



MAGYAR NEMZETI BANK

MNB-tanulmányok

59.

2006

HORNOK CECÍLIA–JAKAB M. ZOLTÁN–TÓTH MÁTÉ BARNABÁS

Globális egyensúlytalanságok korrekciója:
illusztratív scenáriók Magyarországra

**Hornok Cecília–Jakab M. Zoltán–
Tóth Máté Barnabás**

**Globális egyensúlytalanságok korrekciója:
illusztratív scenáriók Magyarországra**

2006. december



Az „MNB-tanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

MNB-tanulmányok 59.

Globális egyensúlytalanságok korrekciója: illusztratív scenáriók Magyarországra

Írta: Hornok Cecília–Jakab M. Zoltán–Tóth Máté Barnabás

(Magyar Nemzeti Bank, Közgazdasági elemzések és kutatás)

Budapest, 2006. december

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Missura Gábor

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-5678 (on-line)



Tartalom

Összefoglaló	5
Bevezetés	6
1. Globális egyensúlytalanságok és az alkalmazkodás lehetséges csatornái	7
Mit nevezünk globális egyensúlytalanságnak?	7
A gazdaságpolitikák szerepe	9
Milyen főbb tényezőkből állhat össze egy alkalmazkodási folyamat?	9
Egy esetleges alkalmazkodás milyen csatornákon keresztül érintheti a magyar gazdaságot?	10
2. Világgazdasági forgatókönyvek	11
Fiskális megszorítás az USA-ban	11
Az amerikai ingatlanárak korrekciója	12
Gyorsabb ázsiai keresletbővülés	12
Magasabb kockázati prémium az USA-dollárral szemben	13
3. Amit nem tudunk modellezni – egy nem szabályosan lezajló korrekció lehetősége	15
4. Magyarországi makrogazdasági hatások	17
Európai kamatlépéseket követő monetáris politika	17
Önálló magyar monetáris politika	18
Kockázatiprémium-sokk	19
5. Összefoglalás	21
Hivatkozások	22
Függelék	24

Összefoglaló

Az alábbi tanulmányban a globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciójának magyarországi hatásait vizsgáltuk meg. A globális korrekciós folyamat négy, a szakirodalomban gyakran tárgyalt csatornáját különítettük el (költségvetési szigorítás-, lakásár-korrekció az USA-ban, a dollárbefektetésektől elvárt kockázati prémium emelkedése, keresletlénkülés egyes ázsiai feltörekvő országokban), majd ezeket modellszimulációk keretében elemeztük. A globális scenáriókat a NIGEM-modell segítségével állítottuk elő, míg az ezekből következő hazai hatások megragadásához az MNB Negyedéves előrejelző modelljét használtuk. Eredményeink szerint mind a globális, mind a hazai hatások esetében lényeges különbség mutatkozik a tekintetben, hogy a korrekció az Egyesült Államokból vagy a feltörekvő ázsiai országokból indul ki, illetve hogy a korrekciót a piac kényszeríti ki vagy kormányzati politika eredménye. Az esetleges globális korrekció hatásai elsősorban az euroövezet országain keresztül gyűrűznek be Magyarországra, így azok viszonylag tompítottan jelentkeznek. A hazai makrogazdasági változók válasza ugyanakkor függ a monetáris politika reakciójától, illetve a forint-eszközöktől elvárt kockázati prémium alakulására vonatkozó feltételezésünktől.

JEL: E27, E50, F32, F42, F47.

Kulcsszavak: monetáris politika, globális egyensúlytalanság, előrejelzés, modellezés.

Bevezetés

Tanulmányunkban egy, a jelenlegi világgazdasági helyzetben meghatározó kockázati tényező világgazdasági és magyarországi hatásaival foglalkozunk. A világgazdaságban korábban nem tapasztalt mértékű egyensúlytalanság figyelhető meg, amit az USA nagymértékű folyó fizetésimérleg-hiánya, és ezzel párhuzamosan különböző felzárkózó és fejlett országok folyó fizetésimérleg-többletei tükröznek. Bár a fenti jelenség részben tükrözhet egyensúlyi folyamatokat is, egy, a GDP 5 százalékát meghaladó folyó fizetésimérleg-hiány még az USA esetében is hosszú távon nagy valószínűséggel fenntarthatatlan. A globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciója több módon és számos csatornán keresztül valósulhat meg, amelyek más-más világgazdasági helyzetet teremthetnek. A probléma globális súlyánál fogva kulcsfontosságú, hogy megvizsgáljuk: egy esetlegesen bekövetkező korrekció milyen makrogazdasági hatásokkal járna Magyarországon?

Elemzésünkben megpróbáljuk a magyar gazdaság szempontjából leginkább releváns kockázatokat feltérképezni, amihez többféle elemzési eszközt használtunk. A kiigazodás bizonyos csatornáinak bemutatását modellszimulációkra alapozzuk. Különböző csatornákon történő alkalmazkodási folyamatokat szimulálunk a NiGEM világgazdaság modell segítségével, majd a magyar hatások elemzésénél az MNB Negyedéves Előrejelző Modelljéből (NEM) nyert eredményeket hasznosítjuk. Négy, a vonatkozó szakirodalomban tipikusan megjelenő globális scenáriót vizsgálunk: USA fiskális szigorítást, az USA-házárak esését, a dollár kockázati prémiumának emelkedését és az ázsiai országok keresletélnkülését. A magyarországi hatások szempontjából kétféle monetáris politikát feltételeztünk: az EKB kamatlépéseit követő és egy önálló Taylor-szabályon alapulót.

Eredményeink szerint lényeges különbség mutatkozik meg a tekintetben, hogy a korrekció az USA-ból, vagy a feltörekvő ázsiai országokból indul-e meg. Az USA keresletének visszaesése, a dollár kockázati prémiumának emelkedése, vagy egy USA-beli fiskális szigorítás az európai keresletre (és így áttételesen a magyarra is) csökkentőleg hat, miközben az ázsiai megtakarítási ráta csökkenése (fogyasztási kereslet élénkülése) inkább kedvező hatást gyakorol a magyar konjunkturális helyzetre. Lényeges különbség mutatkozhat továbbá a makrohatások tekintetében attól függően, hogy a korrekciót a piac kényszeríti ki (pl. USA-dollárprémium emelkedése) vagy ha az egy kormányzati politika eredménye (pl. adóemelés az USA-ban).

A végső makrogazdasági hatásokban a magyar monetáris politikai reakció is lényeges szerepet játszik. Az EKB reakcióit követő politika általában kisebb volatilitású kibocsátás reakcióval, de kevésbé stabilizálódó inflációval jár, miközben az autonóm magyar monetáris politika jobban képes az inflációs hatásokat kordában tartani úgy, hogy az átlagos növekedési áldozat lényegében azonos az EKB-követő politika mellett jelentkezővel.

Az alapvetően a reálgazdaságra irányuló modellszimulációk azonban csak korlátozott képet tudnak festeni egy ilyen jellegű világgazdasági korrekcióról. Míg a reálgazdaság alkalmazkodása egy időben elhúzódó, fokozatos folyamat, addig a pénzügyi mérlegben megjelenő tőkeáramlások nagysága és iránya jóval gyorsabban megváltozhat. Ezek a hatások azonban – bár jelentőségük nagyon lényeges lehet – csak nehezen vagy egyáltalán nem modellezhetők. Egy, a pénzügyi oldalról kiinduló, nem szabályosan lezajló („*disorderly*”) korrekció – amely során az USA fizetésimérleg-hiánya rövid idő alatt jelentős mértékben csökken – viszonylag kis valószínűségű, de potenciálisan jelentős hatású esemény, ezért célszerű azt legalább kvalitatív alapon megvizsgálni.

Magyarország szempontjából egy, a feltörekvő piacokra irányuló – tőkeáramlásokat kedvezőtlenül érintő – globális korrekció a kockázati prémium nagyobb mértékű emelkedését eredményezheti. Ez utóbbi – különösképpen a vállalatitőke-költség és a hitel- és mérlegcsatorna felerősödése esetén – középtávon visszavetheti a növekedést. A kockázati prémium emelkedése miatti árfolyamgyengülés pedig rövidebb távon inflációemelkedéssel is járhat.

1. Globális egyensúlytalanságok és az alkalmazkodás lehetséges csatornái

MIT NEVEZÜNK GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGNAK?

A globális egyensúlytalanságok alatt elsősorban az USA jelentős mértékű, fejlett országokban egyedülálló nagyságú folyó fizetésimérleg-hiányát értjük, amellyel szemben számos feltörekvő és néhány fejlett ország folyó fizetésimérleg-többlete áll. A globális külkereskedelem, valamint a pénzügyi integráció növekedésének természetes, egyensúlyi következménye lehet, hogy nő a folyó fizetésimérleg-pozíciók keresztmetszeti szórása, illetve csökken egyes országokon belül a hazai megtakarítások és a beruházás korrelációja. Elméleti megfontolások alapján azonban az tekinthető természetesnek, ha a tőkében relatíve gazdagabb fejlettebb országok folyó fizetési mérlege szufficites (azaz tőkét exportálnak), míg a kevésbé fejlett, alacsonyabb tőkeellátottságú, de jelentős növekedési potenciállal rendelkező országok folyó fizetésimérleg-deficitet mutatnak (azaz tőkét importálnak). Hasonlóan, a konjunktúrában kedvező pozícióban lévő országok hitelt adnak (folyó fizetésimérleg-többletet produkálnak) olyan országoknak, amelyek épp egy kevésbé kedvező szituációban vannak. Ilyen értelemben tehát optimális is lehet, ha a gyorsan növekvő országok átmenetileg folyó fizetésimérleg-hiányt vállalnak fel. Megéri átmenetileg eladósodni, és később egy kedvező konjunktúra vagy jóval magasabb jövedelem mellett fizetni vissza a kölcsönt, így a jövőbeli jólétet jelenbelivé formálni. Fontos megemlíteni ugyanakkor, hogy amennyiben egy fejlett országban jelentős, egyedi termelékenységi sokk következik be, az ceteris paribus indokolhatja a folyó fizetési mérleg átmeneti negatívba fordulását.

A fenti egyensúlytalanságok vizsgálata több, egymást inkább kiegészítő, mint kölcsönösen kizáró irányból lehetséges. Az egyensúlytalanságok részletesebb bemutatásánál elsősorban az IMF (2005) által is alkalmazott megtakarításberuházási egyenleg megközelítésre támaszkodunk, ami konzisztens a folyó fizetésimérleg-intertemporális elméletével.

A jelenlegi egyensúlytalanságok kialakulásának kezdete a kilencvenes évek második felére tehető, a folyamat pedig két eltérő szakaszra bontható. Az amerikai háztartások nettó megtakarítási pozíciójának romlása a teljes időszakban megfigyelhető, aminek hatását a nemzetgazdasági megtakarításra az ezredfordulóig részben ellensúlyozta a fegyelmezett fiskális politika. Az első, 1997-től induló szakaszban a beruházási-megtakarítási pozíció szétnyílásáért – azaz a folyó fizetésimérleg-deficitért – elsősorban az amerikai gazdaságban megfigyelhető termelékenységnövekedés, és ezzel összefüggésben a beruházások erős bővülése tehető felelőssé. Ebben a szakaszban a folyó fizetés mérleg egyenlegének romlása egy pozitív termelékenységi sokkra adott egyensúlyi válasznak is tekinthető. A 2001-től napjainkig tartó szakasz során azonban a beruházási aktivitás mérséklődött, a folyó fizetési mérleg további romlása a háztartások és az államháztartás együttes nettó megtakarítói pozíciójának gyors ütemű csökkenését okozta. Amennyiben a háztartások megalapozottan várják jövőbeni permanens jövedelmük emelkedését, akkor a megtakarítási pozíció csökkenése szintén tükrözhet egyensúlyi folyamatokat (lásd Engel–Rogers, 2006), eltérő esetben azonban a növekvő amerikai folyó fizetésimérleg-hiány makrogazdasági egyensúlytalanságot jelez. Nem tekinthető egyensúlyinak a nettó megtakarítási pozíció csökkenése például abban az esetben sem, ha a háztartások többletfogyasztását átmeneti pénzügyi eszközár-, illetve ingatlanár-emelkedésekből származó vagyoni hatások okozzák.

Az előbbi folyamatok következtében 2005-re az USA folyó fizetésimérleg-hiánya elérte a GDP 6%-át, azaz mintegy 800 milliárd dollárt. Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy az USA nettó külső pozíciója a sorozatos folyó fizetésimérleg-hiányok halmozódása ellenére csupán kisebb mértékben romlott, a jövedelemegyenleg pedig – fokozatosan csökkenő tendencia mellett – csupán a legutóbbi időszakban vált enyhén negatívvá. Ez utóbbiak arra utalnak, hogy az USA külső tartozásai döntően relatíve alacsony hozamú, adósság típusú és dollárban denominált tételekből állnak, míg eszközoldalán a magasabb hozamú, külföldi devizában denominált működő- és részvénytőke-befektetések dominanciája figyelhető meg (lásd Lane–Milesi Ferretti, 2005). A dollár esetleges leértékelődése esetén ez utóbbi pozíciókon jelentős átértékelődési nyereség keletkezik, ami a nettó pozíció javulását eredményezi.¹

¹ A dollárfolyam ingadozása következtében bekövetkező átértékelődések hatását jól mutatják a 2003-as és 2004-es évek fizetésimérleg-adatai. Ezek arról tanúskodnak, hogy annak ellenére, hogy az USA mindkét évben jelentős, a GDP 4%-át meghaladó folyó fizetésimérleg-hiányt regisztrált, a nettó külső pozíció – gyengülő dollárfolyam mellett – 2003 során javult, míg 2004-ben gyakorlatilag változatlan maradt (lásd bővebben Cline, 2005, 2. fejezet).

Előbbi folyamatokkal párhuzamosan számos ázsiai, illetve olajkitermelő² feltörekvő országban a megtakarítási-beruházási egyenlegek emelkedése, azaz szufficités folyó fizetésimérleg-pozíciók kialakulása figyelhető meg. Az ázsiai országokban az egyenlegjavulás a historikus szintekhez képest jelentősen visszaeső beruházási és kismértékben csökkenő megtakarítási ráták eredményeként áll elő, Kína esetét leszámítva, ahol a nemzetközi összevetésben kiemelkedően magas beruházási ráta még magasabb nemzetgazdasági megtakarítási hányaddal párosul. A fenti megtakarítási többletet több tényező magyarázhatja. Az olajkitermelő országok a magas olajárakból származó többletjövedelmeiket időben – prudens módon – simítani próbálják, míg a szufficités ázsiai országokban a fogyasztási kereslet elégtelensége, illetve az üzletileg vonzó beruházási lehetőségek hiánya, valamint társadalmi-demográfiai tényezők³ magyarázhatják a megtakarítási hajlandóságot.

1. ábra

GDP-arányos megtakarítás és beruházás a világgazdasági régiókban



Forrás: IMF International Financial Statistics.

² A közelmúltban az USA folyó fizetésimérleg-hiányát finanszírozó tőkeáramlásokon belül markánsan megnőtt az olajexportáló országok megtakarításainak aránya, ami az elmúlt évek során tapasztalt tartós olajár-emelkedéssel magyarázható.

³ A társadalom előregedése és a szociális ellátórendszer hiányosságai következtében jelentkező többletmegtakarítási hajlandóság.

A GAZDASÁGPOLITIKÁK SZEREPE

A globális egyensúlytalanságok bemutatásánál nehezen megkerülhető a különböző gazdaságpolitikai lépések, illetve folyamatok szerepének bemutatása. A témával kapcsolatos irodalom több olyan gazdaságpolitikai tényezőt említ, amelyek hozzájárulhattak az egyensúlytalanságok kialakulásához, illetve tartós fennmaradásához.

Az egyik ilyen tényező az Egyesült Államok költségvetési politikája, amely az ezredfordulót követően egyre lazábbá vált, így a háztartások növekvő eladósodásával együtt felelőssé tehető a megtakarítási ráta csökkenéséért (Chinn, 2005). Fontos megemlíteni azonban, hogy historikusan nem mutatható ki egyértelmű ok-okozati kapcsolat az USA költségvetési egyenlege és folyó fizetési mérlegének alakulása közt. A jelentős vagyoni hatásokkal járó pénzügyi eszköz- és ingatlanármozgásokban – amelyek részben felelőssé tehetőek az amerikai háztartások megtakarítási pozíciójának romlásáért – szerepet játszhatott a hosszú ideig alacsony kamatkörnyezetet fenntartó Fed monetáris politika is.

Az egyensúlytalanságok kialakulásában, illetve fennmaradásában szerepet játszhat Japán, Kína és más délkelet-ázsiai országok által követett árfolyam-politika. A szóban forgó országok valutáik felértékelődésének korlátozásával⁴ támogatták a külkereskedelemben kerülő termékeket előállító szektoraikat, amelynek következtében a dollárral szembeni reálárfolyamuk alulértékeltté vált, és így jelentős devizatartalékokat halmoztak fel. Az alulértékelt reálárfolyam az amerikai külkereskedelmi deficit növekedésének irányába hat (bár ennek a tényezőnek a jelentősége vitatott), míg a devizapiaci intervenció során felhalmozott jegybanki dollártartalékok az alacsony kockázatú dolláreszközök iránt megnyilvánuló globális keresletet erősítik, így segíthették a historikusan alacsony hosszú lejáratú dollárhozamok kialakulását. Az egyes fejlett európai országokban és Japánban tapasztalható, a strukturális reformok hiányával magyarázható visszafogott mértékű belső kereslet szintén hozzájárulhatott a globális egyensúlytalanságok mélyüléséhez, azonban ez a hatás viszonylag korlátozottnak tekinthető.

MILYEN FŐBB TÉNYEZŐKBŐL ÁLLHAT ÖSSZE EGY ALKALMAZKODÁSI FOLYAMAT?

A témával foglalkozó elméleti és empirikus irodalom főárama szerint (lásd Eichengreen, 2006), a globális egyensúlytalanságok – a jelenlegi tendenciák változatlanágát feltételezve – hosszabb távon nem fenntarthatók. Jelentős a bizonytalanság ugyanakkor abban, hogy egy esetleges korrekció mikor, milyen időtávú lefutással és az egyes világgazdasági régiókat milyen mértékben érintve zajlik le.

Egy esetlegesen bekövetkező korrekció esetén feltételezhető, hogy az amerikai megtakarítási-beruházási rés az USA historikusan alacsony nemzetgazdasági megtakarításainak emelkedése mellett fog záródni, amivel szemben az ázsiai országok – elsősorban Kína – megtakarítási pozíciójának csökkenése állhat szemben. Az USA nemzetgazdasági megtakarításainak emelkedése kiindulhat a háztartások nettó megtakarítási pozíciójának javulásából, amit segíthet a reálkamatok emelkedése, illetve egy esetlegesen bekövetkező ingatlanpiaci korrekció. A nemzetgazdasági megtakarítási pozíciójának javulásához hozzájárulhat továbbá a költségvetési politika szigorítása, bár ennek hatása jelentősen függ a háztartások jövedelemsimításának mértékétől. Az USA nemzetgazdasági megtakarítási pozíció javulását szimulációinkban egy vagyoni hatással járó lakásár-korrekcióval és egy költségvetési egyenleg-javulás szcenárióval mutatjuk be. A kínai (ázsiai) megtakarítási pozíció csökkenését pedig egy tartós időpreferencia-sokk eredményezheti.⁵

Az elmúlt két évtizedben lezajlott jelentősebb fizetésimérleg-korrekciós epizódok tapasztalatai azt mutatják, hogy a megtakarítási-beruházási rés szűkülése jellemzően (reál)árfolyam-gyengüléssel és kibocsátásvesztéssel jár együtt (lásd Freund–Warnock, 2005), ezek mértékét és tartósságát azonban számos egyéb tényező is befolyásolhatja. Ilyen tényező lehet a nettó, ill. bruttó külső pozíciók nagysága, lejáratú és tőkeszerkezete, a gazdasági szereplők mérlegeinek devizastruktúrája, illetve a pénzügyi rendszer szerkezeti adottságai. Az USA esetében kalibrált modellekkel végzett szimulációk (pl. Obstfeld–Rogoff, 2005; illetve Blanchard és szerzőtársai, 2005) arra utalnak, hogy a folyó fizetési mérleg egyensúlyba kerüléséhez a dollár reáleffektív árfolyamának jelentős⁶ leértékelődése szükséges, ami hasonló mértékű nomináleffek-

⁴ Felmerülhet az olvasóban, hogyan lehet gazdaságpolitikai eszközökkel ilyen hosszú ideig eltéríteni a reálárfolyamokat: az ok elsősorban az, hogy egyes országokban – pl. Kína – az árrendszer még nem teljeskörűen liberalizált, így lehetőség nyílik az alulértékelt árfolyam, illetve bizonyos típusú költségsokkok (pl. üzemanyagár-emelkedés) inflációs hatásának központi árszabályozás útján történő ellensúlyozására.

⁵ Faruqee és szerzőtársai (2005) hasonló módon modellezik az amerikai megtakarítási ráta emelkedését.

⁶ Obstfeld–Rogoff (2005) alapszcenáriójában 33%-os dollárleértékelődés szükséges.

tív árfolyamgyengülést implikál. Gourinchas–Rey (2005), illetve Lane–Milesi Ferretti (2004) azonban rámutatnak, hogy a külső eszköz-, illetve adósságállományokat érintő átértékelődési hatások egy jelentősebb dollárleértékelődés esetén se gíthetik az alkalmazkodási folyamat időben simább lefutását. Ha a jelentős reáleértékelődés vagy a gazdaságpolitikai preferenciák változása következtében a dollár elveszítené elsődleges tartalékvaluta státusát (lásd Roubini–Setser, 2004), a hosszú dollárhozamok jelentős emelkedésével is számolni kell. Egyes tanulmányok (pl. Warnock–Warnock, 2005) szerint a külföldi jegybankok dollártartalék-akkumulációja nélkül az amerikai 10 éves hozamok mintegy 100–150 bázisponttal lennének magasabbak a 2004 során tapasztalt átlagos szintjüknél. A dollár esetleges leértékelődését, illetve ezzel összefüggésben a dollárkamatok emelkedését egy kockázatiprémium-sokkal szimuláljuk.

Egy esetleges korrekció tehát – többek között – megindulhat az amerikai belső kereslet visszaesésekor (háztartások és/vagy az államháztartás megtakarítási pozíciójának javulásával), a legnagyobb folyó fizetésimérleg-többletet mutató ázsiai országok belső keresletének élénkülésekor, a dollárbefektetésektől elvárt kockázati prémium emelkedésekor, illetve ezek valamilyen kombinációjának bekövetkeztekor. Az alkalmazkodási folyamat időbeli lefutása nagymértékben függhet attól, hogy az egyensúlytalanságok korrekciója nemzetközi gazdaságpolitikai koordináció mellett vagy anélkül valósul meg. Egy többoldalú gazdaságpolitikai lépésekkel (pl. árfolyam-politikai rugalmasság növelése egyes ázsiai országok esetében, költségvetési kiigazítás az USA-ban, a belső keresletet ösztönző strukturális reformok az EU-tagállamokban és Japánban) támogatott alkalmazkodási folyamat időben és térben feltételezhetően egyenletesebben zajlana, és kisebb valószínűséggel vezetne a globális pénzügyi folyamatok megszakadásához (lásd Bini–Smaghi, 2006).

EGY ESETLEGES ALKALMAZKODÁS MILYEN CSATORNÁKON KERESZTÜL ÉRINTHETI A MAGYAR GAZDASÁGOT?

A magyar gazdaságot a globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciója konjunkturális és pénzügyi csatornákon keresztül egyaránt érintheti. Mivel a magyar gazdaság legfontosabb európai külkereskedelmi partnereinek növekedésében az USA-ba irányuló nettó export hozzájárulása jelentős, az amerikai folyó fizetési mérleg korrekciója az európai exporttermékek hozzáadottérték-láncába integrálódott magyar kivitelt is negatívan érintheti. Ezt a negatív külső keresleti sokkot tompíthatja, ha az európai országok esetében az export csökkenését ellensúlyozza a belső kereslet erősödése. Amennyiben a korrekció során nagy valószínűséggel jelentkező reáleffektív dollárárfolyam-gyengülés elsősorban az euróval szemben valósul meg, akkor az amerikai piacokról történő kiárazódás következtében az euroövezet exportjának visszaesése várható. Ez utóbbi hatás kisebb mértékben jelentkezhet, amennyiben a dollár reáleffektív árfolyamának leértékelődése a jelentősebb ázsiai valutákkal szemben is bekövetkezik. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy szimulációink során azt találtuk, hogy a korrekció magyarországi hatásainak tekintetében nincs komolyabb jelentősége az ázsiai árfolyam-flexibilitás mértékének.

A globális egyensúlytalanságok korrekciója – különösen abban az esetben, ha az nem szabályosan és/vagy pénzpiaci turbulenciák mellett valósul meg – megváltoztathatja a feltörekvő piaci eszközökkel szembeni befektetői preferenciákat. A jelenleg érvényesülő erőteljes globális kockázati étvágy visszaeshet, ami a feltörekvő piaci eszközöktől elvárt hozamfelárak emelkedéséhez vezet. Magyarország esetében ez a folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozási költségeinek emelkedéséhez, illetve – amennyiben a globális kockázati étvágy visszaesése nagyarányú tőkekivonást eredményez a feltörekvő piacieszköz-osztályból – a forint/euro árfolyam jelentős gyengüléséhez vezethet.

2. Világ gazdasági forgatókönyvek

A globális egyensúlytalanságok lehetséges korrekcióinak magyarországi hatásait vizsgálva többféle modellszimulációt végeztünk a NiGEM világ gazdasági modell és az MNB Negyedéves Előrejelző Modelljének (NEM) segítségével.⁷ Meg kell azonban jegyezni, hogy a modellek használata az ilyen kérdések vizsgálatokor körültekintést igényel: egyrészt azok tipikusan a szabályos korrekciós mechanizmusokat képesek leginkább megragadni, másrészt csak kismértékben képesek a pénzügyi intézményrendszer reakcióit ábrázolni. Harmadik hiányosság, hogy ezekben a modellekben a közbülső (*intermedier*) termelés költségei (pl. az olajárak költséginflációs következményei) nincsenek részletezve. Ennek ellenére a NiGEM-modell használata előnyös, hiszen a lényeges világ gazdasági kapcsolatok modellezésre kerülnek. A NEM-modell pedig a magyar gazdaság leírására lehet egy alkalmas keret.

A vizsgált scenáriók mindegyikében az USA GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiányában tartós csökkenés következik be, melynek mértéke minden esetben a sokkot követő negyedik évben 0,25 százalékpontnyi.⁸ A vizsgálatunkban szereplő egyenlegjavulás mértéke igen csekély. A jelenlegi helyzetben az USA külső egyensúlyának fenntarthatósága érdekében akár tízszer ekkora hiánycsökkenésre is szükség lehet. Az egyenlegjavulás választott mértékét az indokolja, hogy az egyedi sokkok önmagukban vett hatása – amennyiben realiztikus mértékű sokkokat feltételezünk – szintén kicsi. Továbbá nagyobb mértékű sokkokat feltételezve megnő azoknak a nem lineáris reakcióknak a valószínűsége, melyeket a modelleink nem képesek kezelni. Egy fenntartható pályát eredményező korrekciós forgatókönyvben tehát az alább bemutatott sokkok kombinációi játszódhatnak le, illetve az alkalmazott modellekkel nem megragadható nem lineáris hatások is felléphetnek. Alábbi vizsgálataink célja így nem is lehet egy teljes körű korrekció bemutatása, csupán azt tudjuk megvizsgálni, hogy az amerikai korrekció irányába történő kismértékű, eltérő eredetű elmozdulások milyen csatornákon gyűrűznek tovább és milyen irányú elmozdulásokat indukálnak a fontosabb hazai makrováltozókban.

A modellszimulációkban a sokkokra adott gazdaságpolitikai reakciókat is figyelembe vesszük. Feltételezéseink szerint a nagyobb gazdasági térségek, így az USA és az euroövezet monetáris politikái sztenderd Taylor-szabályt követnek, míg a fiskális politikák a hosszú távú fizetőképesség szabályának megfelelően alakulnak. A magyar monetáris politika kezelésében kettős megoldást választottunk. Alapesetben azt feltételezzük, hogy az MNB az EKB kamatlépéseit követi, ami részben megfeleltethető egy változatlan kockázati prémium melletti, nominális árfolyam-stabilitásra épülő, szigorú ERM-II típusú rendszernek. Ezenfelül azonban minden szimuláció esetében az önálló magyar monetáris politika esetét is megvizsgáljuk. Fontos megemlíteni még, hogy a szimulációkban Kína esetében lebegő árfolyamrendszert feltételeztünk. Bár nehezen vitatható, hogy a kínai és más távol-keleti árfolyampolitikáknak szerepe van a globális egyensúlytalanságok fenntartásában, több vizsgálat (Faruqee és szerzőtársai, 2005; Al-Eyd és szerzőtársai, 2005) is azt mutatta, hogy önmagában az árfolyamrögítés elengedésének addicionális világ gazdasági – és elsősorban európai – hatásai nem jelentősek.⁹ Szimulációink során mi is ezt tapasztaltuk, az ázsiai árfolyampolitikára vonatkozó feltevés (fix vagy lebegő árfolyam) csak kismértékben mutatkozott meg a Magyarország szempontjából fontos eurozónabeli keresletben, s így a magyar hatások sem függtek számottevően a kínai árfolyamrezsimre vonatkozó feltételezéstől.

FISKÁLIS MEGSZORÍTÁS AZ USA-BAN

Az utóbbi években az USA költségvetési hiánya az ország fizetésimérleg-egyensúlytalanságának egyik – bár nem kizárólagos – meghatározó tényezőjévé vált.¹⁰ A 2000-es év pozitív egyenlegű költségvetésével szemben az elmúlt négy évben a költségvetési hiány meghaladta a GDP 4 százalékát. A globális egyensúlytalanságok korrekciójának egy kézen-

⁷ Míg a sokkok világ gazdasági hatásait a NiGEM-ben vizsgáltunk, a magyar gazdaságra vonatkozó hatásokat a magyar makrogazdaságot jobban leíró NEM segítségével elemezzük. A két modell együttes alkalmazását az a feltevés teszi lehetővé, hogy a magyar gazdaság világ gazdasági folyamatokra tett hatása elhanyagolható.

⁸ A szimulációk részletes eredményeit lásd a Függelékben.

⁹ Faruqee és szerzőtársai (2005) egy USA-beli fiskális megszorítás, illetve egy dolláreszközök iránti keresletcsökkenés esetén vizsgálták az ázsiai árfolyamflexibilitás addicionális hatásait. Eredményeik szerint az árfolyamflexibilitás lényegesen csökkent az ázsiai kibocsátás és infláció változékonyságát, világ gazdasági hatásai azonban kevésbé jelentősek. Hasonló eredményre jutott a kínai renminbi rögítésének feladását követő 10%-os renminbi-felértékelődés hatását vizsgáló Al-Eyd és szerzőtársai (2005) is. Az utóbbi NIESR-tanulmány ugyancsak a NiGEM-modell alkalmazásával készült.

¹⁰ Ismételten hangsúlyozzuk, hogy ez nem feltétlenül jelenti azt, hogy a költségvetési és a folyó fizetésimérleg-egyenleg között hosszú távon is teljesülő okozati összefüggés állna fenn.

fekvő forrása tehát a megszorító fiskális politikában rejlik. Első szimulációnkban az USA fiskális politikájának tartósan a GDP 0,5 százalékaival megegyező szigorítását feltételezzük, amelyet a kormányzat teljes mértékben a jövedelemadó-bevételek emelésével ér el.

A jövedelemadó emelése az USA-ban a magánszféra keresletbővülésének lassulását eredményezi, ami a GDP-növekedés visszaesésével jár. Ennek ellenére a sokk az USA-ban összességében kissé inflációt növelő hatású, ami a dollár enyhe leértékelődése következtében megnövekvő importált infláció eredménye. A sokk az USA csökkenő importkeresletén és a nemzetközi árversenyképesség-romlásán keresztül az euroövezet gazdasági növekedését is negatívan érinti. Az egyébként is enyhe európai hatás azonban a negyedik évre elenyészik, amit részben az importált deflációs nyomással a háttérben enyhén lazító európai monetáris politika is elősegít. Az USA folyó fizetési mérlegének javulásával szemben ugyanakkor tartós egyenlegrontó hatás jelentkezik az euroövezet fizetési mérlegében.

AZ AMERIKAI INGATLANÁRAK KORREKCIÓJA

Az USA nettó megtakarítói pozíciójának átrendeződése az USA gazdaságán belül nemcsak célzott gazdaságpolitikai lépéssel érhető el, de a magánszektor viselkedését megváltoztató piaci eredetű sokk által is. Erre lehet példa egy negatív ingatlanpiaci ársokk, ami az amerikai háztartások – részben az ingatlanárak felértékelődése által is előidézett – igen alacsony megtakarítási rátájának emelkedése irányába hathat. Az Egyesült Államok ingatlanpiaci árait vizsgáló legfrissebb tanulmányok szerint a relatív ingatlanárak legalább 10 százalékkal túlértékelték¹¹, ami mögött azonban jelentős regionális különbségek állnak. Bár a túlértékelttség e mértéke egyelőre nemzetközi összehasonlításban mérsékeltnek mondható, nem zárható ki – legalábbis a leginkább dinamikus ingatlanár-emelkedést mutató régiókban – egy közeljövőben bekövetkező piaci korrekció. Ehhez kapcsolódóan érdemes megemlíteni, hogy a 2006. második félévi adatok arról tanúskodnak, hogy az USA-beli újlakás-építések száma jelentősen visszaesett, ami egy közeljövőben meginduló ingatlanpiaci korrekciót vetíthet előre. Szimulációnkban egy 9 százalékos tartós ingatlanpiaci nominális árcsökkenés szükséges a fizetésimérleg-hiány kívánt (0,25 százalékpontos) csökkenéséhez.

Az Egyesült Államokban az ingatlanárak csökkenése miatt mérséklődő reálvagyon visszafogja a belföldi fogyasztás bővülését, és a háztartások megtakarítási rátája tartósan 0,5 százalékponttal emelkedik. A gazdasági növekedés lassulásának mértéke az első évben mintegy háromszorosa a fiskális megszorítás esetének, de gyorsabb lefutású. A deflációs nyomás következtében csökkenő hosszú kamatok hatására élénkülő beruházási kereslet ugyanis mérsékli a visszaesését. A sokk deflációs hatása azonban tartósabb és némileg nagyobb mértékű. Az euroövezetre átgyűrűző hatások – nagyságrendjüket tekintve is – nagyon hasonlóak a fiskális restrikció előbbi esetéhez, bár az USA-hoz hasonlóan itt is igaz, hogy a gazdasági növekedés kezdeti visszaesése az ingatlanár-sokk esetében erőteljesebb.

Az eredmények hasonlósága ellenére fontos figyelembe venni a fiskális megszorítás és az ingatlanár-sokk közötti lényegi különbségeket is. E különbségek elsősorban a modellek által nem kezelhető tényezőkből adódnak. Így a valóságban egy fiskális restrikció az üzleti várakozásokon keresztül olyan ún. nem-keynesi hatásokat is generálhat, amelyek tovább mérséklik a korrekció reálgazdasági költségeit.¹² Ezzel szemben egy nagyobb ingatlanpiaci ársokk kedvezőtlenül érintheti a befektetői bizalmat és továbbgyűrűzhet más eszközárak piacaira. E modellen kívüli hatások eredményeképpen egy ingatlanársokk kedvezőtlen hatásai akár lényegesen nagyobbak és tartósabbak is lehetnek.

GYORSABB ÁZSIAI KERESLETBŐVÜLÉS

A nemzetközi nettó megtakarítói pozíciókban az USA rekordmértékű fizetésimérleg-hiányával szemben jelentős részben a kelet-ázsiai térség fizetésimérleg-többlete áll.¹³ Az egyensúlytalanság fenntartásában szerepet játszik egyes kelet-ázsiai országok árfolyam-politikája, amely a belföldi gazdaság versenyképességét fenntartandó, a nemzeti valutát alulértékeltlen tartja, miközben dollártartalékokat halmoz fel, s így stabil tőkebeáramlást generál az USA pénzügyi mérlegében. Emellett azonban egy fontos strukturális sajátosság sem hagyható figyelmen kívül; vélhetően kulturális-társadalmi okokra is visszavezethetően a kelet-ázsiai gazdaságok megtakarítási rátája érdemben magasabb a nyugati gazdaságokra jellemzőnél.

¹¹ Lásd: Holland és Metz (2006).

¹² A fiskális kiigazítások nem-keynesi hatásairól lásd például Horváth és szerzőtársai (2006).

¹³ Itt megemlítendő még a nagy olajkitermelő országok fizetésimérleg-többlete, ami az elmúlt két évben számottevően növekedett. Mindeközben az euroövezet országainak együttes fizetési mérlege nagyjából egyensúlyban van.

A feltörekvő ázsiai gazdasági térség – és különösen Kína – lendületes növekedése és a lakossági hitelezés várható fejlődése mellett már rövid távon is elképzelhető, hogy a belső kereslet némileg gyorsabban nő majd, azaz a megtakarítási ráták mérséklődnek. Sokszcenárióinkban a feltörekvő ázsiai országok tekintetében az elkövetkező négy évre a historikusan átlagos bővülést előrevetítő alapszcenárióhoz képest (endogén módon) évente mintegy 1 százalékponttal gyorsabb bővülést feltételezünk.¹⁴

Az ázsiai keresletbővülésen keresztüli korrekció az Egyesült Államok és az euroövezet számára is kedvező gazdasági hatásokkal jár. A megnőtt ázsiai importkereslet a nettó exporton keresztül mindkét nagy térség gazdasági növekedését hosszabb távon is emeli. Nő a foglalkoztatás, ami a háztartások fogyasztásán keresztül is gyorsítja a növekedést. Ezt a növekedési többletet a megnőtt inflációs nyomás miatti kamatemelési várakozások tőkeköltség-növelő hatása sem tudja teljesen ellensúlyozni. A folyó fizetési mérleg egyenlege ezúttal az euroövezetben is javul. Ezzel szemben a feltörekvő ázsiai térség jelentős – Kína esetében a GDP 2 százalékát is elérő – egyenlegromlása áll.¹⁵

MAGASABB KOCKÁZATI PRÉMIUM AZ USA-DOLLÁRRAL SZEMBEN

A globális egyensúlytalanságok jelenlegi mértékének kialakulását részben a nemzetközi pénzügyi piacokon a dolláreszközök iránti nagy kereslet tette lehetővé. Mivel az USA-dollár továbbra is domináns tartalékvaluta, a valutaválságok múltbeli tapasztalatai alapján sem mondható meg, hogy az USA jelenlegi ikerdeficit-problémája mellett a dollár iránti nagymértékű kereslet meddig tartható.¹⁶ A pesszimista forgatókönyv szerint a dollár iránti befektetői étvágy akár sokszerűen is lecsökkenhet, maga után vonva egy jelentősebb leértékelődést. Alább egy olyan dollárral szembeni kockázatiprémium-növekedést vizsgálunk, ami a valuta nomináleffektív árfolyamában tartósan közel 10 százalékos leértékelődést eredményez.^{17,18} A sokk természetesen stilizált: nem számol azzal, hogy az egyes bilaterális dollárárfolyamok leértékelődése eltérő lehet, illetve hogy a kockázatiprémium-sokk más valutákat is „megfertőzhet”.

Makrogazdasági hatásait tekintve ez a scenárió áll a legközelebb egy nem szabályos vagy „válságszerű” korrekcióhoz. Bár a nemzetközi árversenyképesség javulása miatt növekvő nettó export kezdetben gyorsítja az USA gazdasági növekedését, a növekedés egyéb tényezői – így az emelkedő hosszú kamatok, valamint a csökkenő reálbérek és foglalkoztatás miatt visszaeső beruházás és fogyasztás – ezt a hatást már a második évtől ellentételezik. A belső kereslet visszaesése hosszabb távon is lassítja a gazdasági növekedést és a külső egyensúly javulásának irányába hat. A tartósan javuló külkereskedelmi egyenleg hatását ugyanakkor a jövedelemegyenleg romlása tompítja, mivel a nemzetközi hozamkülönbségek az Egyesült Államok számára kedvezőtlenül alakulnak. A külső fenntarthatóság szempontjából kedvező ugyanakkor, hogy az átértékelődési hatás miatt az USA nettó külföldi eszközeinek értéke kezdetben a GDP 6 százaléka körüli mértékben nő.

Az euroövezetre nézve a hatások ennél mérsékeltebbek, de a négy scenárió közül rövid távon így is a legkedvezőtlenebbek. A dollárral szembeni felértékelődés ugyan rontja Európa versenyképességét, az effektív euroárfolyam csak mérsékelten erősödik, mivel scenárióinkban minden más valuta is erősödik a dollárral szemben. Az export visszaesése miatt kezdetben jelentősen lassul a gazdasági növekedés, a lassulás azonban csak átmeneti: a harmadik évre a növekedés visszatér az alappályához. A stabilizáció feltételei kedvezőek, hiszen a felértékelődés miatti dezinflációs nyomás lehetővé tesz egy nagyobb monetáris lazítást. Ennek ellenére az infláció csak több év után tér vissza az alappályai körüli szintjéhez. A folyó fizetési mérleg egyenlege tartósan romlik, ennek mértéke azonban elmarad az ázsiai térségben jelentkező hatástól.

¹⁴ A szimulációt – hasonlóan a másik háromhoz – azon feltevés mellett végeztük, hogy Kína, Dél-Korea és Tajvan a többi nagy gazdasági térséghez hasonlóan lebegő árfolyamrendszer mellett inflációt és kibocsátást célzó önálló monetáris politikát követnek.

¹⁵ Egy ilyen helyzetben a világgiazi olajárak is emelkednek. Mivel a NiGEM-modellben az olajárak alapvetően csak az aggregált keresletre hatnak (jelen esetben emelik) és a termelési költségek emelkedése miatti költséginfláció nincs modellezve, az ázsiai keresletbővülés inflációs hatásai a valóságban nagyobbak is lehetnek.

¹⁶ Egy USA fizetésimérleg-válság valószínűségének megállapítására tett kísérletet Edwards (2006) múltbeli válságok tapasztalatai alapján. Eszerint a válság kirobbanásának valószínűsége az 1999-es 1,7%-ról 2006-ra 15%-ra nőtt. Edwards becslései sem képesek azonban kezelni a tényt, hogy az USA esete – részben a dollár központi szerepe miatt és részben mert a válságok korábban jellemzően kisebb és fejlődő országokat sújtottak – előzmények nélküli.

¹⁷ A lebegő árfolyamos rendszerekben ez negyedévente 0,5 százalékos kockázatiprémium-növekedést jelent a teljes időhorizonton. A fix árfolyamos rendszerekben az árfolyamrögzítést megtartva az első periódusban a valuta dollárral szembeni egyszeri 10 százalékos nominális felértékelődését feltételezzük.

¹⁸ Talán meglepő, hogy a folyó fizetésimérleg-hiány milyen mérsékelt csökkenését képes csak elérni a fenti dollárleértékelődés. Már több tanulmány is rámutatott (Obstfeld–Rogoff, 2004, 2005; Blanchard–Giavazzi–Sa, 2005), hogy a pusztán árfolyam-leértékelődés kiadásátterelő hatása által – az USA-gazdaság zártsága miatt is – csak igen szerény javulást lehet elérni a külkereskedelmi mérleg egyenlegében.

1. táblázat

A négy sokkscenárió hatása az USA-ban és az euroövezetben*

(százalékpontos, árfolyam esetében százalékos eltérések az alappályától)

	USA fiskális megszorítás		USA-ingatlanársokk		Ázsia keresleti sokk		USA-dollársokk	
	1. év	4. év	1. év	4. év	1. év	4. év	1. év	4. év
USA								
GDP	-0,19	-0,12	-0,60	0,09	0,03	0,08	0,03	-0,39
CPI	0,06	-0,02	0,04	-0,18	0,03	0,04	0,62	1,29
CA/GDP	0,02	0,25	0,09	0,25	0,05	0,25	-0,22	0,25
Euroövezet								
GDP	-0,05	-0,01	-0,11	0,02	0,05	0,08	-0,21	0,04
CPI	-0,07	-0,06	-0,09	-0,08	0,03	0,03	-0,38	-0,28
CA/GDP	0,01	-0,10	0,04	-0,11	0,01	0,30	-0,02	-0,10
EUR/USD árfolyam								
	-1,69	-1,91	-2,11	-1,46	0,22	0,14	-9,55	-10,44

* Az összes sokkscenáriót úgy állítottuk be, hogy azok az USA-ban a 4. év végén az alappályához képest 0,25 százalékpontos folyó fizetésimérleg-javulást eredményezzenek.

A fenti kísérleti modellszenáriók alapján az alábbi két fő következtetés fogalmazható meg. *Először* is, az USA-ból kiinduló korrekció költségei magasabbak, ha azt a piac kényszeríti ki (amit a dollár kockázati prémiumának emelkedésével modelleztünk), mint ha gazdaságpolitikai lépés következménye. Az állítás még inkább igaz, ha figyelembe vesszük az – elsősorban a gazdasági szereplők várakozásainak változásában megragadható – nem modellezhető tényezőket: egy piaci eredetű sokk könnyen továbbgyűrűzhet, megfertőzve más piacokat, és hosszabb távon is kedvezőtlenül érintheti a gazdasági szereplők várakozásait.

Másodszor, egy korrekció fejlett gazdaságokra háruló kedvezőtlen költségeit jelentősen mérsékelheti, ha a korrekció részben az ázsiai országok nettó megtakarítói pozíciójának mérséklődésén keresztül történik. Bár az ázsiai alkalmazkodásnak egyik eleme lehet az árfolyamrögzítések elengedése és ezáltal a valuták felértékelődése, igazán erős és tartós világgazdasági hatást az eredményezhet, ha a jelenlegi erősen exportorientált gazdaságok fokozatosan a bővülő belső (és elsősorban fogyasztási) kereslet pályájára lépnek. Az euroövezet szempontjából azért is kedvező egy Ázsiából eredő korrekció, mert ekkor a globális egyensúlytalanságok feloldódása főként az USA és Ázsia folyó fizetési mérlegei között következik be.

3. Amit nem tudunk modellezni – egy nem szabályosan lezajló korrekció lehetősége

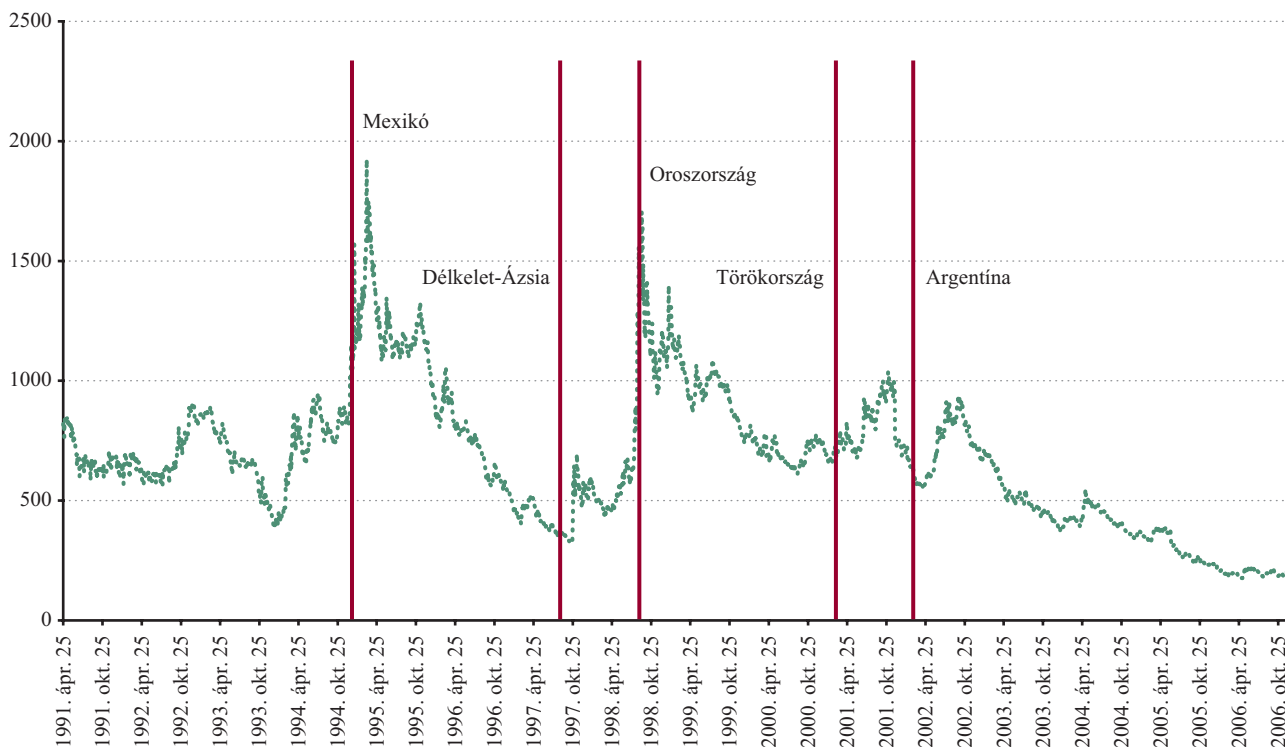
A korábbi fejezetekben bemutatott szimulációk támpontokat adnak a globális egyensúlytalanságok korrekciójának lefolyásával kapcsolatban, ugyanakkor nem alkalmasak a globális egyensúlytalanságok kis valószínűséggel bekövetkező, de a fentieknél lényegesen nagyobb mértékű makrogazdasági hatással járó, válságszerű korrekciójának szemléltetésére. Ennek oka, hogy a legtöbb közgazdasági modell – így az általunk használt is – csupán a log-linearizálással közelített egyensúlyi állapot körüli kismértékű elmozdulások hatásának vizsgálatára képes. A nagyobb mértékű változások, az esetlegesen megjelenő nem lineáris hatások és a különböző sokkhatások együttes bekövetkezése esetén fellépő interakciók kezelésére azonban kevésbé alkalmasak. Az alábbiakban numerikus szimulációk nélkül próbálunk meg szempontokkal szolgálni a globális egyensúlytalanságok esetleges nem szabályos, válságszerű korrekciójával kapcsolatban.

A globális egyensúlytalanságok definíció szerint reálgazdasági (külkereskedelmi/folyó fizetési mérleg) és pénzügyi (pénzügyi mérleg) oldalból tevődnek össze. A reálgazdasági oldal a pénzügyi oldal folyamataival szemben viszonylag könnyen modellezhető. A szimulációk rendszerint – implicit vagy explicit módon – azt feltételezik, hogy a folyó fizetési mérleg-kiigazodás a pénzügyi mérleg passzív alkalmazkodása mellett megy végbe, azaz a folyamat során a nemzetközi tőkeáramlásokban nem történik megszakadás vagy ugrásszerű változás.

Míg a reálgazdasági oldal alkalmazkodása – ahogy azt szimulációink is tükrözik – egy időben elhúzódó, fokozatos folyamat, addig a pénzügyi mérlegben megjelenő tőkeáramlások nagysága és iránya bizonyos – fejlett országokban ritkán előforduló – esetekben ennél jelentősen gyorsabban megváltozhat. A tőkeáramlások nagyságában vagy irányában bekövetkező hirtelen változás azonban szükségszerűen kihat a reálgazdasági oldalra is, mivel minden ország csak akkor folyó fizetési mérleg-hiányt képes fenntartani, amekkorát külső forrásbevonással finanszírozni képes.

2. ábra

Az EMBI global* kamatfelárának alakulása (1991–2006)



*JP Morgan Emerging Market Bond Index, 27 feltörekvő ország dollárban denominált szuverén kötvényeiből számított kötvényindex. A vonalak az egyes „válságok” időpontjait mutatják.

Fontos megemlíteni, hogy az eddigi nemzetközi tapasztalatok szerint (lásd Tóth, 2005) a tőkeáramlásokban bekövetkező, hirtelen megszakadás vagy irányváltás mellett lezajló folyó fizetésimérleg-korrekciók elsősorban a feltörekvő piacokra voltak jellemzőek. Az ilyen típusú korrekciók során a dollárban denominált feltörekvő piaci eszközöktől elvárt kockázati prémium ugrásszerű növekedése volt megfigyelhető, ami jellemzően negatívan érintette az adott időszakban külső egyensúlytalansággal rendelkező feltörekvő országok többségét.

Előbbieket jól tükrözi a JP Morgan által számított EMBI-feláraknak a jelentősebb feltörekvő piaci fizetésimérleg-korrekciós epizódok körüli alakulása is. Fejlett országokban ugyanakkor a fizetésimérleg-korrekciók többsége a tőkeáramlások folytonossága mellett zajlott le (lásd Freund, 2000).

Nemzetközi tapasztalatok alapján továbbá a feltörekvő országokban a fizetésimérleg-korrekciók gyakran jártak együtt kontrollálhatatlan mértékű árfolyamgyengüléssel, hozamemelkedéssel és a GDP nagymértékű visszaesésével. Ezek a hatások többek között a gyenge intézményekkel, a pénzügyi közvetítők nem megfelelő szabályozásával, illetve a gazdasági szereplők rövid lejáratú, árfolyamkockázattal szemben fedezetlen devizaeladósodásával magyarázhatók. Fejlett országok esetében, ahol az előbbi problémák nem vagy csupán mérsékelten vannak jelen, a tipikus fizetésimérleg-korrekció átmeneti hozamemelkedéssel, reálárfolyam-gyengüléssel, csekély mértékű növekedési áldozattal, sőt bizonyos esetekben a növekedési ütem gyorsulásával járt együtt (Croke és szerzőtársai, 2006).

A jelenlegi globális egyensúlytalanságok egy olyan sajátos helyzetet tükröznek, ahol nagyrészt feltörekvő országok befektetői finanszírozzák az USA folyó fizetésimérleg-hiányát. A tőkeáramlások iránya tehát épp fordított, mint azon fizetésimérleg-korrekciós epizódok esetében, amelyek tapasztalatokkal szolgálhatnának a globális egyensúlytalanságok pénzügyi oldalról kiinduló, nem szabályosan lezajló, válságszerű korrekciójával kapcsolatban.

A globális egyensúlytalanságok további sajátossága, hogy egyrészt a világban az amerikai dollár az első számú tartalékvaluta, másrészt – részben ebből következően – az USA pénzügyi mérlegében igen jelentős a hivatalos (jegybankok, nemzeti olajalapok stb.) tőkebeáramlások aránya (lásd pl. Cooper, 2006). A szóban forgó hivatalos áramlások stabilitása részben gazdaságpolitikai döntések (pl. devizapiaci intervenciók, jegybanki tartalékmenedzsment), részben pedig az olajár alakulásának függvénye. A dollárbefektetések a külföldi magánszektor befektetői esetében is speciális jelentőségűek, hiszen azok nagyfokú likviditásuk és széles körű elérhetőségük mellett jelentősebb pénzügyi turbulenciák során menedékvaluta („*safe haven currency*”) szerepet töltenek be.

Az USA tehát egyrészt a nagyarányú folyó fizetésimérleg-hiánya miatt szükségszerűen ki van téve a tőkebeáramlások hirtelen csökkenésének vagy megszakadásának. Ugyanakkor az amerikai tőkepiacok sajátosságaiból következően kis valószínűsége van egy, a dollárbefektetésekből történő hirtelen és tömeges kivonulásnak. Egy, a pénzügyi oldalról kiinduló, nem szabályosan lezajló (disorderly) korrekció – amely során az USA fizetésimérleg-hiánya rövid idő alatt, jelentős mértékben csökken – tehát egy kis valószínűségű, azonban potenciálisan jelentős hatású esemény.

Egy nem szabályos korrekció kiindulópontja lehet, ha a befektetők portfóliópreferenciái hirtelen megváltoznak, azaz csak sokkal magasabb kockázati prémium mellett lesznek hajlandóak finanszírozni az USA folyó fizetésimérleg-hiányát. Egy ilyen helyzet például abban az esetben állhat elő, ha az USA folyó fizetésimérleg-hiányát finanszírozó hivatalos tőkebeáramlásokban hirtelen lassulás (esetleg megfordulás) történik, amit a tőkepiaci szereplők tartósan vélnek. A hivatalos áramlások visszaesése bekövetkezhet például abban az esetben, ha a kínai pénzügyi rendszer jelenleg tapasztalható instabil jelenségei elmélyülnek, ami csökkenti a renminbire nehezedő felértékelődési nyomást, így jelentősen visszaesik a jegybanki intervencióból származó dollárkereslet.

A fenti kockázati prémium-sokk az USA-ban jelentősebb hozamemelkedéshez vezethet, ami elindíthat, illetve erősíthet egy lakásár-korrekciót és ezen keresztül erősen ronthatja a rendkívüli módon eladósodott háztartások vagyoni helyzetét. A recesszió továbbgyűrűzhet a pénzügyi rendszerben, ami a fogyasztás/belső kereslet jelentős eséséhez vezethet

Egy, a fentihez hasonló, esetleges válságszerű korrekció más régiókra vonatkozó hatására nem tudunk becsléseket adni. A hatások iránya feltételezhetően megegyezik, azonban mértékük jelentősen eltérhet az alapszcenáriókban jelzettektől.

4. Magyarországi makrogazdasági hatások

Magyarország külkereskedelmi kapcsolatai döntő mértékben az európai országok felé irányulnak, és az USA-hoz való kötődés elsősorban más európai országokon keresztül, azaz csak közvetett. Ennek következtében a globális korrekciók magyar hatásait elsősorban az euroövezet fent elemzett folyamatai határozzák meg. Míg azonban a magyarországi következmények általában hasonlóak az euroövezetiekhez, néhány fontos eltérés is megállapítható. Egyrészt, a növekedésre és inflációra tett *rövid távú* hatás – éppen annak közvetettsége miatt – az euroövezetihez képest tompítottabban jelentkeznek. Másrészt azonban a magyar gazdaság nagy nyitottságából adódóan a külső egyensúlyra vonatkozó következmények hangsúlyosabbak.

Hosszabb távon az érzékelt hatásokat nagyban befolyásolja a monetáris politika jellege. Kétféle monetáris politikai esetet is megvizsgálunk: az EKB kamatpolitikáját követőt és egy önálló, Taylor-szabály szerint működőt. Az alkalmazott Taylor-szabály Hidi (2006) magyar adatokon végzett becslésén alapul. Az eredmények ugyanakkor robusztusnak bizonyulnak más parametrizálásokra, így például a sztenderd paramétereket tartalmazó Taylor-szabályra¹⁹ (lásd Függelék).

Fontos hangsúlyozni, hogy az alábbi eredmények egy igen szigorú feltevés mellett értendők. Az általunk bemutatott forgatókönyvekben a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium nem változik, így azokban sem a jelenleg fennálló külső egyensúlyi probléma miatt bekövetkező esetleges bizalomvesztés, sem a feltörekvő piacok valutái iránti általános keresletcsökkenés lehetősége nem áll fenn. A fentiekből következően a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium emelkedésének hatását egy külön – és az előbbiektől független – scenárióban mutatjuk be.

2. táblázat

A négy sokkscenárió hatása Magyarországon

(százalékpontos, árfolyam esetében százalékos eltérések az alappályától)

	USA fiskális megszorítás		USA-ingatlanársokk		Ázsia keresleti sokk		USA-dollársokk	
	1. év	4. év	1. év	4. év	1. év	4. év	1. év	4. év
EKB követése (konstans HUF/EUR árfolyam)								
GDP	-0,02	-0,04	-0,03	-0,04	0,01	0,07	-0,10	-0,15
CPI	-0,02	-0,08	-0,03	-0,13	0,01	0,09	-0,10	-0,36
CA/GDP	-0,04	-0,14	-0,06	-0,18	0,03	0,13	-0,20	-0,53
rövid kamat	-0,09	-0,17	-0,13	-0,22	0,07	0,20	-0,38	-0,66
Önálló Taylor-szabály								
GDP	-0,02	-0,03	-0,09	-0,01	0,01	0,13	-0,02	0,08
CPI	-0,02	-0,03	-0,03	-0,12	-0,01	0,01	-0,10	-0,12
CA/GDP	-0,03	-0,13	-0,09	-0,17	0,01	0,23	-0,10	-0,51
rövid kamat	-0,03	-0,18	-0,06	-0,46	-0,07	0,08	-0,12	-0,95
HUF/EUR árfolyam	0,04	0,19	-0,10	-0,15	-0,88	-1,48	0,00	0,61

EURÓPAI KAMATLÉPÉSEKET KÖVETŐ MONETÁRIS POLITIKA

Az első esetben azt feltételeztük, hogy a magyar monetáris politika az EKB kamatlépéseit követi, ami változatlan forint-kockázati prémium mellett változatlan nominális forint-euro árfolyamot jelent.

A magyar eredmények esetében is egyértelmű, hogy mind a gazdasági növekedés, mind a külső egyensúly szempontjából a nemzetközi pénzpiacok által kikényszerített korrekció, azaz a dollár kockázati prémium-sokkja a legkedve-

¹⁹ A sztenderd parametrizálásban az infláció céltól vett eltérése 1,5-ös, a kibocsátási rés 0,5-ös, míg a múltbeli kamat 0,25-ös paramétert kapott.

zötlenebb. A magyar gazdaság ebben a forgatókönyvben szenvedni el a legnagyobb árversenyképesség-romlást a nemzetközi termékpiacon, illetve a külső kereslet és ezáltal a GDP legerősebb visszaesését. A piaci korrekció másik fajtája, az USA ingatlanárainak esésén keresztül kiigazodás, nem jár akkora kibocsátási és inflációs következményekkel, mert hatásai csak közvetetten, az USA fogyasztói keresletének késleltetett és simább alkalmazkodása mellett rajzolódnak ki.

A korrekcióknak a dollár prémiumsokkon kívüli esetei mérsékeltebb, és az euroövezetéhez hasonló GDP-hatásokkal járnak. A korrekció magyar kibocsátási következményeit ugyanakkor szignifikánsan csökkentheti az ázsiai régió importkeresletének esetleges gyorsulása.²⁰ Igaz ugyan, hogy ebben a scenárióban a magyar külső egyensúly az euroövezetbe képest kevésbé javul, mert az ország exportstruktúrájában az ázsiai gazdaságok szerepe mérsékeltebb, és leginkább csak a főbb külkereskedelmi partner, az EU keresleti élénkülésének áttételes hatása jelentkezik.

A magyar GDP-re gyakorolt hatást ugyanis erősen befolyásolja, hogy a sokkhatás mennyiben jelentkezik közvetlenül az árupiacon keresztül. Míg az USA-ingatlanárésés és az USA-beli adóemelés közvetlen hatásában az USA-beli lakossági jövedelmeket/vagyont érinti, és az amerikai fogyasztók ehhez való alkalmazkodásuk során tompítják a hatásokat (fogyasztássimítás), addig a dollár kamatprémiumsokkjá és az ázsiai keresleti sokk a külkereskedelmen keresztül közvetlen hatásában is befolyásolja a nemzetközi árupiaci keresletet, és így a magyar exportra és GDP-re gyakorolt hatás is ekkor erőteljesebb.

Ami az inflációs hatásokat illeti, az eszközárakon keresztüli korrekciók általában nagyobb inflációs következményekkel (inflációcsökkenéssel) járnak hosszabb távon. Az is megfigyelhető továbbá, hogy az inflációs hatások mind a négy esetben inkább hosszabb távon jelentkeznek. Ennek döntő oka abban rejlik, hogy a magyar szimulációkhoz használt NEM-modellben a fogyasztói árakat hosszú távon leginkább befolyásoló bérek csak lassan alkalmazkodnak: a hazai bérezési gyakorlat a becsléseink szerint perzisztens és az infláció csak három-négy év után változik számottevően. A különböző scenáriókban az inflációs hatás tekintetében is vannak jelentős eltérések: az ázsiai keresleti sokk (amely egy pozitív keresleti sokk) inflációnövelő, míg a másik három inflációt csökkentő.

Általában elmondható, hogy az európai kamatlépéseket követő magyar monetáris politika – legalábbis a vizsgált négyéves horizonton – nem képes tökéletesen stabilizálni a magyar inflációt. Ez érthető is, hiszen a magyar monetáris transzmisszió legfontosabb csatornája, a forint–euro árfolyam ebben a scenárióban változatlan marad. Továbbá, a használt monetáris reakciófüggvény (követni az EKB Taylor-szabály alapú politikáját) nem egy optimalizációból nyert szabály, hanem a historikusan átlagos monetáris reakciót ábrázolja.

ÖNÁLLÓ MAGYAR MONETÁRIS POLITIKA

Az önálló magyar monetáris politika feltételezése esetén két fontos sajátosság merül fel. Egyrészt ekkor megengedjük a forint–euro árfolyam változását, másrészt lehetőség van arra, hogy a magyar monetáris politika feltételezett reakciófüggvényében más súlyt fektessen a GDP-re és az inflációra, mint abban az esetben, amikor az EKB-t követi.

Szimulációink szerint az önálló magyar monetáris politika bekapcsolása elsősorban a forint/euro árfolyam endogén alkalmazkodása miatt és nem a GDP-infláció másfajta súlyozása miatt eredményez eltérő makrohatásokat az EKB-követő politikához képest. Ezt jól illusztrálja, hogy a legtöbb esetben a sztenderd súlyokat használó, illetve a Hidi (2006) alapján becsült Taylor-szabály hasonló dinamikájú és nagyságrendű eredményeket produkált mind az infláció, mind a GDP-növekedés tekintetében.

Általában elmondható, hogy az önálló magyar monetáris politika az inflációs hatásokat hosszabb távon jobban kordában tartja, mint az EKB-követő politika. Az inflációs hatásokat – az USA-ingatlanár-szenárió kivételével – a felére-kilencedékre tudja lecsökkenteni. Az USA-ingatlanárésésnél az önálló magyar monetáris politika az EKB-követő forgatókönyvhöz képest csak kisebb mértékű javuláshoz vezet az infláció stabilizálásában.

²⁰ Itt is fontos hangsúlyozni, hogy a NiGEM-modellben az olajárak költségekre begyűrűző inflációs hatásai nincsenek modellezve, így azok valószínűleg alulbecsültek.

Bár a negyedik évben jelentkező éves átlagos számokban még nem mutatkozik meg, negyedéves szinten vizsgálva a folyamatokat, az infláció stabilizációja egyik esetben sem tökéletes. A negyedik évet illetően ugyanis egy fokozatosan kibontakozó (az éves átlagban még nem mutatkozó) inflációcsökkenés (ázsiai keresleti sokknál: emelkedés) látható. Ennek az az oka, ami már az EKB-követő politikánál is megfigyelhető volt, hogy a magyar bérek perzisztenciája miatt körülbelül a negyedik évtől kezdődően egy erőteljesebb inflációcsökkenés (az ázsiai keresleti sokknál inflációemelkedés) valósul meg. Ezt a jelentős inflációs hatást az előrettekintő monetáris politika sem képes viszonylag rövid időn belül semlegesíteni; az infláció végleges stabilizálására csak a negyedik évnél jóval később kerül sor. Ez összefügg azzal is, hogy a használt monetáris szabályok nem optimálisak; még a magyar adatokon becsült szabály is csak a múltbeli átlagos magyar monetáris politikát írja le.

Ami a magyar GDP alakulását illeti, az önálló monetáris politika minden vizsgált esetben hosszabb átlagban hasonló nagyságrendű változásokat implicál, mint az EKB-követő politika. A GDP rövid távú alkalmazkodása ugyanakkor minden esetben nagyobb volatilitás mellett következik be az önálló politika esetében. Az USA-ingatlanársokk esetében például a GDP kezdetben nagyobb mértékben esik, miközben négy év múlva kisebb a csökkenés az EKB-t követő esethez képest. Éppen az ellenkezője figyelhető meg az USA-dollár sokkjánál, amikor is a kezdeti GDP-hatás jóval tompítottabb, míg a negyedik évben az önálló monetáris politika erőteljesebb lazítása miatti forintgyengülés átmenetileg még magasabb GDP-növekedést is eredményezhet.

Ezek a különbségek döntően abból erednek, hogy milyen mértékű és időzítésű a forint–euro árfolyam változása. Az árfolyam változását azonban az ilyen hosszú időszakra előrettekintő szimulációkban nehéz egyértelműen megmagyarázni. Ennek az az oka, hogy az árfolyam kezdeti reakciója a fedezetlen kamatparitás feltevése miatt az összes jövőbeli, és nem csak az első négy évben megfigyelt, kamatkülönbözettől függ. A Függelékben szereplő, kamatkülönbözetet mutató (hosszabb időszakot felölelő) ábrák tanúsága szerint azonban az európai és a magyar kamatok éppen az általunk vizsgált négy éven túl mutatnak nagyfokú különbséget. Ez azzal magyarázható, hogy amint már korábban is említettük, körülbelül a negyedik évtől kezdődően indul csak be egy jelentősebb béralkalmazkodás, amely az ötödik évtől kezdve egy újabb jelentős dezinflációs (ázsiai keresleti sokk esetén inflációs) hatást generál. Mint említettük, ennek semlegesítése viszonylag nehéz, és egy idő után az EKB-nál alacsonyabb (ázsiai sokk esetén magasabb) magyar kamatokot indokol. Mivel azonban az árfolyam előrettekintő változó, és az addicionális monetáris lazítás (ázsiai sokk esetén szigorítás) viszonylag hosszú ideig is eltart (a negyedik és a nyolcadik év között), ezért ez rövidebb távon az árfolyam fokozatos gyengülésével (ázsiai sokk esetében erősödésével) járhat. Ez az érdekes árfolyamreakció visz a GDP-reakciókba az EKB-követő politikához képest egy nagyobb fokú ciklizálást. Kérdésként merülhet fel, hogy ez vajon miért nem eredményezi az infláció hasonló mértékű ingadozását. Ennek oka egyrészt abban keresendő, hogy a használt monetáris politikák közül az egyik erőteljesebb súlyt ad az inflációnak, és emiatt aktivistább politikát folytat. Másrészt pedig az infláció reakciója leginkább a nominálbérek reakciójától függ, amelyek viszont a perzisztencia miatt csak fokozatosan, sima pályán haladva alkalmazkodnak. Összefoglalva, az árfolyam folyamatos változása és a GDP ciklikus ingadozása, valamint a bérek lassú alkalmazkodása az ázsiai keresleti sokk kivételével, a rövid lejáratú kamatok reakcióját jóval erőteljesebbé teszik az önálló monetáris politika esetében az EKB-követő politikához képest.

KOCKÁZATIPRÉMIUM-SOKK

Ahogy arra Calvo és Talvi (2006) rámutat, a globális egyensúlytalanságok korrekciója – még ha a fejlett régiók tekintetében fokozatosan zajlik le, illetve különösen egy esetleges nem szabályos lefutás esetén – a feltörekvő piacokon nagyobb eséllyel járhat jelentősebb pénzügyi nehézségekkel. Ebből következően fontosnak tartottuk megvizsgálni azt az eshetőséget is, ha a globális egyensúlytalanságok korrekciója olyan, a feltörekvő piacokat érintő pénzügyi turbulenciával járna, amely Magyarország pénzügyi folyamatait is kedvezőtlenül érintené. Fontos megemlíteni, hogy alábbi forgatókönyvünk közvetlenül nem hasonlítható össze a korábbiakkal, mivel azok a globális egyensúlytalanságok fokozatos, feltörekvő piacokon érvényesülő pénzügyi turbulenciák nélküli korrigálódását feltételezték.

Feltételezésünk szerint az esetleges pénzügyi turbulencia Magyarország esetében a forintosközöktől elvárt kockázati prémium emelkedését eredményezi. A kockázatiprémiüm-sokk nagyságát és dinamikáját Vonnák (2005) becslései alapján állítottuk elő. Nehézséget jelentett, hogy Magyarország esetében nagymértékű és egyértelműen globális vagy feltörekvő piaci eredetű kockázatiprémiüm-sokkra csupán egyetlen múltbeli példát találtunk: az 1998-as orosz válságot. Szimulációinkban ezért – egyéb fogódzó hiányában – azt feltételeztük, hogy a kockázatiprémiüm-sokk az orosz válság so-

rán tapasztalható hasonló arányban oszlik meg az árfolyam és a rövid hozam közt. A szimulációk során önálló magyar monetáris politikát feltételeztünk²¹, mivel ebben az esetben az EKB-követő politika feltételezése – lévén Magyarországot egy jelentős egyedi sokk éri – nem realisztikus. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy amennyiben Magyarország a szóban forgó feltörekvő piaci sokk bekövetkezése idején már az eurozóna tagja lenne, abban az esetben egy ilyen típusú kockázatiprémiум-sokk nem érintené.

Szimulációinkban a kockázatiprémiум-sokknak két hatása van: egyrészt leértékelődési nyomást fejt ki a forintra, másrészt megemeli a vállalatok tőkeköltségét. Ez utóbbi hatás főképpen a vállalati beruházásokon keresztül befolyásolja a gazdasági aktivitást.

3. táblázat

A kockázatiprémiум-sokk szcenáriójának hatása Magyarországon²²

(százalékpontos, árfolyam esetében százalékos eltérések az alappályától)

	1. év	4. év
Nincsenek extra tőkeköltség emelő tényezők		
GDP	0,16	-0,08
CPI	0,15	-0,14
CA/GDP	0,65	0,80
rövid kamat	0,81	-0,03
HUF/EUR árfolyam	7,33	1,63
Vannak extra tőkeköltség emelő tényezők		
GDP	-0,13	0,04
CPI	0,17	-0,34
CA/GDP	0,95	1,44
rövid kamat	0,95	-0,75
HUF/EUR árfolyam	8,7	3,00

Kérdéses ugyanakkor, hogy vajon a tőkeköltség-emelkedés mellett nem indulnak-e be egyéb olyan hatások is, amelyek a sztenderd tőkekeresleti magyarázatoktól eltérő viselkedéseket eredményezhetnek. Ilyen például az, hogy a vállalati (és a háztartási) szektor esetében a kockázatiprémiум-sokk és a gyengülő nominálárfolyam kiválthat hitelezési csatornán keresztüli és (különösen a devizában eladósodott vállalatoknál) mérleghatásokat. Ezeket egy magasabb tőkeköltség-emelkedéssel jellemezhető szcenárióval modelleztük.

Eredményeink szerint a kockázatiprémiум-sokk a mérleghatások figyelembevételével a forintgyengülés nettó export hatásán keresztül kezdetben emeli, majd csökkenti a GDP-növekedést, miközben a fizetési mérleg javul. Az infláció kezdetben a gyengülő árfolyam következtében emelkedik, majd a beruházások csökkenésén keresztül hatások miatt valamelyest csökkenni kezd. Az infláció csökkenését a választott monetáris politikai szabály a vizsgált időtávon nem képes kompenzálni, melynek oka a már említett lassú béralkalmazkodásban és abban keresendő, hogy a választott szabály nem optimális, hanem empirikus megfigyelésekből származik.

A hitelezéscsatorna-, illetve mérleghatásokat magasabb tőkeköltség feltételezésével figyelembe vevő szimuláció eredményei a növekedésben ellenkező irányú, míg a folyó fizetési mérlegben azonos irányú, de erősebb reakciót mutatnak. Előbbiek azzal magyarázhatók, hogy a tőkeköltség nagyobb mértékű emelkedése ellensúlyozza a nominális árfolyamgyengülés nettóexport-javító hatását. A középtávon érvényesülő inflációcsökkenés azonban ebben az esetben jelentősebb, miközben a kezdeti inflációemelkedés lényegében azonos a kisebb tőkeköltség esetén megfigyelttel.

²¹ Amit szintén Hidi (2006) által becsült monetáris politikai reakciófüggvény segítségével modelleztük.

²² A forintbefektetésektől elvárt kamatprémium alappályától vett százalékos eltérése 5,6%, 2,7% és 0,75% az első, a második, illetve a harmadik évben. Ha nem feltételeztünk egyéb tényezőket, akkor a vállalati tőkeköltségek is ezzel azonos mértékben nőnek. Az egyéb tényezők (hitelescsatorna, mérleghatások) hatását úgy próbáltuk közelíteni, hogy a tőkeköltség emelkedését a fenti kamatprémium-pálya kétszeresére állítottuk be.

5. Összefoglalás

Tanulmányunk a jelenlegi világgazdasági helyzet egyik legfontosabb kockázati tényezőjének magyarországi hatásaival foglalkozik. A globális kiigazodás többféleképpen is megvalósulhat, és ennek módja meghatározó jelentőségű a magyar gazdaság szempontjából. Modellszimulációinkban elsősorban az ún. szabályosan megvalósuló korrekciók hatását voltunk képesek kezelni, azonban hangsúlyoztuk, hogy nem zárható ki egy esetleges, nem szabályosan lezajló korrekció lehetősége sem. Azt találtuk, hogy Magyarország szempontjából lényeges különbség van abban, hogy a világgazdaság egyensúlytalanságának megoldása melyik régió elsődleges alkalmazkodásával kezdődik meg. Az Ázsiából eredeztethető korrekció pozitív keresleti hatással jár, miközben az USA-ból jövő hatások visszavetik a magyar gazdaságot. Fontos jelentősége van továbbá annak is, hogy a kezdeti igazodás az eszközárakban (dollárfolyam és ingatlanárak) vagy inkább a keresleti tényezőkben mutatkozik meg. A globális folyamatokat tekintve is elmondható, hogy az egyensúlytalanságok korrekciója akkor jár a legalacsonyabb áldozattal, ha az ázsiai kereslet bővülésén keresztül valósul meg.

A magyar gazdaságra gyakorolt hatások tekintetében a monetáris politikai reakció kulcsfontosságú lehet abban, hogy vajon a kibocsátás vagy az infláció válik-e volatilisabbá. Amennyiben a magyar monetáris politika passzívan követi az EKB kamatlépéseit, nagyobb inflációs hatás várható, mint az önálló monetáris politika esetén. Ezzel szemben az átlagos kibocsátásra kifejtett hatás lényegében azonos a kétfajta monetáris politikai reakció mellett.

Egy esetleges – a globális egyensúlytalanságokkal összefüggésben megjelenő – feltörekvő piaci pénzügyi turbulencia magyarországi hatását a forint kockázati prémiumának emelkedésével és egy ezzel párosuló tőkeköltség-növekedéssel próbáltuk közelíteni. Azt találtuk, hogy ebben az esetben az árfolyam gyengülése miatt az infláció kezdetben emelkedik, de később ezt kompenzálja a növekvő tőkeköltség miatti beruházás-visszaesés, és középtávon, az alacsonyabb gazdasági növekedés hatására alacsonyabb infláció alakulhat ki. A folyó fizetési mérleg ebben az esetben is javulna, azonban a prémiumsokk GDP-növekedésre gyakorolt hatásának iránya nem egyértelmű, lényegében attól függ, hogy mekkora jelentősége van a tőkeköltség emelkedésének összehasonlítva az átmenetileg gyengébb reálárfolyam kezdeti növekedés-élénkítő hatásával.

Hivatkozások

AL-EYD, A., R. BARREL AND A. CHOY (2005): Global Realignment of Exchange Rates: East Asia's Dilemma. *National Institute Economic Review*, No. 193, May 2005.

BERNANKE, B. (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Speech March 10, 2005.

BINI-SMAGHI L. (2006): *Global Imbalances – Global Policies*. Inaugural address for the 253rd Academic Year of the Accademia dei Georgofili Salone dei Cinquecento, Palazzo Vecchio Florence, 27 April 2006.

BLANCHARD, O., F. GIAVAZZI AND F. SA (2005): The U.S. Current Account and the Dollar. *NBER Working Paper* No. 11137, February 2005.

CALVO, G. AND E. TALVI (2006): The resolution of global imbalances: Soft landing in the North, sudden stop in emerging markets? *Journal of Policy Modeling* 28. (2006), pp. 605–613.

CHINN M. (2005): Getting Serious about Twin Deficits. Working paper, *The Bernard and Irene Schwartz Series on the Future of American Competitiveness*, CSR No. 10.

CLINE, W. R. (2005): *The United States as a Debtor Nation*. Institute for International Economics.

COOPER R. N. (2006): *Understanding Global Imbalances*. Kézirat. Harvard University

EDWARDS, S. (2006): The U.S. Current Account Deficit: Gradual Correction or Abrupt Adjustment? *NBER Working Paper* No. 12154, March 2006.

EICHENGREEN, B. (2006): *Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis*. Kézirat. University of California, Berkeley.

ENGEL, C. AND J. ROGERS (2006): The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output. *NBER Working Paper* 11921, January 2006.

FARUQEE, H., D. LAXTON, D. MUIR AND P. PESENTI (2005): Smooth Landing or Crash? Model-based Scenarios of Global Current Account Rebalancing. *NBER Working Paper* No. 11583, August 2005.

FREUND, C. (2000): Current Account Adjustment in Industrial countries. Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers* No. 692.

FREUND C. AND WARNOCK F. (2005): Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They are, the Harder They Fall? *NBER Working Paper* No. 11823.

GOURINCHAS P-O. AND REY H. (2005): International Financial Adjustment. *NBER Working Paper* No. 11155.

HIDI, J. (2006): Magyar monetáris politikai reakciófüggvény becslése. MNB-kézirat.

HOLLAND, D. AND R. METZ (2006): House prices and consumption in North America. *National Institute Economic Review*, No. 195, January 2006.

HORVÁTH, Á., JAKAB M. ZOLTÁN, P. KISS GÁBOR AND PÁRKÁNYI BALÁZS (2006): Myths and Maths: Macroeconomic Effects of Fiscal Adjustments in Hungary. *MNB Occasional Papers* 52, May 2006.

IMF (2005): *World Economic Outlook*. September 2005.

LANE, P. R. AND G. M. MILESI FERRETTI (2004): Financial Globalization and Exchange Rates. *IMF Working Paper* 05/3.

LANE, P. R. AND G. M. MILESI FERRETTI (2005): A Global Perspective on External Positions. *IMF Working Paper* 2005/161.

OBSTFELD, M. AND K. ROGOFF (2004): The Unsustainable US Current Account Position Revisited. *NBER Working Paper*, No. 10869, November 2004.

OBSTFELD, M. AND K. ROGOFF (2005): Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, 0(1): pp. 67-146.

ROUBINI, N. AND B. SETSER (2004): *The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances*. New York University.

TÓTH, M. B. (2005): Jelentős külső egyensúlytalanságok következményei – nemzetközi tapasztalatok. *MNB Háttér tanulmányok* 2005/5.

VONNÁK, B. (2005): *Macroeconomic consequences of financial shocks*. Mimeo.

WARNOCK F. E. AND WARNOCK V. C. (2005): International Capital Flows and U.S. Interest Rates. Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers* No. 840.

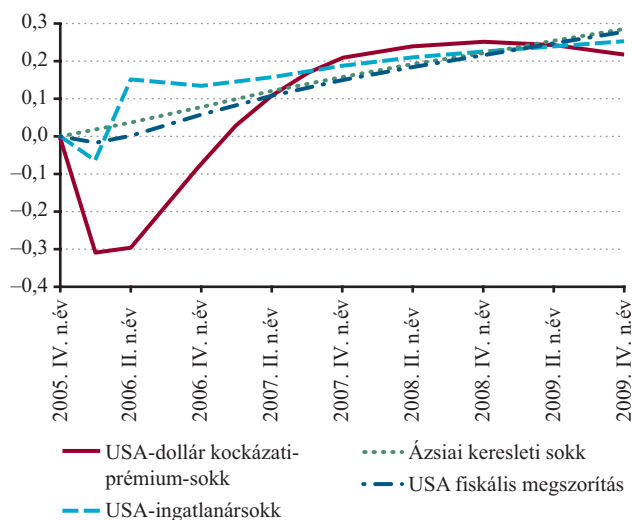
Függelék

Világ gazdasági reakciók

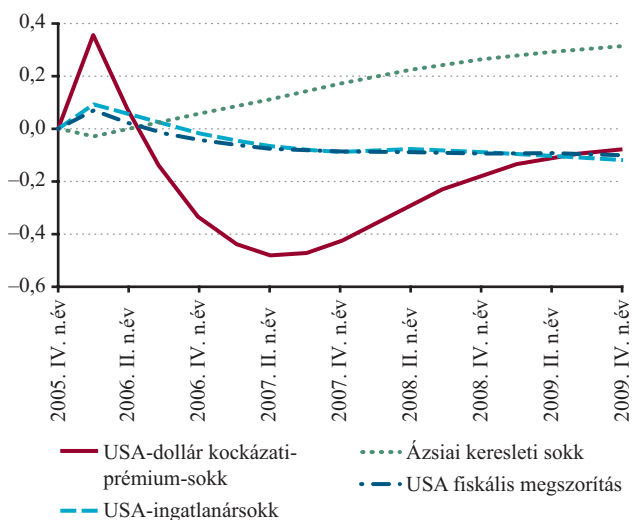
(alappályától vett százalékos vagy százalékpontos eltérések)

USA

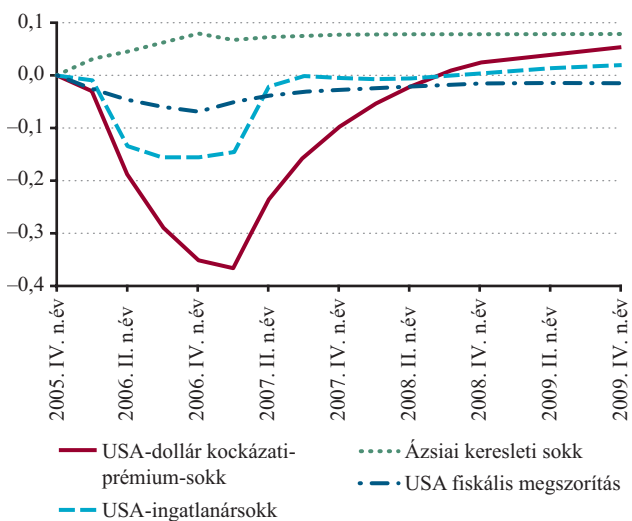
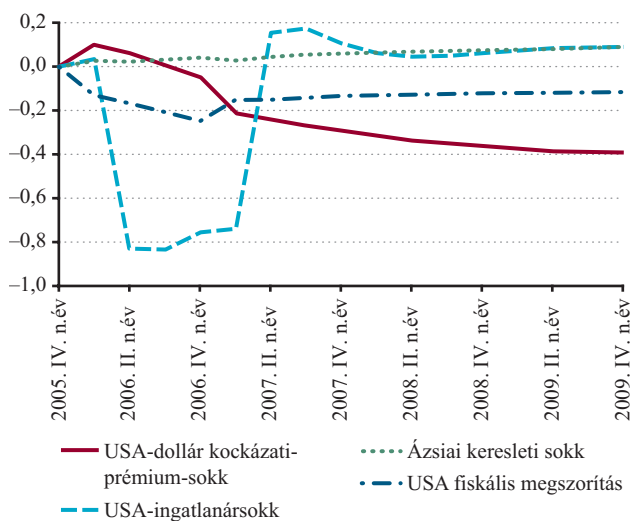
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP százalékában)



Euroövezet

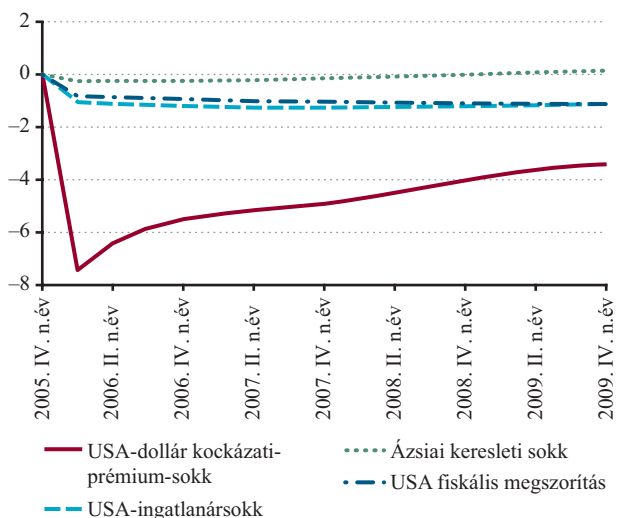


GDP-növekedés (év/év)

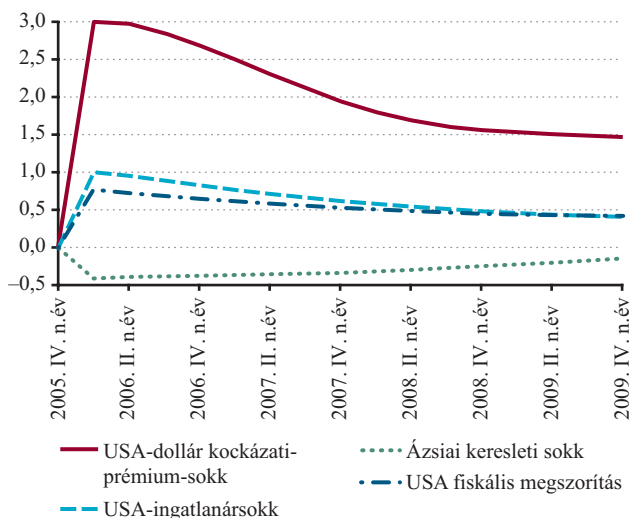


USA

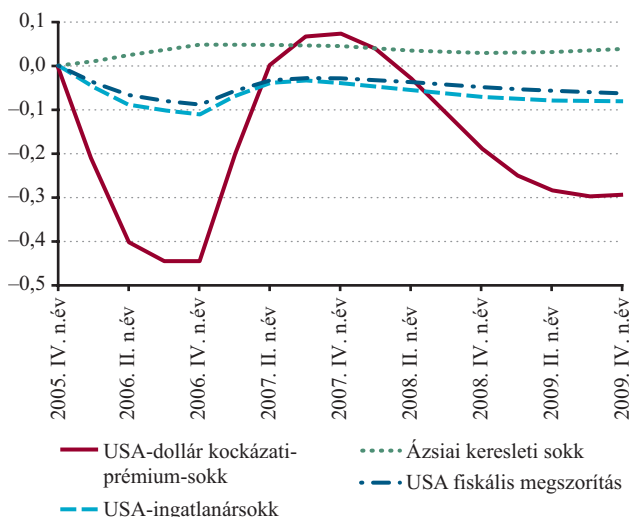
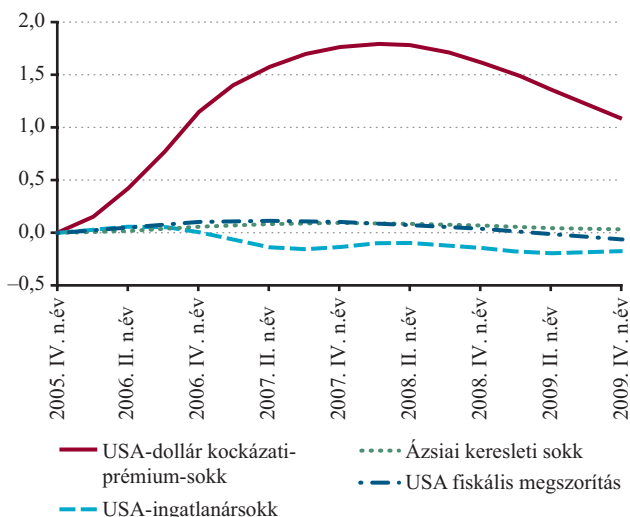
Effektív reálárfolyam



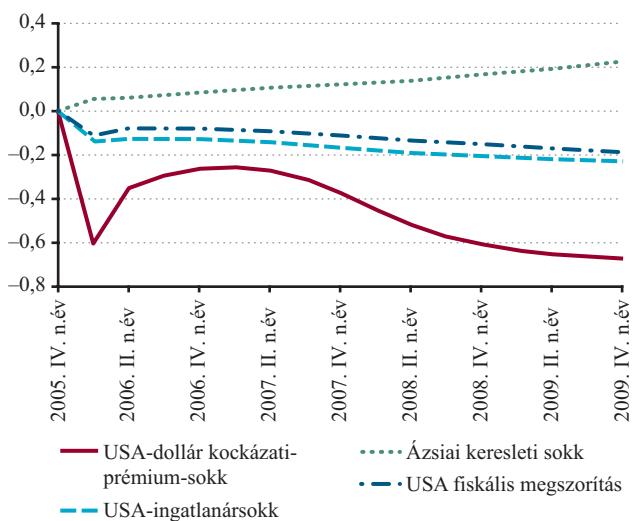
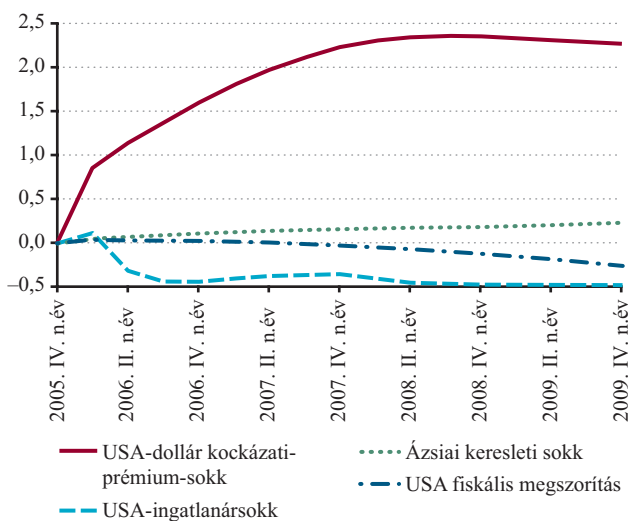
Euroövezet



Fogyasztói infláció (év/év)

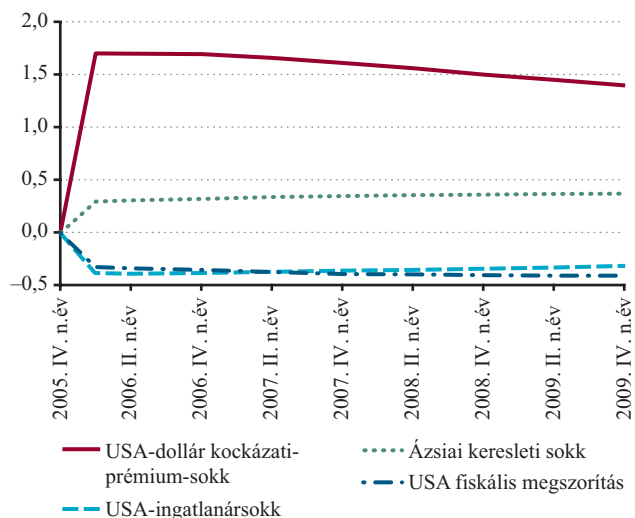


Rövid kamat (3 hónapos)

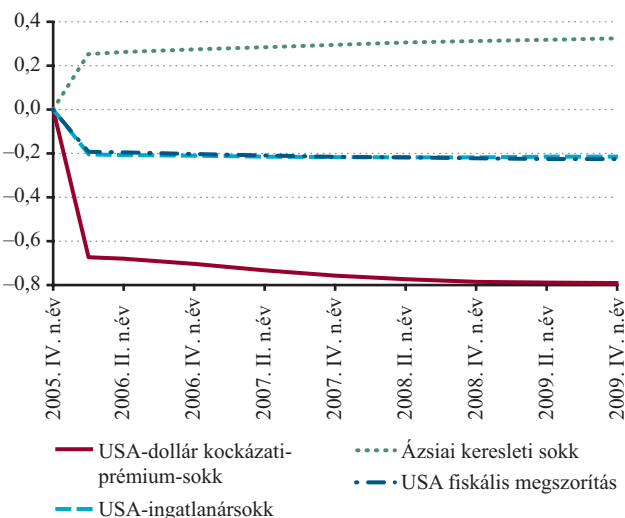


USA

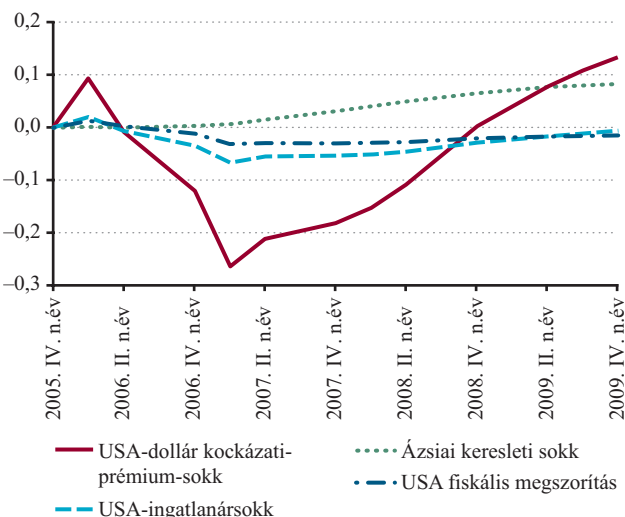
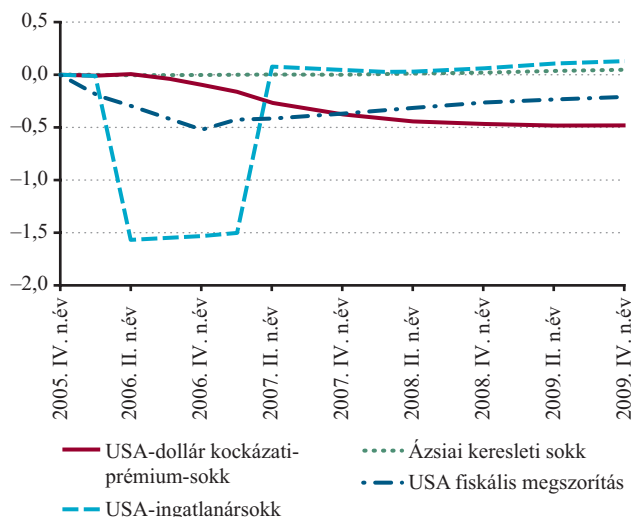
Hosszú kamat (10 éves)



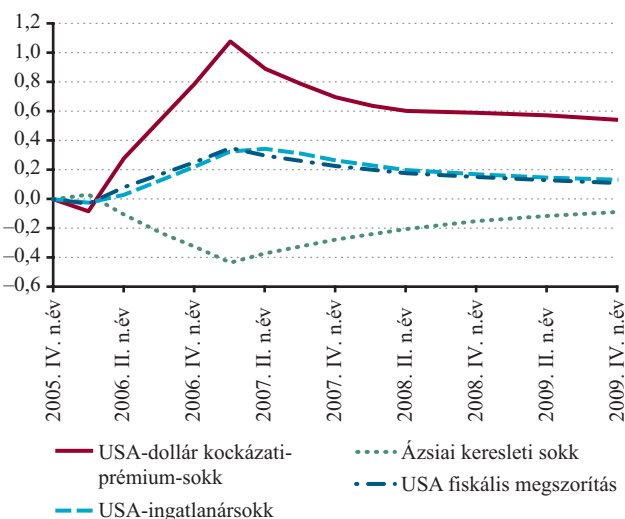
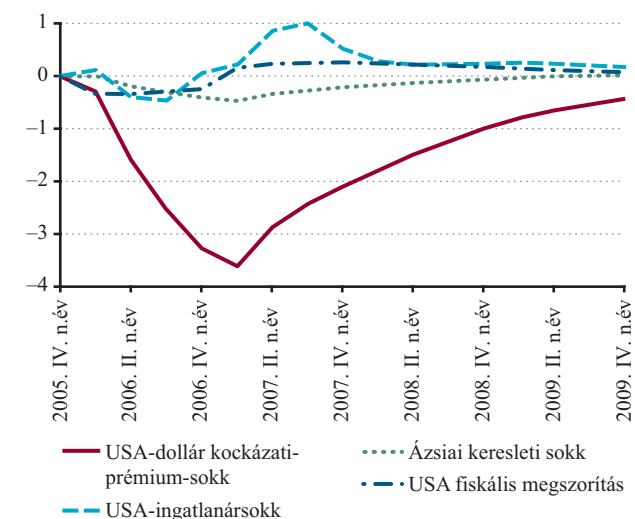
Euroövezet



Lakossági fogyasztás növekedése (év/év)

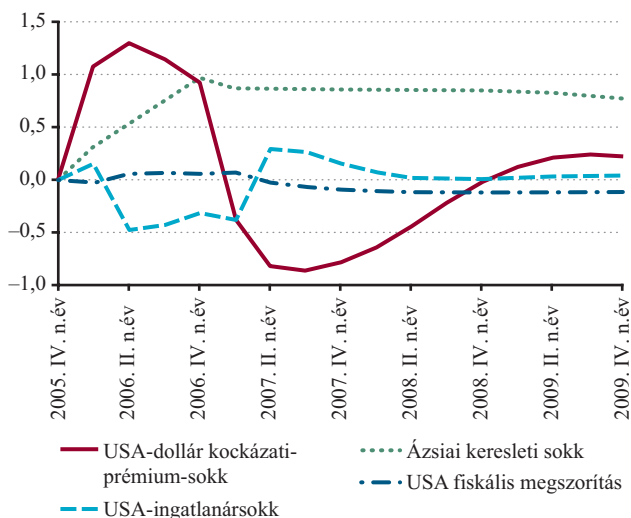


Magánberuházás növekedése (év/év)

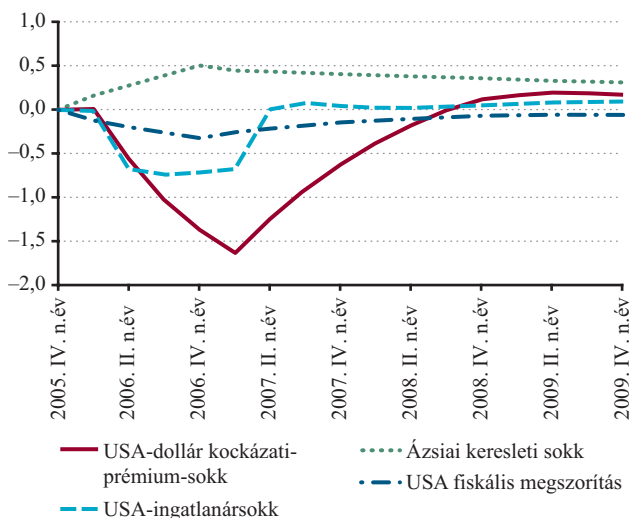


USA

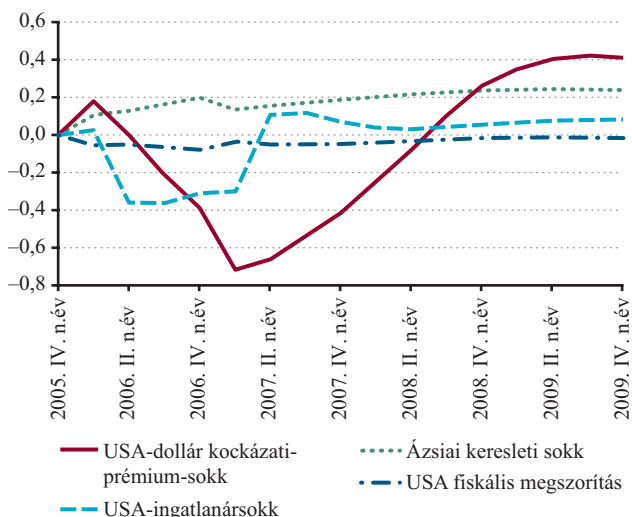
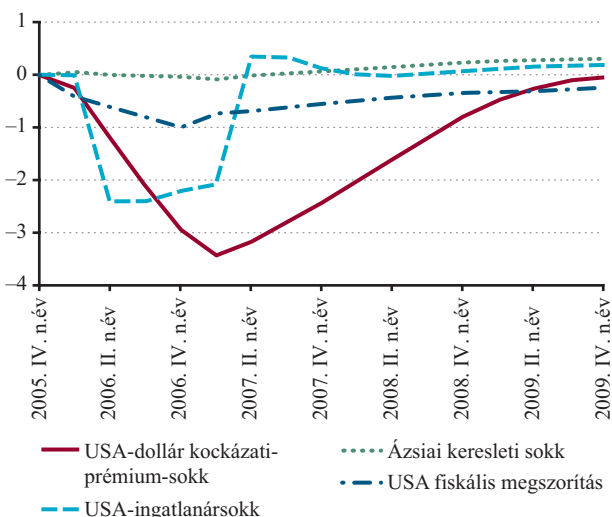
Export növekedése (év/év)



Euroövezet

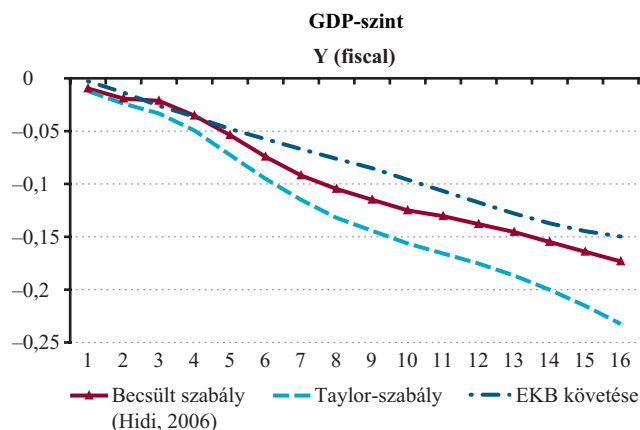
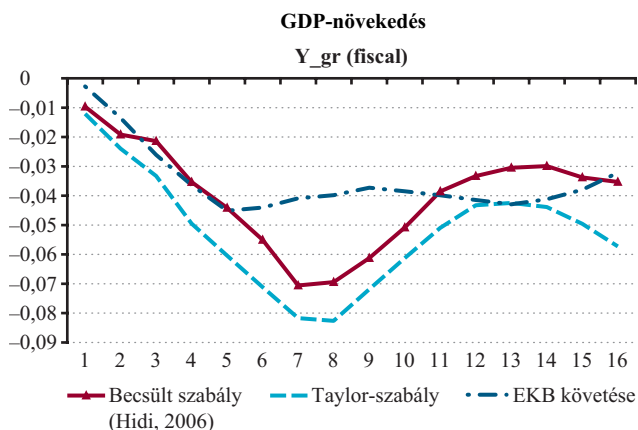
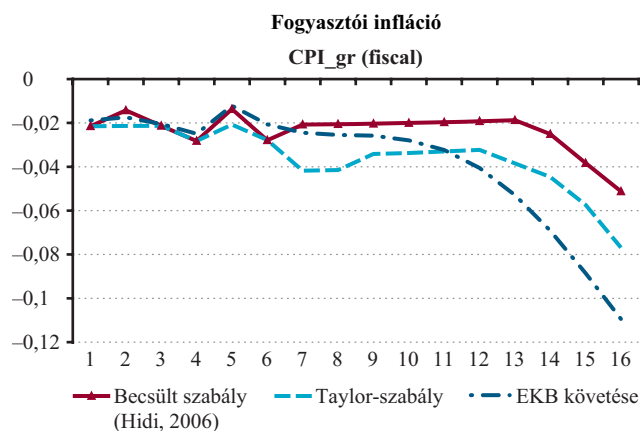
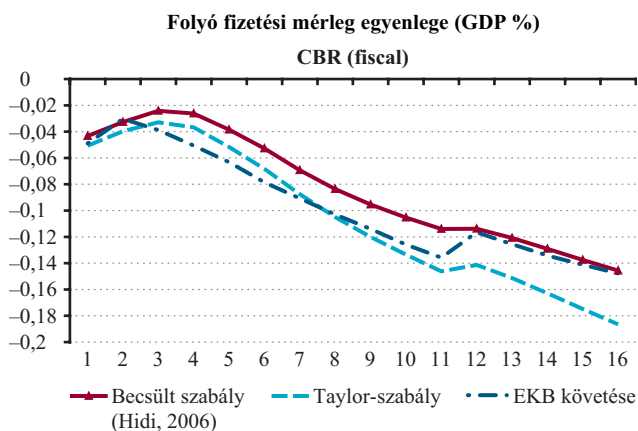
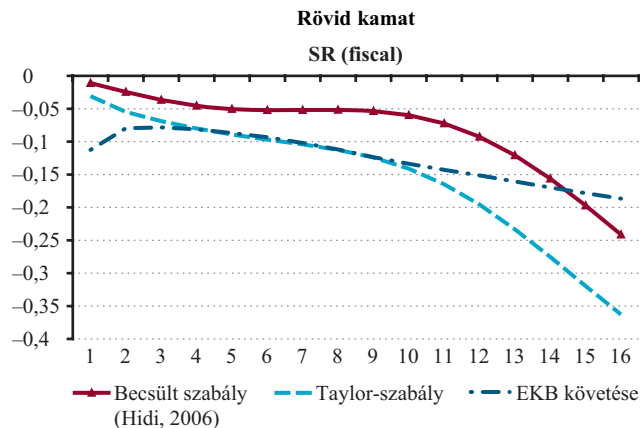
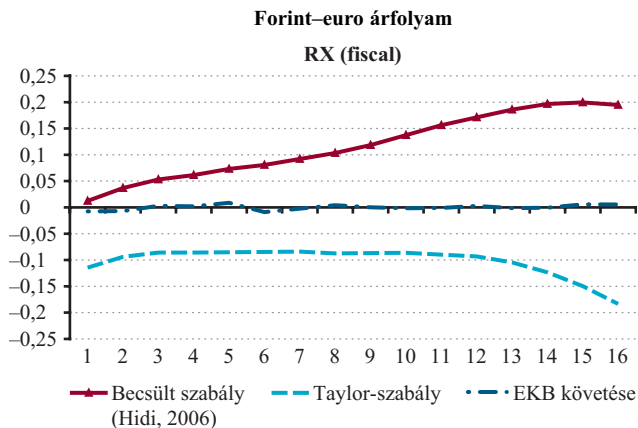


Import növekedése (év/év)

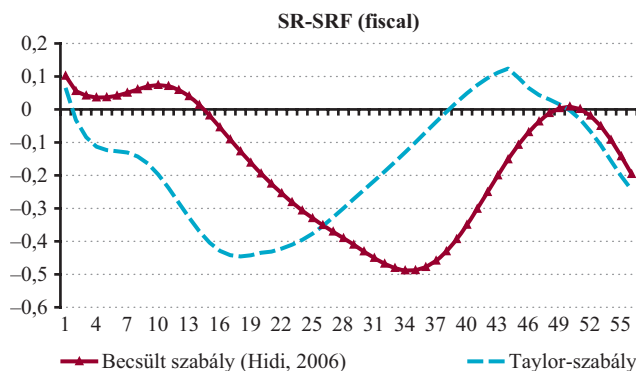


Magyar reakciók – Fiskális megszorítás az USA-ban

(alappályától vett százalékos vagy százalékpontos eltérések)



Kamatkülönbség (az eurozónához képest)

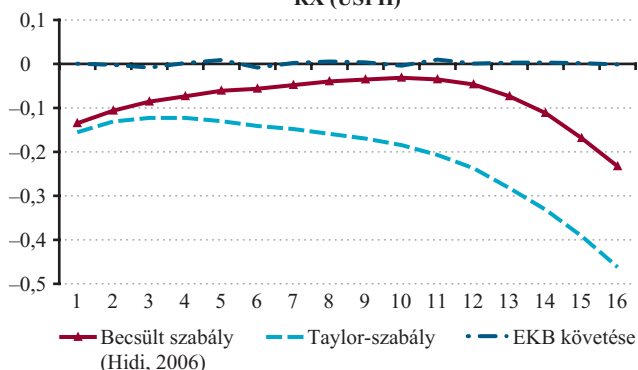


Magyar reakciók – Az USA-ingatlanárak korrekciója

(alappályától vett százalékos vagy százalékpontos eltérések)

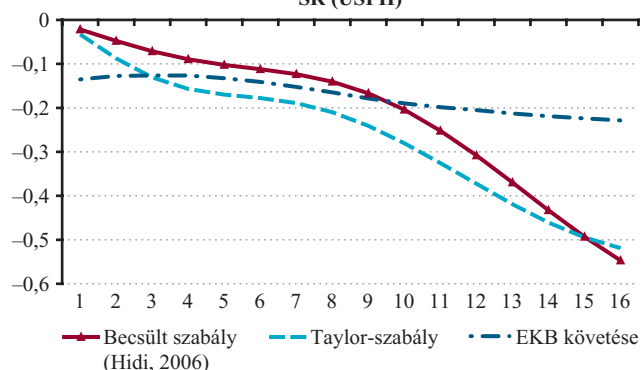
Forint–euro árfolyam

RX (USPH)



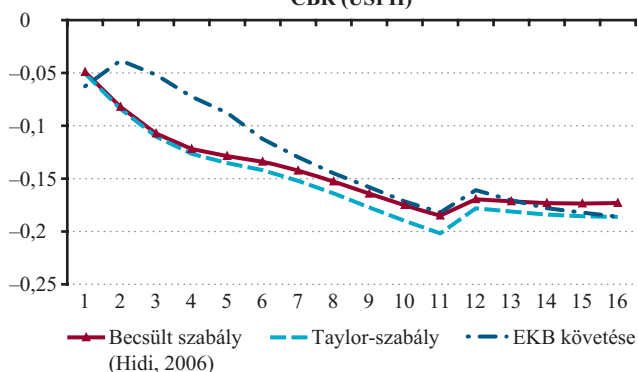
Rövid kamat

SR (USPH)



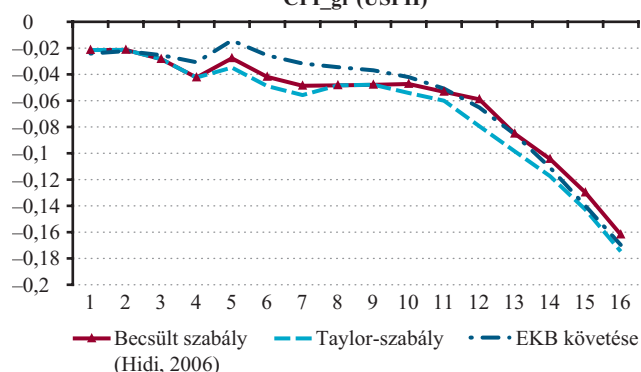
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %)

CBR (USPH)



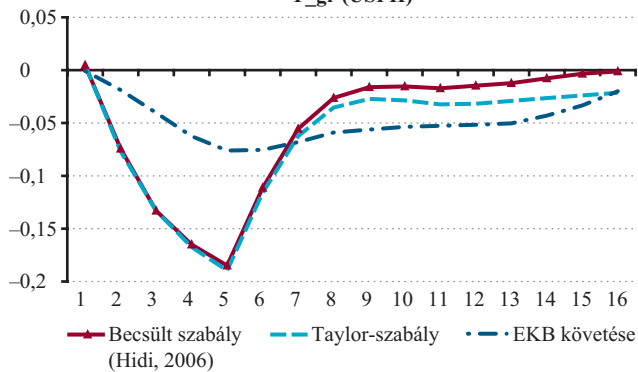
Fogyasztói infláció

CPI_gr (USPH)



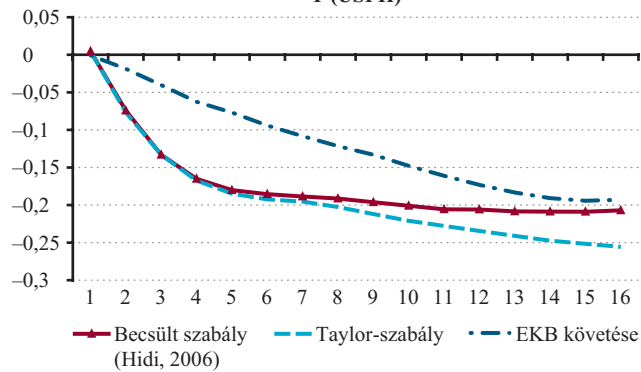
GDP-növekedés

Y_gr (USPH)



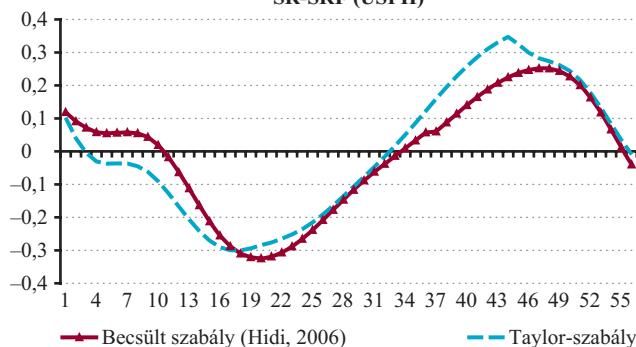
GDP-szint

Y (USPH)



Kamatkülönbözet (az eurozónához képest)

SR-SRF (USPH)

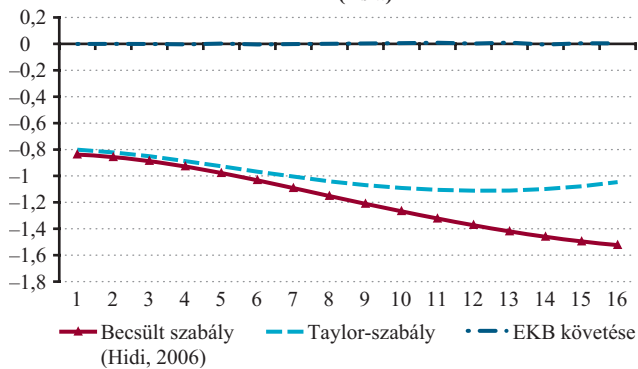


Magyar reakciók – Gyorsabb ázsiai keresletbővülés

(alappályától vett százalékos vagy százalékpontos eltérések)

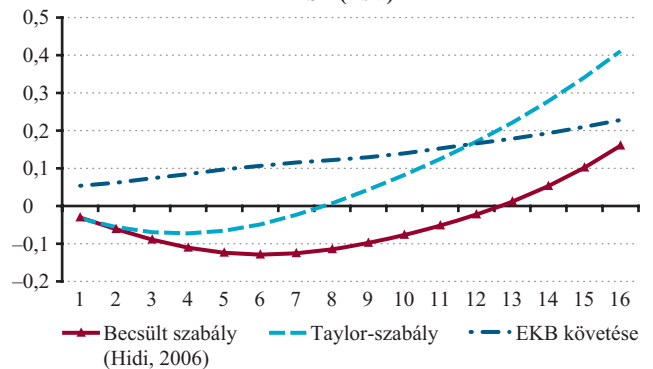
Forint–euro árfolyam

RX (Asia)



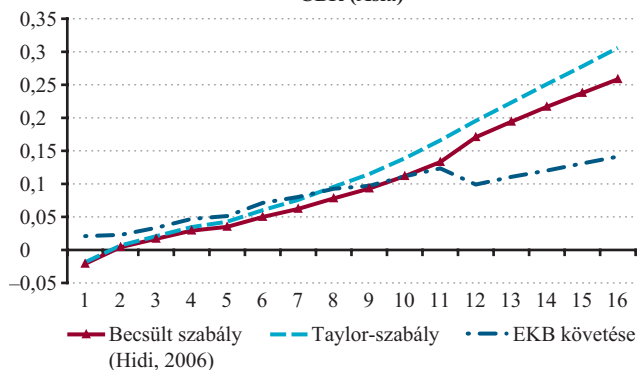
Rövid kamat

SR (Asia)



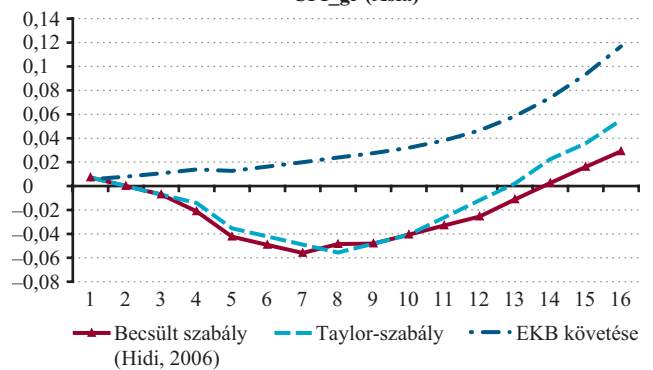
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %)

CBR (Asia)



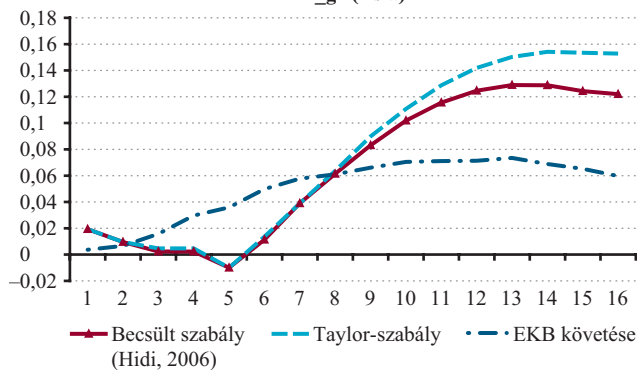
Fogyasztói infláció

CPI_gr (Asia)



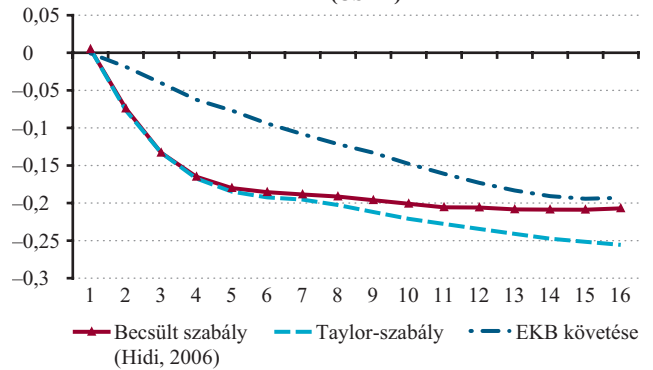
GDP-növekedés

Y_gr (Asia)



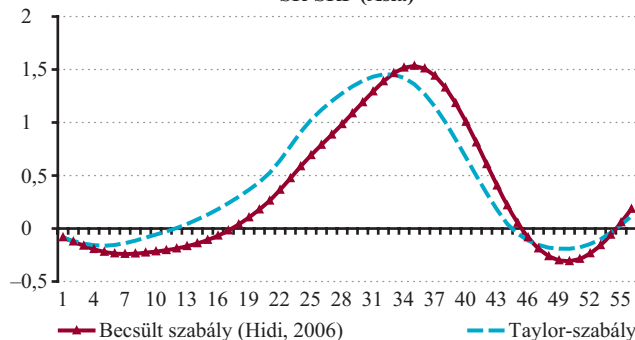
GDP-szint

Y (USPH)



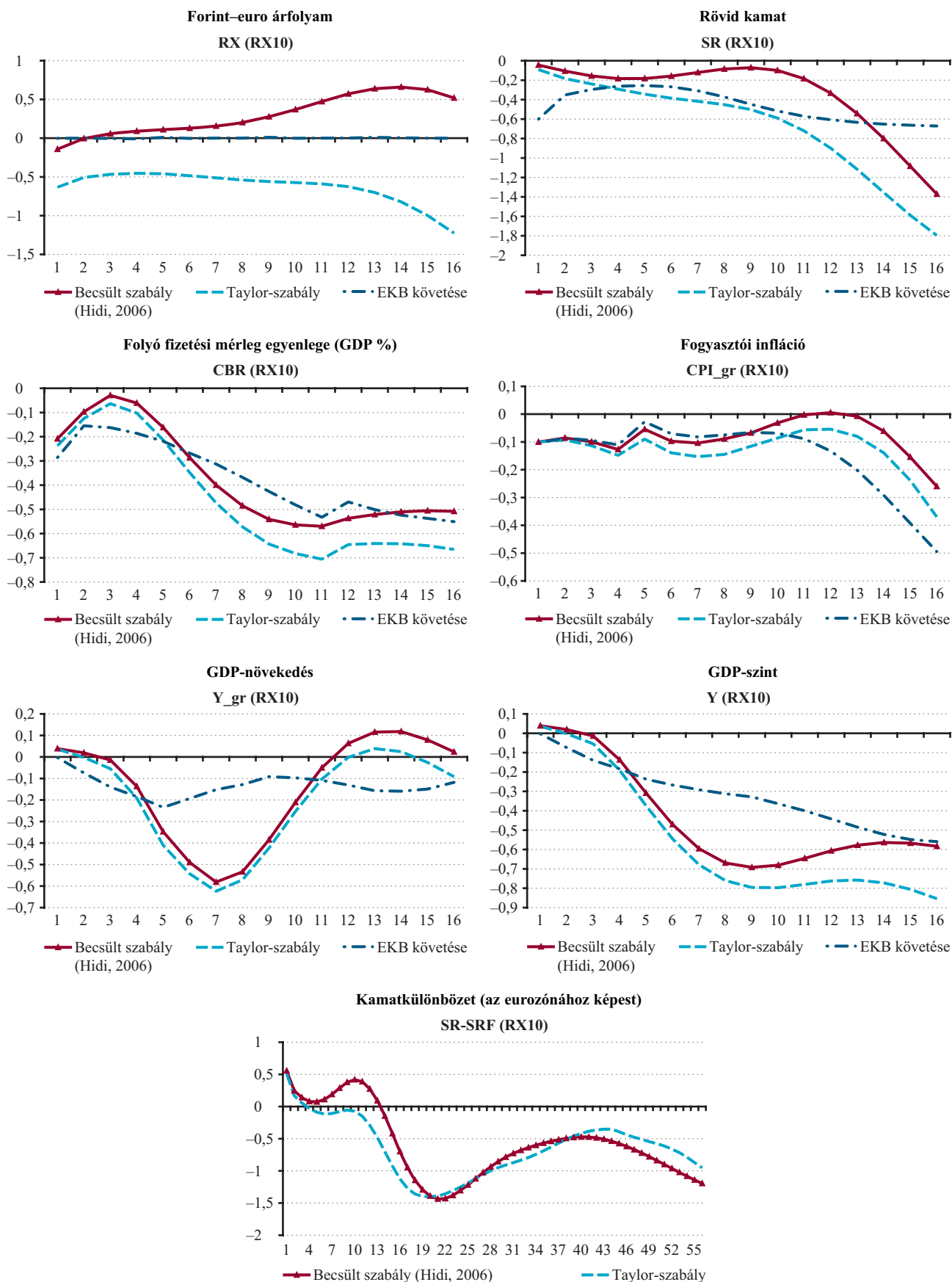
Kamatkülönbség (az eurozónához képest)

SR-SRF (Asia)



Magyar reakciók – Magasabb kockázati prémium az USA-dollárral szemben

(alappályától vett százalékos vagy százalékpontos eltérések)



MNB-tanulmányok 59.

2006. december

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

