



MNB Háttér tanulmányok
2005/5

Tóth Máté Barnabás¹

**JELENTŐS KÜLSŐ EGYENSÚLYTALANSÁGOK KÖVETKEZMÉNYEI –
NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK**

2005. augusztus

¹ Köszönettel tartozom Benczúr Péternek, Csermely Ágnesnek és Szalai Zoltánnak a tanulmány megírásához nyújtott segítségükért és hasznos észrevételeikért. A fennmaradó hibák a sajátjaim.

Online ISSN: 1587-9356

Tóth Máté Barnabás, Közgazdasági főosztály, Monetáris stratégiai osztály

E-mail: tothmat@mnb.hu

Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest

Szabadság tér 8-9.

Tel: 428-2600

<http://www.mnb.hu>

Összefoglaló

A tanulmányban olyan ország-epizódokat vizsgáltunk, amelyek során jelentős külső egyensúlytalanság és/vagy nagymértékű folyó fizetési mérleg korrekció volt megfigyelhető. Az esettanulmányok formájában feldolgozott epizódok heterogenitásából fakadóan csak korlátozott érvényességű tanulságok vonhatóak le. A folyó fizetési mérleg tartósan magas hiánya kockázati tényezőt jelenthet, azonban önmagában nem feltétlenül szükséges és nem is feltétlenül elégséges tényező egy válságszerű (a hatóságok által kontrollálhatatlan mértékű nominális leértékelődéssel és magas reáláldozattal járó) fizetési mérleg korrekció kialakulásánál. A válságszerű korrekciók kialakulásában a pénzügyi rendszer fejlettsége és intézményi sajátosságai, a gazdasági szereplők mérlegeiben megjelenő fedezetlen árfolyamkockázat és a rögzített árfolyamrendszerek a folyó fizetési mérleg hiányának mértékénél fontosabb tényezők lehetnek. A tartósan fennmaradó külső egyensúlytalanságot mutató, illetve a nem válságszerű korrekciós epizódok arra utalnak, hogy a relatíve fejlett pénzügyi rendszer, az alacsony fedezetlen árfolyam-kockázati kitettség a gazdasági szereplők mérlegeiben, a kedvező fiskális pozíció illetve az európai integrációs folyamatban – és különösen az eurózónában – történő részvétel egy jelentős külső egyensúlytalanságokat mutató ország esetében csökkentheti egy hirtelen bekövetkező, magas reáláldozattal járó fizetési mérleg korrekció bekövetkezésének valószínűségét. A hosszabb ideje magas deficitet mutató magyar folyó fizetési mérleg esetében kedvező körülménynek tekinthető a jól működő pénzügyi közvetítés és szabályozás, az Európai Unió tagság elérése, illetve az euró bevezetése felé történő haladás. Kockázati tényezőt jelenthet azonban önmagában a magas külső finanszírozási igény, az euró bevezetésének tervezett menetrendjét is potenciálisan veszélyeztető laza fiskális politika, valamint a háztartások, a vállalatok és az államháztartás növekvő devizaforrás-bevonása.

JEL kódok: F32, F34

Kulcsszavak: külső egyensúlytalanságok, fenntarthatóság, folyó fizetési mérleg korrekció

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	4
1. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS	6
<i>A folyó fizetési mérleg meghatározói</i>	6
<i>Fizetési mérleg korrekciók</i>	8
<i>Fizetési mérleg korrekció ikerdeficit alatt</i>	10
2. AZ EPIZÓDOK TANULSÁGAI – ÖSSZEFOGLALÓ	12
3. AZ EPIZÓDOK	22
3.1. VÁLSÁGSZERŰ KORREKCIÓS EPIZÓDOK	22
<i>Implicit fundamentális problémák – sebezhetőség a vállalati szektor mérlegeiben</i>	22
<i>Explicit fundamentális problémák – sebezhetőség az állambáztartás mérlegeiben</i>	28
3.2. „KÖZTES” KORREKCIÓK	31
3.3. „CSENDES” KORREKCIÓS EPIZÓDOK	37
3.4. TARTÓSAN MAGAS FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYT MUTATÓ EPIZÓDOK	40
<i>Portugália és Görögország</i>	41
<i>Új EU tagállamok: Észtország, Cseh Köztársaság és Magyarország</i>	44
<i>Ausztrália és Új-Zéland</i>	48
FÜGGELÉK	52

TÁBLÁZATOK

1. táblázat: A folyó fizetési mérleg korrekción átesett országok egyes mutatói,	20
2. táblázat: A tartós folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkező országok egyes mutatói	21
3. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Thaiföld 1995-2001	24
4. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Malajzia 1995-2001	25
5. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Dél-Korea 1995-2001	26
6. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Indonézia 1995-2001	27
7. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Törökország 1998-2003	28
8. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Mexikó 1992-1998	29
9. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Argentína 1999-2003	30
10. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Chile 1996-2002	32
11. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Brazília 1999-2003	33
12. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Magyarország 1992-1998	34
13. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Cseh Köztársaság 1995-2001	35
14. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Szlovákia 1996-2002	36
15. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Izland 1998-2003	38
16. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Szlovákia 1999-2003	38
17. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Lengyelország 1998-2003	39
18. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Portugália 1997-2003	42
19. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)	42
20. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Görögország 1997-2003	43
21. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)	43
22. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Észtország 1997-2003	45
23. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)	45
24. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Cseh Köztársaság 1999-2003	46
25. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)	46
26. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Magyarország 1997-2003	47
27. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)	47
28. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Ausztrália 1997-2003	48
29. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Új-Zéland 1997-2003	49
30. táblázat: Egyes feltörekvő országok AECM mutatói	52
31. táblázat: A rövid lejáratú külső adósság- és a hivatalos devizatartalék-állomány hányadosa	53

ÁBRÁK

1. ábra: Válságszerű korrekciók	54
2. ábra: Köztes korrekciók	55
3. ábra: „Békés” korrekciók	55
4. ábra: Havi kumulált árfolyam-változás a válságszerű korrekciós epizódok környékén	56
5. ábra: Havi kumulált árfolyam-változás a békés epizódok környékén	57
6. ábra: Havi kumulált árfolyam-változás a köztes epizódok környékén	58

Bevezetés

Jelen tanulmány célja, hogy áttekintse a magyarhoz hasonló nagyságrendű külső egyensúlytalanságokkal rendelkező országok tapasztalatait, illetve néhány jelentősebb fizetési mérleg korrekciós epizód tanulságát. A tanulmányban olyan ország-epizódokat vizsgálunk, ahol az elmúlt 15 év során jelentős külső egyensúlytalanságok voltak tapasztalhatók. Jelentős külső egyensúlytalanságnak tekintettük, ha a folyó fizetési mérleg hiány legalább két évig meghaladta a GDP 5 százalékát, vagy egy adott évben jelentős, 3 százalékpontot meghaladó korrekciót (egyenleg-javulást) mutatott. Az epizódokat esettanulmányok formájában dolgoztuk fel.

A tanulmányban 24 OECD és 13 nagyobb feltörekvő ország 1990 és 2003 közti adatai alapján 22 epizódot illetve periódust választottunk ki². A mintába azok az ország-epizódok kerültek, amelyek során a folyó fizetési mérleg hiánya legalább 2 évig átlépte a GDP 5 százalékát (magas hiány periódus), vagy amelyek során a folyó fizetési mérleg GDP arányos egyenlegében egy év alatt 3 százalékpontot meghaladó mértékű javulás (korrekció) történt. Két, egymást követő évben történő 3 százalékpontot meghaladó korrekciót egy epizódnak tekintettünk. A kiválasztási kritérium következtében az általunk vizsgált mintába főként feltörekvő, vagy alacsonyabb jövedelmű fejlett országok kerültek. A mintába – relevanciájából következően – bekerült egy olyan ország-epizód is (Brazília) amely formálisan ugyan nem felelt meg a kiválasztási feltételeknek, azonban a folyó fizetési mérleg egyenlege, illetve a korrekció mértéke csupán csekély mértékben maradt el a fenti küszöbértékektől.

A 22 epizódból 10 olyan esetet találtunk, ahol egy magas folyó fizetési mérleg periódust 3 százalékpontot meghaladó korrekció követett. 5 esetben a korrekciót nem előzte meg – a fenti értelemben vett – magas hiány periódus, míg 7 esetben a magas hiány periódus a vizsgált időszak végéig fennmaradt. A kiválasztott epizódok esetében a folyó fizetési mérleg mellett hagyományos makrogazdasági mutatók (GDP növekedése és összetevői, költségvetési hiány, infláció) illetve az aggregált árfolyam- és lejárat kockázat mérésére alkalmas mérőszámok alakulását is vizsgáltuk, a korrekciót megelőző- és az azt követő három-három évben.

Az első fejezetben a folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok és korrekciókkal foglalkozó irodalmat tekintjük át. Ezt követően az első fejezetben felvázolt fogalmi keret felhasználásával összefoglaljuk a vizsgált epizódok főbb tanulságait, majd következtetéseket fogalmazunk meg a magyarországi külső egyensúlytalanságokkal kapcsolatban. A harmadik fejezet a vizsgált ország-epizódok részletes leírását tartalmazza esettanulmányok formájában.

² A korrekcióval járó epizódok: Argentína (2002), Brazília (2002) Chile (1999), Cseh Köztársaság (1998) Dél-Korea (1998), Indonézia (1998), Izland (2001-2002), Lengyelország (2001), Magyarország (1995), Malajzia (1998), Mexikó (1995), Szlovákia (1999 és 2003), Thaiföld (1998-1999), Törökország (2001);

A tartós hiány periódusok: Cseh Köztársaság (2000-től), Észtország (1996-től), Görögország (2000-től), Magyarország (1998-től), Portugália (1997-től) illetve Ausztrália (1974-től) és Új-Zéland (1975-től)

1. Szakirodalmi áttekintés

Az alábbiakban – szükségszerűen szelektív módon – áttekintjük azokat a legfontosabb írásokat, amelyek elméleti vagy empirikus támpontokat adnak a vizsgált ország-epizódok értelmezéséhez. Először kitérünk röviden a folyó fizetési mérleg alakulását meghatározó tényezőkre és a fenntarthatóság kérdésére, majd a fizetési mérleg korrekciók irodalmának elemzésünk szempontjából releváns részét tekintjük át, kitérve az ikerdeficit szituációk sajátos körülményeire.

A folyó fizetési mérleg meghatározói

Kis, nyitott gazdaságokban a folyó fizetési mérleg alakulását, azaz a gazdasági szereplők beruházási és megtakarítási döntéseinek eredőjét elméleti megközelítésben számos tényező határozhatja meg. Ilyen lehet többek között a gazdasági növekedés ciklikus ingadozása, a (permanens) jövedelemvárakozások alakulása, a reálkonvergencia folyamata, gazdaságpolitikai döntések közvetlen és közvetett hatása, az intézményi környezet adottságai (vagy szűkebben értelmezve a pénzügyi közvetítés intézményi adottságai), illetve különböző exogén sokkok hatása. Empirikus szemszögből vizsgálva, Debelle és Faruquee (1996) OECD országok adatain végzett keresztszeti és panel becsléseket felvonultató tanulmánya szerint a folyó fizetési mérleg alakulását hosszú távon demográfiai tényezők, a fejlettségi szint és a fiskális politika határozza meg, míg rövid távon a reálárfolyam, az output gap és a cserearány változások hatása látszik szignifikánsnak. Chinn és Prasad (2003) fejlett és feltörekvő országokat vizsgáló tanulmánya szerint a költségvetési hiány, a kezdeti nettó külső tartozásállomány és fejlődő országok esetében a pénzügyi mélyülés mutatói pozitívan korrelálnak a folyó fizetési mérleg egyenlegével.

A folyó fizetési mérleg hosszabb távú fenntarthatóságának megítélésére több hipotézis létezik. Az egyik egyszerű, de széles körben használt hüvelykujjszabály-szerű módszer a GDP arányos nettó külső adósságállomány egy adott szinten történő stabilizálódásához vezető folyó fizetési pályákat veti össze, különböző növekedési és adósságteher feltevések mellett (ld. Milesi-Ferreti és Razin 1996). Mivel az optimális GDP arányos külső adósság szint megállapítása általában nem lehetséges a fenti szint megválasztása önkényes. Egyértelműen fenntarthatatlannak akkor tekinthető egy adott folyó fizetési mérleg-pálya, ha jövőbeli folytatódása plauzibilis növekedési és adósságteher feltételezések mellett a GDP arányos nettó külső adósság korlátok nélküli növekedését eredményezné. A folyó fizetési mérleg *rövid távú* fenntarthatósága szempontjából azonban döntő fontosságú lehet a *bruttó* külső adósság deviza-összetétele és lejárat szerkezete amely nagymértékben befolyásolja az adott ország külső sokkokkal szembeni sebezhetőségét (lásd alább).

A folyó fizetési mérleg fenntarthatósága megközelíthető kevésbé aggregált szemszögből is. A folyó fizetési mérleg hiánya, azaz a makro-szintű beruházás illetve megtakarítás különbsége felfogható az egyes nemzetgazdasági szektorok (állam, vállalatok, háztartások) nettó megtakarítási pozíciójának összegeként (finanszírozási igényeként) is. A folyó fizetési mérleg hiánya egyaránt emelkedhet az egyes szektorok beruházásainak növekedése, illetve megtakarításainak csökkenése következtében. Fenntarthatósági szempontból eltérő megítélés alá eshet az elsősorban beruházások növekedése által, illetve a megtakarítások csökkenése (azaz a háztartási és/vagy állami fogyasztási kiadások növekedése) következtében jelentkező hiány. Érdemes itt megemlíteni a nyolcvanas években ismertté vált és gyakran hivatkozott Lawson doktrínát, amely szerint a folyó fizetési mérleg hiányára nem kell különösebb figyelmet fordítani („benign neglect”), amíg azt elsősorban a magánszektor beruházásai mozgatják. A Lawson doktrína implicite feltételezi, hogy a beruházási kiadások az egyes gazdasági szereplők optimalizáló döntéseit jelenítik meg, amelyek

aggregált szinten is optimális kimenethez vezetnek, vagy legalábbis nem igényelnek gazdaságpolitikai beavatkozást. Az 1997/98-as ázsiai válsághullám azonban rámutatott, hogy a magánszektor szereplőinek beruházási döntései jelentős mértékben torzulhatnak különböző piaci tökéletlenségek, egyes gazdaságpolitikai lépések illetve intézményi hiányosságok következtében, ami nem hatékony erőforrás-allokációt, jelentős mértékű sebezhetőséget és végső soron a külső pozíció fenntarthatatlanságát eredményezheti.

A folyó fizetési mérleg hiányának fenntarthatóságáról azonban nem feltétlenül nyújt elegendő információt az egyes nemzetgazdasági szektorok nettó finanszírozási igénye/képessége. Sem a kormányzati szektor magas finanszírozási igénye által mozgatott folyó fizetési mérleg hiány (ikerdeficit) esetén, sem pedig a döntően a magánszektor szereplőinek beruházási és megtakarítási döntéseit tükröző külső forrásbevonásból nem vonhatók le egyértelmű következtetések a hiány és a külső eladósodás szintjének hosszabb távú fenntarthatóságával, vagy az ország sebezhetőségével kapcsolatban. Az ikerdeficit ugyanis részben tükrözheti a termelékenységehez illetve a jövőbeni gazdasági növekedéshez hozzájáruló infrastrukturális beruházások finanszírozási igényét, illetve a fogyasztási típusú kormányzati kiadások potenciálisan fenntarthatatlan növekedését. Mindazonáltal a kormányzati szektor esetében joggal feltételezhető, hogy beruházási célokra a vállalatoknál kevésbé hatékonyan használja fel a bevont külső forrásokat, ami hosszabb távon alacsonyabb gazdasági növekedéshez és így végső soron a fenntarthatóságot övező kockázatok emelkedéséhez vezethet.

A kormányzati szektor mellett, hogy a költségvetési deficiten keresztül közvetlen hatással lehet az ország külső finanszírozási igényére, közvetett és nem feltétlenül szándékolt módon a többi gazdasági szereplő mikro-szintű döntéseinek tendenciózus torzításával is befolyásolhatja azt, ami végső soron addicionális makro-szintű egyensúlytalanságként jelenhet meg. A torzítások éppúgy felléphetnek gazdaságpolitikai intézkedések (vagyis a gazdasági szereplők döntéseinek aktív befolyásolása) illetve az intézkedések elmaradása (azaz potenciálisan orvosolható piaci tökéletlenségek figyelmen kívül hagyása) következtében. Az előbbire példaként szolgálhatnak az államilag támogatott hitelezési sémák vagy az egyes gazdasági szereplők, illetve szektorok számára fenntartott explicit és implicit bail-out garanciák. Utóbbira példa lehet a pénzügyi szektor megfelelő szabályozásának és felügyeletének hiánya, vagy nem megfelelő színvonalon történő biztosítása.

A magánszektor nettó finanszírozási igénye szintén tükrözheti a produktív beruházási tevékenység erősödését és a háztartások egyensúlyinak tekinthető fogyasztássimítását illetve túlhevüléshez vezető, potenciálisan fenntarthatatlan túlzott beruházási aktivitást vagy a háztartások megalapozatlan jövedelemvárakozásaiból fakadó túlzott mértékű eladósodást. Az Európai Unió illetve az euróövezet tagállamait vizsgálva Blanchard és Giavazzi (2002) megállapította, hogy a kilencvenes évek során a tőkepiaci integráció előrehaladtával a folyó fizetési mérleg egyenlegek eloszlása szélesebb lett, azaz a fejlettebb tagországok magasabb többletet, míg a kevésbé fejlettek magasabb hiányt mutattak. A szerzők hipotézise szerint a fenti folyamat mozgatórugója elsősorban a háztartások megtakarítási pozícióinak változásában és csak kisebb mértékben a beruházási ráták különbözőségében keresendő. A szerzők rámutatnak, hogy az egységes európai piac kialakulása, az intézményi és jogharmonizáció folyamata, a pénzügyi integráció illetve az euró bevezetése az alacsonyabb jövedelmű országokban a likviditási korlátok oldódásán illetve a kockázati prémium csökkenésén keresztül a külső eladósodást – illetve a folyó fizetési mérleg hiányának növekedését -- magyarázó, egyensúlyinak tekinthető tényező volt.

A külső források hatékony felhasználásának egyik alapvető feltétele, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer legyen képes a források megfelelő, kockázattal súlyozott megtérülést biztosító allokációjára. Ha egy adott ország pénzügyi közvetítő rendszere piaci tökéletlenségek és/vagy

torzított ösztönzők következtében erre nem képes, az jelentős mértékben hozzájárulhat a külső pozíció fenntarthatatlanná válásához. A pénzügyi rendszer rossz erőforrás-allokációban megnyilvánuló gyengesége a külső források alacsony megtérülésű felhasználását eredményezi, és kockázatos szerkezeti összetételű külső forrásbevonáshoz is vezethet, ami a finanszírozás költségeit övező bizonytalanságot növeli.

Fontos megemlíteni, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát fedező külső (adósságeneráló) forrásbevonás szükségszerűen árfolyamkockázat kialakulásához is vezet. Saját valutában történő külső eladósodás esetén az árfolyamkockázatot a hazai eszközt megvásárló külföldi gazdasági szereplők viselik, míg devizában történő eladósodás esetén az árfolyamkockázat a külső forrást bevonó belföldi szereplőket terheli. Feltörekvő országok körében gyakran előforduló adottság, hogy az egyes gazdasági szereplők nem, vagy csak igen korlátozott mértékben tudnak eladósodni a hazai valutában. A szakirodalom ezt a jelenséget „eredendő bűn”-ként („original sin”, ld. pl. Eichengreen és Hausmann [1999]) aposztrofálja

Előbbieket azt mutatják, hogy attól függően, hogy az egyes szektorokban mely tényezők határozzák meg dominánsan a külső finanszírozási igény alakulását, nagyságrendileg hasonló folyó fizetési mérleg hiánypályák fenntarthatósági szempontból igen eltérő implikációkkal járhatnak.

Fizetési mérleg korrekciók

Az alábbiakban röviden áttekintjük, hogy milyen folyamatok vezethetnek a folyó fizetési mérleg korrekciójához (azaz az egyenleg jelentős mértékű, rövid időhorizonton bekövetkező javulásához), milyen tényezők befolyásolhatják a korrekció reálgazdasági költségeit illetve megvizsgáljuk az ikerdeficit szituációk sajátos implikációit.

A folyó fizetési mérleg hiány korrekciója számos okból állhat elő. Részben ebből is fakadóan eddig még nem sikerült egy egységes és konzisztens, empirikusan is verifikálható elméleti keretben megmagyarázni a fizetési mérleg korrekciók és az azokhoz sok esetben kapcsolódó különböző típusú válságok jelenségét. Viszonylagos egyetértés mutatkozik azonban abban, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlegének ingadozása fejlett országokban alapvetően ciklikus jelenségeket (ld. Freund 2000), míg feltörekvő országokban ennél komplexebb folyamatokat takar. Debelle és Galati (2005) 21 fejlett ország fizetési mérleg korrekciós epizódjait vizsgálva arra az eredményre jutott, hogy a folyó fizetési mérleg korrekciójának valószínűségét exogén tényezők, a globális GDP növekedés illetve a globális (amerikai) kamatlábak alakulása befolyásolja szignifikánsan. Emellett hangsúlyozzák, hogy a folyó fizetési mérleg korrekcióját a gazdaság egészében meglévő fundamentális egyensúlytalanságok váltják ki, amelyeknek a korrekciót megelőző magas folyó fizetési mérleg hiány csupán egy – és nem is szükségszerűen megjelenő – tünete. Edwards (2004) 157 ország 1970 és 2001 közötti epizódjait vizsgáló tanulmánya szerint feltörekvő országokban a folyó fizetési mérleg korrekciók szorosan összefüggnek a külső tőkebeáramlásokban bekövetkező hirtelen megállásokkal és jelentős valószínűséggel valutaválságot eredményeznek. Eredményei szerint egy adott évben a folyó fizetési mérleg egyenlegében történő jelentős korrekció valószínűségét a folyó fizetési mérleg megelőző évi GDP arányos hiánya, a külső adósság GDP arányos szintje, a devizatartalékok szintje, a hazai hitelállomány-növekvés, illetve az adósságszolgálati terhek nagysága befolyásolja szignifikánsan. Mindazonáltal, ahogy arra több szerző is rámutat (pl. Edwards 2001), önmagában a folyó fizetési mérleg hiány mértéke a feltörekvő országok esetében sem jár feltétlenül normatív gazdaságpolitikai implikációkkal.

Ahogy azt többen is (pl. Roubini és Setser 2004) hangsúlyozták, a kilencvenes években a tőkeáramlások egyre kiterjedtebb liberalizációja és globalizálódása következtében a fizetési mérleg egyensúlytalanságok illetve korrekciók természete megváltozott. A fizetési mérleg korrekciók

mozgatórugói a folyó fizetési mérlegben tükröződő folyamatokról a finanszírozási oldalra, azaz a tőke- (vagy az újabb terminológia szerint pénzügyi-) mérlegre tevődtek át. Mindeközben a kilencvenes évek során a külső egyensúlytalanságokban (magas folyó hiány, külső adósság kedvezőtlen illetve sebezhető szerkezete) nagyobb szerepe lett a magánszektornak – ami nyilvánvaló módon folyó fizetési mérlegben és a finanszírozási oldalon is megjelent.

Számos esetben a folyó fizetési mérleg egyenlegének hirtelen javulása egy valuta és/vagy pénzügyi válsággal párhuzamosan vagy annak következményeként zajlott le és kiemelkedően magas növekedési áldozattal járt. A fizetési mérleg korrekcióhoz vezető valutaválságok kialakulásának okai te kintetében nincs konszenzus a szakirodalomban (ld. pl. Eichengreen és szerzőtársai 2003 vagy Frankel és Wei 2004). Az elméleti magyarázatok megoszlanak aszerint, hogy válságokat fundamentális gazdasági/gazdaságpolitikai tényezőkre (államháztartási hiány, infláció), a globális pénzügyi rendszer adottságaira és tökéletlenségeire (pénzügyi fertőzés, kollektív befektetői magatartásminták, többszörös egyensúly szituációk), vagy az adott ország intézményi jellemzőire (bankrendszer szabályozása, moral hazard, implicit és explicit bail-out garanciák, erőforrás-allokációt torzító gazdaságpolitikai lépések) vezetik vissza³.

Calvo és szerzőtársai (2004) a tőkeáramlásokban bekövetkező hirtelen megállások empirikus sajátosságait vizsgálták 32 fejlett és feltörekvő országban. Eredményeik szerint a feltörekvő országokat a nagyfokú adósság dollarizáció (domestic liability dollarization) jelentős mértékben sebezhetővé teszi egy nagyobb (reál)leértékelődéssel szemben. Továbbá, az adósság dollarizáció a reálárfolyam potenciális ingadozásával együtt nagymértékben hozzájárulhat egy a tőkeáramlásokban bekövetkező hirtelen megálláshoz. A tőkeáramlásokban bekövetkezett hirtelen megállások a mintában szereplő feltörekvő országok esetében időben csoportosulva, a globális hatású krízisepizódok környékén jelennek meg, ami ezen országok pénzügyi fertőzésnek (financial contagion) való kitettségét mutatja. Feltörekvő országok esetében jelentős (reál)leértékelődési epizódok közel kétharmada járt együtt a tőkeáramlásokban bekövetkező hirtelen megállásokkal, míg fejlett országok esetében kevesebb mint egyötöde. A tőkeáramlásokban bekövetkezett hirtelen megállások ezen felül számos esetben nagyfokú kamatláb emel(ked)éssel, a devizataralékok csökkenésével illetve jelentős folyó fizetési mérleg korrekcióval is jártak. A szerzők hangsúlyozzák, hogy az adósság dollarizáció, illetve a gazdasági szereplők mérlegeiben megjelenő egyéb sebezhetőségi tényezők elsősorban a feltörekvő országokra jellemzőek és döntően a hazai gazdaságpolitikák eredményei. Kiemelik továbbá, hogy az általuk vizsgált epizódok alapján a magas folyó fizetési mérleg-hiány jelentős adósság dollarizációval párosulva különösen veszélyes, a külső sokkokkal szembeni sebezhetőséget nagymértékben növelő kombináció lehet.

Roubini és Setser (2004) a kilencvenes évek pénzügyi válságait széleskörűen vizsgáló könyvükben a feltörekvő piacokra jellemző sebezhetőség forrásaként a következő, egymással sok tekintetben összefüggő tényezőket jelölik meg: makrogazdasági fundamentumokban tapasztalható egyensúlytalanságok, az államháztartási és/vagy folyó fizetési mérleg deficitiek devizában denominált vagy rövid lejáratú eszközökkel történő finanszírozása; a gazdaságpolitikai hitelesség alacsony szintje; rögzített árfolyamrendszerek-, implicit költségvetési garanciák illetve- a pénzügyi felügyelet és szabályozás hiányosságai által generált morális kockázat; különböző belső (pl. politikai bizonytalanság) és külső (pl. nyersanyagárak) sokkoknak való kitettség.

³ Az első, második és harmadik generációs valutaválság-modellekkel összhangban

Az egyes nemzetgazdasági szektorok pénzügyi mérlegeiben rejlő kockázati és sebezhetőségi tényezőket hangsúlyozó megközelítés („balance sheet approach” – ld. Allen és szerzőtársai 2002) szerint a kilencvenes években a feltörekvő országokban lezajlott pénzügyi és fizetési mérleg válságok többségénél megfigyelhető volt:

- a devizaeszközökkel, devizajövedelemmel vagy derivatív instrumentumokkal nem fedezett, nyitott devizapozíciók magas aránya (currency mismatch)
- az eszközök és források lejáratára közti jelentős, likviditási kockázatot eredményező eltérés (maturity mismatch)
- nem teljesítő hitelek illetve alacsony megtérülésű, vagy veszteséget termelő eszközök magas aránya (inszolvenca probléma)
- adóssággeneráló tételek magas részesedése a külső finanszírozási struktúrában

Fizetési mérleg korrekció ikerdeficit alatt

Ahogy fentebb már rámutattunk, ikerdeficitről akkor beszélhetünk ha egy gazdaságban a magas külső finanszírozási igény jelentős részben az államháztartási szektor tevékenységével magyarázható, ami párhuzamosan kialakuló folyó fizetési mérleg és költségvetési hiányt eredményez. Mivel a folyó fizetési mérleg egyenlege az összes gazdasági szereplő megtakarítási és beruházási döntéseinek eredőjét mutatja, az ikerdeficit kialakulása a költségvetési pozíció mellett a háztartások és a vállalatok nettó finanszírozási igényének (képességének) alakulásától is függ.

A deficit(ek)et finanszírozó tőkebeáramlások megállásán alapuló fizetési mérleg korrekció ikerdeficit-szituációkban is bekövetkezhet. Döntően devizában denominált államadósság esetén a szuverén adós fizetőképességében megrendülő külső bizalom-, míg a hazai valutában denominált államadósság esetén az árfolyamkockázatot vállaló nem rezidens befektetők hirtelen megjelenő, nagyfokú leértékelődési várakozásai válhatnak ki megállást vagy megfordulást a tőkeáramlásokban.

Ikerdeficit fennállása esetén azonban sajátos vonás, hogy a fizetési mérleg korrekció – legalábbis részben – gazdaságpolitikai döntés kérdése is, így egy fenyegetett helyzetben lehetőség van a külső egyensúlytalanságok költségvetési intézkedések útján történő mérséklésére. Egy esetleges fiskális kiigazításon alapuló korrekció belső keresletre illetve a külső finanszírozási igényre gyakorolt hatása azonban a háztartások és a vállalatok nehezen megjósolható viselkedésétől is függ. Ezt a bizonytalanságot a fiskális kiigazítás keresleti hatásával kapcsolatban a szakirodalomban megjelenő, legalább háromféle megközelítés is tükrözi (ld. P. Kiss és szerzőtársai 2005). A tradicionális keynes-i megközelítés szerint a fiskális kiigazítás a belső kereslet azonos mértékű kontrakcióját eredményezi, ami a folyó fizetési mérleg hiányának csökkenésével jár. A ricardoi ekvivalencia hipotézise szerint, néhány szigorú – és a gyakorlatban ritkán teljesülő – kiinduló feltétel teljesülése esetén a fiskális lazító illetve szigorító lépések hatását ellensúlyozza a háztartások fogyasztási keresletének alakulása. A ricardoi hipotézis szerint a háztartások a jelenbeli fogyasztási döntéseiket permanens jövedelem pályájuk alapján hozzák meg, a fiskális politika pedig csupán arra képes, hogy ezen pálya különböző időpontjai között átcsoportosítsa a háztartások jövedelmeit. A ricardoi hipotézis teljesülése esetén tehát a fiskális kiigazítás – ceteris paribus – nem lenne hatással az aggregált belső keresletre, így a folyó fizetési mérleg egyenlegére sem. A nem keynesi- vagy expanziós hatású fiskális kiigazítások hipotézise szerint a költségvetési deficit csökkentése a gazdasági szereplők várakozásain keresztül keresleti illetve kínálati oldalról is növekedésgerjesztő hatású lehet, és akár folyó fizetési mérleg hiányának növekedése irányába is hathat. Fontos megemlíteni, hogy ha a fiskális kiigazítást követően a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása az esetlegesen felmerülő nem keynes-i hatások következtében csekélyebb mértékű, a külső finanszírozás szerkezete így is jelentős mértékben javulhat, ami fenntarthatósági szempontból előnyös változást jelent.

A finanszírozás szerkezete abban az esetben javulhat a legnagyobb mértékben, ha a fiskális kiigazítás olyan beruházásösztönző kínálat oldali lépésekkel párosul, amelyek a nem adóssággeneráló tőkebeáramlások növekedését eredményezik. A nem keynes-i elemekkel is járó költségvetési kiigazítás folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatása függhet a pénzügyi szektor fejlettségétől illetve szerkezeti adottságaitól. Amennyiben a háztartások permanens jövedelmük emelkedését érzékelik, azonban likviditási korlátok következtében rövid távon nem képesek egy magasabb fogyasztási pályára átmenni, a fiskális kiigazítás folyó fizetési mérleg csökkentő hatása átmenetileg erőteljesebbnek bizonyulhat.

2. Az epizódok tanulságai – összefoglaló

Az alábbiakban összefoglaljuk a harmadik fejezet ország-esettanulmányainak legfontosabb tanulságait, majd ezeket figyelembe véve röviden értékeljük a jelenlegi magyar folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságokat.

A relatíve fejlett országok körében mind a magas folyó fizetési mérleg hiány periódusok, mind a korrekciós epizódok gyakorisága számottevően alacsonyabb volt, mint a feltörekvő országok esetében. A 3 százalékpontot meghaladó folyó fizetési mérleg korrekciók döntő többsége növekedési áldozattal és nominális árfolyamgyengüléssel járt, azonban ezek mértéke igen nagy szórást mutatott. A korrekcióval járó árfolyamgyengülés – néhány súlyos hitelességi problémával küzdő ország esetétől eltekintve – nem járt az infláció tartós megemelkedésével, amit a monetáris hatóságok hiteles antiinflációs fellépése, illetve a korrekcióval jellemzően együtt járó recessziós hatások magyarázhatnak. A válságszerű, magas növekedési áldozattal és jelentős árfolyamgyengüléssel járó fizetési mérleg korrekciók jellemzően a külső tőkebeáramlások hirtelen megállásához illetve egy spekulatív támadás bekövetkezéséhez voltak köthetők, míg a relatíve alacsony növekedési áldozattal és árfolyam-volatilitással járó „békés” korrekciós epizódok során inkább a belső alkalmazkodási folyamatok szerepe volt meghatározó. Néhány epizód a válságszerű illetve a békés kategóriák egyikébe sem sorolható egyértelműen, ezeket „köztes” korrekciókként aposztrofáltuk.

A tanulmányban vizsgált epizódok alapján elmondható, hogy magasnak tekinthető folyó fizetési mérleg hiányt hosszabb távon csak relatíve kevés ország tudott fenntartani. A fejlett piacgazdasági intézményrendszerrel és igen fegyelmezett makrogazdasági politikákkal rendelkező Ausztrálián és Új-Zélandon kívül ez csak néhány alacsonyabb jövedelmű EU tagország esetében figyelhető meg. Feltörekvő országok esetében a magas hiány periódusok jellemzően válságszerű korrekciókkal végződtek, az Európai Unióba újonnan belépett alacsonyabb jövedelmű országok esetében pedig vagy relatíve alacsony reálgazdasági áldozat mellett korrigálódtak, vagy jelenleg is tartanak.

Általánosan levonható tanulság, hogy a vizsgált epizódok alapján a jelentős – a GDP 5 százalékát meghaladó – folyó fizetési mérleg hiány önmagában nem szükséges és nem is elégséges feltétele egy válságszerű korrekció kialakulásának. Több vizsgált ország esetében a válságszerű korrekciós epizódokat nem előzte meg nemzetközi összehasonlításban kiemelkedően magasnak számító folyó fizetési mérleg hiány periódus, miközben néhány, hosszabb ideje relatíve magas folyó fizetési hiányt mutató ország esetében – a vizsgált időszakban – nem történt korrekció, illetve ahol mégis, ott nem minden esetben vezetett válságszerű tünetek kialakulásához. Előbbiek arra utalnak, hogy bár a folyó fizetési mérleg magas hiánya jelentős kockázatonövelő tényező lehet, a külső egyensúlytalanságok korrekciójának lezajlása illetve intenzitása számos egyéb tényezőtől is függ. A vizsgált epizódok alátámasztják előző fejezetben megfogalmazott állításokat, amelyek szerint a válságszerű tünetek kialakulásáért döntően a gazdasági szereplők mérlegeiben megjelenő sebezhetőségi tényezők (árfolyam-kockázat, lejáratok kockázat, hitelmegújítási kockázat) illetve a pénzügyi közvetítő rendszer strukturális hiányosságai tehetők felelőssé.

Válságszerű fizetési mérleg korrekciók:

A vizsgált, egyértelműen válságszerűnek tekinthető epizódok⁴ közül a korrekciót megelőzően a folyó fizetési mérleg hiánya csupán 3 esetben haladta meg tartósan a GDP 5 százalékát. A korrekciók minden esetben a korábban alkalmazott erősen menedzselt, stabil árfolyamot fenntartó monetáris politika feladásával jártak. A vizsgált Dél-kelet ázsiai ország-epizódok

⁴ Indonézia 1998, Malajzia 1998, Dél-Korea 1998, Argentína 2002, Mexikó 1995, Thaiföld 1997-1998, Törökország 2001

esetében a fizetési mérleg egyensúlytalanságok döntően a magánszektor tevékenységéhez voltak köthetők, amit a túlhevülésre utaló, rendkívül magas beruházási ráták is tükröztek. A többi ország-epizód esetében az egyensúlytalanságok kialakulásában államháztartási szektor közvetlen szerepe is jelentős volt. A szóban forgó epizódok során a fizetési mérleg korrekciója jellemzően a tőkeáramlások megállásának hatására következett be. A tőkebeáramlások megállásának illetve megfordulásának oka a devizában eladósodott gazdasági szereplők fizetőképességében vagy a rögzített árfolyam hitelességében megrendült befektetői bizalom, illetve több esetben a pénzügyi fertőzés („contagion”) volt. A tőkebeáramlások hirtelen lelassulása, megállása, vagy megfordulása következtében a belső kereslet visszaesése elkerülhetetlenné vált, a fizetési mérleg korrekció jelentős recesszió mellett ment végbe, a (kumulált) output veszteség több esetben meghaladta a GDP 10%-át.

A válságszerű korrekciós epizódok esetében fontos kiemelni a gazdasági szereplők (jellemzően a vállalati szektor és/vagy az államháztartás) aggregált mérlegeiben megjelenő kockázati illetve sebezhetőségi tényezők szerepét, amelyek jelentősen növelték a korrekcióval járó növekedési áldozat mértékét és részben felelőssé tehető az alkalmazkodási folyamat válságszerű lefutásáért. Az epizódok során tipikusan megjelenő mérleg-sebezhetőségi tényező a fedezetlen árfolyamkockázat illetve a lejárat vagy likviditási kockázat volt. A fedezetlen árfolyamkockázat nagyfokú árfolyamgyengülés esetén jelentős állományi átértékelődésekhez vezetett, a lejárat kockázat pedig a tőkeáramlások hirtelen megállásakor súlyos likviditási problémákat eredményezett, ami a strukturálisan gyenge pénzügyi rendszereken keresztül továbbgyűrűzött. Az árfolyamgyengülés tehát nem javította vagy korrigálta a külső forrásokat bevonó szektorok mérlegeit és jövedelmezőségét, hanem a tovább rontotta azokat, így kiugróan magas leértékelődést és nagymértékű recessziót eredményezett.

Az általunk vizsgált válságszerű epizódok esetében a pénzügyi- illetve mérleg-sebezhetőség kialakulásában komoly szerepet játszottak a pénzügyi közvetítő rendszer intézményi hiányosságai: a rosszul ütemezett liberalizáció, a laza szabályozás, a gyenge pénzügyi felügyelet, a nem megfelelő kockázatkezelés (vagy annak teljes hiánya). A bankrendszer egy része (pl. politikailag preferált intézmények) vagy akár egésze által élvezett implicit kormányzati „bail-out” garanciák a hitelkihelyezések során a túlzott kockázatvállalásra ösztönöztek („moral hazard”). Ezen intézményi gyengeségek nagymértékben erősítették a pénzügyi közvetítés prociklikus jellegét: az üzleti ciklus felívelő szakaszában túlfűtöttséghez vezettek, a korrekció idején pedig mélyítették a recessziót. A válságepizódok során általánosan megfigyelhető volt, hogy a szűken rögzített vagy erőteljesen menedzselt árfolyamrendszerek csökkentették a devizában denominált forrásbevonáshoz kapcsolódó árfolyamkockázat-érzékelést, miközben a magánszektor mérlegeiben gyorsan növekvő árfolyam-kockázati kitettség a hatóságokat a csökkenő hitelességű árfolyam-rendszerek fenntartására ösztönözte („fear of floating”). A kibocsátási veszteséghez azok a gazdasági szereplők járultak hozzá a legnagyobb mértékben amelyek mérlegeiben az árfolyam-kockázati kitettség lejárat vagy megújítási („rollover”) kockázattal párosult. Tipikusan ilyenek voltak az exportjövedelmet nem termelő, tevékenységüket rövid lejáratú devizaforrásokból fedező vállalatok, vagy a kiadásait jelentős részben rövid lejáratú deviza-adósság kibocsátásával finanszírozó költségvetési szektor.

A rögzített árfolyamrendszer további kockázati kitettséget jelentett azokban az esetekben, amikor a rögzítés kulcsvalútája nem tükrözte az adott ország külkereskedelmi szerkezetét: a vizsgált Dél-kelet ázsiai országok esetében a dollárhoz szűken rögzített árfolyamrendszerek a dollárban történő (külső) eladósodást ösztönözték, miközben az szóban forgó országok külkereskedelmi bevételeiben jelentős súlya volt a regionális valutáknak és a japán jennek. Az erősen rögzített árfolyamrendszerek másfelől az alapvető sebezhetőségi problémák napvilágra kerülését követően vonzó spekulatív célpontot is jelentettek, ami gyakorlatilag lehetetlenné tette a hatóságok által

kontrollálható módon lezajló, fokozatosabb fizetési mérleg korrekciót. Érdekes még megemlíteni hogy a Dél-kelet ázsiai országokban elsősorban a vállalati mérlegekben koncentrálnak a sebezhetőségi tényezők hosszú ideig rejtve maradtak, így azon országok esetében ahol a makrogazdasági keretek stabilnak tűntek, a válságszerű korrekció váratlanul érte mind a helyi hatóságokat, mind a nemzetközi szervezeteket.

Az argentin, a mexikói és a török epizód közös jellemzője, hogy a fizetési mérleg korrekciót megelőzően a Dél-kelet Ázsiai országokéhoz hasonló sebezhetőségi tényezők voltak azonosíthatók, azonban azok nem csak (vagy nem elsősorban) a vállalati szféra, hanem az államháztartás mérlegeiben koncentrálnak. A korrekció évében mindhárom ország jelentős rövid lejáratú, dollárban denominált állam-adósságállománnyal rendelkezett. Szintén fontos különbség, hogy – Mexikó kivételével – a fizetési mérleg korrekciót megelőzően egyik ország sem mutatott magas (5 százalékot meghaladó) folyó fizetési mérleg hiányt. A szóban forgó országok külkereskedelmi nyitottsága – különösen Argentína esetében – a korrekciót megelőző időszakban a relatíve alacsony volt, ami az árfolyamkockázattal szembeni természetes fedezési lehetőségek szűköségét mutatja. A GDP arányos bruttó nemzetgazdasági megtakarítási és beruházási pozíciók a Dél-kelet Ázsiai országokhoz képest számottevően alacsonyabbak voltak, túlzott beruházási aktivitás nem volt megfigyelhető egyik országban sem. Törökország és Argentína a korrekciót megelőzően recessziós időszakon ment keresztül. A szóban forgó országok esetében tehát a korrekciót megelőző időszakban a makrogazdasági mutatók összességében inkább kedvezőtlen képet mutattak, a hatóságok pedig több esetben a sebezhetőséget jelentősen növelő, (ex post) nyilvánvaló gazdaságpolitikai hibákat követtek el. A korrekciót követően – a súlyos recessziók ellenére – mindhárom országban jelentős inflációs nyomás alakult ki, amit a hatóságok csak több év elteltével tudtak visszaszorítani.

A válságszerű korrekciós epizódokhoz kapcsolódóan fontos hangsúlyozni, hogy egy ország devizában denominált aggregált adósságállományának növekedése még nem feltétlenül vezet a sebezhetőség növekedéséhez. A devizában denominált adósságállomány aggregált szitnjénél fontosabb annak megoszlása a devizaeszközökkel vagy devizajövedelemmel (azaz természetes fedezettséggel) rendelkező illetve nem rendelkező gazdasági szereplők között. A devizaforrások ágazatok közti megoszlása illetve a forrásallokáció kockázatossága erősen függ a pénzügyi szektor intézményi és szerkezeti fejlettségétől, a pénzügyi szabályozás és felügyelet hatékonyságától illetve az alkalmazott árfolyamrendszerrel.

A válságszerű korrekciót követően a vizsgált országok mindegyikében erőteljes, bár a korrekciót megelőző dinamikától elmaradó növekedés és a folyó fizetési mérlegek tartós fennmaradó többlete mutatható ki. Ez utóbbi az ázsiai országok esetében elsősorban a GDP arányos beruházás alacsonyabb szinten történő stabilizálódására, Mexikó és Argentína esetében az aggregált megtakarítási hányad emelkedésére, Törökország esetében pedig a két hatás együttes érvényesülésére vezethető vissza.

„Békés” korrekciók

A nem válságszerű, tehát relatíve alacsony növekedési áldozat mellett, válságtünetek nélkül zajló korrekciós epizódok⁵ többségében a folyó fizetési mérleg javulása a magánszektor tevékenységéhez volt köthető. A válságszerű korrekció elkerüléséhez jelentős mértékben hozzájárult, hogy a szóban forgó országok esetében a gazdasági szereplők relatíve kis mértékben voltak fedezetlen árfolyamkockázatnak kitéve, az árfolyam- és monetáris politikai rendszereik hitelessége végig fennmaradt, a tőkebeáramlásokban pedig nem következett be hirtelen és teljes megállás. Izland esetében magánszektorból kiinduló alkalmazkodási folyamat során a hatóságok monetáris szigorítással próbálták fenntartani a tőkeáramlások folytonosságát, illetve megakadályozni a nominális árfolyam túlzott mértékű gyengülését valamint az infláció növekedését, míg az automatikus költségvetési stabilizátorok és diszkrecionális fiskális intézkedések segítségével a belső kereslet túlzott kontrakcióját kísérelték meg elkerülni, sikerrel. A stabilizációs intézkedések hatásosságának fontos feltétele volt a monetáris politika hitelessége illetve az automatikus stabilizátorok működését lehetővé tevő fiskális pozíció. A nagyobb és zártabb Lengyelországban a belső kereslet visszaeséséért – s így a fizetési mérleg korrekcióért – elsősorban az inflációs célok elérése, illetve a fellazuló költségvetési politika keresleti hatásának ellensúlyozása érdekében erőteljesen szigorodó monetáris politika tehető felelőssé. Szlovákiában a fizetési mérleg korrekciót a megelőző évek során kiépült működőtőke-kapacitások beindulása illetve fiskális kiigazító intézkedések eredményezték, a korrekció nem járt növekedési áldozattal és a nominális árfolyam erősödése mellett zajlott. Portugália példája a szóban forgó epizódok között speciális esetnek tekinthető. Portugália esetében a korrekciós folyamat már az euróövezeten belül indult meg, és az egyes szektorok belső alkalmazkodását tükrözi, amit az EU Stabilitási és Növekedési Paktuma által megkövetelt fiskális kiigazítás prociklikus hatása kísér. Saját valuta hiányában sem az alkalmazkodást segítő, sem mérleg-hatásokon keresztül potenciálisan válságszerű tünetekhez vezető árfolyamgyengülés nem fordulhat elő. Portugália példája jól mutatja, hogy az euró-övezeti tagság sem jelent automatikus megoldást a fizetési mérleg egyensúlytalanságokra. Bár a saját valuta feladásával a rövid távú sebezhetőségi tényezők gyakorlatilag megszűnnek, a folyó fizetési mérleg- illetve a külső eladósodási pálya közép- és hosszú távú fenntarthatóságát meghatározó szolvencia korlátok továbbra is érvényesülnek.

„Köztes” korrekciók

A „köztes” fizetési mérleg korrekciók esetében a kibocsátási veszteség vagy a nominális árfolyam gyengülésének mértéke jelentősen elmaradt a válságszerű korrekción átment országokban tapasztaltakhoz képest, azonban nem sorolhatók egyértelműen a békés korrekció kategóriájába sem. A szóban forgó epizódok⁶ során a hatóságok exogén sokkokra reagáltak (Brazília, Chile), gazdaságpolitikai kiigazítással megelőző jellegű- (Magyarország), vagy egy már kibontakozóban lévő, potenciálisan valutaválsághoz illetve a tőkeáramlások megfordulásához vezető folyamat eszkalálódását megfékező korrekciót indítottak el (Cseh Köztársaság, Szlovákia).

A cseh epizódtól eltekintve, a nominális árfolyam éves átlagos gyengülése minden esetben számottevő volt, azonban csak Magyarországon vezetett az infláció jelentős növekedéséhez. Itt azonban a meglepetés infláció, illetve később az infláció lassú mérséklése a kiigazítási csomag része volt. A leértékelés és az infláció meglepetésszerű emelkedése rövid távon jelentős mértékben hozzájárult a költségvetési deficit illetve a belföldi kereslet mérséklődéséhez.

⁵ Izland 2001-2002, Portugália 2002-2003, Lengyelország 2001, Szlovákia 2003

⁶ Brazília 2002, Chile 1999, Cseh Köztársaság 1998, Magyarország 1995, Szlovákia 1999

Brazília esetében a fizetési mérleg korrekciót az argentin válság hatásainak begyűrzése, a politikai bizonytalanság, illetve a gazdaságpolitika jövőben pályájára vonatkozó kedvezőtlen (de utólag megalapozatlannak bizonyuló) várakozások okozták, amelyek a tőkebeáramlások visszaesését és jelentős árfolyamgyengülést eredményeztek. Az inflációs célkövetéses monetáris politika, illetve a magánszektor relatíve alacsony árfolyam-kockázati kitettsége, a fiskális politika hitelességének gyors kiépítése, illetve az IMF által nyújtott hitelcsomagok relatíve alacsony reáláldozatok melletti alkalmazkodást tettek lehetővé.

Az epizódok közül Magyarország esete tekinthető egyértelműen ikerdeficit szituációnak, azonban a strukturálisan gyenge bankrendszernek nyújtott garanciák következtében a cseh és a szlovák költségvetés is jelentős implicit terhekkel rendelkezett, amelyek a korrekciós folyamattal párhuzamosan meginduló bankkonszolidáció során kerültek felszínre. Brazília esetében a költségvetés relatíve magas hiánya egy pozitív elsődleges egyenleg és egy erősen negatív kamategyenleg összegeként állt elő.

A szóban forgó epizódok során a tőkebeáramlások megállása vagy megfordulása reális veszély volt, azonban nem volt a válságepizódok során tapasztaltakhoz hasonló mértékű fedezetlen árfolyam-kockázati kitettség a magánszektor mérlegeiben. A kiigazító intézkedések így növelték a gazdaságpolitika hitelességét, és a gazdaság tőkebevonó képességét. A Cseh Köztársaság és Szlovákia esetében a rögzített árfolyamrendszer feladására is sor került, így a hatóságoknak sikerült elkerülni egy, az árfolyam túlzott mértékű, kontrollálhatatlan gyengüléséhez vezető spekulatív támadást, a kiigazítás után pedig rövid időn belül sikerült stabilizálni a helyzetet. A korrekció ezen országok esetében is a belföldi kereslet visszaeséséből adódott, de a növekedési áldozat jóval kisebb volt, mint a válságszerű korrekciós epizódokban. Ehhez azonban az is hozzájárult, hogy a köztes epizódok esetében – Chile kivételével – részben a korrekciót megelőző tíz év átlagos növekedési üteme lényegesen alacsonyabb volt, mint a többi ország-epizód esetén.

A köztes korrekciók során a folyó fizetési mérleg hiányának tartós csökkentése jellemzően nem sikerült, de a külső forrásbevonás felhasználási és finanszírozási szerkezete javult, ami részben a korrekciót követő strukturális intézkedések (pl. privatizáció, bankrendszer reformja, beruházásösztönző lépések) valamint kiigazítás hitelességi hatásának tudható be. Fontos megemlíteni, hogy a fiskális kiigazításon alapuló korrekció esetén a hiány csökkenésének tartóssága függ a költségvetési intézkedések jellegétől, illetve a háztartási és a vállalati szektor alkalmazkodásától. Egy ikerdeficit szituációban a strukturális intézkedéseken alapuló, vagy a magánszektorra érintő szerkezeti reformok mellett zajló fiskális kiigazítás rövid távon csökkentheti a folyó fizetési mérleg hiányát, hosszabb távon azonban – a potenciális növekedés emelkedésére reagáló háztartási és vállalati szektor következtében – ismételten magasabb, de kedvezőbb felhasználási és finanszírozási szerkezetű folyó fizetési mérleg hiányt eredményezhet. A nem strukturális jellegű költségvetési kiigazítás növelheti az ikerdeficit szituáció visszatérésének valószínűségét.

Jelenleg is magas folyó fizetési mérleg hiányt mutató országok

A fejlett OECD országok közül egyedülálló módon, Ausztrália és Új-Zéland több mint 25 éve átlagosan a GDP 4 százaléka körüli folyó fizetési mérleg hiányt tart fenn. Bár a hiány átlagos mértéke a vizsgált periódusban egyikük esetében se haladta meg tartósan a GDP 5 százalékát, az epizódok tárgyalását indokoltnak tartottuk. A két ország esetében a folyó fizetési mérleg alakulása a magánszektor viselkedéséhez köthető, a globális tőkepiacokon kialakult kedvező megítélés következtében a gazdasági szereplők nem ütköznek külső finanszírozási korlátokba. A kedvező megítéléshez a szóban forgó országok hosszú múltra visszatekintő intézményi

berendezkedése mellett hozzájárulhatott a fegyelmezett költségvetési politika illetve a lebegő árfolyamrendszerrel párosuló hiteles, inflációs célkövetéses monetáris politika. A saját valutában történő külső eladósodás képessége, illetve a devizában történő eladósodás esetén az árfolyamkockázat megfelelő allokálására képes pénzügyi közvetítő rendszer, az alacsony külső finanszírozási költségek és a kilencvenes évek során tapasztalt dinamikus növekedési ütem mind hozzájárult ahhoz, hogy a relatíve magas hiányokat mutató folyó fizetési mérleg pálya és az így felhalmozódó külső tartozásállomány eddig mindkét országnál fenntarthatónak bizonyult. Ausztrália esetében érdemes kiemelni az Ázsiai válság időszakát. Bár az ausztrál külkereskedelem illetve pénzügyi kapcsolatok egy jelentős része a Dél-kelet Ázsiai térség országaiba irányult, a válság kirobbanásából fakadó külső sokkhatás nem okozott különösebb problémákat Ausztrália makrogazdasági folyamataiban. A stabil makrogazdasági fundamentumok, a hiteles gazdaságpolitikák és az egészséges szerkezetű pénzügyi rendszer következtében a tőkeáramlások leállításának vagy megfordulásának kockázata alacsony volt, így a külső sokkhatásra mind a monetáris, mind a fiskális politika anticiklikus hatású lazítással válaszolhatott (ld. Caballero és szerzőtársai 2003). Mivel az alkalmazkodást kikényszerítő külső (pl. a tőkeáramlások leállása vagy megfordulása) vagy belső (belső kereslet visszaesés) tényezők nem voltak megfigyelhetők, a folyó fizetési mérleg hiánya sem csökkent.

A tárgyalt országok közül néhány kevésbé fejlett EU tagország⁷ is képes volt – legalábbis a vizsgált periódus végéig – magas folyó fizetési mérleg hiányt fenntartani. A folyó fizetési mérleg hiány növekedésében az összes vizsgált EU-tagország esetében fontos tényező a magánszektor megtakarítási-beruházási egyenlegének tendencia-szerű csökkenése, ami döntő részben a háztartások megtakarítási pozícióinak romlására vezethető vissza, illetve – Észtország kivételével – az államháztartási szektor relatíve magas finanszírozási igénye. E felzárkózó EU-tagországokban a háztartások megtakarítási pozíciójának romlása természetes velejárója a pénzügyi közvetítés mélyülésének, illetve a likviditási korlátok oldódásának. Mindazonáltal a háztartások megtakarítási pozíciójának romlása – különböző hiteltámogatási sémák, vagy túlzottan optimista permanens jövedelem-várakozások kialakulásának következtében – meghaladhatja a pénzügyi közvetítés szerves fejlődése által indokolható egyensúlyi mértéket. Portugália példája arra figyelmeztet, hogy az euróövezeti csatlakozással kapcsolatos várakozásoktól vezérelt, a fundamentumok javulása által indokoltnál gyorsabb kamatkonvergencia hozzájárulhat egy reálgazdasági túlhevülés kialakulásához, illetve potenciálisan eszközár-buborékok felépüléséhez vezethet. A várakozások által fűtött gyors kamatkonvergencia hangsúlyozottan problematikus lehet abban az esetben, ha az euró-bevezetéshez vezető fiskális konszolidáció csupán könyvelés-technikai értelemben valósul meg, a valós államháztartási finanszírozási igény illetve keresleti hatás számottevő és tartós mérséklődése nélkül.

Az EU tagsággal együtt járó gazdaságpolitikai koordinációs intézmények bizonyos mértékig biztosítékot jelentenek a folyó fizetési mérleg hiányokat finanszírozó befektetők számára, hogy még abban az esetben is, ha rövidtávon nő a fegyelmezetlen költségvetési politikára visszavezethető egyensúlytalanság mértéke, középtávon fenntarthatóbb pályára álljon a gazdaság. Ilyen garanciának tekinthető a Stabilitási és Növekedési Paktum, illetve a hozzá kapcsolódó Túlzott Deficit Eljárás, illetve az a tény, hogy ezek az országok elkötelezték magukat az euró bevezetése mellett, aminek előfeltétele a makrogazdasági egyensúlytalanságok megszüntetése. Ezen túlmenően a szóban forgó országok esetében az euró kötelező jellegű bevezetése hiteles kilépési stratégiát jelent jelenlegi árfolyamrendszereikből és megszünteti az euróban denominált külső finanszírozásból fakadó sebezhetőségi tényezőket.

⁷ Cseh Köztársaság 2000-től, Észtország 1996-tól (a másik két balti állam külső egyensúlytalanságait az észti folyamatokkal mutatott nagyfokú hasonlóságuk miatt nem tárgyaljuk részletesen), Görögország 2000-től, Magyarország 1998-tól, Portugália 1997-től

Előbbiekből is látható, hogy ha az euró bevezetéséhez vezető konvergencia-pályák hitelesek és megalapozottak, az új tagállamok az euróövezeti tagságból adódó fizetési mérleg korlát lazulás előnyeit a közös valuta bevezetést megelőzően is érvényesíteni tudják. Egy nem euróövezet résztvevő EU-tagország konvergencia-pályájának hitelessége tehát a rövid távú sebezhetőség kialakulása illetve a fizetési mérleg középtávú fenntarthatósága szempontjából is kulcsfontosságú tényező lehet.

Tanulságok a magyar fizetési mérleg egyensúlytalansághoz kapcsolódóan

Magyarországon az elmúlt 6 évben folyamatosan 7%-ot meghaladó⁸ GDP arányos folyó fizetési mérleghiány alakult ki. A folyó fizetési mérleg hiányáért döntően az államháztartás tartósan magas külső finanszírozási igénye tehető felelőssé, de szintén fontos tényező a háztartások megtakarítási viselkedésének változása, a megtakarítási hajlandóság – vélhetően huzamosabb ideig fennmaradó – mérséklődése. A tökemérlegben regisztrált EU transzferek az elkövetkező években ugyan valamelyest csökkenthetik a külső finanszírozási igényt, és a növekedésre gyakorolt várható hatásuk miatt középtávú fenntarthatósági szempontból is előnyösnek tekinthetők, azonban önmagukban nem elegendők a külső egyensúlytalanságok számottevő korrigálásához.

A magas folyó fizetési mérleg hiány mindaddig finanszírozhatónak bizonyult, bár a befektetők magasabb kockázati felárat várnak el a forint befektetésektől, mint a régió többi országában⁹. Az EU tagság és az euró bevezetése melletti elkötelezettség a folyó fizetési mérleg hiányát finanszírozó befektetők felé egyfajta garanciát jelent a gazdaságpolitikai kiigazítás megvalósítására, illetve a sebezhetőségi tényezők jövőbeni megszűnésére. Az euró bevezetése melletti politikai és gazdaságpolitikai elkötelezettség intenzitásának változása azonban nagymértékben befolyásolhatja a hazai befektetések kockázati megítélését, miközben a kockázati megítélés és -prémium változása a költségvetés kamategyenlegén keresztül visszahathat a nominális konvergencia folyamatra. Az elkötelezettség erősödése illetve gyengülése tehát önmagát erősítő folyamatokat indíthat el, amelyek tovább segíthetik vagy akadályozhatják az euróövezeti részvételhez vezető nominális konvergenciát ezen keresztül pedig a külső egyensúlytalanságokból fakadó sebezhetőség mértékét.

A magyar gazdaságra nézve az euró bevezetését megelőző időszakban a külső egyensúlytalanságok jelentik az egyik legfőbb kockázati tényezőt, mivel a folyó fizetési mérleg hiány korrekciója – külső sokkok vagy belső alkalmazkodási folyamatok hatására – nem zárható ki teljes mértékben. A költségvetési hiány strukturális reformokon alapuló, jelentős és fenntartható csökkentése (ami az euró bevezetésének céldátumának tarthatóságát is megerősítené) egy relatíve békésen lezajló, alacsony reáláldozatokkal járó fizetési mérleg korrekciót valószínűsítene. A költségvetési konszolidáció elmaradása és a deviza-forrásbevonás további térnyerése egy, a hiányt finanszírozó tőkebeáramlások hirtelen megállásán vagy megfordulásán alapuló, magasabb reáláldozattal járó fizetési mérleg korrekció valószínűségét, illetve a korrekcióval járó várható növekedési áldozat mértékét növelheti. Egy esetleges korrekció esetén továbbá a magas költségvetési hiány jelentős mértékben leszűkíti az anticiklikus gazdaságpolitikai lépések megtételére fennálló mozgásteret.

Egy esetleges válságszerű korrekció bekövetkezésének valószínűségét csökkentheti az exportszektor magas részesedése a GDP-ből, ami az árfolyamkockázattal szembeni jelentős mértékű természetes fedezeti lehetőséget jelent. Továbbá a magyar bankrendszer szerkezetileg egészséges, szabályozása és felügyelete a nemzetközi illetve az uniós normáknak megfelelő. Ezek

⁸ A 2004 során bevezetett új fizetési mérleg számítási módszertan alapján visszabecsülve

⁹ 2005 első hónapjaiban az öt év múltai 5 éves euróhoz viszonyított forward-különbözet kb. 200 bázisponttal haladta meg a cseh és szlovák, és kb. 100 bázisponttal a lengyel mutatót.

alapján valószínűsíthető, hogy a vállalati mérlegek sebezhetősége a fentebb vizsgált válságszerű korrekciós epizódok során tapasztaltakhoz képest egyelőre számottevően alacsonyabbnak tekinthető. Aggodalomra ad okot azonban, hogy a deviza-eladósodás szerepe természetes fedezettséggel nem rendelkező kis és közepes vállalatok, illetve a háztartások esetében növekvő tendenciát mutat. Mivel a devizában történő eladósodás szoros összefüggésben áll azzal, hogy a költségvetési- és a külső egyensúlyi problémák miatt magas a forinteszközöktől elvárt kockázati prémium – aminek következtében a belföldi gazdasági szereplők kevésbé hajlandóak hazai valutában eladósodni – az egyensúlytalanságok fennmaradása hosszabb távon a sebezhetőség növekedését eredményezheti. Fontos rámutatni, hogy a magánszektor mellett az államháztartás deviza-eladósodása is növekvő tendenciát mutat, ami a magas finanszírozási igény mellett addicionális sebezhetőségi kockázatot jelent.

Az euróban történő külső forrásbevonás növekedése az euróövezeti csatlakozást megalapozó, hiteles konvergencia-pálya esetén nem okozna akut problémát, azonban az euró bevezetési dátuma körüli bizonytalanság kockázati tényezőt jelent. A kockázati kitettség csökkentésére az államháztartás finanszírozási igényének tartós visszafogásával érhető el. Azon túlmenően, hogy a fiskális kiigazítás önmagában mérsékelheti a folyó fizetési mérleg hiányát, több csatornán keresztül javítja a befektetők megítélését és a hiány finanszírozhatóságát. Egyrészt növeli az euró bevezetésre vonatkozó elkötelezettség hitelességét, másrészt a hiteles konvergencia-pályából adódó alacsonyabb forint hozamszint arra ösztönzi a magánszektor, hogy ne vállaljon fedezetlen árfolyamkockázatot, így lassíthatja a mérleg-sebezhetőségek felépülését.

Ahogy azonban Portugália példája is mutatja, a külső egyensúlytalanságok korrekciója még az euró bevezetését követően is fájdalmas folyamat lehet, abban az esetben ha a költségvetési politika számára nincs megfelelő mozgástér az alkalmazkodási folyamatot simító intézkedések megtételéhez illetve az automatikus stabilizátorok működéséhez. Ideális esetben tehát az euró bevezetését lehetővé tevő fiskális konszolidáció az euróövezeten belül is folytatódna.

**1. táblázat: A folyó fizetési mérleg korrekción átesett országok egyes mutatói
(a jelzett időszakok átlagában)**

Országok	Output veszteség (% pont)*	folyó fiz. mérleg egyenlege (GDP %)	államht. egyenlege (GDP %)	átlagos infláció (CPI)	árfolyamle- értékelődés (%)****	AECM ¹⁰	STD/TR ¹¹	magánszektor-nak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	
	t	a[t-3;t-1]	a[t-3;t-1]	a[t+1;t+3]	d[t-1;t]	[t-1]	[t-1]	d[t-5;t-1]	[t-1]
<i>Válságserű epizódok</i>									
Dél-Korea t=1998	14,2	-2,6	-0,3	2,4	47,3	-12,4	..	14,4	78,8
Indonézia t=1998	20,7	-2,9	0,9	12,3	244,2	-30,9	1,98	11,8	60,8
Malajzia t=1998	16,6	-6,7	1,3	1,9	39,5	-1,0	0,72	51,9	158,4
Thaiföld t=1997-1998	29,8**	-7,3	2,3	1,2	63,2	-20,3***	1,45***	54,3	165,7
Argentína t=2002	13,9	-2,9	-2,8	8,9	206,0	-282,4	1,37	-1,1	20,8
Mexikó t=1995	8,7	-6,5	1,6	23,6	89,9	-32,5	6,27	21,2	38,7
Törökország t=2001	11,2	-1,6	-11,0	26,3	96,0	-41,7	1,28	0,9	23,7
<i>„Békés” epizódok</i>									
Izland t=2001-2002	3,2**	-8,0	2,6	2,1	16,5**	..	..	50,8	100,8
Lengyelország t=2001	2,7	-6,2	-1,4	1,3	-8,4	-8,8	0,37	6,7	27,7
Portugália t=2002-2003	5,8**	-9,2	-3,3	..	0,0	..	..	50,3	147,9
Szlovákia t=2003	-1,0	-6,7	-8,0	..	-2,8	..	0,48	-13,8	40,6
<i>Köztes Epizódok</i>									
Brazília t=2002	1,2	-4,5	-4,3	10,7	23,9	-26,2	0,62	1,1	34,2
Chile t=1999	8,8	-4,9	1,4	3,3	10,5	-0,5	0,10	11,3	63,4
Cseh Közt. t=1998	3,4	-5,5	-0,2	3,6	4,3	6,4	0,83	2,5	75,7
Magyarország t=1995	-2,5	-5,9	-6,7	18,7	31,6	-37,8	0,15	-20,1	26,5
Szlovákia t=1999	2,6	-9,7	-3,8	7,6	11,6	..	1,60	12,9	54,4

a: átlag, d: változás

* a korrekció évében tapasztalt növekedési ütem eltérése a korrekciós időszakot megelőző tíz év átlagától

** 2 éves, kumulált eltérés

*** 1997-es érték

**** Argentína, Brazília, Chile, Dél-Korea, Indonézia, Malajzia, Mexikó, Thaiföld, Törökország: dollárral szembeni árfolyam; Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia: euróval/ecu-vel szembeni (szintetikus) árfolyam; Izland: nominális effektív árfolyam

Forrás: IMF *International Financial Statistics*, World Bank *World Development Indicators*, Eurostat, MNB, saját számítások

¹⁰ A Goldstein és Turner (2004) által konstruált AECM (aggregated effective currency mismatch) mutatószám jól tükrözi az egyes országok a gazdasági szektorainak aggregált mérlegében megjelenő árfolyam-kockázati kitettséget illetve sebezhetőséget. A mutató a devizában denominált adósság (rezidens és nem rezidens) teljes adósságon belüli százalékos arányának (FCD*100/TD) illetve a nettó devizaeszköz pozíció (net foreign-currency assets - NFCA) és az export/GDP (XGS) hányadosának szorzataként áll elő. A mutató negatív értéket vesz fel, ha az adott ország nettó külföldi devizatartozás-állománnyal rendelkezik, és annál alacsonyabb minél kevesebb exportjövdelemmel, illetve minél magasabb devizaadósság aránnyal rendelkezik a teljes adósságállományán belül.

$$AECM = (NFCA/XGS) (FCD*100/TD)$$

¹¹ A rövid lejáratú külső adósság- és a hivatalos devizatartalék-állomány hányadosa

2. táblázat: A tartós folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkező országok egyes mutatói
(a jelzett periódus átlagában)

Ország	Periódus	folyó fiz.mérleg egyenlege	államháztartás egyenlege	gazdasági növekedés
Görögország	2000-2003	-7.1	-4.0	4.2
Portugália	1997-2003	-7.9	-3.2	1.2
Cseh Köztársaság	2000-2003	-5.9	-7.3	2.8
Észtország	1996-2003	-8.6	0.2	5.8
Magyarország	1998-2003	-7.7	-6.1	4.1
Ausztrália	1974-2003	-3.9	-1.0	3.1
Ausztrália	1990-2003	-4.1	-0.2	3.2
Új-Zéland	1975-2003	-5.6	-2.4	2.0
Új-Zéland	1990-2003	-4.1	1.4	2.8

Forrás: : IMF Interntional Financial Statistics, World Bank World Development Indicators, Eurostat

3. Az epizódok

A vizsgált 22 epizódból illetve periódusból 4 nagyobb, jellegzetességeik alapján relatíve homogén csoportot képeztünk. A „válságszerű”-, „köztes”- és „csendes” kategóriába sorolt fizetési mérleg korrekciók mellett egy „tartós folyó fizetési mérleg hiány” csoportot is létrehoztunk. Az epizódok bemutatásánál nagymértékben támaszkodunk Roubini és Setser (2004) könyvére, az IMF vonatkozó ország-jelentéseire illetve a IV. cikkely szerinti konzultációk dokumentumaira.

3.1. Válságszerű korrekciós epizódok

A válságszerű fizetési mérleg korrekciót elszenvedő országokat két további csoportra oszthatjuk. Az első csoportba kerültek azok az epizódok, ahol a sebezhetőség döntően a vállalati szektor mérlegeiben koncentrált. A második csoport olyan korrekciós epizódokat tartalmaz, ahol a sebezhetőség az államháztartási mérlegeiben is jelentős mértékű volt.

Implicit fundamentális problémák – sebezhetőség a vállalati szektor mérlegeiben

Az ezen csoportba sorolható országok közös jellemzője, hogy a válságot megelőző években gyorsan és stabilnak látszó makrogazdasági fundamentumok mellett (moderált infláció, egyensúlyközeli vagy többletet mutató költségvetés) növekedtek miközben gazdaságpolitikáik nemzetközi megítélése kedvező volt. Thaiföld és Malajzia esetében a későbbi problémákra a hagyományos makrogazdasági mutatók közül egyedül a folyó fizetési mérlegük magas hiánya utalt, amely tartósan és jelentősen meghaladta a GDP 5 százalékát. Indonézia és Dél-Korea esetében azonban a folyó fizetési mérleg hiány a korrekciót megelőző három évben alacsony szinten maradt. A korrekciót megelőzően mind a négy országban kedvező makrogazdasági környezetben megvalósuló dinamikus gazdasági növekedés volt tapasztalható, amely a magánszektor erőteljes beruházási tevékenységén alapult. A beruházások GDP-hez viszonyított kiemelkedően magas szintje lényegesen alacsonyabb, de nemzetközi összehasonlításban még szintén rendkívül magasnak tekinthető, a GDP 30 százalékát meghaladó megtakarítási rátával párosult. A szóban forgó országokban tehát a folyó fizetési mérleg hiányáért nem a nemzetgazdasági megtakarítások alacsony szintje, hanem a magánszektor túlzott, a gazdaság egészének túlhevüléséhez vezető beruházási aktivitása volt felelős. A túlhevülés strukturálisan gyenge pénzügyi rendszer mellett, illetve részben annak következményeként alakult ki. Több ország bankrendszerének portfóliójában a devizahitelektől eltekintve is magas volt a rossz vagy nem teljesítő eszközök aránya, amit több esetben a pénzügyi és nem pénzügyi vállalati szektor szoros, konglomerátumszerű összefonódását is tükrözött. A korrekcióhoz vezető túlhevülés tehát nem explicit gazdaságpolitikai lépésekkel magyarázható, sokkal inkább a szóban forgó országok intézményi hiányosságainak illetve problémáinak tulajdonítható. Az intézményi keretek torzítóan befolyásolták a magánszektor döntéseit, amely döntések következményei viszont jelentősen megnövelték az intézményi keretek módosításának költségeit. A korrekció a szóban forgó országokban a beruházások nagymértékű és tartós visszaeséséhez vezetett. A bruttó, GDP arányos megtakarítások Indonézia, Dél-Korea és Thaiföld esetében a beruházásoknál számottevően kisebb mértékben estek vissza, míg Malajzia esetében enyhe növekedést mutattak, ami mind a négy ország esetében folyó fizetési mérleg többletek kialakulásához vezetett. A korrekciót követően az infláció – Indonézia kivételével – moderált szinten stabilizálódott, amiben jelentős szerepe volt a korrekció évében kialakuló nagyfokú recessziónak illetve a valutaárfolyamok erőteljes menedzselésének.

A jelentős folyó fizetési mérleg korrekciókhoz vezető ázsiai válsághullám *Thaiföldről* indult ki. Thaiföldön a korrekciót megelőző években rendkívül erőteljes beruházási hullám volt megfigyelhető. A beruházási ráta a korrekciót megelőző 6-7 évben jelentős mértékben meghaladta a nemzetközi összehasonlításban szintén kiemelkedő nagyságú megtakarítási rátát, ami a folyó fizetési mérleg tartósan magas hiányát eredményezte. A hazai megtakarításokat jelentősen meghaladó beruházási aktivitás finanszírozását a pénzügyi rendszer és a tőkeáramlások kilencvenes évek elejére kiteljesedő liberalizációja tette lehetővé. A korrekciót megelőző 6-7 évben a thai gazdaság egyensúly közeli pozícióban levő költségvetés, moderált infláció, a dollárhoz erősen rögzített nominális árfolyam és mérsékelt felértékelődő fogyasztói ár alapú reálárfolyam mellett kimagasló növekedést produkált. A tradicionális makrogazdasági mutatók így nem utaltak fenntarthatósági problémákra.

Fontos rámutatni azonban, hogy az erőteljes beruházási aktivitás komoly strukturális sebezhetőség felépülésével járt együtt. A pénzügyi rendszer szabályozatlansága, a hathatós felügyelet hiánya, a nagyobb bankok által élvezett implicit és explicit fiskális „bail out” garanciák, illetve a rögzített árfolyam következtében a thai bankrendszer túlzott hitel-, árfolyam- és lejáratú típusú kockázatokat vállalt. Az így kialakult gyenge mérlegszerkezetben a fentebb említett kockázatok sok esetben akár egy intézményen belül is, egyszerre jelentkeztek. Tipikus jelenség volt a dollárjövdelemmel nem, vagy csak korlátozott mértékben rendelkező vállalatok (jellemzően építőiparban tevékenykedő cégek), bizonytalan megtérülésű beruházási projektjeinek rövid lejáratú, dollárban denominált adóssággeneráló forrásokból történő finanszírozása. Az refinanszírozási (lejáratú) és az árfolyam-kockázatot jellemzően a hitelfelvevő vállalat viselte.

Ezen folyamatok eredményeképp a fizetési mérleg korrekciót megelőző évben (1997) a rövid lejáratú, döntően dollárban denominált külső adósság meghaladta a hivatalos devizatartalékok 145 százalékát, míg a Goldstein és Turner (2004) féle AECM mutató -20 százalék alá süllyedt (ld. függelék) miközben az ingatlanpiacon jelentős eszközár-buborék alakult ki. A kritikussá váló szituációban tovább növelte a sebezhetőséget, hogy a központi bank forward ügyletekben előre elköltötte a devizatartalékok egy részét, amivel az árfolyam rövid távú védelme mellett menekülési útvonalat kívánt biztosítani a devizaforrásokat rosszul kihelyező bankok számára. A devizatartalékok szintje 1997 végére ért kritikus szintre, amikor a spekulatív támadás elkerülhetetlenné vált. Az árfolyamrögzítés feladása a pénzügyi mérlegekben nagymértékű állományi átértékelődést eredményezett, ami a jelentős lejáratú illetve árfolyamkockázatot futó vállalati szektorban tömeges csődhullámhoz vezetett, amelyet a strukturálisan gyenge pénzügyi közvetítő rendszer összeomlása követett.

3. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Thaiföld 1995-2001

Thaiföld	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-8,1	-8,1	-2,0	12,7	10,2	7,6	5,4
GDP növekedés (%)	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,8	2,1
Költségvetési egyenleg (GDP %)	3,2	0,9	-0,3	-2,8	-3,3	-2,2	-2,4
Bruttó államadósság (GDP %)	4,6	3,7	4,6	10,8	20,7	22,6	29,8
Fogyasztási kiadás (GDP %)	64,6	64,5	64,9	63,7	66,9	68,6	69,4
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	41,1	41,1	33,8	22,4	20,8	21,9	23,0
Export (GDP %)	41,8	39,3	48,0	58,9	58,3	66,8	66,0
Import (GDP %)	48,6	45,5	46,6	43,0	45,7	58,1	59,4
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	9,7	9,6	-0,8	-10,0	3,0	5,8	2,3
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	11,2	7,0	-20,5	-44,3	-3,2	5,4	1,2
Export (éves növekedés %)	15,4	-5,5	7,2	8,2	9,0	17,5	-4,1
Import (éves növekedés %)	20,0	-0,6	-11,3	-21,6	10,5	27,3	-5,5
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	35,4	35,5	35,1	36,3	33,1	31,4	30,6
CPI infláció (éves átlagos %)	5,8	5,8	5,6	8,1	0,3	1,5	1,7
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	139,8	147,2	165,7	155,9	131,9	108,3	96,9
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-32,1	-34,5	-49,2	-56,9	-38,1	-49,3	-45,0
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	100,0	105,1	96,7	83,9	87,1	83,7	79,8

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Mivel számos régióbeli ország a Thaiföldön megfigyelthez hasonló típusú sebezhetőséget mutatott, a thai baht összeomlása után vonzó spekulatív célpontokat jelentettek, ami segítette a válság gyors továbbterjedését. A válság továbbterjedésére a hasonló sebezhetőségi tényezőket mutató országok rögzített árfolyamrendszereit megtámadó spekulatív tőkeáramlásokon kívül számos reálgazdasági és pénzügyi csatorna kínálkozott: szoros regionális kereskedelmi kapcsolatok, közös hitelezők vagy a régiót eszköz-portfóliójukban jelentősen túlsúlyozó harmadik országbeli bankok.

Malajzia a többi vizsgált Dél-kelet Ázsiai országhoz viszonyítva számottevően nyitottabb gazdasággal és strukturálisan egészségesebb pénzügyi közvetítő rendszerrel rendelkezett, amit a rövid lejáratú- illetve a devizában denominált fedezetlen külső adósság relatíve alacsony szintje is tükrözött. A maláj bankrendszerben tradicionálisan és jelentős arányban jelenlevő külföldi szereplők nagyrészt stabilizáló szerepet töltek be (ld. Detragiache – Gupta 2004). Mindazonáltal a szerkezetileg egészségesebb pénzügyi rendszer ellenére a korrekciót megelőző időszakban erőteljes hitelezési boom alakult ki a maláj gazdaságban. A válságot megelőző évben a magánszektorban nyújtott hazai hitelek állománya megközelítette a GDP 160 százalékát, miközben a gazdaságban a thai esethez hasonló túlhevülés jelei mutatkoztak.

Bár a nagyfokú gazdasági nyitottság következtében jelentős volt a devizajövedelemmel rendelkező gazdasági szereplők aránya ami csökkentette a mérlegekben megjelenő árfolyam-sebezhetőséget, a régiós országokkal fennálló szoros külkereskedelmi (és pénzügyi) kapcsolatok elősegítették a fertőzés begyűrűzését. A thai események által kiváltott fizetési mérleg korrekciós folyamat így Malajzia esetében is jelentős kibocsátási veszteséget, az árfolyamrendszer feladását és jelentős leértékelődést eredményezett. A hatóságok fiskális mentőövet dobtak a pénzügyi szektornak, a pénzügyi rendszer összeomlását sikerült elkerülni. A korrekciót követően a maláj ringgitet újra a dollárhoz rögzítették és szigorú tőkemérleg korlátozásokat vezettek be.

4. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Malajzia 1995-2001

Malajzia	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-9,7	-4,4	-5,9	13,2	15,9	9,4	8,3
GDP növekedés (%)	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,5	0,3
Költségvetési egyenleg (GDP %)	0,8	0,7	2,4	-1,8	-3,2	-5,8	-5,5
Bruttó államadósság (GDP %)	..	47,6	54,6	61,0	63,1	60,1	69,2
Fogyasztási kiadás (GDP %)	60,3	57,1	56,1	51,3	52,6	52,8	57,7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	43,6	42,5	43,1	26,8	21,9	25,6	24,9
Export (GDP %)	94,1	91,6	93,3	115,7	121,3	124,6	116,4
Import (GDP %)	98,0	90,2	92,4	93,7	96,3	104,6	98,0
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	7,1	5,6	4,6	-10,0	5,7	10,4	5,2
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	22,8	8,2	9,2	-43,0	-6,5	25,7	-2,8
Export (éves növekedés %)	19,0	9,2	5,5	0,5	13,2	16,1	-7,5
Import (éves növekedés %)	23,7	4,9	5,8	-18,8	10,6	24,4	-8,6
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	39,7	42,9	43,9	48,7	47,4	47,2	42,3
CPI infláció (éves átlagos %)	3,5	3,5	2,7	5,3	2,7	1,5	1,4
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	124,4	141,6	158,4	158,5	149,2	140,4	149,3
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-17,5	..	..	..	..	..	..
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	100,0	104,4	103,2	82,0	84,3	86,4	91,2

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Dél-Korea a többi vizsgált országhoz sok tekintetben hasonló makrogazdasági pályát futott be a korrekciót megelőző időszakban. A koreai gazdaságban szintén megfigyelhetők voltak a túlhevülésre utaló jelek, azonban alacsonyabb fokú külső egyensúlytalanságok mellett.

A sebezhetőség felépüléséhez a veszteségesség határán mozgó nagyvállalatok és a szerkezetileg gyenge bankszektor szoros, konglomerátum szintű összefonódása (*chaebol*-rendszer) mellett a tőkeáramlások liberalizációjának ütemezése is hozzájárult. A rövid tőkeáramlások a hosszú lejáratúakat megelőzően kerültek liberalizálásra, ami elősegítette a pénzügyi mérlegekben megjelenő lejáratok kockázatok („maturity mismatch”) erősödését. Az implicit állami garanciákat élvező konglomerátum-rendszerben pedig igen magas volt a rossz illetve nem teljesítő hitelek aránya. A pénzügyi és vállalati szektor nagyfokú sebezhetősége felerősítette a Thaiföldről érkező pénzügyi fertőzés hatását, ami gyors tőkekiáramláshoz, spekulatív nyomáshoz és végső soron a dollárhoz kötött, szűken menedzselt árfolyamrendszer feladásához vezetett. A korrekció Dél-Korea esetében is a folyó fizetési mérleg egyenlegének nagymértékű javulásával és jelentős kibocsátási áldozattal járt. A korrekciót követően, részben a pénzügyi szektort és a nagyvállalatokat érintő strukturális reformok következtében a koreai gazdaság tartósan fennmaradó folyó fizetési mérleg többlet mellett ismét dinamikus növekedési pályára állt.

5. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Dél-Korea 1995-2001

Dél-Korea	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,0	2,7	1,9
GDP növekedés (%)	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,1
Költségvetési egyenleg (GDP %)	0,3	0,1	-1,2	-4,3	-3,3	1,3	0,7
Bruttó államadósság (GDP %)	8,4	8,0	10,4	..	..	19,3	20,8
Fogyasztási kiadás (GDP %)	64,3	66,2	66,8	65,4	66,5	68,7	70,9
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	36,7	36,8	35,1	29,8	27,8	28,4	27,0
Export (GDP %)	30,2	29,5	34,7	49,7	42,3	44,8	42,2
Import (GDP %)	31,7	33,6	35,7	36,3	35,5	41,7	40,0
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	7,0	7,2	3,4	-10,0	8,8	5,6	4,0
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	11,9	7,3	-2,2	-21,2	3,7	11,4	-1,8
Export (éves növekedés %)	24,6	11,2	21,4	14,1	15,8	20,5	0,7
Import (éves növekedés %)	22,4	14,2	3,2	-22,1	28,8	20,0	-3,0
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	35,7	33,8	33,2	34,6	33,5	31,3	29,1
CPI infláció (éves átlagos %)	4,4	5,0	4,4	7,5	0,8	2,2	4,1
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	64,7	69,7	78,8	87,5	93,6	101	106,8
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	..	..	..	..	..	..
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	..	..	..	..	..	..	..

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Indonéziában a széleskörű politikai-gazdasági összefonódások (Suharto-rendszer), és az átláthatatlan, tevékenységében politikailag erőteljesen befolyásolt hazai bankszektor jelentette a fő sebezhetőségi kockázatot. A hazai bankok gyengesége következtében vállalati szektor jelentős része külföldi bankokon keresztül rövid lejáratú dollárban denominált forrásokkal finanszírozta tevékenységét, nagyfokú közvetlen árfolyam és likviditási kockázatot vállalva így fel. A dollárban eladósodó cégek jelentős része – a thai esethez hasonlóan – nem rendelkezett exportjöveldmekkel. Az AECM mutató a korrekciót megelőző évben -30 alá esett, amivel a vizsgált országok Dél-kelet Ázsiai országok közül a legalacsonyabb (tehát a legnagyobb fokú sebezhetőségre utaló) értéket érte el. A korrekció kiváltó oka Indonézia esetében is a thai válság külkereskedelmi és pénzügyi csatornákon továbbgyűrűző hatása volt. A vállalati- és a pénzügyi szektor gyengébb strukturális helyzete következtében a korrekció Indonéziában járt a legmagasabb kibocsátás-visszaeséssel és időben is tartósabbnak bizonyult, mint a többi vizsgált ország esetében. Fontos még kiemelni, hogy a négy ebben az alfejezetben tárgyalt ország közül a korrekciót követően egyedül Indonézia esetében nem sikerült az inflációt megfékezni.

6. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Indonézia 1995-2001

Indonézia	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-3,2	-3,4	-2,3	4,3	4,1	5,3	4,9
GDP növekedés (%)	8,4	7,6	4,7	-13,1	0,8	4,9	3,4
Költségvetési egyenleg (GDP %)	2,2	1,2	-0,7	-2,9	-1,1	0,0	0,0
Bruttó államadósság (GDP %)	30,8	23,9	72,5	55,2	45,2	0,0	0,0
Fogyasztási kiadás (GDP %)	69,4	69,9	68,5	73,5	80,5	74,4	75,1
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	28,4	29,6	28,3	25,4	20,1	21,8	21,8
Export (GDP %)	26,3	25,8	27,9	53,0	35,5	42,9	42,3
Import (GDP %)	27,6	26,4	28,1	43,2	27,4	33,5	34,9
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	11,4	8,6	7,0	-7,1	4,3	2,0	4,8
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	14,0	14,5	8,6	-33,0	-18,2	16,7	7,7
Export (éves növekedés %)	7,7	7,6	7,8	11,2	-31,8	26,5	1,9
Import (éves növekedés %)	20,9	6,9	14,7	-5,3	-40,7	25,9	8,1
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	30,6	30,1	31,5	26,5	19,5	25,6	24,9
CPI infláció (éves átlagos %)	9,4	8,0	6,7	57,6	20,3	4,5	12,0
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	53,5	55,5	60,8	53,2	20,6	21,9	21
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	..	..	..	..	..	..
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	..	..	..	..	..	..	..

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Törökországban a korrekciót megelőző időszakban egyértelműen azonosítható voltak a fundamentális problémák. Az egymást követő „stop-go” ciklusok és kudarcba fulladó stabilizációs kísérletekkel párhuzamosan az államháztartás hiánya 10 százalék fölé kúszott, az éves átlagos infláció meghaladta az 50 százalékot, a folyó fizetési mérleg hiánya pedig megközelítette a GDP 5 százalékát. A bankrendszer a korrekciót megelőzően jelentős részben állami tulajdonban volt és komoly szerkezeti hiányosságok mellett működött. Az igen rossz makrogazdasági fundamentumok (a GDP 10 százalékát meghaladó államháztartási hiány, 50 százaléknál magasabb éves átlagos infláció) következtében az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási szerkezete egyre nagyobb mértékben tolodott a rövid lejáratú devizaforrások irányába. A korrekciót megelőző évében a rövid lejáratú külső adósság a devizatartalékok 128 százalékára rúgott, a „currency mismatch” méréseire alkalmas AECM mutató pedig -40 alá zuhant (ld. függelék), mindeközben pedig a bankrendszer egyre súlyosabb likviditási problémákkal küzdött. A rendkívül sérülékeny helyzetben a kibontakozóban lévő bankválság illetve a belső politikai bizonytalanság növekedésének hatására tőkekivonás indult meg, amit 2001 elején a szűk sávós árfolyamrendszer elleni spekulatív támadás követett. A nagyarányú leértékelődés kiterjedt, a vállalati szektorba is átgyűrűző bankválságot eredményezett, ami a GDP jelentős 7,5 százalékot elérő csökkenéséhez vezetett. A szuverén csódtól az IMF közbelépése mentette meg az országot.

7. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Törökország 1998-2003

Törökország	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Polyó fizetési mérleg (GDP %)	1,0	-0,7	-4,9	2,3	-0,8	-3,3
GDP növekedés (%)	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,8	6,0
Költségvetési egyenleg (GDP %)	-8,4	-13,0	-11,4	-19,6	-15,1	-11,1
Bruttó államadósság (GDP %)	41,7	53,9	51,2	99,9	..	..
Fogyasztási kiadás (GDP %)	81,9	87,4	85,5	86,3	80,7	80,2
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	24,6	21,9	22,4	18,2	16,7	15,5
Export (GDP %)	24,3	23,2	24,0	33,7	28,8	27,4
Import (GDP %)	27,9	26,9	31,5	31,3	30,5	30,7
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	1,1	-1,7	6,4	-9,1	15,4	..
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-3,9	-15,7	16,9	-31,5	4,8	..
Export (éves növekedés %)	12,0	-7,0	19,2	7,4	4,8	..
Import (éves növekedés %)	2,3	-3,7	25,4	-24,8	20,0	..
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	18,1	12,6	14,5	13,7	19,3	19,8
CPI infláció (éves átlagos %)	84,6	64,9	54,9	54,4	45,0	25,3
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	23,1	22,5	23,7	20,7	14,9	
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-32,8	-41,0	-49,8	-58,3	-55,3	-53,4
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	118,5	123,1	136,5	112,5	125,3	

Forrás: IMF IFS, IMF stáb becslések és World Bank WDI

Mexikóban az 1995-ös fizetési mérleg korrekciót megelőző időszakban makrogazdasági stabilizációs program zajlott, amelynek során az infláció moderált szintre csökkent, a költségvetés pedig egyensúly közeli helyzetbe került. A makrogazdasági stabilizáció mellett fontos reformok is végbementek, amelyek során privatizációs és deregulációs intézkedések mellett a külkereskedelmi liberalizációra is sor került. Az infláció csökkenési üteme azonban elmaradt a várttól, így a dollárhoz rögzített, csúszó-leértékeléses árfolyamrendszeren alapuló dezinfláció jelentős reálleértékelődéshez vezetett, ami a fogyasztási kiadások és a folyó fizetési mérleg hiányának

növekedését eredményezte. A stabil, kiszámíthatóan alakuló árfolyam és a teljesen liberalizált tőkeáramlás a vállalati és a háztartási szektort is devizaforrások bevonására ösztönözte. Ezen folyamatok, bár a sebezhetőség növekedésének irányába mutattak, önmagukban még nem feltétlenül vezettek volna válságszerű fizetési mérleg korrekcióhoz. A válságot megelőző évben azonban egy sor olyan politikai, gazdaságpolitikai illetve külső sokk érte az országot, amelyek együttes hatása jelentősen megingatta a befektetői bizalmat és végső soron a tőkeáramlások megfordulásához vezetett.

A korrekciót megelőzően a mexikói kormány az 1994-es választásokra készülve költségvetésen kívüli fiskális expanziót hajtott végre, miközben az USA-ban a Fed 175 bázispontos kamatemelést hajtott végre. Súlyosbította a helyzetet, hogy 1994 során az ország déli területein az eszkalálódás veszélyét magában rejtő etnikai konfliktus tört ki (Chiapas felkelés), valamint ezzel párhuzamosan két nagyhorderejű politikai gyilkosság történt.

A hatóságok az erősödő leértékelődési nyomásra – a peso választások előtti összeomlását elkerülendő – a tartalékok számottevő csökkenéséhez vezető devizapiaci intervenció mellett jelentős swap ügyleteket hajtottak végre, melyek során a hazai valutában denominált állampapírokat dollárhoz kötött, rövid lejáratú papírokra cserélték ki (tesobono - cetes swap). Ezzel a tranzakcióval az árfolyam rövid távú stabilizálása mellett jelentős mértékű árfolyamkockázati kitettséget idéztek az államháztartás mérlegeiben.

A már említett sokkhatások következtében 1995 elejére befektetői bizalom megrendült, a lejáráó államadósság-állomány megújítása veszélybe került, az országot likviditási válság és végső soron az államcsőd lehetősége fenyegette. Mexikót szuverén csódtól az amerikai kormány, a Világbank és az IMF közös, 30-40 milliárd dolláros hitelcsomagja mentette meg, azonban az árfolyamsáv feladása így is elkerülhetetlen maradt. A korrekció jelentős leértékelődéssel és kibocsátási veszteséggel járt, azonban a korrekciót követő makrogazdasági kiigazító lépések relatíve gyors kilábalást tettek lehetővé.

8. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Mexikó 1992-1998

Mexikó	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-6.7	-5.8	-7.0	-0.6	-0.8	-1.9	-3.8
GDP növekedés (%)	3.6	2.0	4.4	-6.2	5.2	6.8	5.0
Költségvetési egyenleg (GDP %)	4.2	0.5	0.0	-0.5	-0.2	-1.1	-1.4
Bruttó államadósság (GDP %)	28.1	25.3	35.3	40.8	31.1	25.8	27.8
Fogyasztási kiadás (GDP %)	81.7	82.9	83.1	77.5	74.8	74.2	77.8
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	19.6	18.6	19.4	16.2	17.9	19.5	20.9
Export (GDP %)	15.2	15.2	16.8	30.4	32.1	30.3	30.7
Import (GDP %)	20.3	19.2	21.7	27.8	30.1	30.4	32.8
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	4.3	1.6	4.4	-8.4	1.8	6.0	5.0
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	10.8	-2.5	8.4	-29.0	16.4	21.0	10.3
Export (éves növekedés %)	5.0	8.1	17.8	30.2	18.2	10.7	12.1
Import (éves növekedés %)	19.6	1.9	21.3	-15.0	22.9	22.7	16.6
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	18.3	17.1	16.9	22.5	25.2	25.8	22.2
CPI infláció (éves átlagos %)	15.5	9.8	7.0	35.0	34.4	20.6	15.9
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	28.1	31.8	38.7	29.3	18.8	20.1	19.4
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	..	..	..	..	..	..
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	..	..	..	..	..	..	..

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Argentína a korrekciót megelőző időszakban egy elhúzódó recessziós perióduson ment keresztül, ami elsősorban az egyre kevésbé adekvát gazdaságpolitikai megoldást jelentő dollár alapú valutatanácsra és a politikai megfontolásokból alakadt szerkezeti reformokra vezethető vissza. A valutatanács nagymértékben hozzájárult a kilencvenes évek elején lezajló makrogazdasági stabilizáció sikeréhez, azonban a kilencvenes évek végére egyre nyilvánvalóbbá váltak a hátrányai. Az argentin gazdaság nyitottsága relatíve alacsony, munkaerő-piaci merevségek következtében a belső alkalmazkodási csatornák kevésbé hatékonyak, a költségvetési gazdálkodásra pedig a központilag nehezen kontrollálható fiskális föderalizmus volt jellemző. Argentína tehát úgy vezetett be dollár alapú valutatanácsot, hogy nem képezett optimális valutaövezetet az Egyesült Államokkal. A pénzügyi közvetítő rendszer relatíve egészséges szerkezete ellenére az argentin gazdaságban a dollarizáció foka a külső és a belső adósság esetében is igen magas szintet ért el, amit jól tükröz a kilencvenes évek végére a -200-as értéket megközelítő AECM mutató. A dollarizáció egyaránt nagyfokú volt a kormányzati és a magánszektor mérlegeiben.

Fenti problémák következtében kialakuló deflációs és recessziós környezet ellenére a hatóságok továbbra is ragaszkodtak a szuboptimális árfolyamrendszer fenntartásához, mivel a kiugró mértékű adósság-dollarizáció mellett még egy kismértékű leértékelődéssel járó rezsimváltás is jelentős stabilitási kockázatokkal járt volna.

A dollár erősödése, valamint az 1999-as brazil leértékelés súlyosan érintette az argentin versenyképességet, mivel egyrészt Argentína fontos külkereskedelmi kapcsolatokat ápolt Brazíliával, másrészt az USA piacon versenytársnak számítottak. A versenyképességi sokk a az elégtelen belső alkalmazkodási csatornák hiányában tartós maradt, ami az exportjövödelmek illetve a nem adóssággeneráló tőkebeáramlások fokozatos visszaeséséhez vezetett. A 2001 végi válság kibontakozásához jelentős mértékben hozzájárult az argentin jegybankelnök 2001 áprilisi lemondása, és a pénzügyi szabályozás ezt követő fellazulása. A pénzügyi szabályozás módosítása a bankok számára lehetővé tette, sőt sok esetben kikényszerítette az állampapírok közvetlen megvásárlását (ld. Calvo – Mishkin 2003). Az argentin állam fizetési problémái így közvetlenül érintették a bankrendszer mérlegeit is. A peso árfolyamára nehezedő erősödő leértékelődési nyomást tovább fokozták a 2001. szeptember 11-i események.

A valutatanács feladásához vezető folyamat a hazai bankbetétesek rohama indította el, amit a külső tőkebeáramlások megállása, majd megfordulása követett. A jelentős dollárban denominált adósságot felhalmozó argentin állam a leértékelődés következtében – az IMF segítségével ellenére – fizetéseképtelenséget jelentett be.

9. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Argentína 1999-2003

Argentína	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-4,2	-3,2	-1,4	8,4	5,7
GDP növekedés (%)	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8
Költségvetési egyenleg (GDP %)	-2,9	-2,4	-3,3	-1,1	0,1
Bruttó államadósság (GDP %)	47,4	50,8	62,4	164,5	..
Fogyasztási kiadás (GDP %)	83,7	84,4	84,5	73,1	74,7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	18,0	16,2	14,2	12,0	15,1
Export (GDP %)	9,8	10,9	11,5	27,7	25,0
Import (GDP %)	11,5	11,5	10,2	12,8	14,2
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	-2,6	0,2	-4,4	-13,4	..
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-12,6	-6,8	-15,7	-36,4	..
Export (éves növekedés %)	-1,3	2,7	2,7	3,1	..
Import (éves növekedés %)	-11,3	-0,2	-13,9	-50,1	..
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	16,3	15,6	15,5	26,9	25,3
CPI infláció (éves átlagos %)	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	24,1	23,2	20,2	15,1	10,6
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-24,2	-24,0	-30,2	-39,4	-35,5

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

3.2. „Köztes” korrekciók

Ebben az alfejezetben olyan epizódokat tekintünk át, amelyek sem a válságszerű, sem a csendes epizódok közé sem sorolhatók egyértelműen. Chile esetében a növekedési áldozat relatíve magas volt, tartós árfolyam-leértékelődés azonban nem történt. Brazília esetében a növekedési áldozat relatíve alacsony volt, az árfolyamra nehezülő leértékelődési nyomás azonban erőteljes volt, a(z árfolyam-)válság elkerülésében jelentős szerepet játszhatott a hiteles monetáris politikai rendszer és az IMF által nyújtott hitelcsomag. Magyarország esetében a kiigazítást megelőzően még nem volt érzékelhető erőteljes külső piaci nyomás, míg a Cseh Köztársaságban és Szlovákiában a hatóságok a kiigazító lépések megtétele előtt a szűk sávós árfolyamrendszereik ellen irányuló spekulatív nyomással szembesültek. Magyarországon a kiigazítás egy makrogazdasági intézkedéscsomagon alapult, míg a Cseh Köztársaságban és Szlovákiában a makro-szintű intézkedések mellett a bankrendszer strukturális átalakításának és konszolidációjának megindítása is központi tényező volt. A Cseh Köztársaság, Magyarország és Szlovákia esetében közös vonás, hogy a korrekciós epizódot követő egy-két év leforgása alatt a folyó fizetési mérleg hiánya ismételtelen 5 százalék fölé emelkedett.

Chile bár feltörekvő országnak számít, a korrekciót megelőzően latin-amerikai összehasonlításban egyedülállóan jó intézményi környezettel és befektetői megítéléssel rendelkezett. A pénzügyi rendszer szerkezetileg egészséges volt, a gazdasági szereplők mérlegeiben nem alakult ki jelentősebb sebezhetőség. A rövid lejáratú külföldi hitelek devizatartalékokhoz viszonyított alacsony szinten történő stabilizálódását a hatályban lévő tőkekorlátozások is segítették. A nemzetgazdasági mérlegekben rejlő effektív árfolyamkockázat mérésére alkalmas AEEM mutató a válságot megelőző időszakban 0 körüli értéket mutatott.

Chile az egyik legelső ország volt, amely de facto inflációs célkövetéses monetáris politikát vezetett be a kilencvenes évek elején. Az inflációs célkövetés csúszó-leértékeléses árfolyam-politikával párosult. A fegyelmezett makrogazdasági politikák következtében a fizetési mérleg korrekciót megelőző időszakban az infláció moderált, 5 százalék körüli szintre csökkent, miközben a költségvetés egyenlege tartósan többletet mutatott.

A kilencvenes évek első felében átlagosan 3 százalék körüli folyó fizetési mérleg hiány – az ország felzárkózó jellegére tekintettel – nem utalt különösebb külső egyensúlyi problémákra. A kilencvenes évek második felére azonban a folyó fizetési mérleg hiánya a sokak által kirtikus szintnek tartott 5 százalék fölé emelkedett. A növekvő hiány elsősorban a - Chile egyik legfontosabb exporttermékének számító – réz világpiaci árában bekövetkezett jelentős, 25 százalékos meghaladó csökkenésre illetve a cserearány-romláshoz késlekedve alkalmazkodó aggregált fogyasztási kiadások együttes hatására vezethető vissza.

1998 második felében elsősorban az ázsiai illetve az orosz válságok hatására a nettó tőkebeáramlások csökkenése volt tapasztalható. A chilei jegybank a bizonytalan globális környezetben a folyó fizetési mérleg hiányát finanszírozó tőkebeáramlások hirtelen megállásától és az árfolyam jelentős – az inflációs célokat veszélyeztető – leértékelődésétől tartva, 400 bázispontot meghaladó kamatemelést hajtott végre. A monetáris szigorítással sikerült megakadályozni egy jelentősebb leértékelődést, azonban a cserearány-romlásból fakadó kedvezőtlen konjunkturális környezetben a lépés erőteljesen prociklikus hatású volt, ami a belső kereslet jelentős visszaesésében és a folyó fizetési mérleg egyenlegének nagyarányú javulásában tükröződött. A párhuzamosan fellazuló fiskális politika előbbiekkal ellentétes hatású volt. Mivel a korrekció egyrészt nem járt nagyarányú leértékelődéssel másrészt jelentősen szigorodó monetáris politika mellett ment végbe, az infláció a chilei jegybank célsávján belül maradt.

10. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Chile 1996-2002

Chile	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-4.5	-4.9	-5.4	0.1	-1.0	-1.8	-0.9
GDP növekedés (%)	7.4	7.4	3.9	-1.1	4.4	2.8	2.1
Költségvetési egyenleg (GDP %)	2.1	1.8	0.4	-1.4	-0.9	-0.9	-1.4
Bruttó államadósság (GDP %)	16.7	14.5	13.8	13.9	13.9	15.0	15.7
Fogyasztási kiadás (GDP %)	75.3	75.5	77.4	77.0	76.5	77.3	73.2
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	24.9	25.5	26.0	21.1	21.0	21.4	21.6
Export (GDP %)	28.7	28.1	26.7	26.9	29.8	34.7	35.9
Import (GDP %)	30.9	30.9	31.5	25.2	28.8	32.7	32.1
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	8.1	8.6	4.3	-2.5	4.0	3.0	-1.4
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	8.9	11.5	4.1	-17.4	8.5	2.0	3.0
Export (éves növekedés %)	11.8	9.4	5.9	6.9	7.5	9.7	5.6
Import (éves növekedés %)	11.8	12.9	5.4	-14.3	14.7	-1.3	0.4
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	24.7	24.5	22.6	23.0	23.5	22.7	26.8
CPI infláció (éves átlagos %)	7.4	6.1	5.1	3.3	3.8	3.6	2.5
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	59.8	62.0	63.4	61.5	63.7	65.1	68.1
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	-37.8	-38.8	-39.5	-39.7	-42.5	-37.9
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	103,4	113,0	111,0	105,2	105,9	96,4	90,7

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Brazília esetében a 2002-ben lezajlott folyó fizetési mérleg korrekciót belső és külső sokkhatásokra visszavezethető bizalmi válság előzte meg. A makrogazdasági fundamentumok alakulása nem utalt jelentős mértékű sebezhetőségre, azonban az 1998 és 1999-es válság időbeli közelsége hozzájárulhatott a befektetői bizalom relatív törékenységéhez.

2001 végén és 2002-ben három jelentős, jól elkülöníthető sokkhatás érte a brazil gazdaságot: a szeptember 11-i események globális pénzpiaci hatásai, a szomszédos, a brazil gazdasághoz sok szálon kötődő Argentínában 2001 végén meginduló pénzügyi összeomlás, illetve a 2002-es elnökválasztás, amely során az esélyes jelölt várható gazdaságpolitikájával szemben erőteljes kételyek merültek fel a piaci szereplők részéről. A bizalmi válság 2001 végén, és különösen 2002-ben a tőkebeáramlások jelentős lassulásához és a brazil reál dollárral szembeni árfolyamának nagyfokú gyengüléséhez vezetett. A gyengülés első hulláma 2001 végén, a második hullám pedig 2002 közepén – az elnökválasztással párhuzamosan – indult. A tőkebeáramlások lassulása és az árfolyamgyengülés közel 3 százalékpontos javulást eredményezett a folyó fizetési mérleg egyenlegében. Brazília esetében a magánszektor szereplőinek mérlegeiben az árfolyam-sebezhetőség relatíve alacsony volt, ennek következtében a brazil real jelentős gyengülése nem okozott széleskörű likviditási-, illetve fizetőképességi problémákat. Jelentős részben ennek, illetve a viszonylag rugalmas reagálást lehetővé monetáris politikai kereteknek (lebegtetett árfolyam és inflációs célkövetés) köszönhetően a brazil korrekciós epizód relatíve alacsony növekedési áldozattal és moderált mértékű inflációs utóhatásokkal járt. A leértékelődés ugyanakkor kedvezőtlenül érintette az államháztartás mérleg-állományait, ahol – az 1998/1999-es válság állami kimentései („bail-out”) következtében¹² – az árfolyam-kockázati kitettség magasabb volt. Az állományi átértékelődések hatását jól tükrözi 2002-es GDP arányos államadósság mintegy 10 százalékos növekedése.

¹² Az 1998/1999-es – folyó fizetési mérleg korrekciót nem eredményező – árfolyamválság során az állam nagyrészt felvállalta a magánszektor árfolyamkitettségből fakadó terheket, amivel sikerült egy szélesebb körű vállalati illetve bankkrízis kialakulását megakadályozni. Az állami kimentés ugyanakkor az államadósság-állomány jelentős növekedésével járt.

Az inflációs célkövetéses monetáris politikai rezsim, illetve az IMF által nyújtott hitelcsomag fontos szerepet játszott abban, hogy a hatóságok viszonylag rövid idő alatt stabilizálni tudták a helyzetet, és az árfolyam-gyengülés nem vezetett tartós inflációs nyomás kialakulásához.

11. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Brazília 1999-2003

Brazília	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-4,7	-4,0	-4,6	-1,7	0,8
GDP növekedés (%)	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-5,8	-3,6	-3,6	-4,6	-5,1
Bruttó államadósság (GDP %)	..	51,1	55,1	65,5	58,7
Fogyasztási kiadás (GDP %)	81,4	80,0	79,8	78,2	76,6
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	18,9	19,3	19,5	18,3	17,8
Export (GDP %)	10,3	10,7	13,2	15,5	16,4
Import (GDP %)	11,8	12,2	14,2	13,4	12,8
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	-1,2	9,8	0,5	-4,3	..
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-7,2	4,5	1,1	-4,1	..
Export (éves növekedés %)	9,2	10,6	11,2	7,8	..
Import (éves növekedés %)	-15,5	11,6	1,2	-12,8	..
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	18,6	20,0	20,2	21,8	23,4
CPI infláció (éves átlagos %)	4,9	7,0	6,8	8,4	14,7
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	35,1	36,2	35,3	35,7	34,7
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	..	-52,2	-50,0	-53,9

Forrás: IMF IFS, IMF státb becslések és World Bank WDI

A *magyar* korrekciós epizód (1995) egy tipikus ikerdeficit szituáció felépülését mutatja. A korrekciót megelőző időszakban a magyar gazdaság mélyreható strukturális átalakulási folyamaton ment keresztül. Részben a szerkezeti tranzíció, részben az árfolyamalapú stabilizációs kísérletek sikertelensége következtében az infláció jelentős perzisztenciát mutatott, ami a túlzott reálfelértékelődés elkerülésére törekvő monetáris hatóságot a szűk árfolyamsáv többszöri leértékelésére kényszerítette. A költségvetés tartósan magas hiányt mutatott, ami a strukturális összetevők mellett az igen magas adósságszolgálati terheket is tükrözte. Fontos megjegyezni, hogy a korrekciót megelőző időszakban Magyarországon tőkeáramlás-korlátozások voltak érvényben, a magánszektor és különösen a háztartások komoly likviditási korlátokkal szembesültek.

A korrekciót megelőző évben (1994) a költségvetés egyenlege a politikai ciklussal összhangban jelentős romlást mutatott, ami további visszaesést eredményezett a folyó fizetési mérleg pozíciójában. A bérpolitika fellazulása jelentős reálbér-emelkedéshez vezetett. Bár a szűk sávban lebegő forint estében nem volt érezhető jelentős spekulatív nyomás, az 1995 elején történő mexikói események a magyar hatóságok számára is intő jelként szolgáltak, így azok az ikerdeficit jelentős csökkentését célzó gazdaságpolitikai intézkedéscsomag bevezetése mellett döntöttek.

A megelőző jellegű intézkedéscsomag egyszeri, meglepetésszerű leértékelést, egy előre bejelentett ütemű csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetését illetve bevétel- és kiadás oldali elemeket egyaránt tartalmazó fiskális korrekciós intézkedéseket tartalmazott¹³. A költségvetési szigorítás illetve az egyszeri leértékelésből fakadó, jelentős reálbércsökkenést eredményező meglepetés-infláció a belső kereslet erőteljes visszaeséséhez és a költség-versenyképesség növekedéséhez vezetett. A reálbércsökkenés korrekciót követő időszak szigorú bérpolitikájának következtében relatíve tartós maradt. A kiigazítás egy potenciális válság elkerülése szempontjából eredményes volt, azonban mivel döntően nem strukturális jellegű fiskális intézkedéseken alapult az ikerdeficit hajlamot nem szüntette meg.

¹³ A leértékelés makrogazdasági hatásairól és az intézkedéscsomag tanulságairól lásd bővebben: Kovács (2005)

12. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Magyarország 1992-1998

Magyarország	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Folyó fizetési mérleg (GDP %)*	0.8	-9.0	-9.4	-3.7	-3.9	-4.5	-7.2
GDP növekedés (%)	-3.1	-0.6	2.9	1.5	1.3	4.6	4.9
Költségvetési egyenleg (GDP %)	-7.3	-5.7	-7.1	-6.3	-3.1	-4.5	-6.3
Bruttó államadósság (GDP %)	78.5	89.5	86.6	85.2	73.4	64.5	62.5
Fogyasztási kiadás (GDP %)	84.2	88.2	84.3	77.4	74.0	72.4	72.6
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	19.9	18.9	20.1	20.0	21.4	22.2	23.6
Export (GDP %)	31.4	26.4	28.9	44.4	48.5	55.1	62.6
Import (GDP %)	31.7	34.6	35.4	44.3	48.0	54.1	64.1
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	0.0	3.9	-1.7	-5.3	-3.1	2.5	4.2
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-2.6	2.0	12.5	-4.3	6.7	9.2	13.3
Export (éves növekedés %)	2.1	-10.1	13.7	13.4	8.4	26.4	16.7
Import (éves növekedés %)	0.2	20.2	8.8	-0.7	6.2	24.6	22.8
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	15.8	11.8	15.7	22.6	26.0	27.6	27.4
CPI infláció (éves átlagos %)	22.9	22.5	18.9	28.3	23.6	18.3	14.2
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	33.4	28.4	26.5	22.6	22.1	24.3	24.2
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	..	..	..	..	-57.5	-60.5
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	96,7	105,2	104,0	100,0	102,7	107,9	107,1

Forrás: IMF IFS, Eurostat és MNB

*1998-tól az újra-befektetett tőkejövedelmek beszámításával

A Cseh Köztársaság a korrekciós időszakban (1997-1998) egy megkésett tranzíciós válságon esett át, amit súlyosbítottak az ázsiai illetve orosz válságokból származó globális kihatások. A korrekciós időszakot megelőző két évben a folyó fizetési mérleg magas hiányt mutatott, miközben a költségvetés egyensúly közeli helyzetben volt, azonban az államháztartást jelentős implicit adósság terhelte. Az implicit adósság a kevésbé versenyképes nagyvállalatok illetve a számottevő mértékű nem teljesítő hitelállományt görgető, nagyrészt közvetlen vagy közvetett módon állami tulajdonban maradt bankrendszer közti kereszttulajdonlasi viszonyból fakadt, ami egyben jelentős strukturális sebezhetőség kialakulásához is vezetett. A fenti strukturális problémák elsősorban a cseh kuponos privatizációs stratégia következményeinek tekinthetők, melynek során igen kevés külföldi, szakmai befektető került tulajdonosi pozícióba aminek következtében a tervgazdaság idejéből örökölt ipari szerkezet jelentős részben fennmaradt.

A folyó fizetési mérleg hiányát elsősorban az erős beruházási kereslet vezérelte, amit a működőtőke-beáramlás mellett a strukturálisan gyenge pénzügyi rendszer közvetítésével egyre nagyobb mértékben rövid lejáratú tőkeáramlások fedeztek. Az erősödő tőkebeáramlások felértékelődési nyomást eredményeztek, amire a cseh jegybank 1996-ban a korona ingadozási sávjának kiszélesítésével (+/- 6,5%) reagált. 1997-re a rövid lejáratú, külső adósság elérte a devizatartalékok 89 százalékát. 1997-ben részben az ázsiai események eszkalálódásának hatására a rövid lejáratú tőkebeáramlások visszaesetek, majd megfordultak, a bankrendszer likviditási válság határára került. A koronára erőteljes leértékelődési nyomás nehezült, ami végül a jegybank folyamatos intervenciói ellenére gyenge sávszél elleni támadáshoz vezetett. A korona mintegy 10 százalékos leértékelődése után a cseh jegybank irányított lebegtetésre tért át, majd inflációs célkövetést vezetett be. Fontos megemlíteni, hogy az ázsiai országokkal ellentétben a cseh esetben a növekedés visszaesése nem elsősorban az árfolyamgyengülés, hanem az azt követő nagyhorderejű reform és kiigazító intézkedések következménye volt.

A korrekciós időszakban stabilizációs célú makrogazdasági intézkedéseket követően megindult a bankrendszer konszolidációja és privatizációra történő felkészítése. A korrekció 2 évig húzódó recesszióval és a nominális árfolyam relatíve kismértékű gyengülésével párhuzamosan zajlott. Az

átmeneti recesszióért döntően a bankrendszer konszolidációja, a nem teljesítő hitelállomány egy részének felszámolása és rövid távú növekedési áldozattal járó strukturális intézkedések tehetők felelőssé.

13. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Cseh Köztársaság 1995-2001

Cseh Köztársaság	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-2.5	-6.8	-6.4	-2.1	-2.7	-5.2	-5.7
GDP növekedés (%)	5.9	4.3	-0.8	-1.0	0.5	3.3	3.1
Költségvetési egyenleg (GDP %)	0.5	-0.1	-0.9	-1.6	-3.6	-3.7	-5.9
Bruttó államadósság (GDP %)	14.1	11.8	11.4	11.4	13.4	18.2	25.3
Fogyasztási kiadás (GDP %)	70.7	72.2	73.4	71.2	74.2	74.3	73.7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	32.0	31.9	30.6	29.1	27	27.7	27.6
Export (GDP %)	53.6	52.5	56.5	58.8	56.5	64.5	66.5
Import (GDP %)	58.4	58.9	62.5	60.0	57.7	67.5	69
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	2.8	6.7	0.5	-2.3	3	2.1	3
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	19.8	8.2	-2.9	0.7	-3.5	4.9	5.4
Export (éves növekedés %)	16.7	8.2	9.2	10.0	5.5	16.5	11.5
Import (éves növekedés %)	21.2	13.4	8.1	6.6	5	16.3	13
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	29.3	27.8	26.6	28.8	25.8	25.7	26.3
CPI infláció (éves átlagos %)	9.2	8.8	8.5	10.6	2.1	3.9	4.7
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	75.2	74.0	75.7	66.6	61.0	54.0	44.0
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	4.3	-4.4	-5.8	-6.9	-5.6	-9.1	-11.0
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	100.0	106.6	107.4	116.2	114.6	114.8	121.1

Forrás: IMF IFS és Eurostat

A *szlovák* epizód számos párhuzamosságot mutat a Cseh Köztársaságban korábban lezajlott fizetési mérleg korrekcióival. A szlovák gazdaság – jelentős részben a közös múltból fakadóan – hasonló szerkezeti illetve sebezhetőségi problémákkal küzdött. Jelentős különbség volt azonban, hogy Szlovákiában számos fontos gazdasági reform és liberalizációs intézkedés elmaradt, a kormányzat bankrendszerre gyakorolt közvetlen illetve közvetett befolyása - Meciar rendszerben kialakult erős politikai-gazdasági összefonódások következtében - pedig jóval erősebb volt mint a cseh esetben. A politikai befolyás következtében az állami tulajdonban lévő bankok rossz illetve kétséges megtérülésű portfóliók felépülését eredményező hitel-kihelyezési gyakorlatot folytattak, ami kevésbé hatékony erőforrás-allokációt eredményezett. A költségvetés növekvő hiánya mellett a politikai befolyástól áthatott vállalati szektor magas finanszírozási igénye ikerdeficit kialakulásához vezetett. 1997 végétől kezdődően az ázsiai, a cseh illetve az orosz piacokról kiinduló turbulenciák hatására a szlovák koronára erősödő leértékelődési nyomás nehezedett, ami a jelentős strukturális gyengeségek, a politikai ciklushoz költethető kormányzati költségek, valamint a rövid lejáratú adósságállomány magas szintje mellett komoly fenntarthatósági és stabilitási kockázatot jelentett. A szlovák jegybank a fiskális expanzió hatását jelentős kamatemeléssel próbálta ellensúlyozni, ami azonban nem bizonyult elegendőnek. A rendkívül törekeny helyzetben az 1998-as politikai rezsimváltást követően gazdaságpolitikai kiigazításon alapuló korrekciós folyamat indult. A makrogazdasági korrekciót (fiskális kiigazítás, rögzített árfolyam feladása, áttérés irányított lebegtetésre) követően megindult a bankrendszer és a vállalati szektor szerkezeti átalakítása illetve privatizációja. A belső kereslet visszafogását célzó intézkedések sikerrel jártak, relatíve alacsony növekedési áldozat és kisebb mértékű nominális leértékelődés mellett a folyó fizetési mérleg hiánya nagymértékben csökkent. A párhuzamos politikai és makrogazdasági stabilizáció, valamint a bankrendszer szerkezeti átalakításának megindítása gyors ütemben javította Szlovákia nemzetközi megítélését.

A kiigazítást követő második évben a folyó fizetési mérleg ismét jelentős, 8 százalékot meghaladó hiányt mutatott, relatíve magas költségvetési deficit mellett. A külső forrásbevonás szerkezete illetve tendenciája ekkor azonban fenntarthatósági szempontból kevésbé volt problematikus: a beáramló FDI többszörösen meghaladta a külső finanszírozási igényt, miközben folytatódott a költségvetési kiigazítás.

14. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Szlovákia 1996-2002

Szlovákia	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-10.2	-9.3	-9.7	-5.7	-3.5	-8.4	-8.2
GDP növekedés (%)	5.8	5.6	4.0	1.5	2.0	3.8	4.6
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-1.3	-5.5	-4.7	-6.4	-12.3	-6.0	-5.7
Bruttó államadósság (GDP %)	24.5	33.1	34.0	47.2	49.9	48.7	43.3
Fogyasztási kiadás (GDP %)	75.6	74.3	75.9	76.8	75.9	77.8	77.8
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	32.4	34.3	36.2	29.6	25.9	28.8	27.6
Export (GDP %)	53.2	56.1	59.2	61.4	70.8	73.4	71.7
Import (GDP %)	64.4	65.6	69.9	65.7	73.3	81.5	78.9
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	11.3	2.6	7.8	0.2	-0.2	4.7	5.1
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	30.9	14.3	11.0	-19.6	-7.2	13.9	-0.9
Export (éves növekedés %)	-1.3	19.0	13.2	5.0	13.7	6.3	5.5
Import (éves növekedés %)	19.8	13.8	16.9	-6.7	10.5	11.0	5.2
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	24.4	25.7	24.1	23.2	24.1	22.2	22.2
CPI infláció (éves átlagos %)	5.8	6.1	6.7	10.6	12.0	7.3	3.3
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	44.6	56.4	54.4	55.2	52.8	38.4	40.6
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	2.6	-5.7	-19.5	-22.3	-21.1	-37.2	..
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	99.7	104.6	102.3	99.9	109.0	107.8	105.8

Forrás: IMF IFS és Eurostat

3.3. „Csendes” korrekciós epizódok

A vizsgált epizódok közül négyet (Izland, Lengyelország, Portugália, Szlovákia 2003) találtunk ahol a fizetési mérleg korrekció válságszerű tünetek nélkül, relatíve alacsony növekedési áldozat mellett zajlott le.

Izland esetében a folyó fizetési mérleg korrekció egy túlhevülési periódus lecsengését jelzi. Izlandon a pénzügyi liberalizáció a kilencvenes évek második felében teljesedett ki. A magas egy főre jutó jövedelem ellenére a likviditási korlátok fokozatos oldódása Izlandban is a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedésével járt együtt.

A korrekciót megelőző időszak kiemelkedő ütemű növekedése az alacsony népességszámú (kb. 300.000 fő) szigetországban gyorsan a munkaerő-piac szűk keresztmetszetébe ütközött. A munkaerőpiacon érvényesülő keresleti nyomás a reálbérek gyors, a termelékenység növekedését meghaladó ütemű emelkedéséhez vezetett, amit a laza kormányzati jövedelempolitika is erősített.

A reálbérek emelkedését a háztartások permanens jövedelmük növekedéseként érzékelték, így csökkentették megtakarításaikat. A háztartások megtakarítási pozíciójának romlásához jelentős mértékben hozzájárult, hogy az izlandi kormány nagyvonalú lakáshitel-támogatási programot vezetett be, miközben államháztartás pozitív nettó finanszírozási pozíciója csökkentőleg hatott a külső finanszírozási igényre. A jelentős mértékben külső forrásokból finanszírozott növekedési szerkezet a háztartási fogyasztás és az építőipari beruházások felé tolódott. A gazdaság túlfűtöttségét az infláció növekedése is jelezte.

Az 2000 második felében megindult globális dekonjunktúra, a nagyobb részvénypiacokon bekövetkező erőteljes korrekciók, valamint a 2001 szeptember 11-i események hatása Izland esetében is a tőkebeáramlások visszaeséséhez és a relatíve szűk sávban mozgó árfolyamra nehezülő leértékelődési nyomáshoz vezetett. Fontos megemlíteni, hogy a korrekció idejére az izlandi gazdaság relatíve magas külső, devizában denominált bruttó tartozásállományt halmozott fel. Mivel azonban a devizaforrások meghatározó része a természetes fedezettséget élvező (exportjövedelemmel rendelkező) szektorokban koncentrálódott, a háztartások megtakarításai közt pedig jelentős volt a külföldi eszközök aránya a magánszektor árfolyam-kockázati kitettsége relatíve alacsony volt. Az izlandi hatóságok a törekény helyzetben meginduló külső egyensúlyi korrekciót érzékelve proaktív lépéseket tettek:

- a jegybank függetlenségét de jure kimondták, inflációs célkövetéses monetáris politikát vezettek be
- a szűk árfolyamsávot feladták, az izlandi koronát hagyták leértékelődni
- a túlzott leértékelődést ellensúlyozandó kamatemelést hajtottak végre és interveniáltak a devizapiacra
- a bankrendszer szabályozását szigorították, új, megerősített jogkörökkel rendelkező felügyeleti hatóságot hoztak létre
- a fiskális politika hagyta érvényesülni az automatikus stabilizátorokat és további anticiklikus hatású lazítást hajtott végre

A rugalmas belső alkalmazkodási folyamat és a proaktív gazdaságpolitikai lépések következtében a korrekció nem járt magas növekedési áldozattal, az izlandi korona gyengülése pedig kontrollált keretek közt maradt. A jegybank a korrekciót követően rövid időre megugró inflációt sikeresen visszaszorította. Az árfolyamgyengülés a válságszerű korrekciót elszenvedő országoktól eltérően Izland esetében inkább az alkalmazkodási folyamatot segítő tényező volt.

15. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Izland 1998-2003

Izland	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-6,9	-7,0	-10,1	-4,4	-0,3	-5,0
GDP növekedés (%)	5,5	3,9	5,5	2,9	-0,5	4,3
Költségvetési egyenleg (GDP %)	2,9	3,4	1,4	-3,5	-0,5	-1,6
Bruttó államadósság (GDP %)	49,4	44,6	42,0	46,6	44,1	41,3
Fogyasztási kiadás (GDP %)	79,9	82,2	82,7	78,6	79,3	81,8
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	24,5	22,6	24,1	22,2	18,7	21,5
Export (GDP %)	36,0	34,8	35,0	40,7	39,6	35,5
Import (GDP %)	40,5	39,6	42,1	41,3	37,6	38,4
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	8,5	6,7	4,1	-2,1	0,3	5,7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	32,9	-3,0	14,8	-7,6	-15,1	19,0
Export (éves növekedés %)	2,0	4,0	5,0	7,7	3,6	0,3
Import (éves növekedés %)	23,4	4,2	8,0	-9,0	-2,5	9,7
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	20,1	17,8	17,3	21,4	20,7	18,2
CPI infláció (éves átlagos %)	1,7	3,2	5,2	6,4	5,2	2,1
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	66,3	76,0	100,8	104,3	100,5	..
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-52,0	-49,6	-63,1	-74,6	-82,7	-69,5
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	105,4	107,0	110,1	96,9	103,0	..

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Szlovákiában az 1999-es korrekciót követően folyó fizetési mérleg 2003-ban ismételtén nagymértékű, 7 százalékpontot meghaladó javulást mutatott. A javulás elsősorban a megelőző időszak kiugró mértékű működőtőke-beáramlása keretében kiépített exportkapacitások beindulását jelzi. A korrekcióhoz hozzájárult még, hogy 2003 során tovább folytatódott az államháztartás strukturális intézkedéseken alapuló reformja (szociális kiadások lefaragása, egészségügyi reform), ami restriktív hatású fiskális pozíciót és stagnáló végső fogyasztási kiadásokat eredményezett.

16. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Szlovákia 1999-2003

Szlovákia	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-5,7	-3,5	-8,4	-8,0	-0,9
GDP növekedés (%)	1,5	2,0	3,8	4,6	4,0
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-6,4	-12,3	-6,0	-5,7	-3,6
Bruttó államadósság (GDP %)	47,2	49,9	48,7	43,3	42,6
Fogyasztási kiadás (GDP %)	76,8	75,9	77,8	77,8	76,7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	29,6	25,9	28,8	27,6	25,8
Export (GDP %)	61,4	70,8	73,4	71,7	78,0
Import (GDP %)	65,7	73,3	81,5	78,9	79,5
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	0,2	-0,2	4,7	5,1	0,5
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-19,6	-7,2	13,9	-0,9	-1,2
Export (éves növekedés %)	5,0	13,7	6,3	5,5	22,6
Import (éves növekedés %)	-6,7	10,5	11,0	5,2	13,8
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	23,2	24,1	22,2	22,2	23,3
CPI infláció (éves átlagos %)	10,6	12,0	7,3	3,3	8,6
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	50,3	44,1	34,6	32,9	32,7
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-22,3	-21,1	-37,2	..	..

A lengyel gazdaság a folyó fizetési mérleg korrekciót megelőzően dinamikus, export és beruházás vezérelt növekedési pályán állt, fegyelmezett fiskális politika, moderált infláció és magas folyó fizetési mérleg hiány mellett. Lengyelországban 1998-ban inflációs célkövetés került bevezetésre, 2000-ben pedig a csúszó leértékeléses árfolyamrendszert szabad lebegtetés váltotta fel. A lengyel bankrendszer a korrekciót megelőző időszakban egészséges szerkezetű volt, sebezhetőségi problémák nem merültek fel.

A fizetési mérleg korrekciót a külső dekonjunktúra- és részben a monetáris hatóság erőteljes szigorítása következtében visszaeső beruházási aktivitás váltotta ki. A lengyel jegybank a monetáris szigorítással a 2000-ben megfordult dezinflációs trendet és a fellazuló fiskális politika keresleti hatását kísérte meg ellensúlyozni, illetve az inflációs célkövetés hitelességét próbálta megszilárdítani. A kamatemelés jelentős nominális és reálfelértékelődéshez vezetett, ami elősegítette az infláció gyors csökkenését, a fiskális pozíció azonban a korrekciót követő években is laza maradt. A korrekciót követő második évben a gazdasági növekedés a folyó fizetési mérleg hiány alacsony szinten történő stabilizálódása mellett ismét felívelő szakaszba került. A lengyel epizód sajátossága, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása erőteljes reálfelértékelődés mellett ment végbe.

17. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Lengyelország 1998-2003

Lengyelország	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-4.4	-8.1	-6.1	-2.9	-2.6	-2.0
GDP növekedés (%)	4.8	4.1	4.0	1.0	1.4	3.8
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-2.1	-1.4	-0.7	-3.8	-3.6	-3.9
Bruttó államadósság (GDP %)	39.1	40.3	36.8	36.7	41.1	45.4
Fogyasztási kiadás (GDP %)	79.0	80.0	81.6	82.7	84.3	83.6
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	25.1	25.5	23.9	20.9	18.6	18.3
Export (GDP %)	28.2	26.1	28.3	28.0	28.0	34.4
Import (GDP %)	33.4	32.5	34.9	31.8	31.4	36.9
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	4.2	4.4	2.4	1.7	2.8	2.5
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	14.2	6.8	2.7	-8.8	-5.8	-0.9
Export (éves növekedés %)	14.3	-2.6	23.2	3.1	4.8	14.7
Import (éves növekedés %)	18.5	1.0	15.6	-5.3	2.6	9.3
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	21.0	20.0	18.4	17.3	15.7	16.4
CPI infláció (éves átlagos %)	11.7	7.3	10.1	5.5	1.9	0.7
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	24.5	27.6	27.7	28.3	28.8	..
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-26.3	-30.5	-33.7	-31.5	-38.4	..
Reál effektív árfolyam index (1995=100)	116.7	112.0	121.2	137.7	133.4	..

Forrás: IMF IFS és Eurostat

A portugál epizód leírása a tartósan magas epizódokat bemutató fejezetbe került. Ennek oka, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya a vizsgált periódus végéig öt százalék felett maradt, és az egyenlegben nem következett be három százalékpontot meghaladó korrekció. Ha azonban a tényleges külső finanszírozási igényt tükröző, a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összegének alakulását nézzük, megállapíthatjuk, hogy abban 2002 során három százalékpontot meghaladó korrekció történt. Ez utóbbi indokolja, hogy a portugál epizód a korrekciók között is szerepel.

3.4. Tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányt mutató epizódok

A vizsgált, tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányt mutató országok körében két világosan elkülöníthető, viszonylag homogén csoportot lehet elhatárolni. Az első csoportot a felzárkózási pályán haladó és hasonló intézményi környezettel szembesülő alacsonyabb jövedelmű EU tagállamok alkotják. A második csoportba az előbbiektől eltérő fejlődési utat bejárt, de szintén relatíve homogén intézményi és szerkezeti adottságokkal rendelkező Ausztrália és Új-Zéland került.

A tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányt mutató EU tagországok számára az uniós tagság illetve a tagság feltételeinek sikeres teljesítése egyfajta garanciát jelent számos, feltörekvő országokra jellemző intézményi gyengeség előfordulásával szemben (politikai instabilitás, szerkezetileg gyenge, sebezhető pénzügyi közvetítő rendszer, tulajdonosi és/vagy hitelezői jogok nem megfelelő védelme stb.). Egy feltörekvő kategóriába sorolható ország számára az EU-tagság illetve a tagság elérése felé haladás több módon lazíthatja a külső finanszírozás korlátait:

- az EU intézményi követelményeinek való megfelelés illetve ennek a tagsággal történő elismerése információs aszimmetriát csökkentő hatású jelzés lehet tőkepiaci szereplők számára
- a pénzügyi közvetítő rendszer egységes(ülő) szabályozása a kevésbé fejlett országokban csökkentheti az intézményi gyengeségek, a morális kockázatok és egyéb sebezhetőségi tényezők kialakulásának valószínűségét
- a pénzügyi liberalizáció illetve integráció folyamata lehetővé teszi hogy a tagállamok közt a megtakarítások egyre inkább a magasabb megtérülést kínáló beruházások irányába szabadon áramoljanak
- a tőkemérlegben regisztrált, a külső tartozásállományt nem növelő nettó EU transzferek ceteris paribus csökkenthetik az ország külső finanszírozási igényét

Az alacsony jövedelmű EU tagállamokban a folyó fizetési mérleg hiánya egyszerre tükrözheti a reálkonvergencia folyamatából fakadó magasabb beruházási aktivitást, a likviditási korlátok oldódásának és pénzügyi közvetítés szerves mélyülésének hatását a háztartások megtakarítási pozíciójára, az államháztartás magas finanszírozási igényét, illetve az EU kohéziós és strukturális alapjaiból megszerzett támogatások importigényét (fontos megjegyezni, hogy a tőkemérleg egyenlegét növelő EU támogatások egyben a külső finanszírozási igényt is csökkentik). A hosszabb ideig pénzügyi represszióval és likviditási korlátokkal szembesülő háztartások a korábbi évek lemaradását kompenzálva megpróbálnak az általuk várt jövedelempályával összhangban álló adósság-szintre felzárkózni. A háztartások ily módon történő jövedelemsimítása alacsonyabb megtakarítási rátát, míg a felzárkózási folyamat illetve az uniós kohéziós politika magasabb beruházási rátát implikál, ami magasabb folyó fizetési mérleg hiányt eredményez. A fiskális politika magas nettó finanszírozási igénye mindkét országban a folyó fizetési mérleg hiányának növekedése irányába ható tényező. Az EU tagságot követően az euró bevezetése az árfolyamkockázat megszűnésével és a reálkamatok csökkenésével szinte teljes mértékben megszünteti a külső (euróban denominált) finanszírozásból fakadó potenciális korlátokat. A külső adósság alacsonyabb kamatterhe és a monetáris uniós tagságból származó tartós növekedési többlet növelheti a fenntartható folyó fizetési mérleg hiány szintjét. Az eurózóna tagok számára a külső finanszírozás lehetősége – a gazdasági szereplők fizetőképességét feltételezve – folyamatos adottság, a tőkebeáramlások hirtelen megállásának vagy megfordulásának valószínűsége csekély. A még nem eurózóna résztvevő EU-tagok esetében a maastrichti kritériumok teljesítése felé vezető hiteles gazdaságpolitikai pálya fontos szignál lehet a tőkepiacok számára, ami már az eurózóna tagságot megelőzően is a külső finanszírozási korlátok jelentős lazulását eredményezheti.

Fontos azonban megemlíteni az euróövezeti csatlakozással kapcsolatos várakozásoktól vezérelt, a fundamentumok javulása által indokoltnál gyorsabb kamat-konvergencia reálgazdasági túlhevüléshez, illetve akár eszközár-buborékok kialakulásához vezethet. A várakozások által fűtött gyors kamat-konvergencia hangsúlyozottan problematikus lehet abban az esetben, ha az euró-bevezetéshez vezető fiskális konszolidáció csupán könyvelés-technikai értelemben valósul meg, a valós államháztartási finanszírozási igény illetve keresleti hatás számottevő és tartós mérséklődése nélkül.

Portugália és Görögország

A tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányt mutató országok ezen csoportjába az alacsonyabb jövedelmű EU tagországok közé sorolható *Portugália* és *Görögország* került. Portugália és Görögország az eurózóna tagállami közül egyedüliként mutatnak 5 százalékot tartósan meghaladó GDP-arányos folyó fizetési mérleg hiányt. A folyó fizetési mérleg pozíció mindkét ország esetében a kilencvenes évek közepétől (az euró bevezetését megelőző 4-5. évben) kezdett el látványosan romlani, tartósan 5 százalék fölé pedig az euróhoz vezető út végső szakaszában került (Portugália esetében az euró bevezetése előtt két-, Görögország esetében pedig egy évvel). Bár az eurózóna tagsághoz vezető úton mindkét országban számottevő javulás történt a fiskális pozíciókban, a költségvetési hiányt egyikük esetében sem sikerült tartósan a Stabilitási és Növekedési Egyezmény által kijelölt küszöbérték alá csökkenteni. Mindkét ország esetében elmondható, hogy 1995 és 2002 között a nettó külső tartozás-állomány többszörösére növekedett, míg magánszektorban nyújtott hitelek állománya közel megkétszereződött. A bruttó megtakarítási ráta ezzel párhuzamosan relatíve alacsony szinten (a GDP 15-20 százaléka között) stagnált. Görögország esetében a magánszektor eladósodása (magánszektorban nyújtott hazai hitelek aránya) csupán a portugál szint felét érte el, ez azonban rendkívül magas a GDP 110 százalékát elérő államadósság-állománnyal párosult.

Portugáliában a kormányzati szférából kiinduló béremelési hullámok mellett, hogy a permanens jövedelmük alakulásával kapcsolatos megalapozatlan várakozások gerjesztésével elősegítették a háztartások rendkívül gyors eladósodását, a magánszektorba átgyűrűzve munkapiaci feszültségeket és (költség)versenyképességi problémákat is okoztak. A háztartások nettó megtakarítói pozíciójának romlásához a kormányzati lakáshitel-támogatási programok is jelentős mértékben hozzájárultak. Az alacsony kamatkörnyezet és a növekvő belföldi kereslet hatására megugró beruházási tevékenység jelentős részben az építőiparba koncentrált.

2002-ben a portugál magánszektor GDP arányos hitelállománya közel 148 százalékra rúgott, aminek harmada az euró bevezetését követő 4 évben halmozódott fel. A gyors ütemű, kiugró mértékű eladósodásért felelős fogyasztási és beruházási-boom a gazdaság fenntarthatatlan túlhevülésére utalt, és előrevetítette a korrekció szükségességét. 2003-ban a magánszektorban végbemenő alkalmazkodási folyamat során a belső kereslet jelentősen visszaesett (a folyó fizetési mérleg hiánya azonban még így sem csökkent 5 százalék alá). A jelenleg is zajló alkalmazkodási folyamat stagnáló növekedést majd enyhe recessziót eredményezett. A fiskális politika az alkalmazkodási folyamat során prociklikus hatású volt, mivel az államháztartás hiánya 2001-ben jelentősen meghaladta a maastrichti küszöbértéket, ami az Európai Unió Stabilitási és Növekedés Paktumának értelmében kiigazító intézkedéseket tett szükségessé.

18. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Portugália 1997-2003

Portugália	1997	1998	1999*	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-6.1	-7.0	-8.5	-10.4	-9.5	-6.7	-5.1
Folyó fizetési- + tőkémérleg (GDP %)	-3.1	-4.7	-6.3	-8.9	-8.9	-5.7	-3.6
GDP növekedés (%)	4.0	4.6	3.8	3.7	1.6	0.5	-1.2
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-3.0	-2.6	-2.8	-2.8	-4.4	-2.7	-2.8
Bruttó államadósság (GDP %)	59.1	55.0	54.3	53.3	55.8	58.4	60.3
Fogyasztási kiadás (GDP %)	81.5	81.1	82.1	82.5	82.3	82.4	83.6
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	25.6	26.9	27.3	28.1	27.1	25.0	22.4
Export (GDP %)	30.4	30.8	29.7	31.5	30.6	29.9	30.2
Import (GDP %)	38.2	39.7	40.1	42.8	40.8	38.0	36.8
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	3.0	5.0	5.2	3.1	1.6	1.4	-0.5
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	13.9	11.5	6.4	3.8	0.8	-5.1	-9.8
Export (éves növekedés %)	7.1	9.1	2.9	7.8	1.4	2.0	4.0
Import (éves növekedés %)	10.0	14.2	8.5	5.5	1.1	-0.2	-0.9
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	18.5	18.9	17.9	17.5	17.7	17.6	16.4
CPI infláció (éves átlagos %)	2.2	2.7	2.3	2.8	4.4	3.5	3.3
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	84.8	97.6	119.9	139.2	145.9	147.9	..
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-13.5	-24.7	-31.3	-39.2	-43.0	-50.3	..

Forrás: IMF IFS és Eurostat

**Euróavezetési részvétel kezdete*

19. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)

Portugália	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
államháztartás	-3.6	-3.2	-2.9	-2.9	-4.4	-2.7	-2.8
vállalatok	-0.5	-2.0	-2.8	-7.2	-6.5	..	..
háztartások	1.1	0.7	-0.4	1.0	3.0	..	..
teljes gazdaság	-3.0	-4.5	-6.1	-9.1	-7.9	..	..
memo:							
folyó fiz. mérleg	-6.1	-7.0	-8.5	-10.4	-9.5	-6.7	-5.1

Forrás: AMECO

Portugália és Görögország esetében az eurózóna tagsághoz vezető nominális konvergencia folyamat, majd az euró bevezetése legalább részben felelőssé tehető a megtakarítási és beruházási dinamika elszakadásáért (azaz a folyó fizetési mérleg magas hiányaért). A közös valuta azonban nyilvánvaló módon teljes védelmet nyújt az árfolyamgyengülés hatására bekövetkező állományi átértékelődésekkel szemben, viszont ezzel párhuzamosan megszűnik kereskedelmi mérlegen keresztül történő alkalmazkodást segítő árfolyamcsatorna is. Az árfolyamcsatorna hiánya megnövelheti az alkalmazkodási folyamat reálgazdasági költségeit, különösen abban az esetben, ha a fiskális politika nem képes anticiklikus stabilizációra. Ez utóbbi az egyensúly-közeli fiskális pozíció elérésének fontosságára hívja fel a magas folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkező, jelenlegi és leendő eurózóna tagok figyelmét. Erdemes még megemlíteni, hogy Portugália és Görögország esetében az EU bővítése következtében a nettó EU-transzferek csökkenése várható, ami ceteris paribus növelheti a külső finanszírozási igényüket.

20. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Görögország 1997-2003

Görögország	1997	1998	1999	2000	2001*	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-4.0	-3.0	-4.1	-6.8	-8.0	-7.3	-6.4
Folyó fizetési- + tőkémérleg (GDP %)	-1.8	-0.9	-2.0	-6.8	-6.1	-6.1	-5.6
GDP növekedés (%)	3.6	3.4	3.4	4.5	4.3	3.6	4.5
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-4.0	-2.5	-1.8	-4.1	-3.7	-3.7	-4.6
Bruttó államadósság (GDP %)	108.2	105.8	105.2	114.0	114.7	112.5	109.9
Fogyasztási kiadás (GDP %)	87.3	87.0	86.0	86.6	84.7	84.4	83.2
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	19.8	21.1	22.7	23.6	23.8	23.9	25.7
Export (GDP %)	19.7	19.8	22.4	25.6	23.8	20.9	19.9
Import (GDP %)	27.0	28.2	31.0	36.0	32.2	29.3	28.8
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	2.7	3.2	2.4	4.2	1.8	3.4	3.1
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	6.8	10.6	11.0	8.0	6.5	5.7	13.7
Export (éves növekedés %)	20.0	5.3	18.1	14.1	-1.1	-7.7	1.0
Import (éves növekedés %)	14.2	9.2	15.0	15.1	-5.2	-2.9	4.8
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	12.7	13.0	14.0	13.4	15.3	15.6	16.8
CPI infláció (éves átlagos %)	5.4	4.5	2.1	2.9	3.7	3.9	3.4
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	36.0	38.1	..	..	63.6	67.1	
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	..	-29.5	-34.6	-44.8	-50.2	-61.2	

Forrás: IMF IFS és Eurostat

**Euróavezetési részvétel kezdete*

21. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képessége (+)

Görögország	1998	1999	2000	2001	2002	2003
államháztartás	-2.5	-1.8	-4.2	-3.7	-3.8	-4.6
vállalatok	-3.6	-5.1	-3.8	-3.4	-3.4	-3.1
háztartások	4.6	2.9	2.4	2.3	0.8	0.6
teljes gazdaság	-1.4	-4.0	-5.5	-4.8	-6.3	-7.1
memo:						
folyó fiz. mérleg	-3.0	-4.1	-6.8	-8.0	-7.3	-6.4

Forrás: AMECO

A EU csatlakozáshoz vezető folyamat következtében fenti országok intézményi berendezkedés tekintetében már elérik a fejlett országok szintjét, azonban a gazdaságpolitikai hitelességet tekintve többen még problémákkal néz(het)nek szembe. A szóban forgó országok előnyére szolgált, hogy a teljes tőkemérleg és pénzügyi liberalizációt megelőző intézményépítés (pénzügyi szabályozás, felügyelet stb.) során már érvényesíteni tudták a kilencvenes évek során lezajlott pénzügyi válságokból levonható tapasztalatokat. Az általunk vizsgált három újonnan csatlakozott EU tagországban az export GDP-hez viszonyított aránya meghaladja a 60 százalékot, ami jelentősen magasabb a görög és portugál mutatónál. A magas exportjövedelem-bázis természetes fedezettséget jelent a devizában történő forrásbevonással szemben (ezt az AECM mutató kedvező értéke is tükrözi, ld. függelék)

Bár a vizsgált országokban a vállalatoknak nyújtott, devizában denominált hitelek összes hitelhez viszonyított aránya relatíve magas, a szektorális megoszlásuk kedvező (azaz a devizahitelekből meghatározó részben a természetes fedezettséggel rendelkező exportáló vállalatok részesednek. A háztartások devizatartozása a teljes hazai hitelállományhoz viszonyítva a Cseh Köztársaságban nem jelentős és csökkenő tendenciát mutat. Az eladósodottság Magyarország esetében szintén alacsonynak tekinthető, azonban dinamikusan növekvő tendenciát mutat. Észtország esetében azonban ez a mutató igen magas, amit a hitelesen rögzített árfolyamrendszer, a kedvező kamatkörnyezet valamint az euró gyors bevezetésére irányuló – meglapozott – várakozások magyarázhatnak. Az államháztartási szektorban a devizában történő eladósodás gazdaságpolitikai döntés kérdése, mivel a szóban forgó országok mindegyikében képes az állam rövid és hosszú távon saját valutában eladósodni. A vizsgált országok esetében a pénzügyi mérlegek sebezhetősége tehát számottevően alacsonyabb, mint az a válságszerű korrekciót elszenvedett országok esetében volt tapasztalható.

Észtországban a folyó fizetési mérleg 1994 és 2002 között átlagosan 7,1 százalékos hiányt mutatott. A többi vizsgált EU tagországtól eltérően a folyó fizetési mérleg hiányáért szinte teljes mértékben a magánszektor aktivitása felelős (ezen belül is főleg a működőtőke beáramlásból finanszírozott beruházások), a költségvetés a valutatanács bevezetése óta egyensúly-közelben van. Az észt gazdaság a reálkonvergencia tekintetében a közép-európai rendszerváltó országoknál alacsonyabb pozícióból indult, így a stabilizációt követően a beruházási igény és gazdasági növekedése is magasabb volt. A növekedési pályát csak egy enyhe és rövid visszaesés akasztotta meg 1999-ben. Az utóbbi években a korábbi magas szinthez képest is megugró folyó fizetési mérleg hiányt részben a háztartások lazuló likviditási korlátainak következtében növekvő eladósodása, részben néhány nagy beruházási projekt „egyszeri tételként” jelentkező hatása magyarázza. Észtország röviddel az EU csatlakozás után belépett az ERM II-be és 2007-ben várhatóan bevezetheti az eurót. Az euró átvételéhez vezető hiteles gazdaságpolitikai pálya következtében valószínűsíthető, hogy a továbbra is magas folyó fizetési mérleg hiánypálya fenntarthatósága nem ütközik külső finanszírozási korlátokba.

22. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Észtország 1997-2003

Észtország	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-11.4	-8.6	-5.3	-5.5	-5.6	-10.2	-13.2
GDP növekedés (%)	10.5	5.2	-0.1	7.8	6.4	7.2	5.1
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	1.9	-0.3	-3.7	-0.6	0.3	1.4	3.1
Bruttó államadósság (GDP %)	6.4	5.6	6.0	4.7	4.4	5.3	5.3
Fogyasztási kiadás (GDP %)	80.3	79.2	79.2	76.0	75.2	76.0	75.6
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	30.5	30.2	25.0	27.9	29.2	31.8	31.1
Export (GDP %)	73.5	74.8	72.2	88.3	83.9	74.1	75.0
Import (GDP %)	84.3	84.6	76.8	92.1	87.4	81.2	83.0
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	7.0	4.2	-1.0	6.5	5.1	9.2	5.7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	19.9	14.0	-15.6	14.3	13.0	17.2	5.4
Export (éves növekedés %)	28.9	12.0	0.7	28.3	-0.2	0.9	5.7
Import (éves növekedés %)	29.3	12.3	-5.2	28.3	2.1	3.7	11.0
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	19.7	20.8	20.8	24.0	24.8	24.0	24.4
CPI infláció (éves átlagos %)	10.6	8.2	3.3	4.0	5.7	3.6	1.4
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	26.5	25.3	26.0	25.4	26.9	29.2	..
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-34.8	-38.6	-50.1	-50.8	-51.9	-62.7	..

Forrás: IMF IFS és Eurostat

23. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/kéessége (+)

Észtország	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
államháztartás	1.7	-0.3	-3.7	-0.6	0.3	1.4	3.1
vállalatok	-14.8	-10.8	-4.3	-7.3	-8.9	-10.7	-12.5
háztartások	1.6	2.9	4.0	2.4	2.1	-1.1	-6.0
teljes gazdaság	-11.4	-8.2	-4.0	-5.4	-6.6	-10.4	-15.4
Memo:							
folyó fiz. Mérleg	-11.4	-8.6	-5.3	-5.5	-5.6	-10.2	-13.2

Forrás: AMECO

A másik két vizsgált országban az ikerdeficit probléma jelenléte egyértelműnek tűnik, különösen Magyarország esetében, ahol mind a hazai megtakarítási, mind a beruházási ráta hosszabb időtávra visszatekintve alacsonyabb, mint a *Cseh Köztársaságban*. Utóbbi ország tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányát részben az is magyarázza, hogy a működőtőke és portfólió beáramlások felfutásával járó, külföldiek felé irányuló privatizációs folyamat relatíve későn, az 1998-as eseményeket követően indult meg. A Cseh Köztársaságban az 1998-as fizetési mérleg korrekciót követően meginduló bankkonszolidációs folyamatot tükrözi a magánszektorban nyújtott hazai hitelek csökkenő tendenciája, ami a felhalmozódott nem teljesítő hitelállomány leépítését mutatja. A bankkonszolidáció költségei az államháztartási finanszírozási igényében is megjelentek, a 2003-as év kiugró hiánya a bankkonszolidációs ügynökség veszteségeinek államháztartási elszámoláson belülré kerülésének egyszerű hatását mutatja.

24. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Cseh Köztársaság 1999-2003

Cseh Köztársaság	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-2.7	-5.2	-5.7	-6.5	-6.2
GDP növekedés (%)	0.5	3.3	3.1	2.0	2.9
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95	-3.6	-3.7	-5.9	-6.8	-12.6
Bruttó államadósság (GDP %)	13.4	18.2	25.3	28.8	37.8
Fogyasztási kiadás (GDP %)	74.2	74.3	73.7	74.1	74.9
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	27	27.7	27.6	26.6	26.6
Export (GDP %)	56.5	64.5	66.5	61.5	62.4
Import (GDP %)	57.7	67.5	69	63.6	64.6
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	3	2.1	3	3.3	4.7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-3.5	4.9	5.4	3.4	4.8
Export (éves növekedés %)	5.5	16.5	11.5	2.1	7.3
Import (éves növekedés %)	5	16.3	13	4.9	7.9
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	25.8	25.7	26.3	25.9	25.1
CPI infláció (éves átlagos %)	2.1	3.9	4.7	1.8	0.1
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	61.0	54.0	44.0	33.4	..
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-5.6	-9.1	-11.0	-17.9	..

Forrás: IMF IFS és Eurostat

25. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)

Cseh Közt.	1999	2000	2001	2002	2003
államháztartás	-3.6	-3.7	-5.9	-6.7	-12.6
vállalatok	0.1	-2.3	0.1	-2.2	4.8
háztartások	1.1	1.0	0.4	2.0	1.4
teljes gazdaság	-2.5	-4.9	-5.4	-7.0	-6.3
memo:					
folyó fiz. Mérleg	-2.5	-4.9	-5.4	-5.7	-6.2

Forrás: AMECO

Magyarország esetében az 1995-ös kiigazítást követően az államháztartás krónikusan magas finanszírozási igényének strukturális okai nem kerültek felszámolásra, hosszú távon fenntartható csökkentése nem sikerült. A folyó fizetési mérleg hiányaért így ismételten jelentős mértékben az államháztartás finanszírozási igénye tehető felelőssé. A külső finanszírozási igény növekedésének másik fontos tényezője a háztartások nettó megtakarítási pozíciójának gyors ütemű csökkenése. A háztartások nettó megtakarításainak visszaesése a vizsgált alacsonyabb jövedelmű EU tagországokban általános tendenciának tekinthető, a magyar esetben azonban a pozícióromlást egy nagyvonalú lakáshitel-támogatási rendszer bevezetése is fokozta. A 2001-2002 során a közsférában történt jelentős béremelések, amellet, hogy a vállalati szektorba átgyűrűzve versenyképesség-rontó hatásúak voltak, a háztartások esetében a gazdaság fundamentális helyzetéhez képest túlzottan optimista (permanens) jövedelemvárakozásokat indukáltak, amelyek a likviditási korlátok fokozatos oldódása mellett a nettó megtakarítási pozíció további romlását eredményezték.

Fontos továbbá megemlíteni, hogy a magyar államháztartás magas külső finanszírozási igénye elsősorban nem a jövőbeni növekedéshez potenciálisan hozzájáruló infrastrukturális beruházási kiadások többlet-forrásigényét tükrözi, ami bár nem feltétlenül eredményez rövid távú sebezhetőséget, középtávon fokozza a fenntarthatósági problémát.

26. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Magyarország 1997-2003

Magyarország	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)*	-4,5	-7,2	-7,8	-8,6	-6,3	-7,2	-9,0
GDP növekedés (%)	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8	3,5	3,0
Költségvetési egyenleg (GDP %) ESA-95**	-6,8	-8,0	-5,6	-3,0	-4,4	-9,2	-6,3
Bruttó államadósság (GDP %)	64,2	61,9	61,2	55,4	53,5	57,2	59,1
Fogyasztási kiadás (GDP %)	72,4	72,6	74,0	73,0	74,7	77,1	78,9
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	22,2	23,6	23,9	23,5	23,5	23,4	22,3
Export (GDP %)	55,1	62,6	64,3	73,9	72,8	64,0	62,0
Import (GDP %)	54,1	64,1	67,0	77,8	74,3	66,3	66,2
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	2,5	4,2	4,3	4,4	5,8	8,7	7,3
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	9,2	13,3	5,9	7,7	5,0	8,0	3,4
Export (éves növekedés %)	26,4	16,7	12,2	21,0	7,8	3,7	7,6
Import (éves növekedés %)	24,6	22,8	13,3	19,4	5,1	6,2	10,4
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	27,6	27,4	26,0	27,0	25,3	22,9	21,1
CPI infláció (éves átlagos %)	18,3	14,2	10,0	9,8	9,2	5,3	4,7
Magánszektornak nyújtott hazai hitelek (GDP %)	24,3	24,2	26,0	32,2	33,9	35,3	..
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-61,3	-65,5	-70,8	-71,5	-69,3	-76,4	-85,4

Forrás: IMF IFS, Eurostat és MNB

**1998-tól az újra-befektetett tőkejövedelmek beszámításával*

*** A magán-nyugdíjpénztár korrekció hatása nélkül*

27. táblázat: Az egyes szektorok nettó finanszírozási igénye (-)/képesége (+)

Magyarország	2000	2001	2002	2003
államháztartás*	-3.1	-5.2	-9.2	-8.8
vállalatok	..	-5.7	-0.4	-0.3
háztartások	..	5.2	2.6	0.1
teljes gazdaság	..	-5.6	-6.9	-9.0
memo:				
folyó fiz. Mérleg	-8.6	-6.3	-7.2	-9.0

Forrás: AMECO, MNB

** kiegészített SNA egyenleg*

A két angolszász szigetország, Ausztrália és Új-Zéland sok közös vonást mutat: érett piacgazdasággal illetve hosszú és kedvező intézményi történettel rendelkeznek, külkereskedelmileg tradicionálisan nyitottak, kivitelük jelentős részben nyersanyagokból áll, bár az elmúlt évtizedben felgyorsult szerkezeti diverzifikáció. A kilencvenes évek elején mindkét országban jelentős strukturális és gazdaságpolitikai reformok mentek végbe, amelyek a nyolcvanas évekhez viszonyítva kedvezőbb növekedési pályát eredményeztek.

Mindkét ország folyó fizetési mérlege huszonöt éve folyamatosan relatíve magas hiány mutat. Ausztráliában a hiány mértéke 1988 és 2002 között átlagosan a GDP 4,2 százaléka, míg Új-Zéland esetében 4,1 százaléka volt. Mindkét országban számos olyan időszak volt, amikor a folyó fizetési mérleg hiánya meghaladta az 5 százalékos szintet, azonban jelentősebb korrekcióra nem került sor. A tartósan fennmaradó hiány következtében a bruttó külső tartozás állománya mindkét ország esetében meghaladja a GDP 100 százalékát. Ausztráliában a valutaárfolyam ingadozásaiból fakadó kockázatok fedezésére fejlett határidős illetve derivatív piacok állnak rendelkezésre¹⁴. Az Új-Zélandi árfolyam-derivatívák piaca kevésbé mély, azonban a hasonló méretű országokéhoz viszonyítva még így is jelentősnek számít. A fejlett derivatív piacok lehetővé teszik a devizahitelekhez kapcsolódó árfolyamkockázat leválasztását és transzferálását természetes fedezettséget élvező vagy árfolyamkockázatot egyéb okból vállalni kívánó gazdasági szereplőkhöz.

28. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Ausztrália 1997-2003

Ausztrália	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-3,0	-5,0	-5,7	-4,1	-2,3	-4,2	-5,9
GDP növekedés (%)	3,9	5,3	4,3	3,2	2,5	4,0	3,4
Költségvetési egyenleg (GDP %)	0,4	2,8	-0,6	2,0	0,6	-1,1	..
Bruttó államadósság (GDP %)	20,7	16,8	15,4	..	..	..	..
Fogyasztási kiadás (GDP %)	77,7	77,7	78,2	77,9	77,6	77,9	77,7
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	22,6	23,5	23,8	22,9	21,8	23,7	24,5
Export (GDP %)	20,5	19,9	18,8	22,0	22,5	20,8	18,0
Import (GDP %)	20,2	21,6	21,5	23,1	22,0	22,1	21,0
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	4,0	1,8	5,5	4,2	3,3	3,2	..
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	9,5	6,9	8,7	-7,7	9,6	12,5	..
Export (éves növekedés %)	3,7	2,0	9,3	7,3	-1,9	-0,7	..
Import (éves növekedés %)	9,7	4,8	12,5	-1,3	2,3	13,8	..
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	22,3	22,3	21,8	22,1	22,4	22,1	22,3
CPI infláció (éves átlagos %)	0,3	0,9	1,5	4,5	4,4	3,0	2,8
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	76,8	80,7	86,3	89,2	90,2	94,1	101,6
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-56,0	-46,0	-53,7	-56,0	-52,0	-54,3	-61,2

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Ausztráliában és Új-Zélandon lebegő árfolyamrendszer melletti inflációs célkövetéses monetáris politika működik. A költségvetés egyenlege mindkét országban egyensúly közeli vagy többletet mutató pozícióban van, az államadósság-állomány pedig relatíve alacsony. A kiforrott intézményi környezet illetve a hiteles gazdaságpolitikák lehetővé tették, hogy a két ország a hazai valutában történő eladásodás mellett jelentős devizaforrásokat vonjon be, a feltörekvő piacokra jellemző

¹⁴ Ausztráliában a derivatív piacok forgalma 2001-ben meghaladta a GDP 25 százalékát (ld. Caballero és szerzőtársai 2004).

sebezhetőség kialakulása nélkül. Az említett tényezők következtében a nominális árfolyam és a folyó fizetési mérleg e két országban nem potenciális sokk-forrás, hanem a sokkal inkább külső (keresleti- vagy cserearány-) sokkok tompítására alkalmas alkalmazkodási csatorna. Az alacsonyfokú sebezhetőség, az intézményi adottságok, illetve a makrogazdasági stabilitás következtében a gazdaságpolitika nincs kényszerhelyzetben a nominális árfolyam gyengülését eredményező külső sokkhatások esetén, így prociklikus hatású beavatkozás (kamatemelés, fiskális megszorítás) nélkül engedheti a folyó fizetési mérlegben keresztüli alkalmazkodást.

Előbbieket alapján feltételezhetjük, hogy a szóban forgó két ország esetében a folyó fizetési mérleg elsősorban a gazdasági szereplők egyensúlyinak tekinthető fogyasztássimítási és optimalizálási magatartását jeleníti meg, amit több empirikus tanulmány is alátámaszt (pl.: Kim és szerzőtársai 2001). Mindazonáltal a külső tartozásállományok fenntartását a feltörekvő országokra jellemző sebezhetőség felépülése nélkül lehetővé tevő intézményi tényezők jelenléte nem jelenti azt, hogy ezekben az országokban a folyó fizetési mérleg hiány jelenlegi pályája hosszú távon is fennmarad. Az alacsonyabb mértékű sebezhetőség csupán azt jelenti, hogy egy alacsonyabb folyó fizetési mérleg hiány-pályára történő áttérés várhatóan nem jár majd válságszerű hatásokkal.

29. táblázat: Fontosabb makrogazdasági mutatók: Új-Zéland 1997-2003

Új-Zéland	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Folyó fizetési mérleg (GDP %)	-6,4	-3,9	-6,1	-4,7	-2,4	-3,7	-4,2
GDP növekedés (%)	1,5	1,0	5,2	2,0	4,4	4,3	3,4
Költségvetési egyenleg (GDP %)	3,9	0,5	1,9	-0,3	..	..	..
Bruttó államadósság (GDP %)	36,1	37,5	34,4	32,0	30,4	..	..
Fogyasztási kiadás (GDP %)	78,4	80,2	79,3	77,6	75,7	77,2	77,1
Bruttó állóeszköz felhalmozás (GDP %)	20,5	19,2	20,1	19,5	20,2	20,6	21,9
Export (GDP %)	28,3	29,7	30,9	35,9	35,1	32,5	29,2
Import (GDP %)	28,0	29,4	31,7	34,2	32,7	30,9	29,0
Fogyasztási kiadás (éves növekedés %)	1,8	1,9	3,9	1,4	3,1	4,9	..
Bruttó állóeszköz felhalmozás (éves növekedés %)	-0,9	-4,1	8,6	-0,6	4,7	8,5	..
Export (éves növekedés %)	3,8	2,9	7,3	6,2	2,0	7,1	..
Import (éves növekedés %)	2,6	2,0	11,4	-0,4	2,1	9,8	..
Bruttó hazai megtakarítás (GDP %)	21,6	19,8	20,7	22,3	24,3	21,8	22,9
CPI infláció (éves átlagos %)	1,2	1,3	-0,1	2,6	2,6	2,7	1,8
Magánszektorban nyújtott hazai hitelek (GDP %)	104,4	109,4	112,3	112,6	110,9	114,4	118,4
Nettó külföldi eszközök (GDP %)	-83,1	-89,8	-80,6	-77,5	-73,3	-87,9	-86,2

Forrás: IMF IFS és World Bank WDI

Hivatkozások:

Allen M. - Rosenberg C. – Keller C. – Setser B. - Roubini N. (2002): “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis”, IMF Working Paper 02/210

Blanchard, Olivier – Giavazzi, Francesco (2002): “Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?” MIT Department of Economics Working Paper No. 03-05

Caballero R. J. – Cowan K. – Kearns J. (2003): “Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile” NBER Working Paper No. 10519

Calvo, Guillermo A. – Mishkin, Frederic S. (2003): “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries,” Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 17(4)

Calvo, G. A. – Izquierdo A. – Mejía, L. F. (2004): “On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance Sheet Effects” NBER Working Paper No. 10520

Chinn, Menzie D. - Prasad, Eswar S. (2003): “Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration” Journal of International Economics, vol. 59(1)

Debelle, Guy - Faruqee Hamid (1996): “What Determines the Current Account? A cross sectional and panel approach” IMF Working Paper 96/58

Debelle, Guy – Galati, Gabriele (2005): “Current account adjustment and capital flows” BIS Working Papers No. 169, February 2005

Detragiache, Enrica – Gupta, Poonam (2004): “Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia” IMF Working Paper 04/129

Edwards, Sebastian (2001): “Does the Current Account Matter?” NBER Working Paper No. 8275

----- (2004): “Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops” NBER Working Paper No. 10276

Eichengreen, Barry – Hausmann, Ricardo (1999): “Exchange Rates and Financial Fragility” NBER Working Paper No. 7418

Eichengreen, B. – Hausmann, R. – Panizza U. (2003): “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin, Why They are not the Same and Why it Matters?” NBER Working Paper No. 10036

Frankel, Jeffrey A. – Wei, Shang-Jin (2004): “Managing Macroeconomic Crises” NBER Working Paper No. 10907

Freund, Caroline (2000): “Current Account Adjustment in Industrialized Countries” Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers No. 692

Goldstein, M. – Turner, P. (2004): “Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets”, Institute for International Economics, Washington DC

Milesi-Ferreti, Gian M. – Razin, Assaf (1996): “Current-Account Sustainability”, Princeton Studies in International Finance No. 81,

Kim K. – Hall V. B. – Buckle R. A. (2001): “New Zealand's Current Account Deficit: Analysis based on the Intertemporal Optimization Approach”, New Zealand Treasury Working Papers 2001/2

Kovács, Mihály András (2005): “Hogyan hat az árfolyam? Tanulságok az 1995 stabilizációról és jelenlegi ismereteink”, MNB kézirat

P. Kiss Gábor – Krekó Judit – Karádi Péter (2005): „Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika”, MNB Háttér tanulmányok 2005/1

Roubini, Nouriel – Setser, Brad (2004): “Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies” Institute for International Economics, Washington DC

Függelék

AECM – Aggregated effective currency mismatch mutatók

30. táblázat: Egyes feltörekvő országok AECM mutatói¹⁵

Országok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Válságszerű epizódok</i>									
Dél-Korea	-0,6	-1,6	-6,2	-12,4	-3,5	2,3	4,4	5,4	4,1
Indonézia	-17,1	-15,5	-14,6	-30,9	-25,3	-13,6	-4,2	2,5	9,1
Malajzia	3,6	2,3	1,6	-1,0	2,4	3,7	2,3	2,5	1,6
Thaiföld	-3,7	-9,1	-13,7	-20,3	-9,0	-0,3	3,2	6,5	8,1
Argentína	-69,7	-80,0	-89,6	-108,7	-143,8	-186,6	-189,3	-282,4	-309,6
Mexikó	-32,5	-34,3	-33,5	-18,9	-19,2	-14,6	-8,7	-4,5	-4,8
Törökország	-26,5	-17,3	-16,2	-17,7	-21,1	-24,4	-41,7	-38,4	-41,3
<i>Békés epizódok</i>									
Brazília	1,8	2,4	-0,9	-10,7	-15,7	-23,0	-21,4	-26,2	-32,8
Izland	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Lengyelország	6,6	11,1	9,9	9,8	9,4	9,6	9,8	9,4	7,3
Portugália	..	..	..	..	..	..	..	..	..
<i>Köztes epizódok</i>									
Chile	7,1	7,1	6,7	2,6	-0,5	2,2	0,7	-5,5	-10,4
Cseh Köztársaság	5,3	7,7	6,4	6,2	8,4	10,0	9,3	10,9	11,3
Lengyelország	6,6	11,1	9,9	9,8	9,4	9,6	9,8	9,4	7,3
Magyarország	-37,8	-15,9	-13,9	-12,8	-10,3	-7,8	-6,8	-2,7	-4,1
Szlovákia 1998	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Forrás: Turner és Goldstein 2004

¹⁵ Az AECM mutatót Goldstein és Turner (2004) elsősorban feltörekvő országokra számította, így Izlandra, Portugáliára, Görögországra nincs adat. A szerzők Szlovákia és Észtország esetében szintén nem számították ki a mutató értékét.

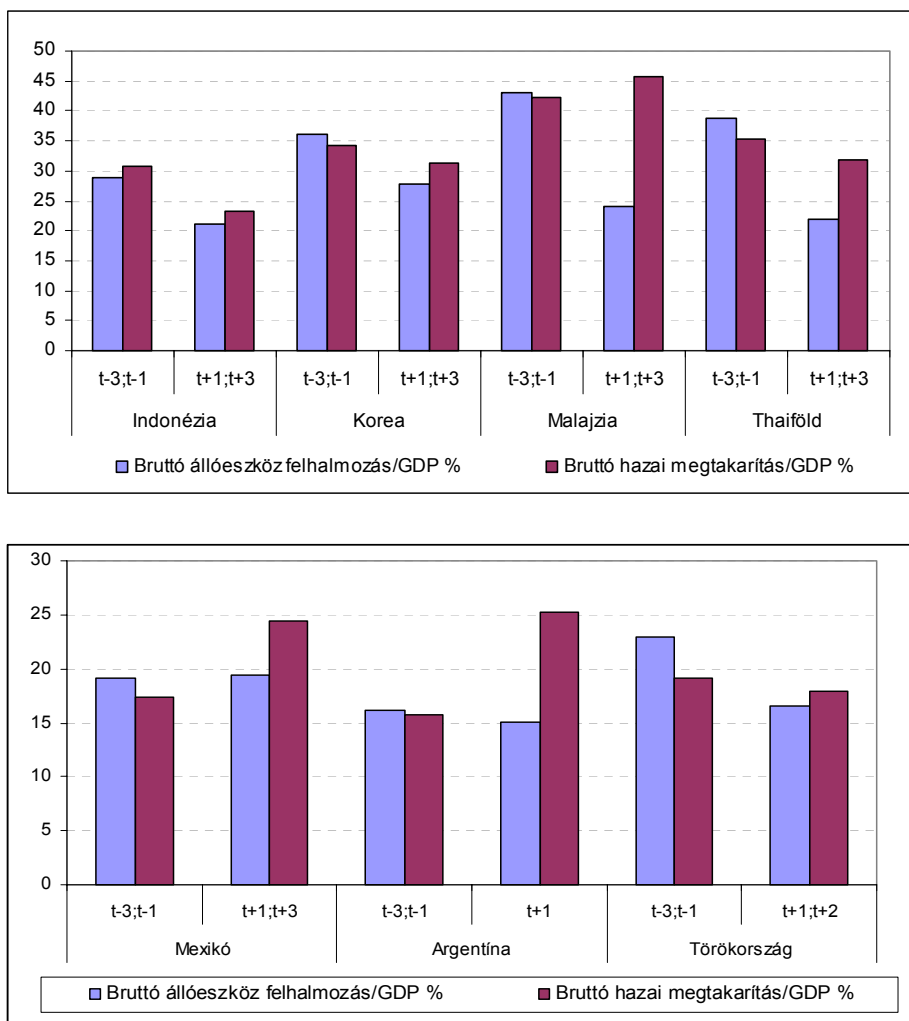
31. táblázat: A rövid lejáratú külső adósság- és a hivatalos devizatartalék-állomány hányadosa

Országok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Válságszerű epizódok</i>									
Indonézia	1,60	1,90	1,77	1,98	0,89	0,75	0,80	0,80	0,75
Malajzia	0,24	0,31	0,41	0,72	0,33	0,20	0,16	0,21	0,24
Thaiföld	0,99	1,23	1,27	1,45	1,03	0,69	0,47	0,41	0,31
Argentína	0,50	1,49	1,30	1,43	1,25	1,12	1,13	1,37	1,41
Mexikó	6,27	2,22	1,54	0,97	0,83	0,76	0,53	0,33	0,20
Törökország	1,58	1,26	1,05	0,96	1,09	1,01	1,28	0,87	0,56
<i>Békés epizódok</i>									
Lengyelország	0,36	0,27	0,34	0,40	0,51	0,32	0,37	0,43	0,55
Izland	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Brazília	0,87	0,63	0,62	0,69	0,70	0,84	0,96	0,79	0,62
Portugália	..	..	..	..	..	..	..	..	..
<i>Köztes epizódok</i>									
Chile	0,29	0,24	0,18	0,07	0,10	0,08	0,17	0,18	0,25
Cseh Köztársaság	0,47	0,37	0,46	0,83	0,61	0,69	0,69	0,67	0,46
Lengyelország	0,36	0,27	0,34	0,40	0,51	0,32	0,37	0,43	0,55
Magyarország	0,15	0,15	0,15	0,19	0,23	0,23	0,27	0,27	0,31
Szlovákia 1998	0,73	0,51	0,86	1,27	1,60	0,80	0,60	0,74	0,48

Forrás: IMF IFS adatbázis, saját számítások

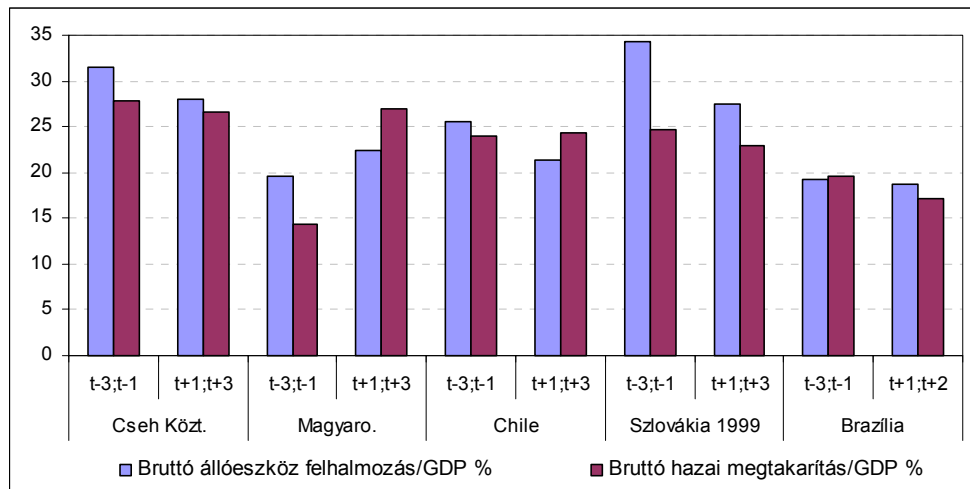
Átlagos bruttó megtakarítási (S/Y) és beruházási ráták (I/Y) a korrekció évét (t) megelőző és követő időszakokban¹⁶

1. ábra: Válságszerű korrekciók

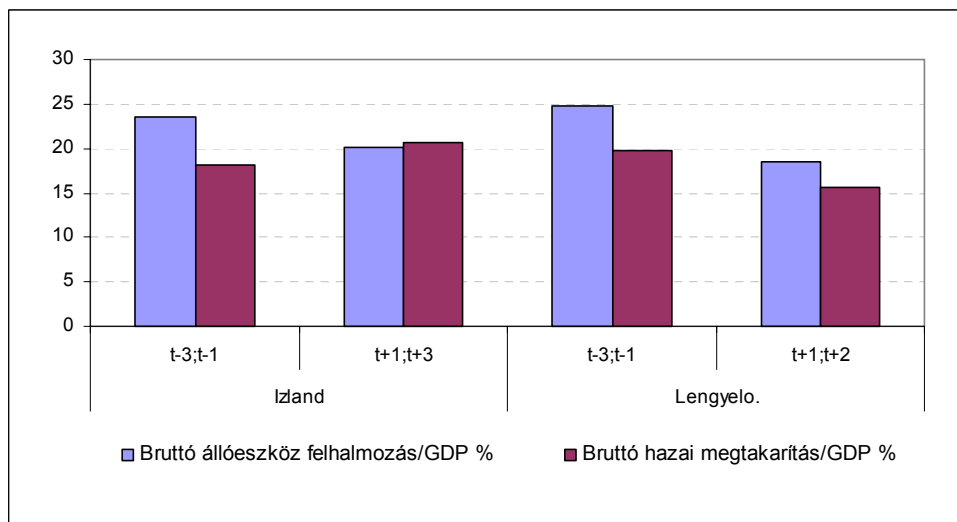


¹⁶ Azon epizódok esetében, ahol a fizetési mérleg korrekciót követően legalább 1 év adatai rendelkezésre álltak

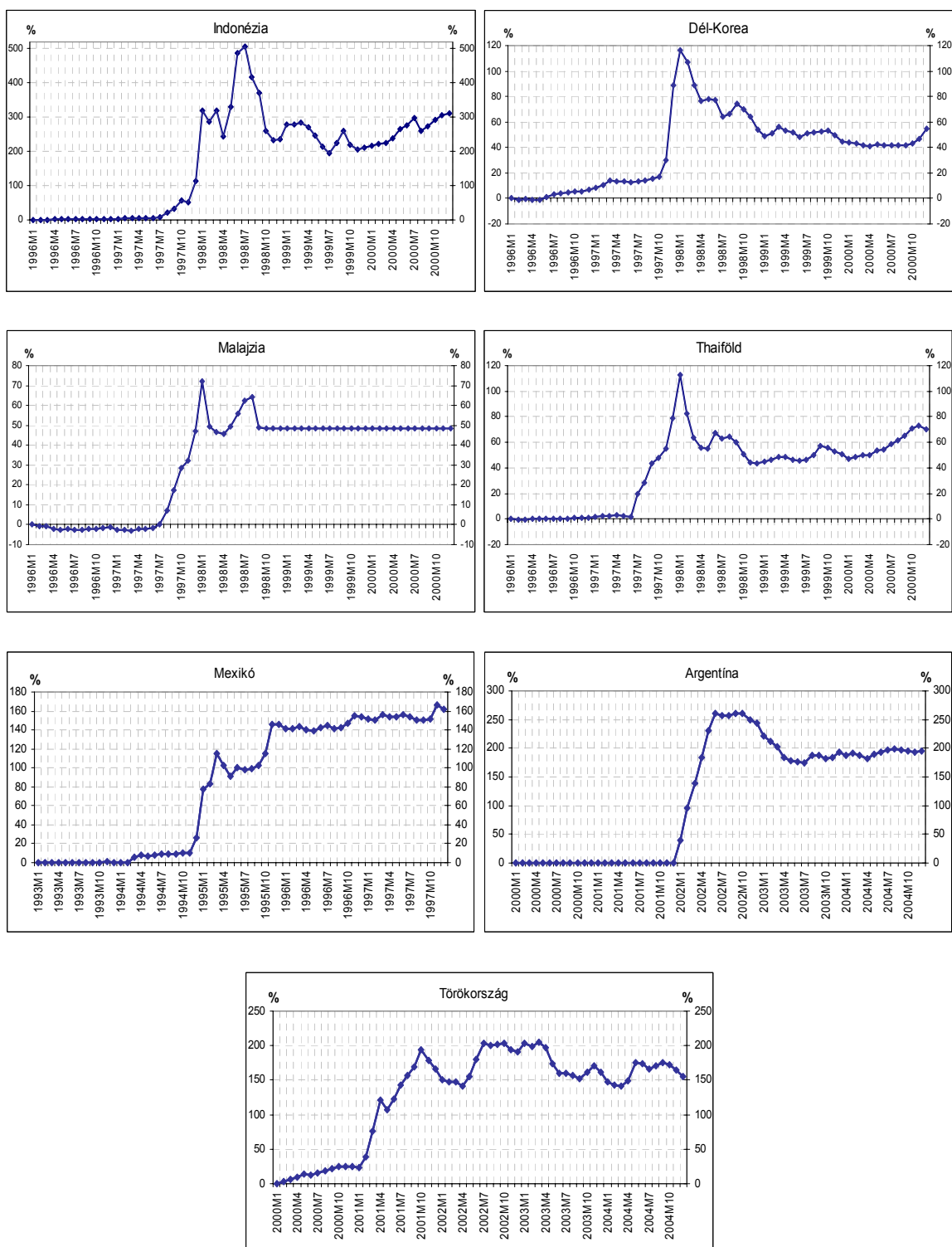
2. ábra: Köztes korrekciók



3. ábra: „Békés” korrekciók

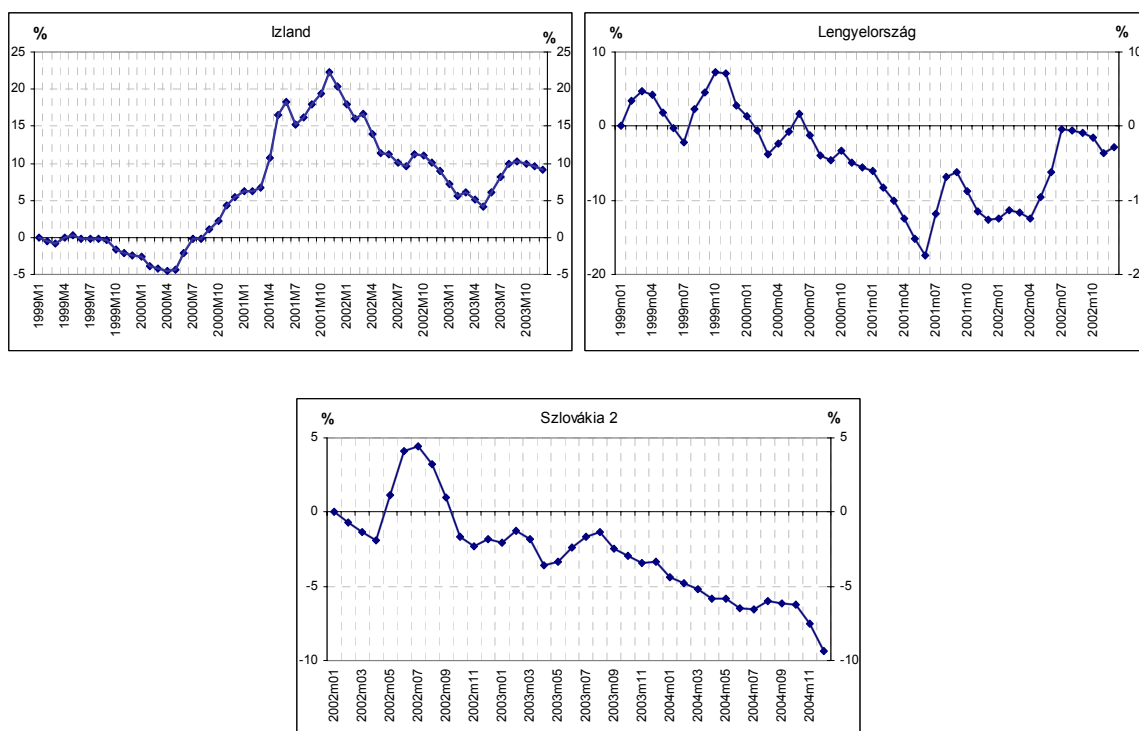


4. ábra: Havi kumulált árfolyam-változás¹⁷ a válságszerű korrekciós epizódok környékén



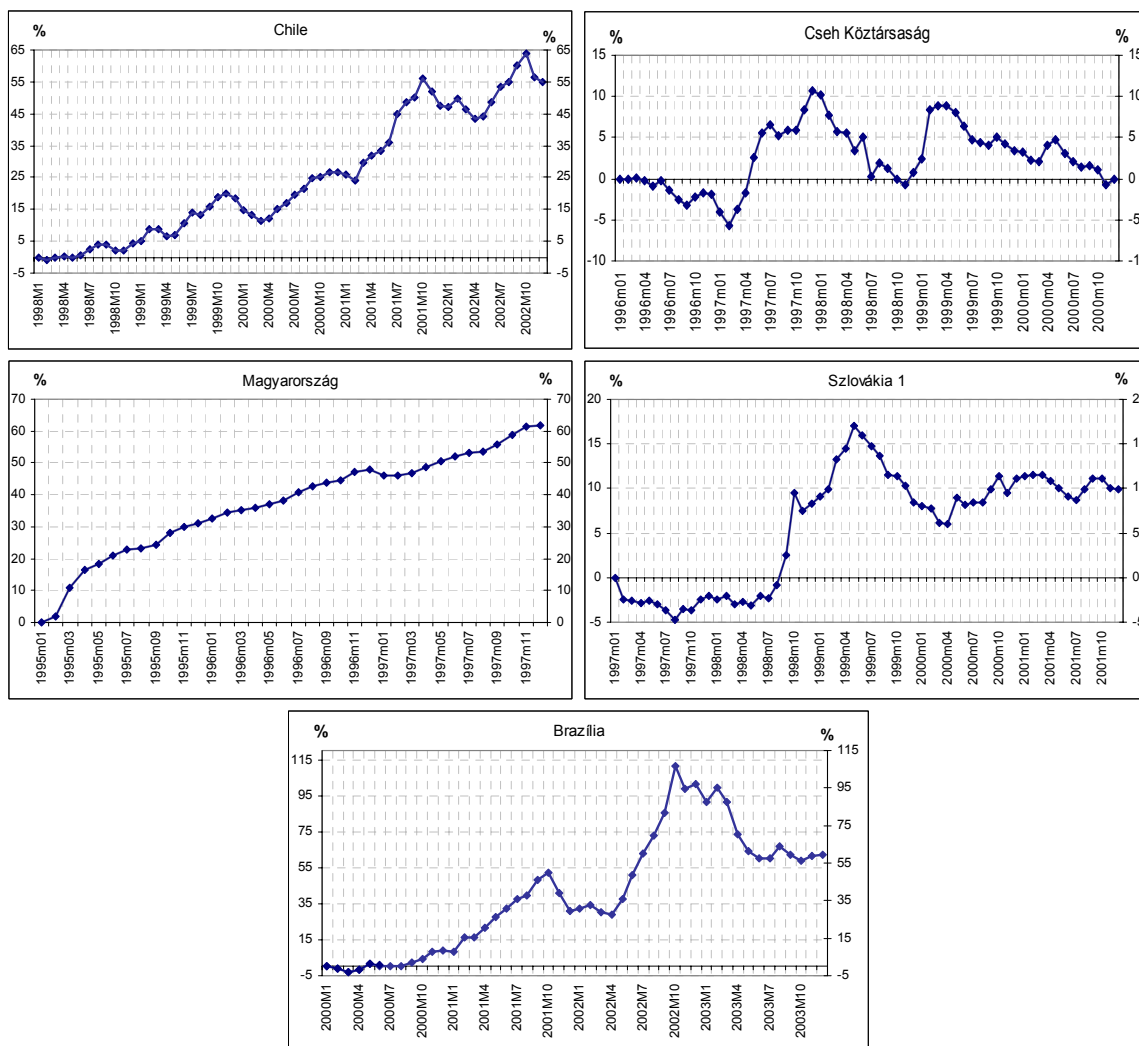
¹⁷ Mind a hét ország esetében a dollárral szembeni havi átlagos kumulált árfolyamváltozást ábrázoltuk, a periódus első hónapjához viszonyítva. A pozitív értékek leértékelődést jelölnek. Az árfolyam adatok forrása: IMF IFS adatbázis

5. ábra: Havi kumulált árfolyam-változás¹⁸ a békés epizódok környékén



¹⁸ Izland: nominális effektív árfolyam, Szlovákia, Lengyelország: euró/ecu-vel szembeni árfolyam. Minden esetben a havi átlagos kumulált árfolyamváltozást ábrázoltuk, a periódus első hónapjához viszonyítva. A pozitív értékek leértékelődést jelölnek. Az árfolyam adatok forrása: Eurostat, IMF IFS adatbázis

6. ábra: Havi kumulált árfolyam-változás¹⁹ a köztes epizódok környékén



¹⁹ Chile: dollár-peso árfolyam, Magyarország, Szlovákia, Cseh Köztársaság: euró/ecu-vel szembeni árfolyam. Minden esetben a havi átlagos kumulált árfolyamváltozást ábrázoltuk, a periódus első hónapjához viszonyítva. A pozitív értékek leértékelődést jelölnek. Az árfolyam adatok forrása: Eurostat, IMF IFS adatbázis