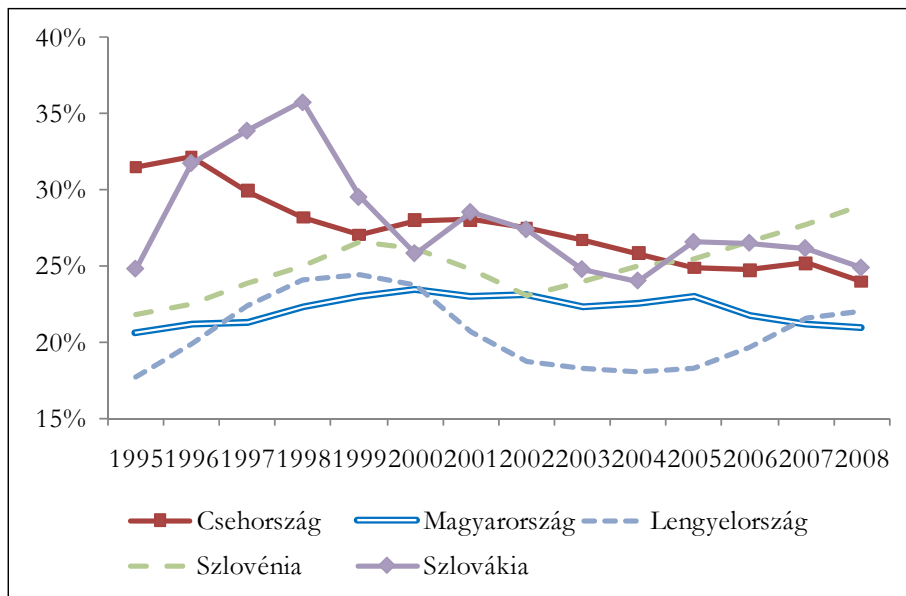
Összegezve, az elemzés alapján aggregált TFP lassulást az időszakban nem találtunk, a trend termelékenységnövekedés szintje viszont meglehetősen alacsony volt. A munkapiaci és a tőkepiaci eltérések világosan jelzik, hogy a magyar gazdaságpolitika 2000 után elszakadt a régiós folyamatoktól, és a változás iránya egyértelműen negatív.

### Tőkeakkumuláció

Magyarországon a **reál beruházási ráta**, a felzárkózás tényének megfelelően, magasabb, mint a fejlett európai országokban, de a többi KKE felzárkózó országhoz képest alacsony<sup>66</sup>. A beruházási rátát számos tényező befolyásolja – a tőkeállomány induló szintje, a tőkeköltség, a gazdaság szerkezete (tőkeigényes ágazatok súlya), a pénzügyi tökéletlenségek, a szabályozórendszerből és gazdaságpolitikából adódó bizonytalanságok. Ezek egy része nem vagy nehezen mérhető, vethető össze más országokkal. Figyelembe véve, hogy az egy főre eső GDP alapján Magyarország viszonylag alacsony szintről indul, ez az alacsony beruházási ráta az „optimális” felzárkózási pályához képest is jelenthet túlzottan alacsony szintet. Ebben véleményünk szerint szerepet játszhatott a 2000-es években a makrostabilitás hiánya és a környező országokénál magasabb kockázati prémiumunk.

A beruházások 2007-2008 alatti visszaesésében szerepet játszott a fiskális kiigazítás. Az adó intézkedések növelték a tőke használati költségét, romlottak a konjunktúravárakozások, a vállalatok (a feldolgozóiparban) a jó külső konjunktúra ellenére elhalasztották beruházásaikat és helyette trendszerűen növelték a kapacitáskihasználtságot. A beruházások ugyanakkor már 2006-ban, a kiigazítás előtt jelentősen visszaestek, aminek feltételezhető oka, hogy a gazdasági szereplők által várt, de még nem ismert kiigazítás növelte a bizonytalanságot (ld. Gál (2007)).

3-34 ábra: Beruházási ráta a KE országokban (PPS alapon számolt)

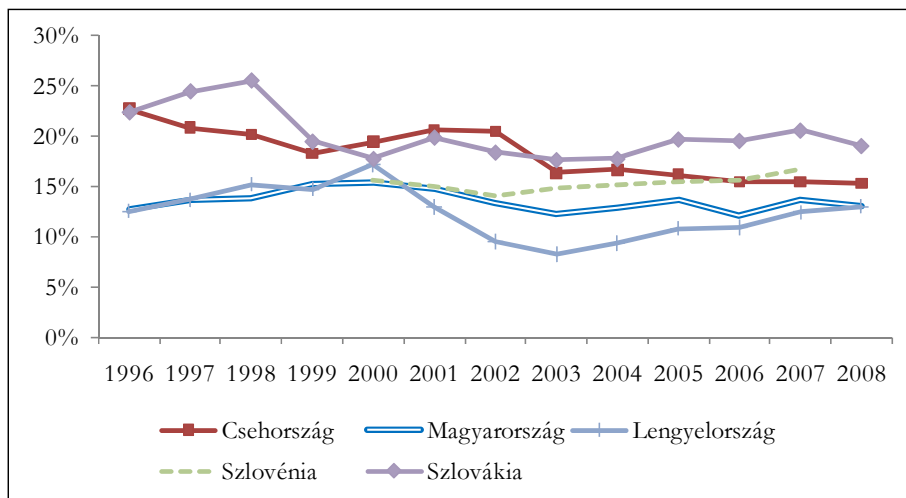


Forrás: Eurostat.

Bár az infrastruktúra fejlesztése által a kormányzati beruházások is hozzájárulnak a növekedéshez, a hosszú-távú növekedés szempontjából a **vállalati szektor beruházásainak** alakulása lényeges. Itt is jelentős a lemaradásunk a többi országhoz képest. Sőt a magánszektor beruházásai már 2001 óta csökkenő tendenciát mutatnak.

<sup>66</sup> A nominális beruházási ráta is nagyon hasonló képet mutat a szintbeli különbségekről és az időbeli lefutásokról is.

3-35 ábra: A nem pénzügyi vállalati szektor beruházási rátája



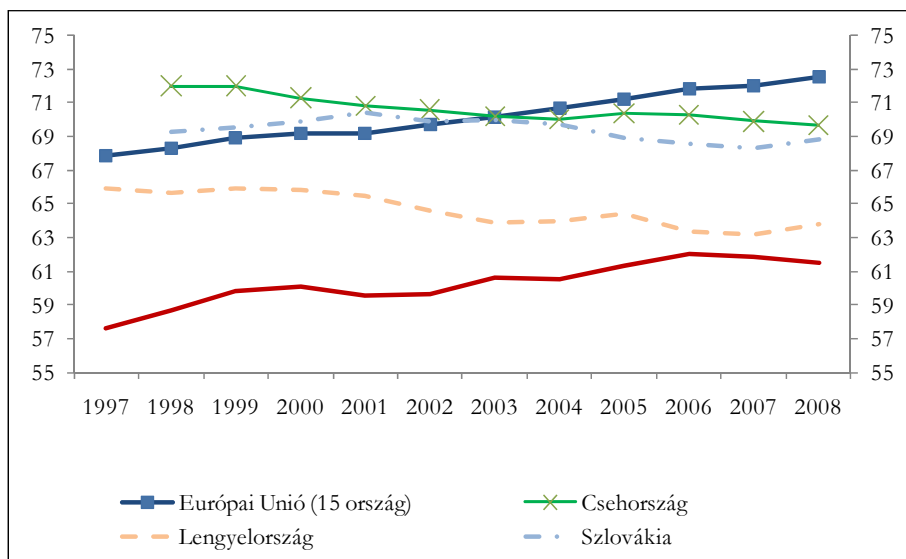
Forrás: Eurostat.

### A munkaerő mint termelési tényező

A magyar gazdaság növekedését a munkaerő-piaci folyamatok kevésbé támogatták a vizsgált időszakban. Két fő problémát azonosítottunk: a regionális összevetésben is alacsony aktivitást (ami jövedelemszintbeli különbséget okoz), illetve a versenyszféra foglalkoztatottságának visszafogott alakulását. A munkapiaci problémákat a közelmúltban részletesen vizsgálta Kátay (2009), akinek eredményeire nagymértékben támaszkodunk.

A 15-64 éves korosztályban az **aktivitási ráta** Magyarországon, a vizsgált időszakban megfigyelt emelkedés ellenére is, jelentős lemaradást mutat a régió többi országához és az Európai Unió átlagához viszonyítva.

3-36 ábra: Az aktivitási ráta alakulása (%)

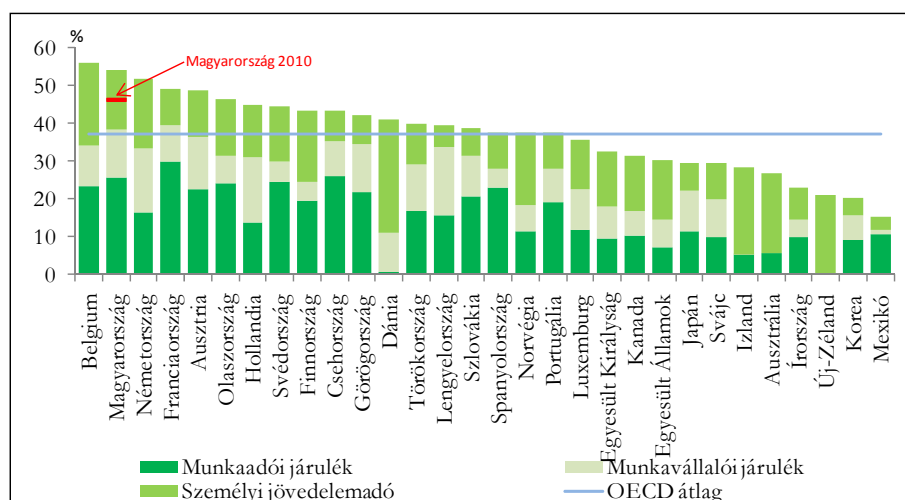


Forrás: Eurostat.

Az elmaradásban keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszhatnak. A munkakínálatot elsősorban az olyan rossz ösztönzők csökkentették, mint a nyugdíjnak a korábbi keresethez viszonyított magas aránya, a rokkantsági ellátások és a bőkezűnek számító gyermektámogatási

rendszer. A munkakereslet oldaláról pedig az alacsony aktivitás fő oka volt a nemzetközi és régiós összehasonlításban is magas munkára rakódó adó- és járulékkerhek.

**3-37 ábra: Teljes adóterhelés (adóék) 2008-ban az átlagkeresetű egyedülálló munkavállaló esetén**  
(a teljes bérköltség arányában)



Forrás: OECD, MNB.

A közelmúltban meghozott kormányzati intézkedések kedvezően befolyásolják az aktivitási ráta alakulását. Az aktivitás serkentésének irányába hat a nyugdíjkorhatás 65 évre történő fokozatos emelése, valamint a rokkantnyugdíjazás és a gyerektámogatási rendszer szigorítása is. Számításaink szerint Magyarországon a kormányzati intézkedéseknek köszönhetően akár 5 százalékponttal is emelkedhet az aktivitási ráta a következő 10 év során. A kormány 2009-ben bejelentette a munkát terhelő adók csökkentését is, amit a fogyasztás típusú adók emelésével ellensúlyoztak, így tartva fenn a költségvetési fegyelmet. A lépés azért is kedvező átstrukturálásnak tekinthető, mert a fogyasztást terhelő adók adótorzító hatása jellemzően kisebb, mint a jövedelmeket terhelő adók esetében (Johansson et al., 2008). A munkát terhelő adók és járulékok csökkentése munkakeresleti és munkakínálati oldalról nézve is kedvező hatású. Az 3-37 ábra alapján látható, hogy a 2010-re prognosztizált adóék valóban jelentős közeledést mutat a régió többi országához és az OECD átlagához is, bár továbbra is elmarad azoktól. Ráadásul a magasabb jövedelmi szinteken az adóék eltérése továbbra is kiugró, ami a legális foglalkoztatás bővülése szempontjából a legkedvezőtlenebbnak tekinthető.<sup>67</sup> A 2009. májusi inflációs jelentésünkben bemutatott számítások alapján, feltételezve az intézkedések 10 éven keresztül egyenletesen jelentkező hatását, a munkapiacot érintő intézkedéseknek köszönhetően akár évi 0,3 százalékkal is emelkedhet a magyar gazdaság potenciális növekedési üteme.<sup>68</sup>

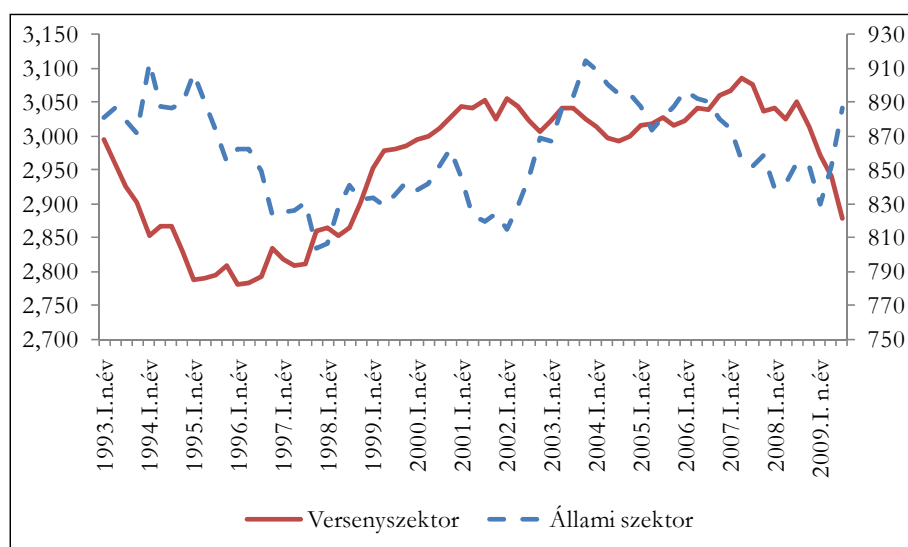
A munkapiacot jellemző problémák tetten érhetők abban is, hogy 2000-2001 óta nem képződött nettó értelemben **új munkahely** a versenyszférában. Míg 2005 után a többi visegrádi országban jelentősen bővült a foglalkoztatás, a magyar foglalkoztatás 2000 óta gyakorlatilag stagnál. Magyarország kimaradt a munkakereslet ciklikus bővüléséből, nem teremtődtek új munkahelyek. Súlyosan érintettek voltak az alacsony aktivitású, alapfokú képzettséggel rendelkezők, akiknél az aktivitás kapcsán már említett keresleti és kínálati tényezők mellett humántőke-problémák is szerepet játszhatnak. Ezen a helyzeten az oktatás fejlesztésével és továbbképzések segítségével

<sup>67</sup> Bakos et. al. (2008) eredményei szerint a legális munkakínálat az átlag feletti jövedelmi szinteken reagál a legérzékenyebben az adóék alakulására. Becsléseik összhangban állnak a nemzetközi kutatások tapasztalataival.

<sup>68</sup> Lásd az inflációs jelentés 3-2. keretes írását: A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai.

lehetne javítani. Emellett az is ösztönözhetne a munkavállalásra, ha az alacsony jövedelmeknél alacsonyabb átlagos adókulcs érvényesülne.

3-38 ábra: A foglalkoztatottság alakulása Magyarországon (ezer fő)



Forrás: LFS.

### Termelékenység

A felzárkózó országok esetében a tfp a felzárkózás egyik fő motorjának tekinthető. A tfp növekedést számos folyamat, változás segítette elő a vizsgált időszakban - az FDI beáramlás, a privatizáció, a verseny növekedése, a pénzügyi fejlődéssel hatékonyabbá váló erőforrás allokáció, a likviditási korlátok oldódása és általában az intézmények fejlődése.

Az **aggregált** becslések alapján a tfp-ben nem volt érdemi lassulás (ld. 3-3. keretes írást). Az aggregált becsléseknél azonban nagy a bizonytalanság, mind a tőkeállomány induló értékére vonatkozó feltevések, mind a ciklikus hatások kiszűrésének sikere erőteljesen befolyásolja a tfp becsléseket.

A tfp-re vonatkozó **mikro adatokon** végzett hazai kutatási eredményekből tudjuk (ezek csak a feldolgozóiparra vonatkoznak), hogy a technológiai fejlődésből származó tfp különösen a 90-es években volt a növekedés forrása (Kátay (2006)). A 2000 utáni időszakban a reallokáció játszott nagyobb szerepet a termelékenység növekedésében. Az elemzés lezárása (2004) óta eltelt időszakban is folytatódhatott a reallokáció bizonyos ágazatokban, és a tfp növekedés forrása lehetett pl. a számítógéphasználat széleskörű elterjedése, a hazai vállalatok likviditási korlátainak oldódása, és általában a pénzügyi piacok (elsősorban bankszektor) fejlődése.

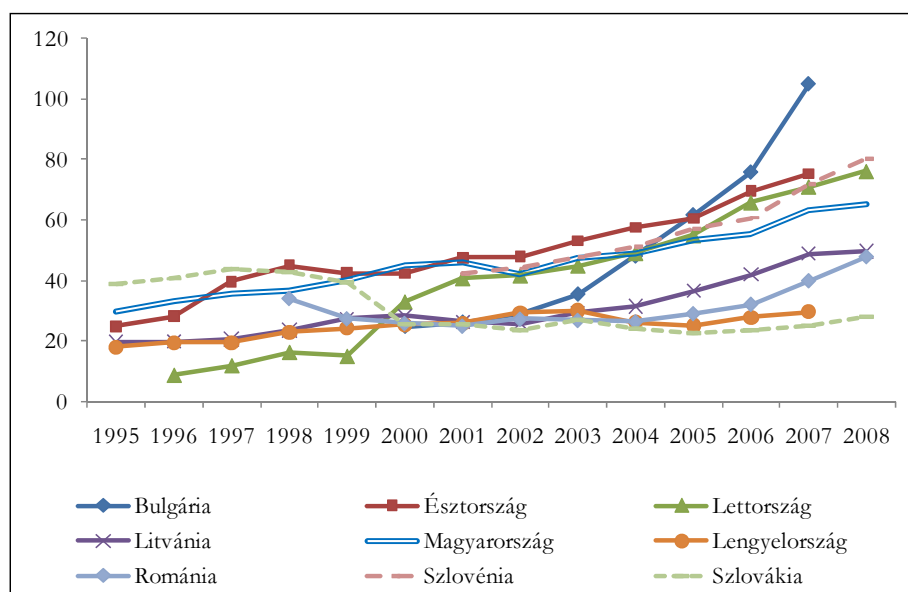
### 3-3. keretes írás: Pénzügyi fejlődés és növekedés

A pénzügyi fejlődés szoros korrelációt mutat a növekedéssel. A pénzügyi fejlődés a külső finanszírozás költségének csökkentésével, a megtakarítások mobilizálásával, a befektetési lehetőségek jobb azonosításával, technológiai innovációval járul hozzá a gyorsabb növekedéshez. Jótékony hatása megjelenik a beruházások és a termelékenység növekedésben is. A termelékenység aggregált szintű növekedését eredményezi a Schumpeteri „kreatív rombolás”, ahol a pénzügyi piacok biztosítják a tőke újraelosztását a hanyatló ágazatoktól a jó növekedési kilátásokkal rendelkező ágazatokba. A pénzügyi fejlődés és termelékenység közötti kapcsolatnak azonban számos más mechanizmusát azonosította az irodalom. Negatív kapcsolatot találtak pl. a pénzügyi tökéletlenségek és a vállalatok innovációs tevékenysége valamint export irányultsága

között. A pénzügyi súrlódások csökkenése ösztönzi a vállalati innovációt és az exportot, ami viszont pozitívan hat a tfp-re. Fejlettebb pénzügyi piacokon magasabb a hosszúlejáratú hitelek részaránya – ami lehetővé teszi a lassan megtérülő, de termelékenységet jelentősen növelő beruházások megvalósítását. Továbbá a pénzügyi fejlettséggel általában nő a külső forrásoktól jobban függő ágazatokba<sup>69</sup> alokált források részaránya - ezekre az ágazatokra általában jellemző a K+F és a technológiai fejlesztés. A KKV vállalatok finanszírozása és ezáltal gyorsabb növekedése szintén pozitívan hat a termelékenységre.

Az európai felzárkózó országokban a nem pénzügyi vállalati szektornak nyújtott hitelállomány a GDP-re vetítve nagy szórást mutat, de többségükben jelentős mélyülés figyelhető meg. Ez a likviditási korlátok jelentős enyhüléséről tanúskodik. Egyes országokban a hitelezés elfutása akár túlfűtöttség jele is lehet, azonban Magyarországon a 3.1 fejezet megállapításai szerint a vállalati szektorban nem volt az országokban hitelbuborék.

3-39. ábra: A nem pénzügyi vállalati szektor hitelállománya a GDP százalékában



Forrás: Eurostat, MNB (Magyarország SCV nélkül).

A banki magatartás változását és a likviditási korlátok oldódását támasztja alá a banki portfóliók összetételének magyarországi változása is. Egyrészt, a vállalati hitelekben belül a hosszabb lejáratú hitelek térnyerése figyelhető meg, 1995 és 2008 között 55%-ról csaknem 80%-ra nőtt a részarányuk.<sup>70</sup> A hosszúlejáratú források elérhetősége szükséges a beruházások növeléséhez és a termelékenyebb technológia elterjesztéséhez, ezen keresztül pedig a növekedéshez. Empirikus tanulmányok a növekedés/termelékenység és a hosszútávú hitelek között szignifikáns kapcsolatot találnak (ld. pl. Tasic és Valev (2008), Demirgüç-Kunt(1997)).

A KKV szektor hitelhez való hozzáféréseinek javulása is jelzi a likviditási korlátok oldódását. Az aszimmetrikus információk általában az új és a kisvállalatok esetében jelentősebbek, ezért ők szembesülnek szigorúbb likviditási korlátokkal. Magyarországon 2001 és 2008 között 40-ről 53%-ra nőtt a KKV szektornak nyújtott hitelek aránya.<sup>71</sup> Ugyanebben az időszakban 2 és félszeresére

<sup>69</sup> A fogalom először Rajan-Zingales(1997) cikkében jelent meg.

<sup>70</sup> Ez volt megfigyelhető más átmeneti országokban is – lásd Tasic (2009).

<sup>71</sup> Mindeközben nem változott jelentősen a kkv-k gazdaságban betöltött szerepe (foglalkoztatás vagy a GDP termeléséhez való hozzájárulásuk alapján).

emelkedett a bankhitellel rendelkező kkv-k száma, vagyis egyre több vállalat számára lett a bankhitel hozzáférhető. Ezt erősíthette az állami programokon túl a banki verseny erősödése, a kockázatkezelési technikák fejlődése, de a devizahitelezés elterjedése is. A jelentős kamatkülönbözet (és viszonylag stabil árfolyam) miatt a devizahitelek a sokkal kisebb törlesztőrészlet miatt bővítették a hitelképes vállalatok körét. Kérdőíves felmérésekből tudjuk, hogy a devizahitel-állomány csaknem fele nem exportáló vállalatoknál van (lásd Bodnár, 2009). A devizahitelezés elterjedése a természetes fedezettel nem rendelkező ügyfelek körében egyrészt növelte a pénzügyi stabilitási kockázatokat, ugyanakkor a likviditási korlátok oldásával a növekedést támogatta (lásd erről Tornell 2009).

Összességében azt gondoljuk, hogy a likviditási korlátok oldódása Magyarországon is pozitívan járulhatott hozzá a tfp növekedéséhez a válság előtti időszakban. A banki közvetítés mélyülésétől ezt támasztja alá a hitelek lejáratának hosszabbodása és a KKV szektor hitelhez való hozzáférése javulása.

A tfp-re vonatkozó mikro kutatások másik, felzárkózás szempontjából érdekes kérdése, hogy van-e különbség a külföldi és a hazai vállalatok tfp szintjében, illetve hogy van-e pozitív tovagyrűző hatása az FDI-nak. Vagyis hogy a verseny növelése, a technológia átadása, a beszállítói kapcsolatok, a munkaerő áramlása révén fejt-e ki pozitív hatást a hazai vállalatok termelékenységére a nemzetközi cégek megjelenése. Békés és tsai (2007), valamint Halpern és Muraközy (2007) eredményei szerint az FDI okozott horizontális tovagyrűző hatás Magyarországon, de az inkább az átalakulás korai időszakában volt jellemző. A vertikális hatás csak a nagy-, termelékenyebb vállalatok esetében szignifikáns. Ennek részben ellentmondanak Gersl és tsai (2007) eredményei (nemzetközi panel), mely szerint nemhogy pozitív, hanem negatív horizontális tovagyrűző hatás van a külföldi és hazai vállalatok között (tudás és piac elszívás miatt).

Gersl és tsai (2007) alapján a külföldi és hazai vállalatok termelékenysége közötti különbség<sup>72</sup> a KE országok közül Magyarországon a legnagyobb. E tanulmány valamint Kerekes (2009) eredményei is alátámasztják, hogy nemcsak szintben van különbség, de időben sincs tfp-ben felzárkózás a külföldi és a hazai tulajdonú vállalatok között. A tfp szempontjából duális gazdaságszerkezet kialakulásának számos oka lehet. E problémák egy része azonos a KKV szektor problémáival, hiszen Magyarországon a külföldi tulajdonú vállalatok általában a nagyvállalati kategóriába tartoznak. A kkv szektorra az jellemző Magyarországon, hogy az EU (és KE) átlag fölötti a részesedésük a foglalkoztatottságból, ugyanakkor a hozzáadott érték előállításában átlag alatti a szerepük – ami jelzi a termelékenységbeli problémákat. Ezen kívül Magyarországon relatíve alacsony a közepes méretű vállalatok részaránya és alacsony a KKV-k túlélési ideje (ld Eurostat 2009). Kevés vállalat növi ki magát<sup>73</sup> közepes vagy nagyvállalattá.

---

<sup>72</sup> Egy korai tanulmányban Halpern és Kőrösi (2001) is jelentős hatékonyságbeli különbséget talált a hazai és külföldi tulajdonú vállalatok között.

<sup>73</sup> A KKV szektor növekedési problémáira hívja fel a figyelmet OECD (2008) és Major(2003) is.

### 3-3. táblázat: KKV-k részaránya (nem-pénzügyi vállalati szektor)

	vállalatok száma	alkalmazottak száma	hozzáadott érték
EU27	99.8	67.1	57.6
Magyarország	99.8	70.9	50.2
KE4	99.5	64.4	52.1

Forrás: Eurostat, 2005-ös adatok.

A kkv szektor növekedési és hatékonysági gondjai részben adózási problémákra vezethetők vissza. Ugyanis a kisvállalatok a munkát terhelő magas járulékok miatt nem képesek legálisan foglalkoztatni a munkásokat. A fekete foglalkoztatás, az adóelkerülési technikák alkalmazása viszont a növekedés gátját jelenti (ld Oriens(2008)).<sup>74</sup> A vállalatoknak nem éri meg egy határon túl nőni, és így a nagyobb méretből adódó hatékonyságbeli előnyt se tudják kihasználni. Ezt támasztják alá a GKM által 1997-ben indított vállalkozói felmérés eredményei is. A felmérésben résztvevő KKV vállalatok minden egyes megkérdezésnél a magas adó- és társadalombiztosítási terheket emelték ki első helyen a növekedést akadályozó tényezők közül.

A túlélési esélyeket csökkentheti az is, hogy Magyarországon a csődtörvény alkalmazása a gyakorlatban kizárólag felszámolási eljárásokat takar. A megegyezést és a vállalati túlélését célzó csődeljárások száma elenyésző. A növekedést gátolhatják humán tőke problémák is – pl. a vezetői képességek hiánya (ld. OECD(2008)). A hazai és a külföldi tulajdonú vállalatok tfp különbségéhez hozzájárulhat az is, hogy ez a két vállalatcsoport eltérő hitelkorlátokkal szembesül. A külföldi tulajdonú vállalatok méretüknél fogva, anyavállalati kapcsolataik, valamint a külső bank- és pénzügyi piacokhoz való hozzáférésük miatt is kevésbé likviditáskorlátosak.

#### Hivatkozások

- Bakos, P.-Benczúr, P.-Benedek, D. (2008) „The Elasticity of Taxable Income: Estimates and Flat Tax Predictions Using the Hungarian Tax Changes in 2005” MNB Working Papers 2008/7.
- Beck, T – Levine, R – Loayza, N (2000): Finance and the sources of growth, Journal of Financial Economics 58, Elsevier
- Békés, G – Kleinert, J – Toubal, F (2006): Spillovers from Multinationals to Heterogenous Domestic Firms; Evidence from Hungary, KTI Discussion Papers 2006/16
- Bodnár Katalin (2009): A magyar vállalatok árfolyamkitettsége – egy kérdőíves felmérés eredményei, MNB Háttér tanulmányok 2009/80
- Ca’ Zorzi? M: - Chudik, A. – Dieppe, A: (2009): Current account benchmarks for central and eastern Europe - a desperate search?, Working Paper Series 995, European Central Bank.
- Csajbók Attila - Hudecz András – Tamási Bálint: Foreign currency borrowing of households in New EU Member States, mimeo
- Eichengreen, B. - Hausmann, R. - U. Panizza (2003): The Mystery of Original Sin, in Eichengreen, B. and R. Hausmann (eds.), Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies
- EC, Eurostat (2009): European Businesses - Facts and Figures, Business Economic Review
- Gál, P (2007): Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázat? MNB Szemle
- Gál, P (2009): Uncertainties and Expectations: Further Explanations for Capital and Labor Demand in Hungary, kézirat
- Gerard, C – Demirgüç-Kunt, G (1997): The Role of Long-term Finance, Theory and Evidence, World Bank Policy Research Working Papers 1746

<sup>74</sup> Krekó és Kiss (2007) részletesen bemutatja a Magyarországon alkalmazott adóelkerülési technikákat. A papírjukban bemutatott, a rejtett gazdaság méretére tett különböző becslések a GDP 20-30%-a között mozognak. Ez nemzetközi összehasonlításban magas, az újonnan csatlakozott országok közül csak Baltiáknál hasonló méretű a szürke gazdaság.



Gersl, A – Rubene, I – Zumer, T (2007): Foreign Direct Investment and Productivity Spillovers: Updated Evidence from Central and Eastern Europe

Hausmann, Ricardo - Panizza, Ugo (2003): On the determinants of Original Sin: an empirical investigation, *Journal of International Money and Finance*

IMF (2009): Regional Economic Outlook, Europe, Securing Recovery

Johansson, Åsa – Heady, Christopher – Arnold, Jens – Brys, Bert – Vartia, Laura (2008): Tax and Economic Growth, OECD Economics Department Working Papers No. 620.

Kátay, G. (szerk., 2009): Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon, MNB-tanulmányok 79, Magyar Nemzeti Bank.

Kerekes, M (2009): The Contribution of Domestic and Foreign Firms to Hungary's Aggregate Productivity Growth, kézirat

Kiss Gergely - Nagy Márton - Vonnák Balázs (2006): Hitelnövekedés Kelet-Közép-Európában: felzárkózás vagy hitelboom?, MNB Füzetek 2006/10

Kónya, I (2010): Növekedés Magyarországon 1995-2008, kézirat

Komáromi András (2008): A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?, MNB Szemle

Koroknai Péter (2008): Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban , MNB Szemle

Krekó Judit - Endrész Marianna (2010): Devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában, MNB Szemle

Magyar Köztársaság Kormánya (2010): Magyarország aktualizált konvergencia programja 2009-2012.

Magyar Nemzeti Bank (2009): Inflációs Jelentés, 2009. május.

Matthieu Bussière - Marcel Fratzscher - Gernot J. Müller (2004): Current account dynamics in OECD and EU acceding countries - an intertemporal approach, Working Paper Series 311, European Central Bank

OECD (2009) 2009 Economic Review – Hungary

OECD(2008): SME Promotion: Increasing Competitiveness and Fostering Successful Entrepreneurship, in: Reforms for Stability and Sustainable Growth

Oriens (2008): Kilábalás. Tanulmány a magyar gazdasági növekedés fellendítéséről

P. Kiss, G. –Karádi, P. –Krekó, J (2005): Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika, MNB Háttér tanulmányok, 2005/1.

Rajan, R – Zingales, L (1998): Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*

Romain Ranciere - Aaron Tornell - Athanasios Vamvakidis (2009): Currency Mismatch and Systemic Risk in Emerging Europe, mimeo

Tasic, N – Valev, N (2009): The Provision of Long-term Financing in the Transition Economies, *Journal of Comparative Economics*

Tirpák, A. – Rosenberg, C. B. (2008): Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU, No 08/173, IMF Working Papers, International Monetary Fund

Tornell, A – Ranciere, R – Vamvakidis, A (2009): Currency Mismatch and Systemic Risk in Emerging Europe, Draft Paper for the 51<sup>st</sup> Panel Meeting of Economic Policy in Madrid

Vamvakidis, A. (2008): Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities, IMF Working Papers 08/181, International Monetary Fund

## 4. Megfontolások az euro bevezetési stratégiához

*Az elmúlt évek globális pénzügyi és reálgazdasági válsága nagyon sok gazdaságpolitikai tanulsággal jár Magyarország számára is. E fejezetben az elemzés eddigi megállapításaira, valamint korábbi kiadványainkra támaszkodva, Magyarország eurocsatlakozási stratégiájára vonatkozó következtetéseket fogalmazunk meg. Kiindulópontként az eddigi fejezetekben tárgyaltakat vesszük alapul, és két kérdést igyekszünk körüljárni: (1) Hogyan hatott a válság az euroövezet egészére, illetve a gyengébb fundamentumokkal rendelkező tagállamokra? (2) Hogyan hatott a válság Magyarország várható konvergencia pályájára? A tárgyalt tanulságokból pedig egy felfrissített képet alkotunk Magyarország eurobevezetési stratégiájának fontosabb meghatározó tényezőiről.*

*Legfontosabb megállapításunk, hogy a válságkezelés első szakaszát követően is stabilitásorientált gazdaságpolitikára van szükség Magyarországon. Az egyensúly irányába tett lépések, egy fenntartható makrogazdasági pálya elősegítik az euro bevezetéséhez szükséges konvergencia kritériumok teljesítését is. Az időzítést illetően úgy látjuk, hogy stabil fundamentumokra – különösen az árstabilitás és a fiskális fegyelem területen elért kézzelfogható eredményekre – támaszkodva kerülhet sor egy hiteles eurobevezetési céldátum kitűzésére.*

A 2002-ben készített első átfogó, az optimális valutaövezeti kritériumokra építő MNB elemzésnek (Csajbók-Csermely (szerk.) (2002)) a legfontosabb megállapítása volt, hogy az euro bevezetése számottevő nettó előnyökkel járhat Magyarország számára. Ezért érdemes minél előbb belépni az euroövezetbe. Az előnyök között a tanulmány kiemelte a külkereskedelem bővüléséből, az alacsonyabb kamatszintből fakadó számszerűsíthető előnyöket, és – a nehezebben számszerűsíthetőek közül – a külső sokkokkal szembeni nagyobb védelmet.

A 2004-es EU csatlakozást követően a kormányzat több hivatalos eurobevezetési céldátuma is tarthatatlanná vált – összefüggésben az éveken keresztül rendkívül laza, fenntarthatatlan fiskális politikával. Az egyre kedvezőtlenebbé váló helyzetben az eurobevezetés esélyei is csökkentek. Az MNB 2006-os és 2008-as konvergencia elemzéseiben változatlan maradt ugyan az euroövezeti tagság előnyeinek alapuló főüzenet, de nagyobb hangsúlyt kaptak a sikeres eurobevezetéshez szükséges feltételek. Ezek közül kiemelhető a fiskális konszolidáció. A 2006-os elemzés a konszolidáció szerkezetével foglalkozott, a fókuszban a konszolidáció és a hosszú távú növekedés kapcsolata volt. 2008-ban fontos megállapítás volt, hogy a konszolidációnak a formális konvergencia kritériumokon (3 százalék alatti költségvetés hiány, 60 százalék alatti, vagy csökkenő államadósság) túl az egyensúlyközeli középtávú fiskális hiánycél elérését (MTO), a kellő költségvetési mozgástér megteremtését is magában kell foglalnia, még az euró bevezetése előtt. Ezen túlmenően – nem utolsósorban az euroövezeti tapasztalatok alapján – azt is kiemelte a 2008-as elemzés, hogy a termék- és munkapiaci rugalmasság növelésével lehet az euroövezeti tagság biztosította előnyöket nagyobb mértékben kiaknázni. Az ehhez szükséges lépések időzítésével kapcsolatban az elemzés amellettt érvelt, hogy az önálló monetáris politika feladása nem jelentene a reformok ellen ható erős ösztönzőt. A kellő fiskális mozgástérre e reformok végrehajtásához is szükség van.

E megfontolásokat továbbra is relevánsnak tartjuk, a válság során azonban új szempontok is felértékelődtek. A következőkben két kérdésre, a gazdasági folyamatok fenntarthatóságára és a tőkeáramlások megnövekedett volatilitásából fakadó kihívásokra fókuszálva mutatjuk be az euroövezet, illetve hazánk konvergencia kilátásait.

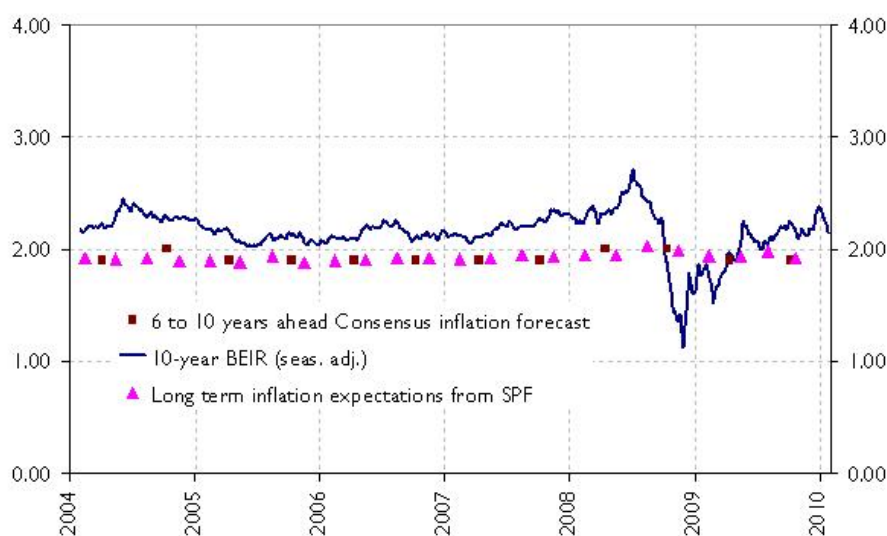
### 4. 1. Euroövezet a válságban

Az alig 10 éves monetáris unió történetében vitathatatlanul a 2007 nyara óta elhúzódó válság – beleértve az utóbbi időszakban felerősödő fiskális kockázatokat – tekinthető a legnagyobb sokknak. A világ többi országához hasonlóan az euroövezetet is rendkívül súlyosan érintette a

válság: a visszaesés 2009-ben elérte a 4 százalékot, a munkanélküliség az övezet egészében 4 millió fővel nőtt, és az év végén 9,8 százalékon állt.

Az övezet egészét – a mély visszaesés ellenére – biztonságos menedéknek tűnt a válság első szakaszában. Ennek egyik oka, hogy a globális egyensúlytalanságok jórészt Európán kívül épültek fel, így az alkalmazkodásban is kisebb teher hárul az euroövezetre, lásd 2. fejezetet. A monetáris – és számos tagországban a fiskális – politika úgy tudott jelentősen lazítani, mérsékelve a reálgazdasági költségeket, hogy a hosszú kamatok, inflációs kockázatok nem emelkedtek jelentősen. A monetáris uniónak köszönhetően sikerült azt is elkerülni, hogy a tagországok közötti turbulens árfolyam-ingadozások tovább mélyítsék a válságot.

4-1. ábra: Hosszú távú inflációs várakozások az euroövezetben



Forrás: EKB.

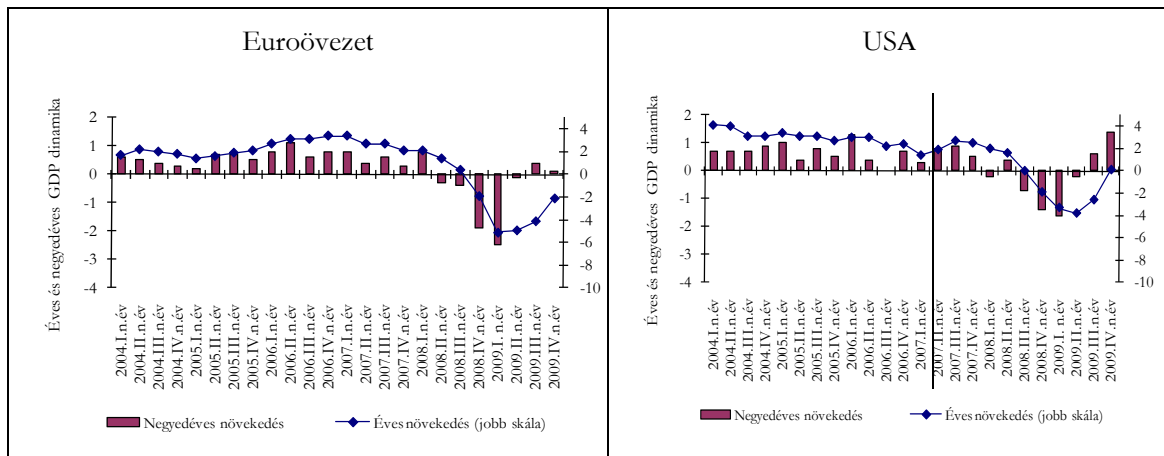
A közös monetáris politika – beleértve a likviditásbővítést, a nem tradicionális eszközöket – a pénzügyi stabilitási kockázatok kezelésében jól vizsgázott. Az európai bankközi piacokon 2009-ben fokozatosan normalizálódott a helyzet, a kockázati felárak 2009 végére a válságot megelőző szint közelébe csökkentek. Az EKB két pillérre épülő monetáris stratégiája jó alapot teremt ahhoz, hogy a pénzügyi egyensúlytalanságokat a jövőben az eddigieknél nagyobb súllyal lehessen figyelembe venni a monetáris politika alakításában.<sup>75</sup>

Az euroövezeten kívül főleg a kellő gazdaságpolitikai hitelességgel nem rendelkező országokban tűnt a stabilitás övezetének az euroövezet, és a stabilitás iránti igény felértékelte az euroövezeti tagság jelentette előnyöket. A legfrissebb, május eleji fejlemények ugyanakkor az euróövezet egészének sérülékenységéről tanúskodnak. A későbbiekben részletesen tárgyalt görög válság 2010. május elején már az egész euróövezet stabilitását veszélyeztette. A május 8-9-i hétvégén az Ecofin Tanács és az EKB Kormányzótanácsa is rendkívüli döntéseket hoztak, és határozottan kiálltak a fiskális konszolidáció mellett. A tagországok létrehoztak egy európai stabilizációs mechanizmust, mely adott esetben – az IMF-fel együtt – több száz milliárd euróval tudja segíteni az euróövezet bajba jutott tagországait. Ezzel párhuzamosan az EKB meghirdette értékpapírpiacon programját, melynek keretében beavatkozik a tőkepiaci turbulenciák csillapítása érdekében.

<sup>75</sup> Lásd például Trichet (2010) és Stark (2010) beszédeit

A rövidtávú gazdaságélénkítő lépések eredményesek voltak az euroövezetben: 2009 második felétől a negyedév/negyedév alapú mutatók már a gazdaság fokozatos élénkülését jelezték, igaz az USA-hoz képest visszafogottabban indult meg a kilábalás.

4-2. ábra: Gazdasági növekedés az euroövezetben és az USA-ban



Forrás: Eurostat.

Érdeemes azonban azt is megemlíteni, hogy a kilábalásból középtávon nem következik gyors növekedés: a főbb intézmények előrejelzései szerint az euroövezetben 2011-ig elmarad a növekedés üteme a válság előtti dinamikától.

Míg aggregált szinten az euroövezet stabilitást mutatott, az övezeten belül az országok eltérő makrogazdasági fundamentumai egyre erőteljesebb feszültséget okoztak: 2010 elejére jelentős egyensúlytalanságok épültek fel egyes euroövezeti tagországok között. A monetáris unióban résztvevő országok számára felmerülő nehézségek részben azonosak a globális problémákkal. Miközben a GMU összesített fizetési mérlege a világ többi részével szemben megközelítőleg egyensúlyban volt, a monetáris unió belül hasonlóan jelentős egyensúlytalanságok halmozódtak fel, mint a globális gazdaságban.<sup>76</sup>

Az egyetlen régió a világgazdaságban, amelyikben a tőke a kevésbé fejlett országok irányába áramlott a GMU, illetve tágabban az EU volt. A nagyobb mértékű tőkeáramlás kezdettől fogva célja volt a gazdasági integrációnak és fontos mechanizmusa a felzárkózásnak. Ezzel együtt az egyes szektorok fenntarthatatlanul magas eladósodottsága veszélyes lehet mind az országra, mind magára a monetáris unióra nézve. Az euroövezeten belüli divergencia legmarkánsabban a fizetési mérleg pozíciókban csapódott le. Noha ez a „nagy mérséklődés” időszakában globális jelenség volt, a kialakult mértékek jóval nagyobbak voltak az euroövezetben a más régiókban tapasztaltaknál.

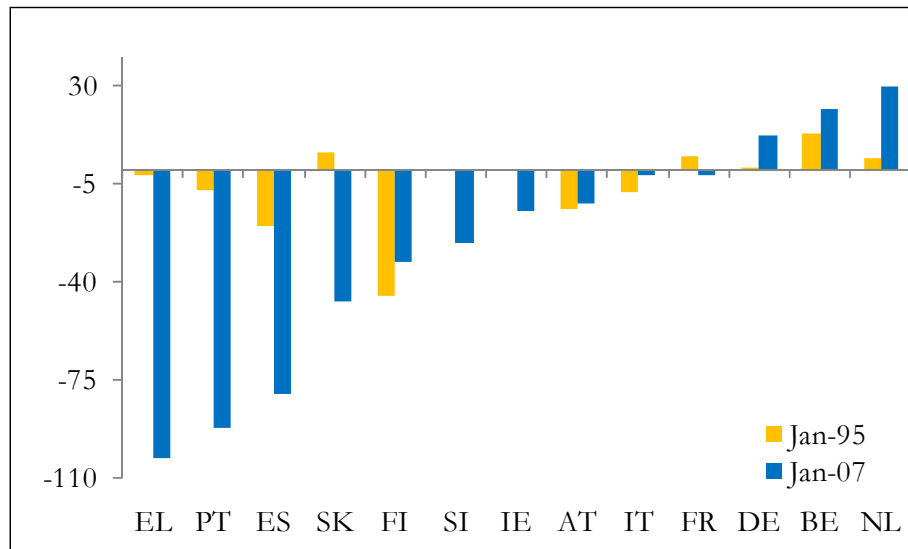
Különösen Portugália, Spanyolország, Írország, Olaszország és Görögország (GMU5) makrogazdasági és pénzügyi stabilitásával kapcsolatban merültek fel kételyek. Noha a pénzügyi piacokon együtt kezdték emlegetni ezeket az országokat, makrogazdasági problémáik gyökere nem azonos.

A monetáris unióban való részvétel a GMU5 országok magatartását jelentős mértékben befolyásolta. A közös valuta miatt a kockázati prémiumok jóval alacsonyabbak voltak, mint a

<sup>76</sup> Annak ellenére, hogy a monetáris unió, mint egész fizetési mérlege közel egyensúlyban volt a világ többi részével szemben, a tagállamok jelentős mértékű áru, szolgáltatás és tőkeforgalmat bonyolítanak le a világ többi részével szemben. A válságban kiderült, hogy ezek a kiterjedt kapcsolatok – bruttó áramlások, „flow”-k és állományok, „stock”-ok - fontos szerepet játszottak a válság transzmissziójában a világ nagy régiói között, noha a nettó értékek kicsik voltak.

monetáris unión kívül: az árfolyamkockázatot nem tartalmazták és egészen 2009-ig a hitelkockázat is elhanyagolható prémium volt. Ez ösztönözte a szereplők eladósodását és egyes eszközárak fenntarthatatlan növekedését (pl. lakásárak) és hozzájárult a külső egyensúlytalanságokhoz.<sup>77</sup> A GMU5 országok ílymódon jelentős külső sérülékenységet halmoztak fel a válság kirobbanásának idejére. 2009-ig azonban a piac vélekedése szerint nem voltak jelentősek a fenntarthatósági kockázatok.

4-3. ábra: Nettó külső pozíciók az euroövezetben

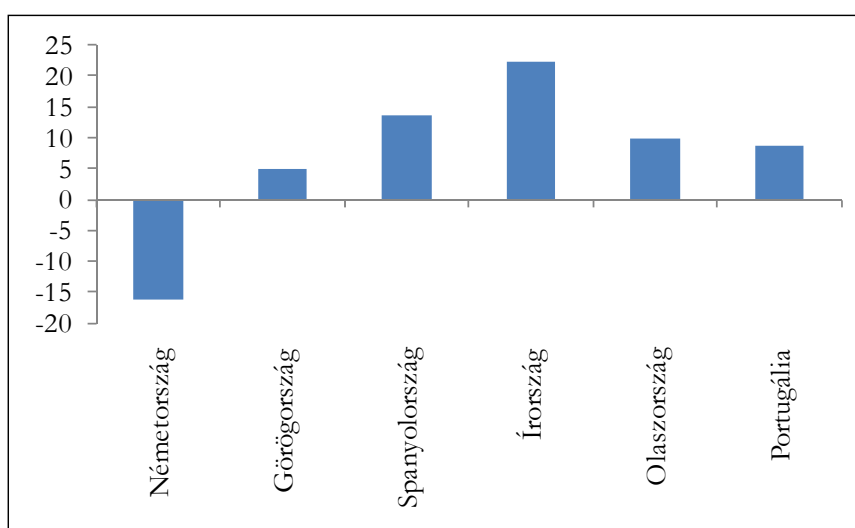


Forrás: Európai Bizottság.

Görögország esetében leginkább a fegyelmezetlen fiskális politika, illetve Portugáliához hasonlóan az alacsony hazai megtakarítások miatt folyamatos külső tőkebeáramlás, Spanyolországban és Írországban pedig az ingatlanszektor nagy és folyamatosan növekvő súlya és a hitelre alapozott gyors növekedése okozta a pénzügyi sérülékenységet. Olaszországra egyik előző probléma sem volt jellemző: lassú növekedése és fokozatosan lemorzsolódó nemzetközi versenyképessége, illetve az ezzel párosuló magas államadóssága miatt kezdték a piacokon együtt kezelni a többi eladósodott országgal. Az euroövezeten belül az egyes országok között bér- és árversenyképesség tekintetében is jelentős különbségek halmozódtak fel az évek során. (6-4. ábra). Németország például jelentős előnyöket, míg a GMU5-ök a versenyképesség romlását szenvedtek el.

<sup>77</sup> European Commission (2009a), 3. keretes írás, 29-30.o.

4-4. ábra: Költség-versenyképesség, (fajlagos bérköltség alapon, egész gazdaság GMU16-tal szemben, változás, 1999-2008, %)



Forrás: European Commission: Price and Cost Competitiveness Indicators.

Görögország 2010 tavaszán olyan súlyos problémákkal néz szembe, amelyek korábban elképzelhetetlenek voltak az euroövezetben. A pénzügyi piacokon alapjaiban kérdőjeleződött meg a görög államadósság fenntarthatósága. Hirtelen véget ért az az időszak, amikor Görögország néhány bázispontos felárral tudta 10% feletti költségvetési hiányát, és az EU legmagasabb államadósságát finanszírozni. Görögország belekerült abba a feltörekvő országokba jól ismert ördögi körbe, amelyben a romló megítélés miatt radikálisan emelkedő kamatok megnövelik a kamatkidadásokat, a piaci bizalom visszaállításához viszont a költségvetés egyenlegének gyors, nagymértékű javulására lenne szükség. Ez összességében olyan mértékű fiskális keresletszűkítést okoz – adóemeléseken, kiadások csökkentésén keresztül –, ami viszont a gazdasági növekedést fojtja meg. A gazdasági visszaesés pedig ceteris paribus tovább rontja a költségvetés egyenlegét, növelve a szükséges kiigazítás mértékét. A helyzetet Görögország esetében tovább nehezíti, hogy az euroövezet részeként nem állnak rendelkezésre az alkalmazkodás monetáris politikai csatornái. Görögország magas külső adóssága miatt távolról sem egyértelmű, hogy az önálló árfolyam, egy leértékelés segíthetné-e az alkalmazkodást. Az azonban biztos, hogy az euroövezet részeként, önálló árfolyampolitika hiányában a szükséges kiigazításnak, a versenyképesség javulásának a nominális ár- és béralkalmazkodáson keresztül kell megvalósulnia. Ez minden bizonnyal egy elhúzódó, súlyos társadalmi áldozatokkal járó folyamat lesz.

A legfrissebb tapasztalatok tehát világosan rámutatnak arra is, hogy az euroövezeti tagság nem garantálja automatikusan a makrogazdasági stabilitást. Összefoglalóan elmondhatjuk, hogy az egyes tagországokban részben eltérő okok vezettek a jelentős és tartós ár- és költségversenyképességi különbségek kialakulásához, illetve a külkereskedelmi és a fizetési mérlegek nagy hiányához, az adósságállományok felépüléséhez. Mindazonáltal az is megállapítható, hogy ha elkerülhetlenné válik a jelentős alkalmazkodás az euroövezeten belül, akkor az – az okoktól függetlenül – egy szükségszerűen elhúzódó és fájdalmas folyamat lesz. A leendő tagok számára is fontos tanulság, hogy az euroövezeti tagság nem helyettesíti a makrogazdasági stabilitás megteremtését és fenntartását.

A Bizottság értékelése (European Commission, 2010) szerint az alkalmazkodás során jelentősen javítani kell az érintett országok versenyképességét. Nem csak a külső egyensúly helyreállítása miatt, hanem a munkapiaci egyensúly érdekében is. Ár- és béralkalmazkodás nélkül ugyanis tovább emelkedhet a munkanélküliség és a munkanélküliségi ráta magas szinten ragadhatna, ha az export szektor élénkítése nem tudná ellensúlyozni a visszaeső belföldi keresletet.

## 4. 2. Konvergencia kritériumok teljesítése

A következőkben röviden áttekintjük, hogy jelenleg hogyan áll Magyarország a konvergencia kritériumok teljesítésében, majd két olyan kulcsterületet – makrogazdasági fenntarthatóság, tőkeáramlások szerepe – vizsgálunk melyek a válság következtében az euro bevezetés szempontjából felértékelődtek.

A mély gazdasági visszaesés egyik következménye világszerte az infláció gyors csökkenése volt. 2008 második félévében az infláció csökkenése döntően a nyersanyagárak hirtelen zuhanásának volt a következménye. Az olajárak a 2008 nyarán elért historikus csúcstról mintegy 70%-kal csökkentek néhány hónap alatt. Ezt az importált deflációs hatást – mely az üzemanyagárakon keresztül gyorsan megjelent a teljes árindexben – egészítette ki a gazdasági visszaesésből fakadó árlassulás. Ebben a makrogazdasági környezetben az inflációs kritérium értékelése és a magyar teljesítés esélye is eltér a korábbiaktól.

Az **inflációs kritériumot** a három legjobb inflációs teljesítményt nyújtó EU ország átlaga adja. Az EKB és a Bizottság aktuális konvergencia jelentései szerint az átmenetileg negatív inflációjú országok is bekerülhetnek a referenciakörbe, ha az EU egészét érintő okok miatt válik negatívvá az árindex<sup>78</sup>. Mindezek alapján nem meglepő, hogy az inflációs kritérium – a kivételként kezelt legnegatívabb inflációjú ország kihagyásával is – historikus mélypontjára csökkent 2010. márciusban, és értéke a 1,5 százalékos toleranciasávval együtt is csak 1 százalék. Így lényegesen alatta marad az EKB céljának.<sup>79</sup> Érdekes azt is megemlíteni a kritériummal kapcsolatban, hogy korábban még nem fordult elő olyan helyzet, amikor negatív értékeket is „legjobbnek” minősítettek volna.

Érdekes kérdés a kivételek miatt az inflációs kritérium időbeli lefutásának ábrázolása, elemzése. A korábbiakban egy mechanikus szabály – három legalacsonyabb, nem negatív inflációjú tagország átlaga – alapján könnyen meg lehetett rajzolni az idősort. A kivételek meghatározása azonban szükségszerűen közgazdasági mérlegelésen alapul, így referencia idősort sem lehet automatikusan előállítani. Arra kell tehát felkészülni, hogy a jövőben – amíg negatív inflációs értékek lesznek az EU-ban – csak az uniós konvergencia jelentéseket készítő intézmények tudják majd pontosan meghatározni az inflációs kritériumot.

A jelenleg rendkívül szigorú inflációs kritérium, illetve általánosságban a negatív inflációjú országok alapján meghatározott referenciaértéke előretekintve felveti annak kockázatát, hogy az MNB 3%-os inflációs célja akár távolabb is lehet a kritériumtól. Vagyis nem lehet kizárni, hogy az inflációs célnál is számottevően alacsonyabb infláció kell majd a kritérium teljesítéséhez. Ennek ellenére azt tartjuk a legvalószínűbb forgatókönyvnek, hogy a válság hatásainak kifutásával, középtávon az EKB céljához közel lesz az inflációs kritérium értéke.

Magyarország a mély és elhúzódó recesszió időszakában közelebb került az árstabilitáshoz, az inflációs kritérium teljesítéséhez. A tényadatokban egyelőre nem látható az adóemelések miatt az infláció csökkenése, de határozottan kedvező jel, hogy 2009 folyamán jelentősen csökkent a szolgáltatások – korábban tartósan magas – áremelkedésének üteme. A maginflációból számított trendmutatók is középtávon alacsony inflációs környezetre utalnak. A gazdasági visszaesés nyomán kialakuló nagy negatív kibocsátási rés hatásaként a prognózisok szerint 2011-ben a 3 százalékos inflációs cél alatti árindexek várhatóak.

---

<sup>78</sup> Írországot azonban, ahol a legalacsonyabb az infláció (-2,3%) kivételnek minősítették, így a referencia körbe jelenleg Portugália (-0,8%), Észtország (-0,7%) és Belgium (-0,1%) tartozik.

<sup>79</sup> 2 százalék alatti, de ahhoz közeli értéket tekintenek árstabilitásnak az euroövezetben

Fontos azonban világossá tenni, hogy a cél alatti 2011-es inflációs kilátások nem garantálják automatikusan az árstabilitás középtávú fennmaradását. Az árstabilitás tartósan 3%-hoz közeli inflációt jelent, ennek eléréséhez az inflációs várakozásoknak is összhangba kell kerülniük a céllal. Mindez azt is jelenti, hogy fokozottan kell figyelni arra, hogy az alacsony inflációs környezet beépüljön az inflációs várakozásokba is. Ehhez az szükséges, hogy a bérezési, árazási döntések meghozatalakor a gazdasági szereplők az inflációs célból induljanak ki. Ellenkező esetben a gazdaság élénkülésével párhuzamosan, középtávon ismét emelkedhet Magyarországon az infláció, megnehezítve az inflációs kritérium teljesítését.

Az árstabilitás megteremtésével, a várakozások alacsony szinten történő horgonyzásával az inflációs konvergencia kritérium teljesítése is közel kerülhet, de az eddigieken túl meg kell említeni két potenciális kockázatot is.

Óvatosságra intenek egyrészt az eszközár- és hitelbuborékokkal kapcsolatos tapasztalatok. A válság egyik fő globális tanulsága, hogy önmagában az árstabilitás, a horgonyzott inflációs várakozások nem jelentenek biztosítékot a pénzügyi, reálgazdasági stabilitásra. Ugyanakkor a GMU5 tapasztalatai szerint a nem kellően horgonyzott inflációs várakozások – az infláció okozta közvetlen költségeken, a versenyképességet rontó hatásán túl – a várt negatív reálkamat miatt hozzájárulhatnak egy jövőbeli eszközár-buborék kialakulásához is.

További kockázatok forrása lehet másrészt a globális inflációs nyomás. Magyarország kis nyitott gazdaság, ezért az inflációs és a nominális konvergencia kilátások alakulásának a belső kereslet alakulása csak egyik fontos meghatározó tényezője. Nagyon fontos tényező azonban az is, hogy mi történik az importált inflációval és ennek kapcsán a globális kibocsátási réssel.<sup>80</sup>

A globális kibocsátási rés alakulása kapcsán is elsősorban azok a termékek érdekelhetnek minket, amelyek igen érzékenyen reagálnak a külső konjunkturális feltételek megváltozására. Alapvetően ilyen termékeknek tekinthetők a nyersanyagárak, hiszen a külkereskedelem-képes feldolgozott termékek Európában hosszú idő óta meglehetősen stabil áralakulással jellemezhetőek. A nyersanyagárak vonatkozásában is érdemes hangsúlyozott figyelmet fordítanunk az olajárak alakulására, amelyek egyrészt nagy súlyt képviselnek a GDP előállításában és a fogyasztói árakban<sup>81</sup>, másrészt Magyarország (a hozzá kapcsolódó gázárakkal együtt) jelentős mértékben nettó importőrnek tekinthető, azaz a gazdaság a külkereskedelmen keresztül is érzékenyen reagál annak változásaira.<sup>82</sup> Ezen túlmenően megállapítható, hogy az olajár az élelmiszerárakkal ellentétben kevésbé függ olyan nem makrogazdasági tényezőktől, mint az időjárás.

Magyarországot, mint azt 2008 első felében már megtapasztalhattuk, az olajárak emelkedése igen érzékenyen érinti. A cserearány romlása ugyanis ceteris paribus rontja a külső egyensúlyi pozíciót és csökkenti a hazai szereplők rendelkezésre álló jövedelmét. A növekvő olajárak miatt megemelkedő infláció pedig Magyarország esetében halmozottan problémát jelenthetnek, mivel az inflációs várakozások még nem horgonyzottak. Azaz a gazdaság egyszerre szembesülhet növekvő inflációs nyomással, valamint a növekedés és a külső egyensúly romlásával.

Összefoglalva tehát az olajárak meredek emelkedése Magyarországon – az inflációs várakozások horgonyzottságának hiányában – az euroövezetnél tartósabb inflációs nyomással járhat, nehezítve

---

<sup>80</sup> Az elmúlt években számos tanulmány született abban a kérdéskörben, hogy egy ország inflációs folyamatait egyre kevésbé a hazai, hanem egyre inkább a globális kibocsátási rés határozza meg. Lásd pl. Mody-Ohnsorge (2007) Különösen erősen érvényesülhet ez az összefüggés olyan kis nyitott gazdaságok esetében, mint Magyarország.

<sup>81</sup> Egy 10 százalékos olajársokk kb. 0,5 százalékkal emeli a fogyasztói árindexet egy éven belül.

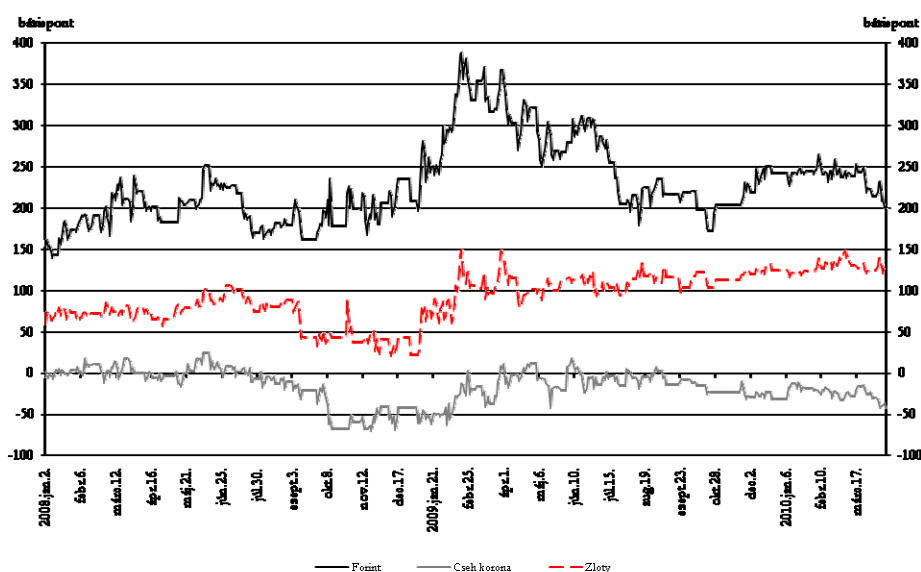
<sup>82</sup> Az MNB számításai szerint egy 10 százalékos olajár-emelkedés kb. 0,3 százalékponttal rontja Magyarország cserearányát.



a konvergencia kritérium teljesítését és egyben a külső egyensúlyt és ezen keresztül a fenntarthatóságot is ronthatja.

Az inflációs kritériummal szemben a **hosszú hozamokra vonatkozó kritérium** teljesítése egyértelműen távolodott a válság során. A forint hozamok kockázati felára jelentősen emelkedett az elmúlt két évben, megnehezítve a kritérium teljesítését. A középtávú kilátások szempontjából kedvezőtlen fejlemény, hogy nem csak a hosszú hozamokban közvetlenül megfigyelhető hozamprémium magas, hanem a származtatott forward kamatkülönbözetek (pl. 5 év múlva induló 5 éves prémium, 4-5. ábra) is magasabbak a válság előttinél, és az utolsó hónapokban sem csökkentek szignifikánsan a globális kockázati étvágy javulásával, a hazai fenntarthatósági kockázatok mérséklődésével párhuzamosan. Mindez arra utal, hogy a piaci szereplők helyzetmegítélése a magas adósságállományok miatt csak lassan javul. Hosszabb ideig kell egy fenntartható pályán haladni, az adósság szinteket fokozatosan csökkenteni ahhoz, hogy a piac bizalma megerősödjön.

4-5. ábra: 5 év múlva kezdődő 5 éves kamatfelárak alakulása a régióban



Forrás: Reuters.

Ami az **árfolyam-kritériumot** illeti, Magyarország egyelőre még nem tagja az ERM2 árfolyamrendszernek, így formálisan nem is tudja azt teljesíteni. A későbbiekben részletesebben fogunk foglalkozni a konvergencia folyamat keretében az ERM2 belépés időzítésével.

A **fiskális politikára** – a költségvetési hiányra és az államadósságra – vonatkozó kritériumok teljesíthetőségének megítélése nem egyértelmű. Egyrészt a fiskális kiigazítás határozottan javította a hosszabb távú fiskális fenntarthatóságot. A gazdasági ciklus hatásától megtisztított egyenleg szerint a deficit már jelenleg is kevesebb, mint a GDP 3%-a. A csak fokozatosan záruló kibocsátási rés alapján azonban ez nem jelenti a deficitkritérium teljesítését: a tényleges deficit e számítások szerint – további intézkedések nélkül - 2011-ben is meg fogja haladni a kritériumot. Emellett a költségvetés kiadási oldalán jelentős szerkezeti feszültségek találhatók, amiről az 1.3.2-es fejezetben már szóltunk. További nehézséget jelent, hogy az adósság szintje – a jelentős mértékű kiigazítás ellenére is – az elmúlt két évben emelkedett. Mint azt az 1.3.2-es fejezetben bemutattuk, 2011-től folyamatosan csökkenő adósságráta várható, így formálisan teljesíthető az adósságkritérium. Ennek ellenére hosszabb ideig sérülékenység forrása lesz a magyar gazdaság fejlettségéhez képesti magas eladósodottsága.

### 4. 3. Makrogazdasági fenntarthatóság

Az EU csatlakozást követően az új tagországokban döntően külső források finanszírozták a gyors reálkonvergenciát. Mint azt korábban tárgyaltuk, ez a stratégia főbb elemeit tekintve megfelelt ugyan a fejlett és felzárkózó országokra megfogalmazott elméleti megfontolásoknak, de előretételek módosításra szorul. Magyarországon a magas adósság szintek miatt különösen éles lehet ez a váltási kényszer. A következőkben a fenntarthatóságra koncentrálna három kulcsváltozó – az egyensúlyi reálárfolyam és reálkamat, valamint a GDP növekedés – várt pályáját tekintjük át, az 1. fejezet megállapításaira támaszkodva.

Az euro csatlakozási stratégia szempontjából az egyensúlyi reálárfolyam meghatározása az egyik legfontosabb kérdés. Az egyensúlyi reálárfolyamnak kitüntetett szerepe van az euro konverziós ráta meghatározásakor. Egy utólag tévesnek bizonyuló csatlakozási reálárfolyam szint, egy jelentősebb félreértékeltség költséges alkalmazkodást okozhat az euroövezetben. Az egyensúlyi reálárfolyam azonban már jóval az euro bevezetését megelőzően, az ERM2 csatlakozáskor releváns lesz, hiszen ez alapján lehet meghatározni a belépéshez szükséges középátlást.

Egy elméleti keretben az egyensúlyi reálárfolyam az állandósult állapotban egyszerre biztosítja az árstabilitást és a potenciálisnak megfelelő növekedést és ebből adódóan a fenntartható külső egyensúlyi pozíciót is. A gyakorlatban természetesen sokkal bizonytalanabb az egyensúlyi reálárfolyam meghatározása, ezt jól tükrözi, hogy a közgazdasági irodalomban is igen sokféle módszerrel próbálják megragadni az egyensúlyi reálárfolyamot.<sup>83</sup> Ezen általános bizonytalanságon túl Magyarországon a jelenlegi helyzetben még nehezebb az egyensúly meghatározása: a visszaesés mélypontján rendkívül nagy kihívást jelent a ciklikus, egyszeri hatások elkülönítése a hosszabb távú trendfolyamatoktól. A gazdaság talpraállását követően robusztusabb képünk lesz a trendfolyamatokról. Másként fogalmazva: a gazdaság hosszútávú egyensúlyi pályájához közelebb, az egyensúlyi pályához tartozó fizetési mérleg pozíció, reálkamat, növekedési ütem ismeretében kisebb hibával lehet majd meghatározni az egyensúlyi reálárfolyamot.

A következő időszakban fel fognak értékelődni a gazdasági folyamatok fenntarthatóságával kapcsolatos megfontolások. A külső és fiskális pozíció fenntarthatósága az eurobevezetés kapcsán különösen fontos kérdéssé fog válhat, hiszen az euro bevezetését követően már nem lesz meg a nominális árfolyamon keresztüli kiigazítás lehetősége. Az adósságráták fenntarthatóságának megítélésében kulcsszerepe van a reálkamatnak és a potenciális növekedésének. A reálkamat gyakorlatilag meghatározza az adósságnövekedés dinamikáját, a potenciális növekedés pedig a gazdaság teherbíró képességét adja meg. Mint azt 1. fejezetben részletesen bemutattuk, a fenntarthatósági kockázatok az eddig lezajlott konszolidáció ellenére a nagy külső és államadósság miatt tartósan magasak maradnak.

### 4. 4. Tőkeáramlás

Az EU-ban a válság rávilágított a pénzügyi és monetáris integráció közötti aszimmetriára és az ebből fakadó veszélyekre. Az EU alapelvei között szerepel a személyek, az áruk és a szolgáltatások mellett a tőke szabad áramlása is. A 2000-es években csatlakozott új tagországok az első években vitathatatlanul sokat profitáltak a teljesen szabad tőkeáramlásból. Az igen alacsony szintről meginduló pénzügyi mélyülés növelte az érintett országokban a jólétet, az egységes tőkepiacon könnyebb és olcsóbb volt a gyors növekedés, a reálkonvergencia finanszírozása. A gyors hitelnövekedéssel, a külső adósság emelkedésével kapcsolatban fogalmazódtak meg ugyan kételyek már a válságot megelőzően is (lásd pl. Stark 2008), de alapvetően vállalhatóan tartották a kockázatokat a piaci szereplők és a gazdaságpolitikusok is. A válság pénzügyi következményei, a

---

<sup>83</sup> A leggyakoribb módszerekről ad friss áttekintést Bussière et al. (2010).

tőkeáramlások hirtelen elapadása rendkívül súlyosan érintették a régiót, és ezért fontos gazdaságpolitikai feladat az adekvát tanulságok leszűrése, a jövőbeli kockázatok mérséklése.

Szinte minden érintett egyetért abban, hogy a pénzügyi és monetáris integráció közötti aszimmetriát hosszabb távon, leghatékonyabban az euroövezet bővítésével lehet kezelni. A válság jól illusztrálja, hogy a tőkeáramlások szempontjából – a szoros kereskedelmi banki kapcsolatoknak köszönhetően – az egész EU optimális valutaövezetnek (OCA) számít. Egy olyan dimenzióban teljesül tehát egy OCA kritérium, melyre korábban lényegesen kisebb figyelem összpontosult.

#### 4-1. keretes írás: Tőkeáramlás az OCA elméletben

Már a legkorábbi OCA irodalomban is számoltak a pénzügyi piacok integrációjával. Ingram (1962) számára a pénzügyi piaci integráció alternatív alkalmazkodási mechanizmust jelentett az aszimmetrikus sokkokhoz, a monetáris integráció miatt elveszített árfolyam-alkalmazkodás helyett. Továbbá McKinnon megközelítésében két övezet optimális lehet akkor is, ha aszimmetrikus sokkok érhetik őket, de a pénzügyi integráció lehetővé teszi a gazdasági szereplők számára, hogy vagyonaikat diverzifikálják a résztvevő országok piacain (OCA II). Ezzel mintegy biztosítják magukat a saját országuk jövedelmének ingadozásai ellen.

Buiter (1999) azonban ennél tovább ment; szerinte az eredeti OCA elmélet hiányos, mert a pénzügyi integrációt magát is OCA kritériumnak kell tekinteni. A modern gazdaságok által elért pénzügyi integráció szintje mellett az egyes országok képessége a pénzügyi kondíciók – kamatok, prémiumok és valutaárfolyam - befolyásolására korlátozott. Mivel a pénzügyi piacok – a hagyományos OCA és az OCA II irodalom felfogásával szemben – nem elsősorban a sokkokhoz való alkalmazkodás mechanizmusai, hanem legalább annyira, vagy még inkább önálló sokkok forrásai. Ezen belül az árfolyam különösképpen nem addicionális monetáris politikai eszköz a többi, makrogazdasági stabilitás megteremtésére irányuló eszköz mellett. A pénzügyileg integrált ország számára a monetáris unióban való részvétel az optimális monetáris rezsim.

A válság azt is megmutatta, hogy a prudenciális felügyelet és a végső hitelező funkció mostanihoz hasonlóan gyenge koordinációja és alapvetően nemzeti hatáskörben hagyása, pénzügyileg integrált országok esetében nem optimális. Magas devizahitel-állomány mellett a jegybank önállóan nem tudja maradéktalanul ellátni a végső hitelezői funkcióját, csak a devizatartalékok terhére tudja bővíteni a bankrendszer devizalikviditását.

A rövidebb távú megoldást tekintve azonban távolról sincs konszenzus. Az egyik vélekedés szerint az euroövezeti intézményeknek – különösen az EKB-nak – nincs semmi extra teendőjük ez ügyben, hiszen az euroövezeti pénzügyi stabilitás garantálásával, az anyabankok likviditási igényének kielégítésével áttételesen a KKE régióban is hozzájárulnak a pénzügyi rendszer stabilitásához, lásd pl. Trichet (2009).

Ezzel szemben álló vélemény az egységes pénzügyi piacon a pénzügyi stabilitásért viselt közös felelősséget hangsúlyozza, lásd pl. Belka, (2009). Ezen érvelés szerint a piacokon a fundamentálisan indokoltnál nagyobb lehet a tőkeáramlások volatilitása a spekulációk miatt. Az egyes országok elleni spekulációt tőkekorlátozások hiányában csak közös, európai szintű fellépéssel lehet megakadályozni. Az euroövezeten belüli és kívüli jegybankok, pénzügyi felügyeletek szoros, a piac számára transzparens együttműködése (pl. swap keretek biztosítása) sikeresen fogja tudni a jövőben még turbulens időkben is stabilizálni a tőkeáramlásokat. Ebbe az irányba mutató lépésnek tekinthető az Európai Rendszerkockázati Tanács felállítása, melyben minden EU tagország részt vesz, illetve ilyen lehet a válság során KBER tagok közötti, kétoldalú megállapodások keretében nyújtott euro és svájci frank swap keretek biztosításának intézményesített formája.

#### 4-2. keretes írás: Konvergencia kilátások a régióban

A válság hazai tapasztalatainak megfogalmazásához érdemes áttekinteni, hogy a régióban hogyan vélekednek jelenleg az eurobevezetésről.

E rövid összefoglalót a válságot már euroövezeti tagként átélt Szlovákia és Szlovénia tapasztalatainak bemutatásával célszerű kezdeni. **Szlovákia** gyakorlatilag a válság előszelét követően lépett be az euroövezetbe, a csatlakozási árfolyam a 2008 májusi 8 százalékos felértékelést követően meghatározott új középparitás lett. Ez egyben azt is jelenti, hogy Szlovákiának a válságban végig e berögzített, historikusan legerősebb árfolyamon kellett alkalmazkodnia. Az alig több mint egy éves euroövezeti tapasztalatokból természetesen csak nagyon korlátozott tapasztalatokat lehet levonni, de a 2009 IV. negyedévéig rendelkezésre álló adatok szerint a szlovák gazdaság már túljutott a konjunktúraciklus fordulópontján. A negyedév/negyedév alapú mutatók szerint az első negyedév rendkívül mély, 8%-ot is meghaladó visszaesését követően a II. negyedévtől már egyre gyorsabb ütemben bővült a szlovák gazdaság. A kilábalás tehát nem lassabb, mint amit gyengébb nominális árfolyammal a többi visegrádi ország elért. A fegyelmezett béralkulásnak köszönhetően a fokozatos kilábalást mutatja az is, hogy a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam csak a súlyos visszaesést hozó negyedévben mutatott erősödést, azóta negatív az index.<sup>84</sup>

**Szlovénia** kis nyitott gazdaságként a válság által leginkább sújtott euroövezeti országok körébe tartozik. A szlovén gazdaság 2009-ben a magyarnál is nagyobb, 7,3 százalékos visszaesést szenvedett el. A recesszióból való kilábalást mutatja azonban, hogy 2009 második félévétől már pozitívak voltak a negyedév/negyedév alapú indexek. Előretekintve is mérsékelt, csak lassan élénkülő növekedést várnak, többek között a 2009-es fiskális ösztönzést követő konszolidáció miatt. A Stabilitási program szerint a válság nem okozott tartós versenyképességi problémát a szlovén gazdaságnak, a nettó export már 2010-ben is pozitívan fog hozzájárulni a növekedéshez.

**Csehországban** a kormány és a jegybank közös véleménye (Assessment 2009 december, KP 2010), hogy egyelőre nem kívánnak eurobevezetési dátumot meghatározni, és ebből következően az ERM2 csatlakozási kérelem sincs napirenden. Az árstabilitásra, az államadósság szintjére és a hosszú kamatra vonatkozó kritérium teljesítése nem okoz problémát Csehországnak. Az árstabilitást gyakorlatilag már a 2000-es évek elején elérték, a hosszú hozamok egy szinten állnak az eurohozamokkal. Az államadósság a következő években várt emelkedés ellenére nem fogja meghaladni a GDP 45 százalékát 2012-ben. Mivel nem tagjai az ERM2 rezsimnek, az árfolyamkritériumot sem tudják teljesíteni, de az utóbbi évek alacsony CZK/EUR volatilitása alapján feltehetően nem fog komoly problémát okozni e kritérium teljesítése sem a referencia időszakban. A korona 2005 és 2008 között évente átlagosan kb. 3%-ot erősödött az euróval szemben, ez is hozzájárult ebben az időszakban az alacsony inflációhoz. Úgy vélik, hogy előretekintve – a már megteremtett hitelesség mellett – a stabilan alakuló árfolyam sem veszélyeztetné az árstabilitást.

Mindezek ellenére a középtávon (2012-ig) is 3 százalék felett várt költségvetési hiány miatt nem látnak lehetőséget egyelőre az euro bevezetésére. Ezen túlmenően megjegyzik azt is, kockázatot jelent, hogy – a meglévő nehézségek miatt, pl. hosszú távú munkanélküliek problémái miatt – a következő években akár csökkenhet is Csehország és az euroövezet közötti összhang.

**Lengyelországban** már a válságot megelőzően is napirenden volt az euro minél hamarabbi bevezetése, és ennek érdekében nyilvánosan is elkötelezték magukat a mielőbbi ERM2 csatlakozás mellett. A válság okozta pénzügyi turbulencia csillapodásával újra megjelentek az eurocsatlakozást sürgető nyilatkozatok. Ezzel együtt árnyaltabbá vált a hivatalos stratégia,

<sup>84</sup> Szlovák Nemzeti Bank: Fajlagos bérköltségek Szlovákiában, 2009. November Havi Jelentés.

különösen az ERM2 csatlakozás kérdésében. A 2010-es konvergencia programban is az szerepel, hogy akkor lehet biztonságosan részt venni az ERM2-ben, ha már az ERM2 csatlakozást megelőzően teljesítik az eurobevezetési kritériumokat. Ekkor lehet hiteles az eurobevezetési céldátum kitűzése, és így biztosítható, hogy csak a lehető legrövidebb időt kelljen az ERM2 rezsimben tölteni. Annak ellenére, hogy Lengyelország volt az egyetlen EU tag, amelyben a válság nem járt recesszióval, a költségvetési hiány 2009-ben a GDP 7%-a fölé nőtt, és a konvergencia program szerint is csak 2012-re kerülhet a hiány ismét 3 százalék alá. E fiskális pálya miatt jelenleg nem tartja a lengyel kormány lehetségesnek egy hiteles eurobevezetési céldátum meghatározását.

**Bulgária** eurocsatlakozási stratégiája két okból lehet számunkra különösen érdekes. Egyrészt Bulgária az EU csatlakozás óta gyors ERM2 tagságot szeretne, másrészt hosszabb ideje nagyon szigorú fiskális politikát folytat. Az árfolyamrezsim tekintetében azonban fontos különbséget jelent, hogy a szabadon lebegő forinttal szemben Bulgáriában a balti országokhoz hasonló valutatanács működik. Az európai döntéshozók – a Bizottság, EKB – a kiemelkedően fegyelmezett fiskális politika, az árfolyamstabilitás, és a válság következtében 2 százalék alá csökkenő infláció ellenére nem támogatják az ERM2 belépést. Ellenérvként leggyakrabban a külső egyensúlytalanságra, a magas folyó fizetési mérleg hiányra hivatkoznak. A gyors bolgár csatlakozási törekvések és az uniós ellenállás közötti feszültségre hívta fel a jegybank elnöke a figyelmet 2009 decemberi beszédében (Iskrov 2009), igyekezett előre felkészíteni a gazdasági szereplőket egy újabb elutasításra.

**Észtország**, mint ERM2 tag példája viszont azt mutatja, hogy a válság ellenére nem lehetetlen az euroövezeti csatlakozás közvetlenül a válságot követően sem. A valutatanácsot üzemeltető három balti országot egyaránt nagyon súlyosan érintette a globális gazdasági válság. A 10 százalékos meghaladó gazdasági visszaesés ellenére Észtországnak sikerült úgy alkalmazkodnia – többek között a GDP közel 5 százalékát kitevő fiskális megszorítással -, hogy jó esélye van az euro 2011-es bevezetésének. Észtország 2010-es konvergencia programja alapján majd csak az év közepén várható végleges döntés az EU-ban, de az előjelek – beleértve az EKB és a Bizottság Konvergencia jelentésében szereplő értékeléseket – igen kedvezőek.

Általánosságban is megállapítható, hogy mind a Bizottság, mind az EKB vezetői nagyon óvatosan nyilatkoznak a válság kitörése óta az euroövezet keleti bővítéséről. Minden nyilvános megszólalásukban<sup>85</sup> hangsúlyozzák, hogy a konvergencia kritériumokat szigorúan be kell tartani, nincs lehetőség a feltételek enyhítésére. Véleményük szerint a csatlakozó országokban nagyon világos politikai támogatást kell élvezzen az euro bevezetése, és demonstrálni kell a gazdaság – kevésbé egzaktan megragadható – stabilitását is. Az euroövezet működése szempontjából nyilvánvalóan nem öncélú a leendő tagokkal szembeni szigor: az euroövezeten belüli divergencia, alkalmazkodási problémák az adott országnak okozott súlyos terheken túl megnehezítenék a közös gazdaságpolitika vitelét, és végső soron minden tagország számára költséges lenne. Ezzel együtt a még nem ERM2 tagoknak – Bulgária példájából tanulva – fel kell készülniük arra, hogy a kevésbé explicit ERM2 csatlakozási feltételek értékelésekor nagyon szigorúak lesznek az uniós intézmények.

#### 4. 5. Következtetések

2008-as *Konvergencia elemzésünk* legfontosabb megállapítása volt – összhangban az MNB korábbi, az optimális valutaövezeti kritériumok teljesítésén alapuló kiadványaival –, hogy az euro előnyei Magyarország számára számottevőek, és ezért célszerű minél hamarabb csatlakozni az

---

<sup>85</sup> Lásd pl. Almunia „The Euro’s Role on the World Stage” Bécs, 2009 november, Trichet Európai Parlamenti meghallgatása 2009 szeptember és december, Tumpel-Gugerell „A Case for Rapid Euro adoption”, Bécs, 2009 november

euroövezethez. A korábbi évek tapasztalatai azonban számos kockázatra is felhívták a figyelmet. Ezzel összefüggésben fontos feladatként azonosította az elemzés a maastrichti kritérium teljesítésén túlmutató, a középtávú hiánycél irányába mutató fiskális konszolidációt. Megállapította továbbá, hogy a termék- és munkaerő-piaci reformoknak is nagy jelentőségük van a versenyképesség növelésében.

A globális válság rámutatott arra, hogy a tőke szabad áramlását a korábban gondoltnál nagyobb súllyal kell figyelembe venni a csatlakozási stratégia kialakításakor. Az EU-n belüli szabad tőkeáramlásokon alapuló pénzügyi integráció ugyanis az euro minél korábbi bevezetését indokolja, különösen a magas devizaadósságú országokban.<sup>86</sup> Mint azt az utóbbi időszakban megtapasztaltuk, az euroövezeten kívüli EU tagországok turbulens periódusokban nagyon volatilis tőkeáramlásokkal – és ebből fakadóan számos pénzügyi stabilitási kihívással – szembesültek. Összességében tehát jelenleg úgy látjuk, hogy az euro bevezetése legalább annyira kívánatos a magyar gazdaság szempontjából, mint volt a válságot megelőzően.

A legfrissebb európai tapasztalatok alapján azonban az is világos, hogy az euro bevezetése önmagában nem csodaszer. Az euro bevezetéséből fakadó előnyöket csak akkor lehet kiaknázni, ha azt a fegyelmezett gazdaságpolitika is maradéktalanul támogatja. A közös pénz bevezetését követően kevesebb alkalmazkodási csatorna áll rendelkezésre, így ha egy tagország tartósabban divergál a stabil fundamentumokkal rendelkező magtól, akkor a szükségszerű alkalmazkodás elhúzódó és fájdalmas lehet a monetáris unióban.

Ami az eurobevezetés lehetőségét illeti, mind több jel utal arra, hogy a konvergencia kritériumok teljesítését az európai intézmények két dimenzióban is szigorúan fogják vizsgálni. Egyrészt a Szerződésben meghatározott, jól ismert nominális konvergencia kritériumokon túl a gazdaság stabilitását is alaposan vizsgálni fogják. Másrészt már jóval az euro bevezetését megelőzően, az ERM2 csatlakozáshoz is demonstrálni kell a gazdaság stabilitását, a külső és fiskális fenntarthatóságot.

Mindebből következik, hogy a magyar eurocsatlakozási stratégia fókuszában a fenntarthatóság, a gazdaság stabilitásának biztosítása kell álljon. E szempontból több kedvező jel is látható. A válságkezelő lépések eredményeként megindult reálgazdasági alkalmazkodás jelentősen javította a külső egyensúly középtávú kilátásait. A mély gazdasági visszaesés elérhető közelségbe hozta az MNB inflációs célját, és így megkönnyítheti az árstabilitás elérését és fenntartását. A költségvetési politika is az egyensúly irányába mozdult el, az adósság a kezdeti megugrást követően csökkenő, fenntartható pályára kerülhet.

Mindazonáltal a kedvező folyamatok egyelőre igen törékenyek, számos kockázat látható. Az infláció tekintetében a legnagyobb kihívást annak biztosítása jelenti, hogy az alacsony inflációs környezet 2010 második felétől megszilárduljon Magyarországon. A várakozások horgonyozottsága nélkül nagy a kockázata annak, hogy a gazdaság várt élénkülése inflációs nyomással járhat. A fiskális politikának a deficitkritérium teljesítéséhez további erőfeszítéseket kell tennie. Általánosságban is megállapítható, hogy a magas külső- és államadósság miatt a piacok hosszabb ideig tarthatják törékenynek az egyensúlyt, ezért a gazdaságpolitikának folyamatosan bizonyítania kell a stabilitás melletti elkötelezettségét.

A jelenlegi helyzetben nagy a bizonytalanság a hosszabb távú konjunktúra kilátásokat illetően: nem látjuk pontosan, hogy a válságot követően hol lesz a potenciális kibocsátás szintje, és mekkora lehet a következő években a növekedési dinamikája. Ebből következően a fenntarthatósági kockázatok megítélése is bizonytalan, hiszen nem látjuk, hogyan alakul majd a

---

<sup>86</sup> E gondolatmenet szempontjából nem jelent érdemi különbséget, hogy a devizaadósság meghatározó része euróban vagy más devizában, pl. svájci frankban van-e. Az euró bevezetését követően ugyanis lehetőség lesz viszonylag mérsékelt – a kamatkülönbséggel arányos – költséggel konvertálni a svájci frank hitelállományt euróra.

gazdaság teherbíró képessége. A gazdaság élénkülésével párhuzamosan a trendnövekedés is jobban megragadható és könnyebb lesz az optimális fiskális pálya meghatározása is. A fiskális pálya meghatározásakor figyelni kell arra is, hogy Magyarország ne csak kikerüljön a túlzott deficit eljárás alól, hanem kellő fiskális mozgásteret maradjon: egy negatív sokk esetén az euro bevezetését követően, önálló monetáris politika hiányában is tudjon reagálni a gazdaságpolitika. Úgy, ahogy az a fegyelmezett fiskális pozíciójú euroövezeti országokban a válság során is megfigyelhető volt. Az európai partnereket is könnyebben lehet egyensúlyhoz közeli helyzetben meggyőzni a magyar gazdaságpolitika stabilitás melletti elkötelezettségéről, az adósságállományok fenntarthatóságáról.

Összefoglalva úgy látjuk, hogy a válságkezelés első szakaszát követően is stabilitásorientált gazdaságpolitikára van szükség Magyarországon. Az egyensúly irányába tett lépések, egy fenntartható makrogazdasági pálya elősegítik az euro bevezetéséhez szükséges konvergencia kritériumok teljesítését is. Az időzítést illetően úgy látjuk, hogy stabil fundamentumokra – különösen az árstabilitás és a fiskális fegyelem területen elért kézzelfogható eredményekre – támaszkodva kerülhet sor egy hiteles eurobevezetési céldátum kitűzésére. E hiteles céldátum alapján lehet majd meghatározni a konkrét menetrendet, beleértve az ERM2 csatlakozás időpontját is.

## Hivatkozások

- Almunia, J. (2009): „The Euro’s Role on the World Stage” Bécs, 2009 november.
- Belka, M. (2009): „Five Years after EU Eastward Enlargement” ÖNB, Focus on European Economic Integration, Special issue.
- Buiter, W. (2000): Optimal currency areas: why does the exchange rate regime matter? (with an application to UK membership in EMU). CEPDP, 462. Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London, UK.
- Bussière, M., M. Ca’ Zorzi, A. Chudík and A. Dieppe (2010): Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates, ECB Working Paper No. 1151.
- Csajbók A. – Csermely Á. (szerk) (2002): „Az euró bevezetésének várható haszna, költségei és időzítése”, MNB Műhelytanulmány 24.
- Csehország 2010-es Konvergenci Programja.
- Csehország (2009): Assessment of the fulfillment of the Maastricht convergence criteria and the degree of economic alignment of the Czech Republic with the Euro area, Prága 2009
- Európai Központi Bank: Konvergencia Jelentés, 2010 május
- European Commission (2009a): Quarterly report on the euro area, No. 1. March [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary14648\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary14648_en.htm)
- (2009b): Economic crisis in Europe: causes, consequences and responses, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary15885\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary15885_en.htm)
- European Commission (2010): Quarterly report on the euro area, No. 1. March [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary14648\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary14648_en.htm)
- Fatas, Antonio and Ilija Mihov (2010): Maybe the Euro was not such a bad idea, <http://fatasmihov.blogspot.com/2010/03/maybe-euro-was-not-such-bad-idea.html>
- Gros, Daniel (2010): Adjustment Difficulties in the GIPSY Club, CEPS Working Document, March, [www.ceps.be/book/adjustment-difficulties-gipsy-club](http://www.ceps.be/book/adjustment-difficulties-gipsy-club)
- Gros, Daniel and Thomas Mayer (2010): Towards a Euro(pan) Monetary Fund <http://www.ceps.eu/book/towards-european-monetary-fund>
- Jonung, Lars and Eoin Drea (2009): The euro: It can’t happen, It’s a bad idea, It won’t last. US economists on the EMU, 1989-2002, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary16343\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary16343_en.htm)
- Lengyelország 2010-es Konvergenci Programja.
- Magyar Nemzeti Bank (2006): Elemzés a Konvergenciafolyamatokról.
- Magyar Nemzeti Bank (2008): Elemzés a Konvergenciafolyamatokról.
- Szlovákia 2010-es Stabilitási Programja.
- Szlovénia 2010-es Stabilitási Programja.
- Stark, J. (2010): „Towards a stability-oriented policy framework”, beszéd a “Reconstructing the world economy – Redesigning the macro-framework” című koreai konferencián.
- Stark, J. (2008): „The Euro at ten: lessons and challenges” beszéd a Fifth ECB Central Banking konferencián.
- Trichet, J-C. (2009): Meghallgatás az Európa Parlament Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottságában, 2009 szeptember és december.
- Trichet, J-C. (2010): Commentary on “Fifty Years of Monetary Policy: What Have We Learned?” Symposium for the 50th anniversary of the Reserve Bank of Australia.
- Tumpel-Gugerell (2009): „A Case for Rapid Euro adoption”, Bécs, 2009 november.