



ELEMZÉS
A KONVERGENCIAFOLYAMATOKRÓL
2011. október



MAGYAR NEMZETI BANK

Magyarország és az euroövezet: kihívások és lehetőségek

ELEMZÉS
A KONVERGENCIAFOLYAMATOKRÓL
2011. október

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: dr. Simon András

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1787-4475 (on-line)

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

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

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

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

Az elemzés egyes részeit készítették: Csermely Ágnes (1. fejezet), Endrész Mariann (2-1. keretes írás), Hoffmann Mihály (3. fejezet), Kiss Áron (2-3. keretes írás), Kovács Mihály András (Összefoglaló, 2. fejezet), Krekó Judit (2. fejezet), Szalai Zoltán (1. fejezet), Szombati Anikó (4. fejezet).

Az elemzés készítése során értékes tanácsokat kaptunk a Monetáris Tanácstól. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Hová tart az euro?	11
1.1. A monetáris unió gazdaságirányítási rendszere a válság előtt	14
1.2. Az euroövezet válságban felszínre került gyengeségei	17
1.3. Merre tart az euroövezet?	20
Felhasznált irodalom	22
2. Az euro bevezetése Magyarország szempontjából – előnyök és kockázatok	24
2.1. Elméleti keret: az optimális valutaövezetek (OCA) teóriája	26
2.2. Magyarország mennyiben lenne optimális valutaövezeti tagállam az eurorégióban?	39
Felhasznált irodalom	52
3. Az aszimmetrikus sokkok kezelésének fiskális politikai eszközei	56
3.1. Bevezetés: mozgástér és fenntarthatóság	58
3.2. Elméleti keretrendszer – fiskális politika a monetáris unióban	59
3.3. Milyen tanulságok szűrhetők le az euroövezeti országok válság alatti fiskális politikájából?	62
3.4. Költségvetési mozgástér a magyar fiskális politikában	67
Felhasznált irodalom	74
4. Az aszimmetrikus sokkok kezelésének makroprudenciális eszközei	76
4.1. Mire alkalmas és mire nem a makroprudenciális politika az aszimmetrikus sokkok kezelésekor?	78
4.2. Milyen tényezőknek van jelentősége a makroprudenciális politika sikerében?	82
4.3. Merre fejlődik az európai és a hazai intézményrendszer?	84
4.4. A hazai makroprudenciális intézményrendszer értékelése	88
Felhasznált irodalom	90

Összefoglaló

Globális tényezők, egyes tagországok fegyelmezetlen gazdaságpolitikája és belső intézményi gyengeségek együtt okozták az euroövezet problémáit

Az euroövezet jelenlegi problémáinak kialakulásában globális tényezők, az egyes tagországok fegyelmezetlen gazdaságpolitikái és az övezet belső intézményi problémái egyaránt szerepet játszottak. A globális tényezők közül a válság előtti túlzott kockázatvállalás és pénzbőség az övezet számos, első-sorban kevésbé fejlett tagállamában segítette a hitelboomok kialakulását. A problémák létrejöttéhez hozzájárult, hogy a túlfűtött tagállamok nem voltak képesek kellő hatékonyságú makrogazdasági korrekciós intézkedések meghozatalára, illetve túlbecsülték a gazdaságaik növekedési ütemének fenntarthatóságát.

A hitelboomok kialakulására önmagában az euroövezeti belépés is jelentős hatással volt. Az euroövezeti tagsággal együtt járó reálkamat-csökkenés és az árfolyamkockázat kiiktatásával erősödő banki integráció és verseny együttesen segítette a túlfűtöttség kialakulását, ami a pénzügyi válságban drasztikusan korrigálódott.

Az övezet problémáinak elmúlt években megfigyelt mélyüléséhez azonban saját intézményi gyengeségei is hozzájárultak.

Hiányzott a hatékony intézményrendszer a belső egyensúlyhiányok korrekciójára és a válságkezelésre

Ezek a problémák két csoportra oszthatók. A problémák egyik része vezetett ahhoz, hogy egyes tagállamok fenntarthatatlan helyzetbe kerüljenek. Ezt részben a meglévő szabályok be nem tartása, illetve a gazdaságpolitikai koordináció elégtelensége okozta. Ez utóbbi kapcsán a magánszektor egyensúlyhiányainak megelőzésére vonatkozó mechanizmusok és az egységes pénzügyi felügyelet hiányát érdemes külön megemlíteni.

A problémák másik részét a válságkezelés hatékony intézményeinek és mechanizmusainak hiánya okozta. Miközben ellentmondásba került a közös valuta következtében kialakult mély pénzügyi integráció és a korlátozott nemzeti válságkezelő kapacitás, az eseti konszenzusos politikai alkuk nem voltak elég gyorsak és hatékonyak a válsághelyzetben szükséges reakcióra.

A válságban jelentős előrelépés történt az intézményrendszer átalakításában, a hosszú távú egyensúlyi berendezkedés azonban még nem látható biztosan

Az elmúlt időszakban a problémák kezelésére számottevő előrelépés történt: erősödött a gazdaságpolitikai koordináció és a szankcionálás lehetősége, emellett a EFSF (European Financial Stability Facility, európai pénzügyi stabilitási eszköz) és a ESM (European Stability Mechanism, európai stabilitási mechanizmus) felállításával bizonyos fokú kockázatközösség is meghatározásra került. A jelenlegi turbulens pénzügyi helyzetben azonban a szükséges kockázatközösség mértéke az előzetesen meghirdetettnél akár nagyobb is lehet, a piacok számára pedig továbbra sem teljesen világos, hogy az egyes tagállamok mennyiben viselkednek egy monetáris unió régióiként, vagy közös valutát használó, önálló gazdaságpolitikát folytató államokként. Így továbbra is ellentmondás merülhet fel az egyes tagállamok igen mély pénzügyi összekapcsolódása és a még mindig jelentős mértékben tagállami szinten maradó

gazdaságpolitika között. Az, hogy ez az ellentmondás a jövőben milyen mértékű lehet, jelentős mértékben a növekedési kilátások és a pénzügyi kockázattal való hajlandóság alakulásától függ.

A kockázatközösség előzetes meghatározása azonban felveti az erkölcsi kockázat problémáját: azaz a jövőben csökkentheti a fegyelmezett gazdaságpolitika folytatásának ösztönzőit. Így a jövőben a sikeres euro-intézményrendszernek egyszerre kell megtalálnia az egyensúlyt a kockázatközösség bizonyos fokú előzetes meghatározása és a fenntarthatatlan makrogazdasági pályához vezető politikák megelőzését, időben végrehajtott korrekcióját lehetővé tevő hatékony mechanizmusok között.

Az eurobevezetés költség-haszon elemzése a korábban feltételezettnél nagyobb bizonytalansággal végezhető el

Az euro elmúlt bő tíz éve alapján az övezeti belépés költség-haszon elemzése a korábban bemutatottnál nagyobb bizonytalansággal végezhető el. Egyrészt az eurobevezetés korábban vélelmezett előnyeiről az empirikus eredmények széles tartományban szórnak, megnehezítve a hatások megbízható számszerűsítését. Másrészt az övezeti belépés kapcsán felmerülő kockázatok is eltolódtak a nehezen számszerűsíthető középtávú makrogazdasági kockázatok irányába. Harmadrészt az euroövezeti tagság nettó előnye jelentős mértékben függ a gazdaságpolitika tudatos hozzáállásától, azaz nem tekinthető a csatlakozó ország számára külsőleg adottnak.

Az euro bevezetése érdemi makrogazdasági előnnyel járhat majd Magyarországra számára...

Az euro bevezetésének számottevő makrogazdasági előnyei lehetnek a magyar gazdaság számára. Ezek az előnyök elsősorban a verseny erősödéséből, a növekvő tőke- és külkereskedelmi áramlásokból adódhatnak. Ezen túlmenően középtávon illúzió azt vélelmezni, hogy a jelentős magyar pénzügyi integráltság és külföldi devizában fennálló kitettség mellett az önálló monetáris politika fenntartása tartós megoldás lehet Magyarországnak: az övezeten belül a monetáris politika pénzügyi stabilitási szempontból vett hatékonysága jelentősen erősödhet.

...a nem kellő felkészültség az euroövezeti tagságra azonban komoly makrogazdasági kockázatokat hordoz: a fellendülés és visszaesés jelensége és az elégtelen munkapiaci alkalmazkodás

A válság óta felhalmozott makrogazdasági tapasztalatok ugyanakkor arra utalnak, hogy az euro bevezetése komoly makrogazdasági kockázatokat is hordozhat, amelyek csak nagyon tudatos gazdaságpolitikával mérsékelhetőek. Az euro bevezetése ugyanis tekinthető egy önmagában aszimmetrikus sokknak, ami egyszerre okoz megnövekedett versenyhelyzetet és a magasabb kamatszinttel jellemezhető országok számára csökkenő reálkamatokat. Mindez két szempontból jelenthet problémát. Egyrészt az övezeti belépés után nem zárható ki a gyors fellendülés és az azt követő visszazuhanás (boom and bust) jelenségének kialakulása. Másrészt problémát jelenthet a nem kellő hatékonyságú munkapiaci alkalmazkodás.

Ami az első kérdést illeti, a csökkenő reálkamat miatt megnövekedett hitelkereslet és a növekvő tőkeáramlások miatt erősödő hitelkínálat együttesen vezethet túlzott hitelezéshez, a belföldi jövedelemtulajdonosok túlzott eladósodásához, majd visszaesés kialakulásához. Egy ilyen hitelboom kialakulását elősegíti, hogy a közös monetáris politika nem a magyar folyamatokra lesz kalibrálva. A nem horgonyzott inflációs várakozások növelhetik a tartós inflációs többletet, ezen keresztül a tartósan alacsony reálkamat kialakulásának valószínűségét. Ami a munkapiaci rugalmasságot illeti, itt az árfolyam-bizonytalanság kiiktatódása után növekvő versenyhelyzethez és az esetlegesen bekövetkező egyéb aszimmetrikus sokkokhoz való alkalmazkodási képesség jelenthet problémát.

Így az euro bevezetésére a gazdaságpolitika tudatos négyesével érdemes felkészülni

Bár a kockázatok esetleges realizálódásának esélyét mérsékli az újonnan kialakuló európai gazdasági mechanizmus, amely erősíti a gazdaságpolitikák koordinációját és felügyeletét, de érdemes lehet a majdani magyarországi eurobevezetéshez is tudatos tervezőmunkával hozzáállni. Annak ellenére tehát, hogy a jelenlegi kormányzati stratégiában az övezeti csatlakozás legkorábban az évtized végén tűnik reálisnak, megfontolandó a sikeres övezeti tagsághoz kapcsolódó gazdaságpolitikai keretrendszer minél előbbi megvalósítása. Négy kulcsfeladatot látunk szükségesnek az elkövetkező évekre. Ezek a monetáris és fiskális politikát, a makroprudenciális szabályozást és a munkapiaci intézményrendszert érintik.

A monetáris politika az inflációs várakozásoknak az euroövezeti inflációs célhoz való horgonyzásával segíthet

Egyrészt a monetáris politikának jóval az övezeti belépés előtt el kell érnie, hogy az inflációs várakozások az övezeti inflációs céllal konzisztens szinten rögzüljenek. Ez mérsékelheti az érzékelt reálkamat-csökkenést az övezeti belépés után.

A fiskális politika az alacsony adósságszint elérésével tud hozzájárulni a sikeres euroövezeti tagsághoz

Másrészt a költségvetési politikának a maastrichti kritériumokénál szigorúbb adósságszint elérését érdemes kitűznie, hogy önálló monetáris politika hiányában is kellő mozgáster álljon rendelkezésre a kedvezőtlen külső sokkok simítására. A belföldi lakossági vagyon alacsony szintje, az adósság szerkezete együttesen azt okozza, hogy még a maastrichti adósságkülöb elérése esetén is érdemben megmaradhat a gazdaság külső forrásokra való ráutaltsága, külső sérülékenysége.

Számításaink szerint a Széll Kálmán-tervben, a konvergenciaprogramban és a 2012-es költségvetési tervezés során meghirdetett intézkedések maradéktalan megvalósítása és az európai szabályrendszerből következő 1,5 százalékos strukturális hiány fenntartása esetén az évtized végére 56-57 százalék közelébe érhet az adósságszint. A magyar államadósság azonban még ebben az esetben is meghaladja majd a régiós versenytársaink jelenlegi átlagát, azaz a magas adósságszint hosszú évekig korlátozza a költségvetés mozgásterét.

A hatékony makroprudenciális intézményrendszer kialakítása a jövőbeli túlzott hitelciklusok kialakulását és a bankrendszer sokkellenállóképességét erősítheti

A válság ugyanakkor arra is rávilágított, hogy önmagában nem lehet olyan méretű költségvetési mozgásteret felépíteni, ami a gazdaság nagymértékű visszaesésére és a magánszektor jelentős egyensúlyhiányainak korrekciójára gyógyír lehet. Emellett a gazdaság pénzügyi ciklusainak mérséklése önmagában is kívánatos. Így harmadik feladatként kulcsszerep hárul a hatékony makroprudenciális politikára, amely egyrészt a magánszektor túlfűtöttségét kell, hogy korlátozza a felívelés szakaszában, másrészt válsághelyzetben a pénzügyi stabilitási kockázatok realizálódását kell csökkentenie.

A hatékony makroprudenciális politika egyik legfontosabb eleme a felelősségek és eszközök megfelelő összhangja. Ez egyrészt azt jelenti, hogy az egyes gazdaságpolitikai szereplők felelőssége, feladata a kérdéskörben világosan szabályozva legyen; másrészt, hogy a felelősségekhez hatékony eszközök is tartozzanak. Úgy látjuk, hogy ez a jelenlegi hazai intézményrendszerben nem teljesül. Egyrészt míg a jegybank pénzügyi stabilitásért vett felelőssége a jegybanktörvény szerint világos, nem rendelkezik közvetlenül alkalmazható makroprudenciális eszközökkel. Másrészt a jelenlegi intézményi keretrendszerben makroprudenciális kérdésekben felelős összes érintettet magába tömörítő Pénzügyi Stabilitási Tanács sem rendelkezik nevesített makroprudenciális eszköztárral, konzultatív fórumként működik. Végezetül szükség lenne az európai jogszabályokból és az ERKT-ajánlásokból (Európai Rendszer-

Önálló monetáris politika hiányában a munkapiaci rugalmasság fontossága felértékelődik. Az állást vesztők munkapiacon tartását és újrafoglalkoztatását lehetővé tevő, a jelenleginél hatékonyabb intézményrendszerre lenne szükség

kockázati Testület) következő makroprudenciális intézkedések implementálásának világos mechanizmusára is.

Végezetül alapvető fontosságú a munkapiac alkalmazkodóképességének növelése. Ebben a tekintetben nem elegendő a vállalatok rugalmas alkalmazkodását jelenleg is lehetővé tevő intézményi környezet. Olyan munkapiaci intézményrendszerre és ösztönzők kialakítására van szükség, ami segíti a jelenleg nem foglalkoztatottak és a megnövekedett versenyhelyzet miatt állást vesztők hatékonyabb újrafoglalkoztatását a piaci szférában. Ez utóbbi feltételtől a magyar gazdaság egyelőre úgy tűnik, távol áll.

Számításaink szerint az elmúlt időszakban megfogalmazott kormányzati intézkedések hosszabb távon nem növelik érdemben a versenyszféra foglalkoztatását és az újrafoglalkoztathatóságot. Bár a nem foglalkoztatottaknak járó állami juttatások szigorítása, az átlag feletti jövedelmek adókulcsának csökkentése élénkítheti, az alacsony termelékenységű munkavállalókat segítő adójóváírás kivezetése, a különadók és az elmúlt időszakban bekövetkezett országgokkázati feláremelkedés tartósulása mérsékli a foglalkoztatást és a gazdaság munkahelyteremtő képességét.

A nemzetgazdasági foglalkoztatási rátát javíthatja a közfoglalkoztatás tervezett jelentős kiterjesztése, a hazai gazdaság fenntartható fejlődését azonban a piaci foglalkoztatás emelése segíthetné érdemben. Meglátásunk szerint a versenyszféra foglalkoztatási rátájának tartós növeléséhez a jelenleg inaktív csoportok ösztönzőinek konzisztens megváltoztatására és az aktív munkaerő-piaci politikák hatékonyabb alkalmazására lenne szükség. Ami az első tényezőt illeti, itt más országokhoz hasonlóan az adójóváírás intézményrendszerének megtartására, vagy az alacsony képzettségű munkavállalók foglalkoztatásának más módon vett támogatására lenne szükség. Az aktív munkaerő-piaci politikák vonatkozásában a programok hatékonyságának javítására lenne szükség azzal a céllal, hogy az érintettek piaci foglalkoztathatóságát gátló akadályok elháruljanak.

1. Hová tart az euro?

Ebben a fejezetben rövid áttekintést adunk arról, hogy miért érinti a globális válság különösen súlyosan az európai monetáris uniót, és milyen változtatásokra lehet szükség a válság kezeléséhez, megismétlődésének elkerüléséhez. A válságot részben az okozza, hogy egyes országok nem tartották be a közösen elfogadott működési kereteket, és fenntarthatatlan gazdaságpolitikát folytattak (fiskális fegyelmezetlenség – Görögország, részben Portugália). Azonban olyan országok is válságba vagy válság közeli helyzetbe kerültek, amelyek a meglévő szabályokat betartották, és nem folytattak a korábbi ismeretek szerint fenntarthatatlan politikákat. Ezekben az országokban olyan tényezők okozták a válságot, amelyeket az unió megalkotói nem láttak előre, és nem voltak intézmények a megelőzésükre (háztartási, bank- és építési szektor eladósodottsága – Írország, Spanyolország). Ezek a folyamatok eredményezték, hogy a globális sokk minden korábbi konvergenciaeredmény ellenére rendkívül heterogén módon érintette a részt vevő országokat. Végül téves feltevésnek bizonyult, hogy nem szükségesek intézményesült mechanizmusok a monetáris unió szintjén azokra az esetekre, ha mégis válság alakulna ki. Ekkor az ad hoc kormányközi megállapodások kellő időben és hatékonyan nem képesek a károk mérséklésére, a válság súlyosbodásának megállítására. A válság hatására ezért a jövőben a meglévő szabályokat jobban be kell tartani (fiskális fenntarthatóság), de további koordinációs területeken is létre kell hozni korai figyelmeztető és korrekciós mechanizmusokat (magánadósság, túlzott egyensúlytalanság). Ezen túlmenően állandó válságkezelő mechanizmusokra is szükség van, amelyeknek központi eleme az egész euroövezet pénzügyi stabilitását biztosító intézményrendszer, elkerülendő azt, hogy az egyedi tagállamok fizetőképességi problémái rendszerszintű kockázatként realizálódjanak az övezet egészében. A válságkezelő intézmények működésében továbbra is el kell kerülni az erkölcsi kockázatot (moral hazard). Így alapvető fontosságú a gyors válságkezelési eszköztár rendelkezésre állása, amelynek nem kell előre részletezett szabályokat tartalmaznia a váratlan helyzetekre. Az erkölcsi kockázat azonban a megelőző rendszerek, szankciók hatékony alkalmazását teszi szükségessé.

Az elmúlt egy évben a megjelölt irányokba történtek lépések, az övezet intézményrendszere folyamatosan alakul a makrogazdasági és pénzügyi kihívásokra adott válaszok függvényében. Úgy látjuk azonban, hogy amennyiben a megfogalmazott irányok a jövőben megszilárdulnak, nincs szükség teljes fiskális centralizációra, az adó-, szociális és jóléti politikák megmaradhatnak nemzeti hatáskörben. Sőt a jelenlegi költségvetési szerkezet mellett, aszimmetrikus makrogazdasági sokkok esetén a nemzetállami költségvetési politika eltérő alakulása lehet szükséges a makrogazdasági stabilizációhoz.

A 2007-ben kezdődött és 2008-ban elmélyülő globális gazdasági válság a fejlett régiókat súlyosabban érintette, mint a kevésbé fejletteket (Latin-Amerikát és Kelet-Ázsiát), és a fejlettek között is súlyosabb következményekkel járt az euroövezet országaiban, mint az USA-ban vagy Japánban. Az európai válság súlyosságára jellemző, hogy a monetáris unió felbomlása is napirenden van a szakmai sajtóban. A válságot az USA-ban és az euroövezetben az váltotta ki, hogy az azt megelőző „nagy mérséklődés” idején egyes régiók és gazdasági szektorok túlzottan eladósodottá váltak. Leginkább a bankok és a lakosság növelte eladósodottságát, de az ingatlanforgalmazók és egyes államok is növekvő adósságot halmoztak fel.¹

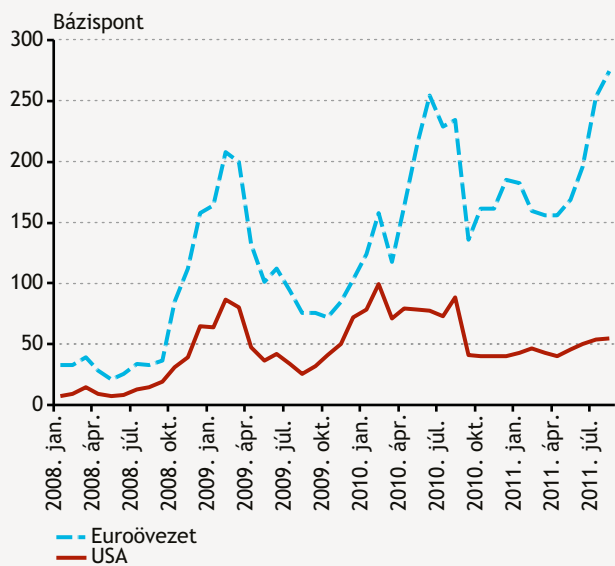
Az, hogy a válság miért érinti súlyosabban az euroövezetet, annál is inkább magyarázatot igényel, mert a válság epicentruma az USA-ban volt, továbbá – szemben a külföldi tőkebeáramlásra ráutalt USA-val – az euroövezet egészének kiegyensúlyozott volt a folyó fizetési mérlege. Emellett az euroövezetet alkotó országok összesített költségvetési hiánya és államadóssága is alacsonyabb, mint az USA-é.

A kérdőjelek csak szaporodnak, ha az euroövezetben részt vevő országok teljesítményét vizsgálva azt találjuk, hogy noha vannak közöttük különbségek – a versenyképesség, a növekedési ütemek és az infláció ütemében és változókonyságában –, ezek nem nagyobbak, mint az összehasonlítható USA-régiók közötti különbségek.² A hagyományosan az OCA-

¹ A „nagy mérséklődés” (great moderation) időszaka az 1990-es évek elejétől a válságig terjedő periódusra tehető. A korábbi időszakhoz képest az infláció mérséklődött, és a növekedési ütemek is kiegyensúlyozottabbakká váltak. Ugyanakkor – paradox módon – a pénzügyi stabilitást egyre több kihívás érte. Lásd bővebben az előző évi konvergenciaelemzésünket (MNB, 2010).

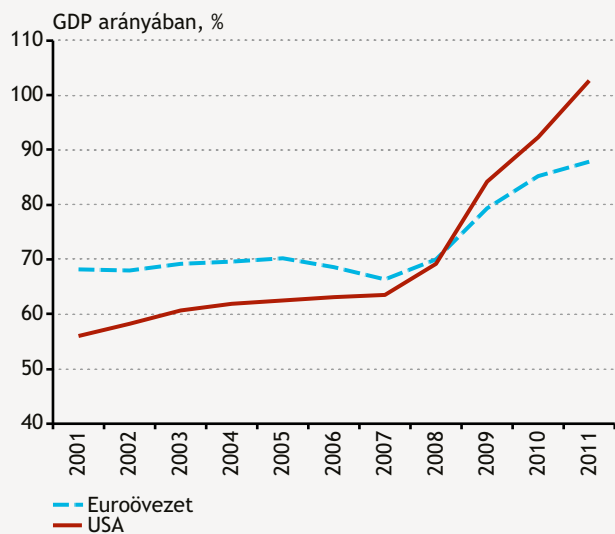
² Trichet (2011).

1-1. ábra
Állampapírok kockázati felára (CDS), euroövezet és USA



Megjegyzés: Az euroövezet adata súlyozott átlag.
 Forrás: Bloomberg.

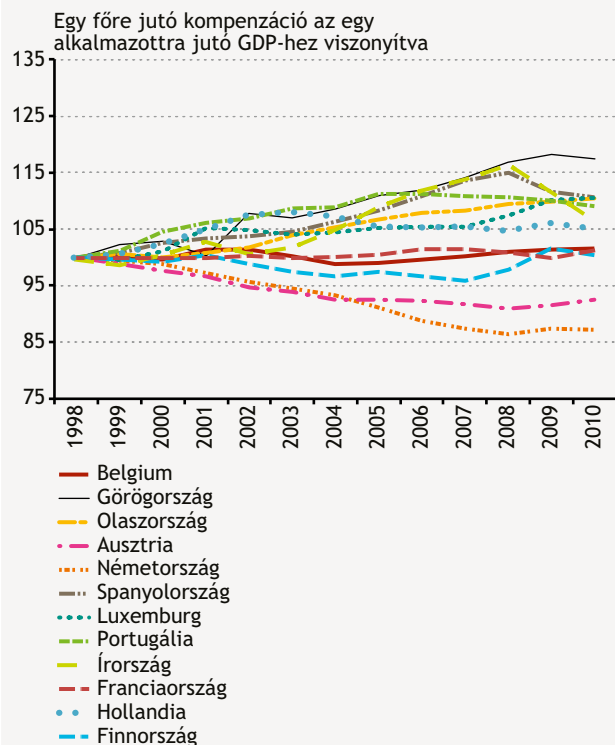
1-2. ábra
Államadósságok a GDP százalékában



Megjegyzés: Az euroövezet adata súlyozott átlag.
 Forrás: Eurostat.

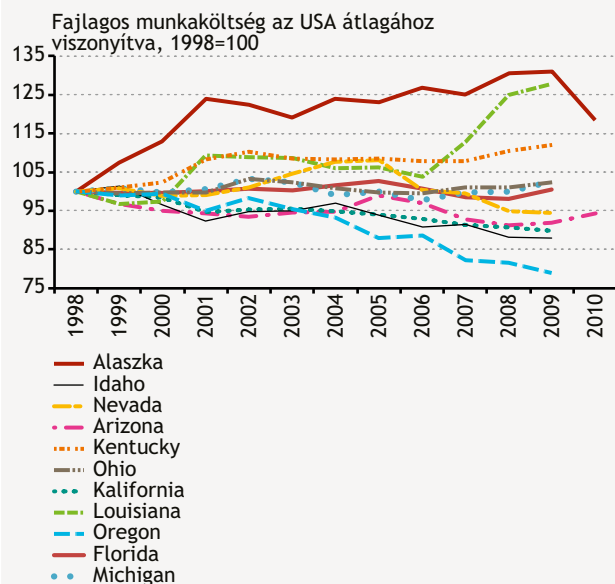
kritériumokba (Optimal Currency Area, optimális valutaövezetek elmélete) nem tartozó magánszektorbeli eladósodottság azonban nagyon heterogén volt az eurozónán belül, és ez – párosulva az államadósságok heterogenitásával – azt eredményezte, hogy az alapvetően globális (tehát szimmetrikus) sokk, a minden más területen elért konvergencia ellenére rendkívül aszimmetrikusan érintette a részt vevő országokat.

1-3. ábra
Fajlagos munkaköltség, euroövezet, 1998 = 100



Megjegyzés: Egy főre jutó kompenzáció az egy alkalmazottra jutó GDP-hez viszonyítva.
 Forrás: Eurostat.

1-4. ábra
Fajlagos munkaköltség, USA, 1998 = 100



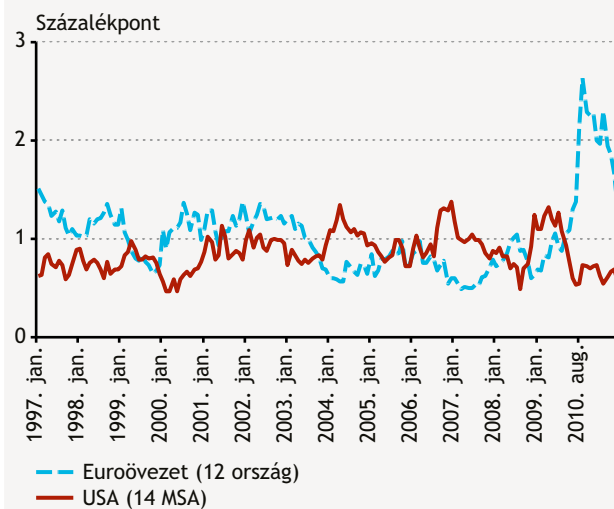
Megjegyzés: Adathozzáférési problémák miatt az USA fajlagos munkaköltség ábra némileg eltért Trichet (2011)-től. Az USA-államok nem farm szektorainak kompenzációját és GDP-jét használtuk az egy főre vetített adatok helyett.
 Forrás: BEA.

Ha az euroövezet egészét nézve az eladósodottság nem nagyobb, mint az USA-ban, és a gazdasági teljesítmény heterogenitása sem tér el, akkor a válság súlyosságának okait abban kell keresnünk, hogy mennyire hatékony és hiteles a gazdaságirányítási intézményrendszer a válság kezelésére. Ezzel kapcsolatban több különbségre is érdemes felhívni a figyelmet.

Egyrészt, szemben az euroövezettel, az USA-ban az állami eladósodottság alapvetően a szövetségi költségvetést terheli és kevésbé a tagállamokat. Másrészt bár a válságkezelés intézményei egyik országban sem voltak részletesen kidolgozva, az övezetben a válságkezelés állandó és körülményes kormányközi egyeztetést igényel, és a válságban képtelennek bizonyult arra, hogy hatékonyan kiegészítse a nemzeti intézmények korlátozott válságkezelési kapacitását. Végül tovább nehezíti az övezet helyzetét, hogy többnyire az eladósodottabb országok makrogazdasági teljesítménye, versenyképessége gyengébb, és az adósság szintje rendkívül magas az adott országok válságkezelő fiskális kapacitásához képest.

Bár a Maastrichti Szerződés tartalmazott egy „no bail-out” klauzult, a válság előtt a piacok elképzelhetetlennek tartották, hogy valamely részt vevő ország kormánya fizetéképtelenné váljon, és, hogy a többiek ne mentsek ki. A görög válság éppen azért robbant ki, mert ez a hit hirtelen az ellenkezőjébe fordult. A tagállamok nem engedték csődbe menni Görögországot, de tartós megoldást sem hirdettek

1-5. ábra
Az infláció szórása a GMU országaiban és az USA-ban



Megjegyzés: MSA: Metropolitan Statistical Areas.
Forrás: Eurostat, BLS.

meg, és ezt a piacok már nem tudták követni. Emiatt a görög válság tovább mélyült, és áterjedt más államokra is.

Az alábbiakban először áttekintjük azt a gondolkodási keretet, amely alapján felépültek az euroövezet intézményei, majd áttekintjük, hogy a válságban milyen gyengeségek, hiányosságok kerültek felszínre, végül a most zajló intézményi reform legfőbb irányairól adunk összefoglalót.

1.1. A monetáris unió gazdaságirányítási rendszere a válság előtt

A monetáris unió a sok évtizedes együttműködés (vámunió, közös piac, később gazdasági és egyes elemekben politikai unió) természetes továbbfejlődésként jelent meg. A monetáris és árfolyam-politikák koordinációja szintén évtizedes múltra tekintett már vissza. Az árfolyam-politikai együttműködés különböző formáit próbálták ki, de az 1992–93-as ERM-válság (európai valutaválság) meggyőzte a döntéshozókat, hogy az önálló nemzeti valuták léte mellett semmiféle szóba jöhető koordinációval sem szűnhet meg az árfolyamkockázat. Ezért ki kell dolgozni a közös valuta bevezetésének feltételeit. A monetáris unió gazdaságirányítási rendszere a létrehozás idején uralkodó gazdaságpolitikai tudásra alapozott,³ amit *Brüsszel–Frankfurt-konzenzusnak*⁴ is szokás nevezni. Ennek legfontosabb elemei a következők.⁵

1. Fiskális fenntarthatóság és makrogazdasági stabilizációs politika. Ha minden ország fegyelmezett költségvetési politikát folytat, akkor az unió szintjén is megvalósul a fiskális fenntarthatóság. Ezért olyan koordinációs intézményekre van szükség, amelyek az országok szintjén garantálják a költségvetési fenntarthatóságot. A kialakult intézményrendszer két fő pillére a Stabilitási és Növekedési Egyezmény és a túlzottdeficit-eljárás volt. Ezzel egyidejűleg csak minimális költségvetési centralizáció valósult meg, amelynek alapvető célja az EU-s intézmények finanszírozása. Ezen túlmutató centralizációt nem tartottak kívánatosnak, mivel a különböző országok jelentős eltéréseket mutattak mind a jövedelmi szintekben, mind pedig a jóléti állammal, szolidaritással kapcsolatos nemzeti preferenciákban. Úgy ítélték meg, hogy a makrogazdasági (vagy ciklikus) stabilizációs politika országok szintjén is biztosítható. Az egész régiót érő sokkok ellensúlyozásában fontos szerepe van az EKB-nak, és arra is van lehetőség, hogy a különböző országok kormányai koordinált módon, egy időben hozzanak élenkítő vagy szigorító intézkedése-

ket,⁶ a nemzeti gazdaságokat érintő, ún. aszimmetrikus sokkok kezelése pedig a nemzeti költségvetések hatókörébe esik. (Lásd a *Régió vs. ország a monetáris unióban (1): Fiskális autonómia és makrogazdasági stabilizációs politika* c. 1-1. keretes írásunkat).

2. Árstabilitás. Aggregált szinten az EKB örökdió az árstabilitás felett, míg az egyes országok és régiók integrált piacán a verseny hatékonyan korlátozza az *árzást és a bérezést*. A monetáris unióba belépő országok korábban eltérő inflációs teljesítményt mutattak, de azt feltételezték, hogy az esetleges kezdeti inerciát, amit egyes országok a múltból magukkal hoznak, a konvergencia kritériumok (alacsony és közel azonos infláció, kamatszint és fenntartható fiskális pozíciók) teljesítése megtöri a belépés idejére. A kritériumoknak éppen az a céljuk, hogy bemutassák: a belépni kívánó ország képes és hajlandó is stabilitásorientált viselkedést mutatni, a makrogazdasági stabilitással együtt élni.

3. A pénzügyi intézmények és piacok stabilitása. Egyrészt maga a stabilitásorientált makrogazdasági (monetáris és fiskális politika), másrészt a nemzetközileg koordinált prudenciális szabályok hivatottak biztosítani. Ugyanakkor nem hoztak létre EU-szintű intézményrendszert a prudenciális felügyelet céljából, és az EKB sem kapott explicit prudenciális mandátumot, illetve végső hitelezői funkciót. (Lásd a *Régió vs. ország a monetáris unióban (2): Fiskális autonómia és pénzügyi stabilitás* c. 1-2. keretes írásunkat.)

4. Kohézió és konvergencia. A kevésbé fejlett országok *felzárkózását* az erőforrások (tőke, technológia) áramlása és a nagyobb piachoz való könnyebb hozzáférés biztosítja, amit katalizál az intézményrendszer nagyfokú har-

³ Az alábbiakban nem célunk az európai monetáris unió részletekbe menő bemutatása. Ez rendelkezésre áll az MNB korábbi publikációiban, lásd Horváth–Szalai (1997), Csajbók–Csermely (2002) és Orbán–Szapáry (2004). A monetáris unió gazdaságirányítási rendszerének átalakulásával kapcsolatos javaslatok eddig ismertté vált elemeit ismertette Csermely–Szalai (2011). A továbbiakban csak a válság és a jövőbeni kibontakozás szempontjából legfontosabb irányokra összpontosítunk, a részletek mellőzésével.

⁴ Fitoussi–Saraceno (2004) pontosabban a Brüsszel–Frankfurt–Washington kifejezést használta, amely jobban hangsúlyozza a kialakult tudás globális jellegét. Mi itt Európára összpontosítunk, elhagyjuk a Washingtonra utalást, mert az utóbbi elsősorban a kevésbé fejlett és fejlődő országokat tartotta szem előtt az ajánlások megfogalmazásában (pl. privatizáció, liberalizáció, stabilizáció), amelyek más szinten jelennek meg a kontinensünkön, ha egyáltalán megjelennek.

⁵ A következőkben elmondottakat a könnyebb áttekinthetőség végett a fejezet végén egy táblázatban összegezzük.

⁶ Lásd a válság kitörése után az európai gazdaságélénkítési tervet – European Economic Recovery Plan, EERP (European Commission ECFIN, 2008).

monizációja. Ezt a folyamatot az országok „abszorpció” (hatékony erőforrás-felhasználásra vonatkozó) képessége által meghatározott fiskális transzferek is támogatják. A stabilitásorientált keretek és a belső piac által gyakorolt verseny nyomása alatt a gazdaságpolitikai reformokat végre fogják hajtani az országok.

- 5. A szabályok betartása.** Az intézményi környezet megtervezése mellett fontos a kívánt eredmények eléréséhez a megfelelő *szabályok betartatása* is. A probléma abból fakad, hogy az integrációval létrejönnek olyan területek, amelyek „potyautazást” tesznek lehetővé,

miközben az euroövezetet szuverén államok alkotják, amelyekkel szemben szankciókat nehéz hitelesen kilátásba helyezni. Ennek ellenére nagyon gyenge szankcionálási politika jött létre, amely arra alapult, hogy a szabályok betartása felismert önérdék. A csatlakozással kinyilvánítják az országok a hajlandóságot és képességet a stabilitásorientált gazdaságpolitikára és piaci magatartásra. Ahol az ösztönzés torzul és nincs elég piaci fegyelem, ott intézményes ellenőrző eljárások és szankciók is létrejöttek (fiskális fenntarthatóság), de ezek a szankciók is az érintett ország konszenzusos egyetértését követelik meg, kényszer nem alkalmazható.

1-1. keretes írás

Régió vs. ország a monetáris unióban (1): Fiskális autonómia és makrogazdasági stabilizációs politika

A monetáris unióban részt vevő országok monetáris szempontból „régio”-vá váltak. Fiskális/költségvetési politikai szempontból azonban nem váltak a szokásos értelemben vett régióvá,⁷ mert a részt vevő országokat továbbra is az autonómia sokkal magasabb foka jellemzi, mint akár a föderatív országokon belüli régiókat (pl. Németország), akár a szövetségi tagállamokat (pl. USA, Svájc stb.). A szuverén válság kitörése ismét felszínre hozta azt a vitát, hogy szükséges-e a valutaunió működtetéséhez nagyobb mértékű fiskális centralizáció.

A monetáris unióban megvalósuló fiskális koordinációról folytatott korábbi viták elsősorban arról szóltak, hogy a decentralizált fiskális politikák képesek-e az üzleti ciklusok vagy a külső sokkok simítására.⁸ A fiskális politika kapacitását a költségvetés mérete szabja meg, ezeket pedig az adóbevételek. Az euroövezetben az adóbevételeket nemzeti szinten szedik be, így logikus, hogy mind az automatikus stabilizátorok, mind a diszkrecionális intézkedések nemzeti hatáskörben maradtak. Ezzel szemben más monetáris uniókban az automatikus stabilizátorok és a diszkrecionális stabilizációs kiadások azért működnek szövetségi vagy „monetáris unió” szinten, mert az azokat finanszírozó források is szövetségi szinten centralizáltak. Ezt mutatja, hogy pl. az USA-államok vagy a német tartományok költségvetéseinek egyenlege aciklikus, és közel egyensúlyban van.⁹ Ezért amikor az USA-val vagy más föderális felépítésű állammal hasonlítják össze az euroövezet a fiskális stabilizációs politika szempontjából, akkor a monetáris unió ezen sajátosságát figyelembe kell venni. Még a válság előtt, a monetáris unió létrehozását megelőzően és azt követően is sok kutatás foglalkozott a kérdéssel.¹⁰ A legtöbben azt találták, hogy az automatikus stabilizátorok erősebbek az egyes euroövezeti országokban, mint az USA-ban, mert nagyobb a költségvetés terjedelme a GDP-hez képest.¹¹

⁷ Az EU-ban is léteznek közös költségvetésből finanszírozott funkciók, amelyeket célszerű a Musgrave–Musgrave (1973) nyomán kialakított csoportosítás – azaz allokációs, újraelosztási és stabilizációs célú tételek – szerint áttekinteni. Az EU-ban a strukturális alapok, amelyek a régiók felzárkóztatását célozzák, főleg allokációs célúak, bizonyos újraelosztási elemekkel. Újraelosztási célúak a kohéziós alapok, amelyeket a kevésbé fejlett dél-európai országok EMU-ba való belépése kapcsán hoztak létre. A stabilizációs célú kiadások közé sorolható EU-szinten a fizetésimerleg-hiányok miatt kialakuló nehézségek kezelésére létrehozott alap esetében. A mostani válság hatására ad hoc létrehozott finanszírozási alapok (görög mentőcsomag, ESFS) és a 2013 közepétől az ESFS-t és ESFM-et kiváltó ESM-alap tekinthető ilyen stabilizációs célú alapnak. A kevésbé fejlett régiók, szektorok és országok felzárkóztatását célzó EU-alapok, illetve az EU közös funkcióit finanszírozó tételek, beleértve a most létrehozandó stabilizációs alapokat is, elenyészőek a részt vevő országok összesített költségvetéséhez képest (Heinen, 2011).

⁸ Lásd pl. Goodhart (1998).

⁹ Lásd von Hagen–Wyplosz (2008), von Hagen (1998), Kletzer (1998). Az USA államaiban olyan törvények vannak érvényben, amelyek közel kiegyensúlyozott költségvetéseket követelnek meg. Az adósságok aránya az államok GDP-jéhez képest jóval kisebb, mint az EU-tagállamoké. Az államok által kibocsátott kötvényeket a bevételekből elsőként teljesítik, minden más kiadást megelőzően. Ezért a finanszírozási nehézségek nem jelennek meg kötvénypiaci feszültségként, hanem helyi politikai nehézségekként lokalizáltak maradnak: kérdés, hogy milyen közkiadásokra nem marad pénz.

¹⁰ A von Hagen (1988) tizennégy tanulmány becsléseit összegezve azt találja, hogy Európában a jövedelemsimítás vagy automatikus stabilizáció erőteljesebb, mint az USA-ban, de nemzeti szinten valósul meg.

¹¹ Ez azért lényeges, mert a monetáris unió kezdetben még kevésbé integrált, mint az USA-ban. Ennélfogva a közös monetáris politika kevésbé optimális az egyes országok szempontjából, tehát nagyobb a szükség a nemzeti simításra – és akkor az a jobb megoldás, ha ennek minél nagyobb része az automatikus stabilizátorokon keresztül történik.

Az automatikus és a diszkrecionális stabilizáció a monetáris unióban fiskális centralizáció nélkül is hatékonyan tud működni, mivel a ciklikus simításhoz nem szükséges permanens transzfer, jövedelemjuttatás. A ciklikus simítás időben („intertemporálisan”) és átmenetileg igyekszik kisimítani a gazdaság ingadozásait azzal, hogy a költségvetés egyenlege ellentétesen ingadozik deficit és szüfficit között. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény fő feladata az volt, hogy megakadályozza a fenntarthatatlan eladósodottság kialakulását. A megalkotók legjobb tudása szerint elegendő teret nyújtott ahhoz, hogy a kormányok ciklikus lassulások vagy negatív sokkok esetén működni hagyhassák az automatikus fiskális stabilizátorokat, vagy akár további diszkrecionális intézkedésekkel stabilizálhassák a gazdaságaikat. A válság során tapasztalt költségvetési problémák elsősorban nem abból fakadtak, hogy az intézményi rendszer korlátozta a költségvetések hatékony stabilizációs politikáját. Sokkal inkább jelentett gondot az, hogy a ciklikus szempontból jó időkben folytatott fiskális politika nem teremtette meg a stabilizációhoz szükséges fiskális mozgásteret.

1.2. Az euroövezet válságban felszínre került gyengeségei

Az euroövezet gyengeségei részben a meglévő keretek között elkövetett magatartási hibákra vezethetők vissza, részben azonban az intézményi keretek, az azokat megalapozó elvek is hiányosnak bizonyultak. Általánosságban elmondható, hogy mind a magatartási, mind az intézményi hiányosságok újszerűek, vagyis jórészt nem azok a kockázatok realizálódtak, amelyeket a válság előtti vitákban a legtöbb kritikus megfogalmazott, noha ilyenre is volt példa (pl. Görögország a fiskális fegyelem kapcsán).

A gazdaságpolitikai és a piaci szereplők *magatartási hibái* között elsőként említhető, hogy nem minden ország teljesítette a konvergenciakritériumokat. Görögország fiskális területen, Olaszország, Spanyolország és Portugália az inflációs kritériumok teljesítésében maradt el, miközben Szlovénia és Görögország a tőkeáramlások informális korlátozását is igénybe vette a konvergenciaperiódus során.

A költségvetési hiányok/adósságok a monetáris unión belül számos országban jelentősen mérséklődtek. Ennek ellenére a válság alatt megváltozott gazdasági környezetben több ország adósságának fenntarthatósága is megkérdőjeleződött.

A versenyképességbeli eltérések túlzott kiszélesedését az integrált piac sem akadályozta meg, az ár-, bérinerciák mérséklődtek a monetáris unió létrejötte előtti helyzethez képest, de nem szűntek meg. Ezek azonban nem nagyobbak ma sem, mint például az USA régiói között – ahol senki nem kérdőjelezi meg a monetáris unió életképességét.

Míg az euroövezet szintjén megvalósult az árstabilitás, a piaci verseny nem biztosított hatékony fegyelmező erőt a regionális inflációs különbségek eliminálásához. A tartós inflációs különbségek miatt a legkevésbé stabil, tehát magasabb inflációt produkáló országok esetében a reálkamat túlzottan alacsonyra süllyedt, ami pénzügyi egyensúlytalanság kialakulását okozta. Emiatt és a globális folyamatok miatt is a magánszektor eladósodottsága (bankok, ház-

tartások, építőipar/ingatlanszektor) minden korábbit túlszárnyalt, és ezt sem a gazdaság-, sem a prudenciális politika nem akadályozta meg – a fiskális válságnak ez is meghatározó tényezője volt.¹²

A monetáris unió *tervezési, intézményi hiányosságai* között említhetjük elsőként azt, hogy azokon a területeken, ahol volt koordináció, a koordináció nem volt eléggé mély, illetve a szankciók erőtlenekek voltak, nem alkalmazták azokat. Erre példa a Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) korai fiskális figyelmeztető rendszere, a gazdaságpolitikai programok egyeztetése (integrált gazdaságpolitikai irányelvek, a fiskális politikai tervezés eljárásai).¹³

Egyes területek azonban egyáltalán nem, vagy nem kielégítően voltak koordinálva. A válság egyik fontos tanulsága, hogy kiderült: a fiskális fenntarthatóság nemcsak a megszo- kott csatornákon keresztül kerülhet veszélybe, hanem a magánszektor eladósodottságának kezeléséből fakadóan is. A fiskális koordináció kialakításakor ezzel a csatornával nem számoltak.¹⁴ A prudenciális politika megmaradt nemzeti keretekben és kevésbé volt makroprudenciális szemléletű – nagy pénzügyi egyensúlytalanságok, eladósodottság épült fel. A monetáris unióban részt vevő országok külső egyensúlytalansága – ár- és bérversenyképesség, túlzott tőkeáramlás – nem volt koordinálva, felügyelve még annyira sem, mint a fiskális politika. Igaz, hogy a közös pénz megszünteti a fizetésimérleg-korlátot és a valuta sebezhetőségét, de a tőkeáramlások és külkereskedelmi hiányok továbbra is szerepet játszanak stabilitási veszélyként. A különbség annyi, hogy fizetésimérleg-hiány/külső egyensúlytalanság helyett hitelkockázatként jelennek meg az egyes országszereplőknél azzal a hátránnyal, hogy *nem jelennek meg aggregátumként mint nemzeti eladósodottság*. Mivel a kezelésükhöz potenciálisan szükséges források is *nagyrészt nemzeti keretekben vannak a fiskális politika formájában*, látható, hogy az országok helyzete a régiókéval nem analóg pénzügyi és fiskális stabilitás terén, csak monetáris téren.

¹² A fellendülés-visszaesés jelenségével a 2. fejezetben, a fiskális eladósodással a 3. fejezetben foglalkozunk.

¹³ Az SNE szabályain még lazítottak is, amikor 2003-ban a nagy tagországok annak korlátaiba ütköztek. Az adósságállomány csökkentése szinte teljesen lekerült a napirendről, és a hangsúly a folyó hiányra terelődött. Ezt azonban a „nagy mérséklődés” nagyon kedvező színben tüntette fel: az alacsony kockázati felárak mérsékeltek a kamatkiadásokat, miközben a hitelből finanszírozott növekedés átmenetileg felpörgette a költségvetési bevételeket.

¹⁴ Bővebben erről lásd a 3. fejezetet.

(lásd a *Régió vs. ország az euroövezetben (2): Fiskális autonómia és pénzügyi stabilitás* c. 1-2. keretes írásunkat).

A hosszabb távú *konvergencia, növekedés és versenyképesség* előmozdítása egyes tagállamok esetében nem haladt előre: Portugália, Olaszország, Görögország relatív helyzete nem javult, vagy csak átmenetileg és fenntarthatatlan

módon (eladósodás árán). A hosszabb távú növekedés/versenyképesség előmozdítása elégtelen volt esetükben, a strukturális reformajánlásokat nem fogadták meg, a lisszaboni stratégia papíron maradt. A reformokra nem kényszerültek rá ezek az országok, a kedvező finanszírozási környezetben az eladósodottság magas szintjének kockázata nem nehezedett rájuk.

1-2. keretes írás

Régió vs. ország az euroövezetben (2): Fiskális autonómia és pénzügyi stabilitás

Az euroövezet intézményi kereteinek kialakításakor vita tárgya volt, hogy kell-e előre definiált pénzügyi válságkezelő intézményeket létrehozni. A legélesebben vitatott kérdés az volt, hogy legyen-e deklarált végső hitelezői funkciója az EKB-nak.¹⁵ Akik ezt nem tartották szükségesnek, amellet érveltek, hogy ha az unió keretein belül megvalósul a monetáris stabilitás, a prudenciális szabályokat a szereplők betartják, és a fiskális politikák is kellőképpen fegyelmezettek, akkor kicsi a pénzügyi válság bekövetkezésének esélye. Ha mégis bekövetkezne, akkor *ad hoc* intézkedésekkel úrrá tudnak lenni rajta, ami abból a szempontból is előnyös, hogy az erkölcsi kockázatot nem táplálják előre bejelentett és intézményesített válságkezelő mechanizmusokkal. Mások óvták attól, hogy ha válsághelyzetben nincs előre rögzített válságkezelő intézmény kijelölve, és nem világos, hogy a válságkezelés terhei hogyan fognak megoszlan, akkor előfordulhat, hogy egymásra várnak az országok, miközben eszkalálódik a válság. Végül nem hoztak létre válságkezelő intézményeket, ugyanakkor éreztették, hogy adott esetben az EKB tudni fogja a dolgát (konstruktív bizonytalanság).¹⁶

Ez a megközelítés teljesen összhangban volt a világ más részein abban az időben uralkodó nézetekkel. A többi régió sem volt felkészülve a mostanihoz hasonló válságra sem gondolkodásban, sem pedig az intézményeiben. Mégis, a válság kitörése után az EU-ban nagyobb problémát jelentett a szükséges lépések meghozatala. Az országok közötti egyeztetésen alapuló demokratikus döntéshozatal mellett a döntéshozók kevésbé voltak képesek kellő időben és határozottsággal reagálni a válságban felmerülő új kihívásokra. A jegybankok által biztosítható stabilizációs eszközök nem voltak elegendők, szükségessé vált további fiskális források biztosítása.¹⁷

A legnagyobb hiányosság abban mutatkozott, hogy nem volt egy olyan válságkezelő alap, amely a pénzügyi stabilitás végső biztosítója lehetett volna. A többi monetáris unióban ezt a funkciót a költségvetés, pontosabban a költségvetés adóztató képessége adja. Ez a gondolat az alapja az ún. kartalista pénzelméletnek¹⁸, amely szerint az optimális valutaövezet határai az adóztató hatóság határaival esnek egybe. A mostani válság összefüggésében ez azt jelenti, hogy egy pénznem stabilitásához bizonyos fokú fiskális centralizáció szükséges, amely annak elfogadottságát és stabilitását szavatolja. Emlékeztet, hogy a válság előtt lényegében azonos kockázatú volt minden euroövezetben részt vevő ország államadóssága. A görög válság éppen akkor bontakozott ki, amikor kiderült: a többi tagállam nem segíti meg automatikusan és feltétel nélkül a bajbajutottat. A válság által felvetett kérdés az, hogy mennyiben szigetelhető el és kezelhető önállóan egy ország adósságválsága, és mennyiben alkotnak kockázatközösséget az országok.

¹⁵ Lásd sok egyéb között Aglietta (1999).

¹⁶ Az eljárások és az ezeket megalapozó előzetes megállapodás (Memorandum of Understanding, MoU) szövege azonban nem publikus: „...The MoU, which is not a public document, consists of a set of principles and procedures for cross-border co-operation between banking supervisors and central banks in crisis situations. These principles and procedures deal specifically with the identification of the authorities responsible for crisis management, the required flows of information between all the involved authorities and the practical conditions for sharing information at the cross-border level. The MoU also provides for the setting-up of a logistical infrastructure to support the enhanced cross-border co-operation between authorities...” (ECB, 2003). Lásd még EFC (2001).

¹⁷ A jegybankok forrásai általában arra elegendőek, hogy likviditási segítséget adjanak – ez a végső hitelező funkció. Abban az esetben azonban, ha a pénzügyi intézmények fizetési képtelenné válnak, és nagyarányú tőkevesztéseket kell pótolni, fiskális forrásokat kell igénybe venni, akkor a jegybankok legfeljebb ügynöki szerepben járulnak hozzá a stabilizáláshoz. A válságkezelés általános szabályait nem szőtták előre meghatározni, mert nagyrészt a kialakult helyzet sajátosságaitól függ. Általános elv, hogy a fizetési képtelenségek kezelésében a jegybankok mint technikai szereplők – amelyek nem választott képviselők vezetnek – nem játszhatnak döntő szerepet, hiszen a tőkevesztések pótlása jövedelemelosztási hatásokkal jár. Ez a szakpolitikusok – pénzügyminiszterek – jogosultsága minden demokráciában.

¹⁸ A kartalizmus mint pénzelméleti irányzat szerint a pénz elfogadottságát, széles körű használatát az biztosítja, hogy az állam adókat vet ki és fogad el az adott pénznemben. Ez megteremti a keresletet a pénz iránt. A kínálatot pedig a költségvetés költségei biztosítja. Ez alternatívája a tranzakciós, kényelmi pénzhasználaton alapuló, elterjedtebb nézetnek, bár nem feltétlenül zárja ki azt. Goodhart (1988) már az euro bevezetése előtt többször hangoztatta, hogy a GMU-t létrehozók nem számoltak eléggé a kartalista elvekkel.

Érdemes felidézni az USA válságkezelését. Ott sem volt kialakult intézményrendszer, amely képes lett volna nagyarányú fiskális és pénzügyi mentőprogramokat zökkenőmentesen végrehajtani. Ott sem előre részletesen lefektetett elvek alapján folyt a válságkezelés. Nemzeti keretekben azonban könnyebb volt a nem erre a célra tervezett intézményeket válságkezelő üzemmódban használni. Talán még fontosabb, hogy a kritikus pillanatokban a piacok bízhattak abban, hogy a szükséges intézkedéseket a döntéshozók meg fogják hozni.

A válságban az euroövezet rákényszerült a fiskális válságkezelő intézmények létrehozására: görög mentőalap, majd az EFSF létrehozása, majd 2011 augusztusában azt is lehetővé tették, hogy az EFSF bankválságok kezelésére használja fel a rendelkezésre álló forrásokat. Az intézmények kialakítása azonban rendkívül lassan történt. Részből az erkölcsi kockázattól való félelem, részből a hazai választók körében tapasztalt népszerűtlenségük miatt mindig csak a pillanatnyilag legszükségesebb, tűzoltásra alkalmas intézkedéseket hozták meg. Ez nem volt elég a már bajba került országok kockázati prémiumának további emelkedésének megállítására, sem pedig annak megelőzésére, hogy más országokra is áttérjedjenek a gondok.

Összességében azt mondhatjuk, hogy az aszimmetrikus sokkokhoz és normál ciklusokhoz való alkalmazkodás nem igényli a fiskális politikák centralizációját, sem pedig kiterjedt transzfer uniót. Ugyanakkor az euroövezet pénzügyi stabilitása olyan közjószág, amelynek biztosítása a fiskális erőforrások részleges egyesítését követelheti meg. Ez több formában történhet, és az állandó válságkezelő alap, az ESM (European Stability Mechanism, európai stabilitási mechanizmus) létrehozása ilyen fiskális erőforrás-egyesítésnek tekinthető. Más javaslatok szerint ennél tovább kellene menni, és például közös kötvénykibocsátást kellene intézményesíteni. Az állandó válságkezelő intézmény kiépítése során továbbra is figyelemmel kell lenni arra, hogy az ne adjon alapot az erkölcsi kockázatra. Ennél fogva nem lehet részletes, ex ante, publikus szabályokat alkotni a működéséről, ad hoc diszkrécióra és nem nyilvános szabályokra mindig szükség lesz. Fontos azonban az, hogy legyenek eszközök a gyors cselekvéshez, valamint a hatékony megelőző mechanizmusok csökkentésük minimálisra a válságkezelő eszközök használatának szükségességét.

1.3. Merre tart az euroövezet?

A fentiekből nagyrészt következnek az euroövezeti gazdaságirányítási intézmények megújításának fő irányai. A még javában tartó *válságkezelés* céljára *ad hoc* módon létrehozott intézmények konszolidációja mellett körvonalazódnak a jövőbeni *válságok és sérülékenységek kialakulásának megelőzését célzó intézmények és eljárások is*. Mindazonáltal a javaslatok sora még nem tekinthető véglegesnek, hiszen maga a válság sem ért még véget. A javaslatok egy részét még nem fogadták el, ezek változhatnak a jövőben. Az alábbiakban tehát csak a várható irányok jelzésére vállalkozhatunk.

A megelőző, korai figyelmeztető intézményi keret tervezési elveit korrigálni kell azokon a területeken, ahol a piaci fegyelmező mechanizmusok és a koordinációs, korai figyelmeztető rendszerek nem működtek, nem gátolták meg a sérülékenységek felépülését. A meglévő fiskális koordinációt (pl. SNE) erősíteni kell: a fordított többség és az Európai Bizottság javaslatának nagyobb súlya miatt a szabályok betartatása, szankcionálása nagyobb esélyt kaphat, mint jelenleg, amikor a politikusoknak kell a kollégáikkal szemben minősített többséggel szankciókat elfogadtatni. Javítani kell a költségvetés tervezési folyamatát fiskális tanácsok vagy egyenértékű intézmények létrehozásával és az országok közötti kölcsönös véleményezés megerősítésével. Az európai szemeszter bevezetése lehetővé teszi a kölcsönös ellenőrzés, ajánlások intézményesülését már a költségvetések tervezése és nemzeti parlamenti elfogadása előtt. Már 2011-ben ezen új kereten belül folyt a költségvetések kölcsönös értékelése. A múltban ugyanis a fiskális programok számos esetben szisztematikusan túlzottan optimistának bizonyultak, ami azután kevés mozgásteret hagyott a negatív meglepetések idején a korrekcióra az SNE-szabályok megtartása mellett.

A rendszerszintű/aggregált pénzügyi stabilitás egy másik olyan terület, ahol a piac fegyelmező ereje és a szabályozás elégtelennek bizonyult. Egy újonnan létrehozott testület, az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) hivatott betölteni azt az űrt, amit a nemzetileg töredezett, főleg mikrogazdasági szemléletű prudenciális szabályozás hagyott (lásd bővebben a 4. fejezetet).

A pénzügyi szektor makroszintű sérülékenysége mellett a túlzott *külső és belső makrogazdasági egyensúlytalanságok* területére sem figyeltek kellőképpen sem a magánszektor szereplői, sem a gazdaságpolitikusok. A fizetési mérlegek megváltozott jelentésükkel együtt továbbra is fontos információk forrásai csakúgy, mint a versenyképességi mutatók (fajlagos munkaköltség) és egyes eszközárak alakulása (pl. lakásárak, építőipari hozzáadott érték). A gazdaságirányítás kiegészül majd a Túlzott Egyensúlytalansági Eljárással (EIP), illetve ennek felvigyázásához és a szankcionáláshoz szükséges indikátorkészlettel. A fenntarthatatlan makrogazdasági folyamatokról fog tehát tájékoztatni a magánszektor esetében ahhoz hasonlóan, ahogy már van hasonló eljárás a fiskális politika terén. További hasonlóság, hogy lesz egy megelőző/figyelmeztető és egy szankcionáló ága.¹⁹

Az egyes kevésbé fejlett országok *felzárkózása, reálkonvergenciája*, illetve a monetáris uniónak mint egésznek a hosszú távú növekedése, globális versenyképessége, az adósság „kinövése” érdekében egy további gazdaságpolitikai csomagot, az *Euro Plus*t fogadták el 2011 első felében. A csomag kormányközi megállapodás, a csatlakozás önkéntes, bár ajánlott a monetáris unió kívüli országok számára is. A csomaghoz négy EU-tagállam, köztük hazánk, egyelőre nem csatlakozott.

A jelenleg is folyó *válságkezelés* során *ad hoc* módon létrehozott intézményeket állandó intézményekké és eljárásokká alakítják. A válságban ugyanis kiderült, hogy sokkal költségesebb az *ad hoc* válságkezelés, az *ex ante* válságkezelési eljárások és intézmények *hiánya*, mint korábban gondolták. Kiderült, hogy a pénzügyi válság dinamikája sokkal gyorsabb, mint amit a töredezett és túlzottan nemzeti keretekben, választói hangulatokra apelláló politikusok követni tudnának. Vannak jelei annak, hogy a döntési pozícióban lévő kormányok nem ismerték fel a válság súlyosságát, likviditási, illetve elszigetelhető, kisméretű (lényegében görög, esetleg ír és portugál) fizetőképességi válságként tekintettek rá, és szándékosan kis lépésekben, csak a legszükségesebb tűzoltást vállalva mentek az egyre inkább pánik uralta piacok után.

¹⁹ European Commission (2010), (2011a), Csermely-Szalai (2011).

1-1 táblázat Az euroövezet gazdaságirányítási rendszere és a válság tapasztalatai			
Kockázat/probléma	GMU – Brüsszel-Frankfurt-konzensus	GMU – Tapasztalat (válság is)	Intézkedések és tervezetek a válság nyomán
Árfolyam/ fizetésimérleg- kockázat	Nincs	Árfolyam- és fizetésimérleg-kockázat az országok hitelkockázatává alakul.	Az országok külső egyensúlytalanságát meg kell előzni. EIP (Túlzott Egyensúlytalansági Eljárás).
Árstabilitás (infláció)	Független, hiteles jegybank.	Nagyjából és átlagban teljesült, de a makro- (GDP-) stabilitáshoz nem elég.	Infláció mellett más, külső és belső egyensúlytalansági indikátorok is kellene. EIP (Túlzott Egyensúlytalansági Eljárás).
A pénzügyi intézmények és piacok stabilitása	Hiteles jegybank, (mikro-) prudenciális szabályok a szektorra. Implicit „lender of last resort”.	Árstabilitás és (mikro-) prudenciális előírások nem elegendők.	ESRB létrehozása makroprudenciális kockázatok megelőzéshez. ESM létrehozása, speciális banki csőd eljárások – a válságkezeléshez (bizottsági javaslat).
Fiskális fenntarthatatlanság	SNE (stabilitási és növekedési egyezmény) – megelőző, illetve büntető.	Nem érvényesítették eléggé. Nem csak a felelőtlen fiskális politika eredményezheti: magánszektor válságkezelése is.	Meglévő SNE megerősítése és érvényesítése. Erőteljesebb koordináció már a fiskális tervezésben – Európai Szemeszter, fiskális tanácsok felállítását ajánlják.
Makrogazdaság stabilizálás	A nemzeti sokkok/divergenciák mérséklődnek.	A válságban a sokk globális, de az országok sérülékenysége eltérő: a maastrichti kritériumok csak az állam eladósodását (annak is az irányát) korlátozta, a szintjét alig; a magánszektorét egyáltalán nem.	A ciklus alkalmazkodáshoz a fiskális mozgástér tényleges megerősítése – SNE megerősítése.
(Alkalmazkodás nemzeti ciklusokhoz, sokkokhoz)	Az elveszett monetáris önállóságot kiváltja a piacok önalkalmazkodása és a nemzeti fiskális politikai mozgástér elegendő a várható sokkokra.	Divergencia az eltérő (reál-) kamat kondíciók miatt, elégtelen önalkalmazkodás a piacokon.	Az államadósság fokozatos, de szisztematikus mérséklése – SNE módosítása, adósságcsökkentő szabály. EIP (Túlzott Egyensúlytalansági Eljárás).
	Fiskális centralizáció nem kivihető politikailag (jóléti állam) és nem is szükséges közgazdaságilag.	A sokk nem normál ciklikus reálsokk, hanem adósságválság – ezt nem minden ország képes saját maga kezelni.	Állandó államadósság-kezelő intézmény (ESM), Collective Action záradék 2013-tól az államkötvényekre.
Kohézió és konvergencia (felzárkózás)	Intézményi keretek, integráció és transzferek biztosítják, a verseny és a szabályok kikényszerítik a reformokat (EMU = konvergenciaklub).	Egyes országok felzárkózása (Görögország, Írország, Spanyolország) részben. Portugália és Olaszország lassan leszakad. A versennyel szemben a reformok fékezése.	Euro Plusz Pact: versenyképesség és foglalkoztatás növelése, fiskális fegyelem megerősítése, adóalap-harmonizálás. Csatlakozás önkéntes.

A válság eszkalálódása során fokozatosan világossá vált, hogy állandó válságkezelési mechanizmus kell ahhoz, hogy a negatív spirált megállítsák, annak kialakulását a jövőben megelőzzék. A válságban létrehozták az EFSM-et és az EFSF-et (előbbit a görög, utóbbit tágabban a gyenge fiskális helyzetű országok megtámogatására), illetve a terv szerint megalakul a tartós válságkezelési alap (ESM). Az alapok finanszírozásában és technikai lebonyolítóként az IMF is részt vesz az alapok működtetésében.²⁰

Az eddig elhatározott intézkedések egyelőre nem mennek tovább annál, hogy a válságba került országoknak időle-

sen kedvező feltételekkel áthidaló hiteletet nyújtsanak. A jelenlegi piaci pánik nyomán nem zárható ki, hogy ez sem lesz elég ahhoz, hogy a fertőzés át ne terjedjen a már túl nagyok mondható országokra, Olaszországra és Spanyolországra. Ha így lenne, akkor aligha lenne elkerülhető további fiskális forráskoncentráció, közös kötvények kibocsátása a stabilitás biztosítása érdekében. Meg kell jegyezni, hogy ennek a megoldásnak is vannak méltányolható hátrányai, elsősorban az, hogy az erősebb fiskális helyzetű országok hitelminősítése is megrendülhet, továbbá az eladósodottak számára ez rossz üzenet volna. Ugyanakkor a helyzet hasonló lenne ahhoz, ahogyan nemzetállami keretekben

²⁰ A fizetésimérleg-nehezégek áthidalására szolgáló, korábban meglévő alap nem volt felhasználható a GMU-ban részt vevő országok megsegítésére. A közép- és kelet-európai országok, köztük Magyarország is, részesülhettek ennek az alapnak a forrásaiból a válság korábbi szakaszában. Később arról döntöttek, hogy 2013. júliustól az új, az ESM fogja átvenni a két korábbi átmeneti alap szerepét. Az ESM tényleges hitelezési kapacitása 500 milliárd euro lesz, és a jelenlegi tudásunk szerint AAA minősítést kap. A hitelezésben a cél: áthidaló kölcsön nyújtása addig, amíg az érintett ország vissza nem tud térni a piaci hitelezéshez.

megoldódnak a válságok: az adófizetők pénzén biztosítanak egy közjóságot, a pénzügyi stabilitást, ami súlyos elosztási és méltányossági problémákat vet fel – de lehetséges, hogy makroszinten mégis ez az optimális megoldás.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AGLIETTA, MICHEL (1999): A lender of last resort for Europe. *CEPII Working Paper*, 12, September. <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/summaries/1999/wp99-12.htm>.

ARTIS, M.–MARCO BUTI (2000): Close to balance or in surplus. A Policy Maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact. *EUI Working Papers*, RSC, 28. <http://www.eui.eu/Personal/Artis/artis-buti-rev.pdf>.

BIS (2011): *81st Annual Report*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.htm>.

BUTI, MARCO–PAUL VAN DEN NOORD (2009): The euro: past successes and new challenges. *NIER*, 208, April. <http://ner.sagepub.com/content/208/1/68.full.pdf+html>.

BUTI, M.–A. SAPIR (eds.) (1998): *Economic Policy in EMU. A Study by the European Commission Services*. Clarendon Press, Oxford.

CSAJBÓK ATTILA–CSERMELY ÁGNES (szerk.) (2002): Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. *MNB Műhelytanulmány*, 24. http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/mnbhu_muhelytanulmanyok/mnbhu_muh_24.

CSERMELY ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN (2011): Pénzügyi egyensúlytalanságok az euro övezetben. *Európai Tükör*, 16. évf. 2. sz. http://www.euvonal.hu/index.php?op=tenyek_hatteranyagok&ha=7&id=559.

DARVAS, ZSOLT–JEAN PISANI-FERRY–ANDRÉ SAPIR (2011): A comprehensive approach to the euro area debt crisis. *Bruegel Policy Brief*, February. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/491-a-comprehensiveapproach-to-the-euro-area-debt-crisis/>.

DEGRAUWE, P. (2011): Managing a fragile zone. *VoX.EU*, May. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6484>.

DEUTSCHE BANK (2011): A European Transfer Union? How Large, how powerful, how expensive?. *Deutsche Bank Research*, August 2. <http://www.dbresearch.com>.

ECONOMIC AND FINANCIAL COMMITTEE (2001): Report on financial crisis management. *European Commission Economic Papers*, 156, July. http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers156_en.htm.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2003): Memorandum of Understanding on high-level principles of co-operation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations. *Press Release*, 10 March. http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3_en.html.

EUROPEAN COMMISSION ECFIN (2008): *European Economic Recovery Plan. Communication from the commission to the European Council*. http://ec.europa.eu/economy_finance/.../publication13504_en.pdf.

European Commission ECFIN (2010): *A new EU economic governance – a comprehensive Commission package of proposals*. http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-09-eu_economic_governance_proposals_en.htm.

EUROPEAN COMMISSION ECFIN (2011a): *EU Economic governance: a major step forward*. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/364>.

EUROPEAN COMMISSION ECFIN (2011b): *Quarterly report on the euro area*. 1 April. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2011/qrea1_en.htm.

EUROPEAN STABILITY MECHANISM (2010): *European Stability Mechanism*. MEMO/10/636, December. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/636>.

EUROSTAT: *Excessive Deficit Procedures. Supplementary Tables on Financial Turmoil*. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/excessive_deficit/supplementary_tables_financial_turmoil.

FISHER, J.–L. JONUNG–M. LARCH (2006): 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A Survey. *European Economy. Economic Papers*, 267. http://ec.europa.eu/economy_finance/index_en.htm.

FITOUSSI, J-P.–F. SARACENO (2004): The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus. Old and New Tradeoffs in Economics. *Documents de Travail de l'OFCE*, 2004-02. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2004-02.pdf>.

- GOODHART, C. A. E. (1998): The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, vol. 14. iss. 3, August, pp. 407–432. <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V97-3V5YW7N-G/2/58695623f405174c6266afce5c43d9e0>.
- GOODHART, C. A. E. (2007): Replacing the Stability and Growth Pact?. In: BIBOW, J.–A. TERZI (eds.) (2007): *Euroland and the World Economy. Global Player or Global Drag?*. Palgrave, Macmillan, pp. 135–154.
- GROS, DANIEL (2011): Sovereign Debt vs Foreign Debt in the Eurozone. *CEPS Commentary*, May. <http://www.ceps.eu/book/sovereign-debt-vs-foreign-debt-eurozone>.
- GROS, D.–TH. MAYER (2011): Debt Reduction without default?. *CEPS Policy Brief*, February. <http://www.ceps.eu/book/debt-reduction-without-default>.
- VON HAGEN, J. (1988): Fiscal Policy and Intranational Risk Sharing. *ZEI working paper*, B-98-13. <http://www.zei.uni-bonn.de/dateien/working-papaer/B98-13.pdf>.
- VON HAGEN, J.–CH. WYPLOSZ (2008): EMU's Decentralized System of Fiscal Policy. *European Economy. Economic Papers*, 306. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12119_en.pdf.
- HEINEN, NICOLAUS (2011): A European Transfer Union. How large, how powerful, how expensive?. *Deutsche Bank Research*, 2, August. <http://www.dbresearch.com/.../A+Europea n+transfer+union%3A+How+large,+how+powerful,+how+exp ensive%3F.pdf>.
- HORVÁTH, Á.–SZALAI Z. (1997): Gazdasági és Monetáris Unió. *MNB Műhelytanulmányok*, 12. http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/mnbhu_muhelytanulmanyok/mnbhu_muhelyt.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011): Europe. Strengthening the Recovery. *Regional Economic Outlook*, May. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/eur/eng/ereo0511.pdf>.
- KLETZER, K. (1998): Macroeconomic Stabilisation with a Common Currency. In: EICHENGREEN, B.–FRIEDEN, J. (1998): *Forging an Integrated Europe*. The University of Michigan Press, Ann Arbor, pp. 91–126. <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/39472/1/268743274.pdf>.
- KLETZER, K.–J. VON HAGEN (2000): Monetary Union and Fiscal Federalism. *ZEI working papers*, B-00-01. <http://www.zei.uni-bonn.de/dateien/working-papaer/B00-01.pdf>.
- LARCH, MARTIN (2010): The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession. *European Economy. Economic Papers*, 429, December. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2010/pdf/ecp429_en.pdf.
- MNB (2010): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből*, május. http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_konvergenciajelentes/mnbhu_konyvjel_20100519.
- MUSGRAVE, RICHARD A.–PEGGY B. MUSGRAVE (1973): *Public Finance in Theory and Practice*. McGraw-Hill, New York.
- OECD (1999): *EMU. Facts, Challenges and Policies*. <http://www.oecd.org/dataoecd/28/14/1889925.pdf>.
- ORBÁN GÁBOR–SZAPÁRY GYÖRGY (2004): A stabilitási és növekedési paktum az új tagállamok szemszögéből. *Közgazdasági Szemle*, szeptember, pp. 810–831. <http://www.epa.hu/00000/00017/00107/pdf/02OSzap.pdf>.
- PHILIP R. LANE–GIAN MARIA MILESI-FERRETTI (2007): The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73, November, pp. 223–250. <http://www.philiplane.org/EWN.html>.
- SANDBU, MARTIN (2011): Beware the ECB's brave new world. *Financial Times*, 9 August. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a072383a-c1d1-11e0-bc71-00144feaabcd0.html#axzz1UbWrl6C2>.
- SZALAI, ZOLTÁN (2011): Is it worthwhile for Hungary to join to the EMU?. *Budapest Business Journal*, April. http://www.bbj.hu/blogs/euroclick/is-it-worthwhile-for-hungary-to-join-to-the-emu_57224.
- TRICHET, JEAN CLAUDE (2011): *Two continents compared*. <http://www.bis.org/review/r110614e.pdf>.
- WYPLOSZ, CH. (2011): They still don't get it. *Vox.EU*, October. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6845>.

2. Az euro bevezetése Magyarország szempontjából – előnyök és kockázatok

Jelen fejezet a 2002-es, majd a 2008-as konvergenciaelemzésünk után újra kísérletet tesz arra, hogy az eurobevezetés előnyeit és kockázatait értékelje. Nem vállalkozik azonban arra, hogy az eurobevezetésről számszerű költség-haszon elemzést mutasson ki. Ennek több oka van. Egyrészt az elmúlt évtizedben megjelent empirikus kutatások igen széles tartományban szórnak a korábban azonosított, az euro előnyeiként számon tartott makrogazdasági hatásokat illetően. Másrészt a pénzügyi válság óta a kockázatok is eltolódtak a nehezen számszerűsíthető középtávú makrogazdasági költségek irányába. Harmadrészt az euroövezeti tagság nettó előnye jelentős mértékben függ a gazdaságpolitika tudatos hozzáállásától, azaz nem tekinthető a csatlakozó ország számára külsőleg adottnak.

Összességében továbbra is valószínűsíthető, hogy az euro bevezetésének számottevő makrogazdasági előnyei lehetnek a magyar gazdaság számára. Ezek az előnyök elsősorban a verseny erősödéséből, a növekvő tőke- és külkereskedelmi áramlásokból adódhatnak. Ezen túlmenően középtávon illúzió azt vélelmezni, hogy a jelentős magyar pénzügyi integráltság és külföldi devizában fennálló kitétség mellett az önálló monetáris politika fenntartása tartós megoldás lehet a magyar gazdaság számára; az övezeten belül viszont a monetáris politika pénzügyi stabilitási szempontból vett hatékonysága jelentősen erősödhet.

A válság óta felhalmozott makrogazdasági tapasztalatok ugyanakkor arra utalnak, hogy az euro bevezetése komoly makrogazdasági kockázatokat is hordozhat, amelyek csak nagyon tudatos gazdaságpolitikával mérsékelhetőek. Ezen kockázatok közül a legrelevánsabbnak a fellendülés és visszaesés jelenségének kialakulását és a nem kellő hatékonyságú munkapiaci alkalmazkodást tekinthetjük.

Ami az első kockázatot illeti, itt a csökkenő reálkamat miatt megnövekedett hitelkereslet és a növekvő tőkeáramlások miatt erősödő hitelkínálat együttesen vezethet a túlzott hitelezés, majd visszaesés kialakulásához. Egy ilyen hitelboom létrejöttét elősegíti, hogy a monetáris politika nem egyedileg a magyar folyamatokra lesz kalibrálva. Ami a munkapiaci rugalmasságot illeti, itt az árfolyam-bizonytalanság kiiktatódása után növekvő versenyhelyezethez való

alkalmazkodási képesség jelenthet problémát. Meglátásunk szerint a hitelboom kialakulásának kockázata mérsékelhető az inflációs várakozások euroövezeti szinten vett lehangolásával, fiskális és makroprudenciális politikával. A kockázatok esetleges realizálódásának esélyét mérsékli az újonnan kialakuló európai gazdasági mechanizmus is, mely erősíti a gazdaságpolitikák koordinációját és felügyeletét.

A munkapiaci rugalmasság szempontjából Magyarországon nem elegendő a vállalatok rugalmas alkalmazkodását jelenleg is lehetővé tevő intézményi környezet. Olyan munkapiaci intézményrendszerre és ösztönzők kialakítására van szükség, ami segíti a jelenleg nem foglalkoztatottak és a megnövekedett versenyhelyzet miatt állást vesztek hatékony újrafoglalkoztatását a piaci szférában. Ez utóbbi feltételtől a magyar gazdaság egyelőre úgy tűnik, távol áll. Számításaink szerint a kormányzati programokban felvázolt adó- és transzferintézkedések következtében a versenyszféra foglalkoztatásának számottevő növekedése nem valószínű. Ennek elsődleges oka, hogy az alacsony szja- és társaságiadó-kulcs csökkentésének, illetve a transzferrendszer szigorításának kedvező hatását jelentős mértékben lerontja az adójóváírás kivezetése és a pénzügy szektort terhelő különadók hosszú távú fennmaradása.

Kérdés, hogy az előbbi hatásokat a tágabb intézményi környezet átalakítása mennyire képes kedvező irányba befolyásolni. Bár a kormányzati intézkedések több esetben utalnak kedvező irányú elmozdulásokra is, a munkapiaci intézményrendszer átalakítása ellentmondásos, és az intézkedések hatásainak pontos felméréséhez nem állnak rendelkezésre megfelelő részletettségű tervek és hatásvizsgálatok. Az aggregált foglalkoztatási ráta alakulását javíthatja a közfoglalkoztatás tervezett jelentős kiterjesztése is, a hazai gazdaság fenntartható fejlődését azonban a piaci foglalkoztatás emelése segíthetné.

Meglátásunk szerint a versenyszféra foglalkoztatási rátájának tartós növeléséhez a jelenleg inaktív csoportok ösztönzőinek konzisztens megváltoztatására, és az aktív munkaerő-piaci politikák hatékonyabb alkalmazására lenne szükség. Ami az első tényezőt illeti, itt más országokhoz hasonlóan az adójóváírás intézményrendszerének megtartására,

vagy az alacsony képzettségű munkavállalók foglalkoztatásának más módon vett támogatására lenne szükség. Az aktív munkaerő-piaci politikák vonatkozásában a program

hatékonyságának javítására lenne szükség azzal a céllal, hogy az érintettek piaci foglalkoztathatóságát gátló tényezők feltárássra kerüljenek és megszűnjenek.

2.1. Elméleti keret: az optimális valutaövezetek (OCA) teóriája

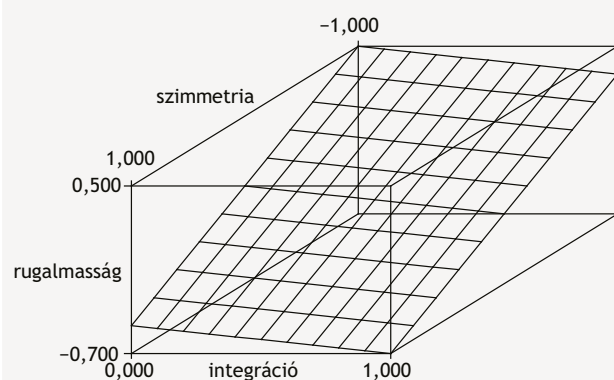
Az euro előnye az OCA-elméletben elsősorban abból származnak, hogy az árfolyam-bizonytalanság megszűnése miatt erősödik a verseny, növekszik az országok közötti kereskedelem és tőkeáramlás. Az árfolyam-bizonytalanság megszűnése és ehhez kapcsolódóan a tranzakciós költségek csökkenése annál erősebben érezteti a hatékonyságnövelő hatását a versenyen keresztül, minél integráltabb egy gazdaság az övezettel.

Az euroövezeti csatlakozás ugyanakkor az önálló monetáris politika feladásával jár. Ez lehet a legfontosabb költsége abban az esetben, ha az országot aszimmetrikus sokkok érik. Az Európai Központi Bank ugyanis csak Magyarország európai összevetésben igen alacsony gazdasági súlyának megfelelően fog reagálni ezekre. Minél nagyobbak az aszimmetrikus sokkok esélyei, annál kevésbé érdemes belépni az övezetbe.

Az aszimmetrikus sokkok kezelésében segíthet, ha a nominális ragadóságok léte igen elenyésző, hiszen a monetáris politika az ezekből fakadó jóléti veszteségeket minimalizálja.²¹ Ebből a szempontból kulcsfontosságú az áru- és munkapiacok rugalmassága. Tekintve viszont, hogy a munkapiac alkalmazkodása nélkül az árak változása nem biztosítja a vállalati szektor fennmaradását és a tartós foglalkoztatást kedvezőtlen sokkok esetén, a hangsúly inkább ez utóbbira került. A munkapiaci rugalmasság értékelhető mind a bérek, mind a mennyiségek rugalmassága szempontjából. Bár Mundell (1961) a munkaerő mobilitását tekintette a sikeres valutauniós tagság előfeltételének, európai kontextusban inkább a bérek rugalmasságának vizsgálata került előtérbe a valutauniós tagság sikerének vizsgálatakor. Ennek vélhetően elsődleges oka, hogy Európában az egyes országok között – részben nyelvi és kulturális okok miatt – alacsony a munkaerő mobilitása (Nickell, 1998).

Az optimális valutaövezetbe való belépés dilemmáját De Grauwe–Mognelli (2004) alapján egy háromdimenziós térben ábrázolhatjuk: a teret a szimmetria, integráció és rugalmasság dimenziói határozzák meg. Az OCA sík képzeletben azt a helyzetet jelöli, amikor a belépés nettó előnyei megfordulnak. A sík felett érdemes belépni, a sík alatt

2-1. ábra
Az optimális valutaövezetek síkja



Forrás: De Grauwe–Mognelli (2004).

pedig nem. A sík negatív meredekségű minden dimenzióban. Nagyobb gazdasági integráltság mellett kisebb szimmetria esetén is érdemes belépni, két ok miatt is: egyrészt a magasabb integráció mellett nagyobbak az előnyök, másrészt a magasabb pénzügyi integráltság nagyobb lehetőséget ad az aszimmetrikus sokkok simítására. Hasonlóan, a nagyobb integráltság mellett kevésbé rugalmas gazdasággal is érdemes lehet belépni, tekintve, hogy az előnyök ceteris paribus nagyobbak. Végezetül, az aszimmetrikus sokkok léte nagyobb rugalmasság mellett kisebb probléma a már korábban említett okok miatt.

Egy ország helyzete azonban a fenti térben nem fix, időben változhat, ráadásul érveket lehet találni amellett, hogy a valutaövezeti tagság az idő előrehaladtával hatással van arra, hogy egy ország a fenti térben hol helyezkedik el. Végezetül az övezeti belépés, mint azt a későbbiekben bemutatjuk, önmagában is tekinthető egy aszimmetrikus sokknak, amelyhez a gazdaság alkalmazkodni kényszerül.

Ami a legnyilvánvalóbbnak tűnik, hogy az árfolyam-bizonytalanság megszűnése az integráció erősödésével járhat – ez volt az egyik alapgondolat az egységes európai valuta megteremtése mögött.²² Az övezeti belépés a gazdaságok szim-

²¹ Sőt Pissarides (2008) alapján azt is mondhatjuk, hogy azonos sokkok eltérő monetáris politikát igényelnek akkor, ha a munkapiaci rugalmasság eltérő.

²² Lásd erről EC (1990).

metriájára is hatással van. Az irodalom arról ír, hogy az integráció növelheti és csökkentheti is a szimmetriát. Frankel-Rose (1997) szerint a növekvő integráció szimmetrikusabbá teszi a gazdasági szerkezetet, mivel a külkereskedelmi áramlások növekvő része iparágon belüli kereskedelem. Ezzel ellentétben Krugman-Venables (1997) úgy érvel, hogy a magasabb integráció a növekvő skáláhozadékok alapján emeli a specializációt, ami csökkenő szimmetriát okoz.

Az övezeti tagság nemcsak a külkereskedelmi, hanem a pénzügyi integrációt is növelheti. Amennyiben a pénzügyi integrációval az egyedi sokkok gyorsabban áramlanak át az egyik országból a másikba, a szimmetria növekedése várható. A pénzügyi integráció azonban a külső finanszírozási korlátok oldódásán keresztül aszimmetrikusan segíti a tőkeigényes ágazatokat (Rajan-Zingales, 1998), ez a mechanizmus a gazdaságszerkezet aszimmetriájának növekedését is okozhatja.

Végezetül az övezeti belépés az adott ország szempontjából tekinthető aszimmetrikus sokknak. Az árfolyam-bizonytalanság megszűnése ugyanis egy olyan tényező, ami csatlakozó országban nyilvánvalóan lényegesen erősebb változásokat okoz, mint az övezet korábbi tagjainál. Az erősödő verseny egyrészt hatékonysági alkalmazkodási kényszert okoz a külkereskedelmi-képes szektorokban, másrészt a csökkenő reálkamat hitelboomok kialakulásához vezethet. Ráadásul a folyamathoz való alkalmazkodásban definíció szerint már nem áll rendelkezésre a hazai monetáris politika.

Az EMU-tagság elméletben befolyásolhatja a gazdaság rugalmasságát is, mivel a tagság, illetve az ahhoz vezető út katalizátor lehet korábban halogatott reformok végrehajtására, ugyanakkor a válság előtt a már meglévő övezeti tagság sok ország esetében a biztos kikötő érzetét is keltette.²³

2.1.1. AZ OCA ELEMZÉSI KERETÉNEK KORLÁTAI

Röviden szólnunk kell azokról a tényezőkről is, amelyeket a fenti elméleti keret nem ragad meg megfelelően.²⁴ Az OCA-elemzés Mundell (1961) alapján arra a feltevésre épül, hogy a nemzeti valuta megválasztásának kérdése alapvetően optimalizációs probléma: olyan valutát érdemes választania egy országnak, amely minimalizálja a gazdasági tranzakciók költségét. Ezt az optimalizációs döntést, mint láttuk, többek között a gazdaságot érő sokkok és a rendelkezésre álló

alkalmazkodási mechanizmusok függvényében lehetséges meghozni. Ez a logika akkor lehet érvényes, ha a devizaárfolyamok mozgásai alapvetően a piaci fundamentumokat tükrözik, és a piac fegyelmező ereje biztosítja, hogy a valutaövezetet alkotó önálló fiskális hatóságok fenntartható pályán mozogjanak, fizetőképességük ne kérdőjeleződjön meg. Egy ilyen logikai keretben nincs helye bizalmi válságnak, irracionális piaci árazásnak, viselkedésnek, nincsenek válságok, pénzügyi stabilitási problémák.

Az egy empirikus kérdés, hogy a valóságban ez mekkora problémát jelent. Az euroövezet jelenlegi problémáit látva azonban egyre több közgazdász²⁵ hangsúlyozza a piac irracionális viselkedését, a bizalom és az intézményi tényezők jelentőségét, a fiskális tényezők szerepét egy deviza fenntartásában.²⁶ A válságban plasztikusan megmutatkozott, hogy ellentmondásba kerülhet a közös pénz és ahhoz kapcsolódóan a mélyen integrált pénzügyi rendszer és a nem kellő mértékben koordinált fiskális politikák fenntartása. Ez a válság üzemmódra vonatkozó, pénzügyi stabilitási érvelés azonban nemcsak az övezet működőképességének vizsgálatánál, hanem a kívül maradás költségeinek értékelésekor is szolgálhat hasznos szempontokkal. Buiter (1998) általában kérdőjelezi meg, hogy komoly devizatartozásokkal rendelkező, kis, nyitott gazdaságok mennyiben képesek önállóan hatékony monetáris politika vitelére. Egyrészt ugyanis a jelentős devizatartozások tekintetében a jegybank csak korlátozottan, a devizatartalékok mértékéig képes ellátni a végső hitelezői funkciót. Az árfolyamok pedig részben ebből fakadóan, illetve a pénzpiaci befektetők hangulati változása következtében nagyon hosszú ideig nem a fundamentumok alakulását követhetik. Így az önálló árfolyam inkább sokk forrásának tekinthető, semmint alkalmazkodási eszköznek (lásd Corsetti, 2008). Ezen túlmenően az árfolyam kevésbé lehet alkalmazkodási eszköz jelentős külföldi devizában denominált adósságok esetében, amikor is az árfolyamváltozás nettó exportra gyakorolt hatása ellen hat a devizában eladósodott belföldi szereplők mérlegeire gyakorolt hatás.

2.1.2. MENNYIRE IGAZOLTA AZ ELMÉLET ÁLTAL VÉLELMEZETT MECHANIZMUSOKAT AZ EMPIRIKUS IRODALOM?

Ami az övezeti belépés előnyeit illeti, az elmúlt bő egy évtizedben az összes korábban bemutatott hatást sikerült azonosítani. A külkereskedelmi áramlásokat makroszinten

²³ Ezzel a kérdéssel részletesebben foglalkozunk az 1. fejezetben.

²⁴ Ezeket a tényezőket részletesebben elemezzük az 1. fejezetben.

²⁵ Lásd Tabellini (2011), Winkler (2011).

²⁶ Lásd Goodhart (1998).

vizsgálva a kutatások igen szélsőséges következtetésekre jutottak. Míg Rose (2000) a külkereskedelmi áramlások többszöröződéséről beszélt, Baldwin (2006) már 6–25% közé teszi a külkereskedelem-teremtő hatást, míg a Havranék (2009) már alig kimutatható külkereskedelem-teremtő hatást talál.

Módszertanilag ígéretesebbnek tűnik a vállalati adatok használata. Ezek alapján Berthou–Fontagné (2008) arra a következtetésre jut, hogy a francia feldolgozóipari cégek exportját érdemben növelte az euro bevezetése. Kimutatható hatása leginkább a már eredetileg is piacon levő cégeknél volt, akik nem nagyobb mennyiséget, hanem többféle terméket exportáltak. Ez az eredmény összességében az elméletben várttal, mely szerint a tranzakciós költségek csökkenésével a termékek száma nő egy piacon, mivel a fogyasztók értékelik a választék bővülését.

A külkereskedelmi csatornán túlmenően a kutatások az erősödő verseny hatását is kimutatták. Martin–Mejean (2008) eredményei szerint az azonos termékekre vonatkozó euroövezeti árak szisztematikusabban alacsonyabbak, mint más OECD-országokban, és az egyes piacok közötti árszűkítési mértéke is kisebb. Ezen túlmenően több tanulmány talált pozitív hatást a cégszintű termelékenység és az euro bevezetése között. Bugamelli et al. (2008) olasz cégszintű idősorokon kimutatta, hogy az euro bevezetése az ágazatokban okozott érdemi termelékenységnövekedést, amelyek érzékenyek az árfolyamra. Azaz a korábbi évtizedekre jellemző „versenyképességi leértékelések” elmáradása jelentős hatékonysági kényszert okozott, ami növelte a termelékenységet. Ottaviano et al. (2009) pedig szemléletesen köti össze a bővülő külkereskedelem és a növekvő termelékenység mechanizmusát.²⁷ Számításaik szerint az övezeti belépés reálgazdasági oldalról annál erősebben növeli egy ország versenyképességét, minél kisebb és nyitottabb a gazdaság, minél közelebb van az övezeti centrumhoz és minél rugalmasabb a termelési struktúra.

Összességében azonban, a reálgazdasági hatásokat nézve, az eurobevezetésre vonatkozó *ex post* eredmények nagyságrendileg igen jelentősen szórtnak, így aligha adhatunk megbízható becslést a makroszintű hatásra. Ugyanakkor az elemzések kvalitatív értelemben összességében megerősítették az elmélet által feltételezett mechanizmusokat.

Világosabban kimutatható hatást okozott az euro bevezetése a pénzügyi szektorban. Lane (2008) sorra veszi az összes lehetséges pénzügyi piacot (adósság, FDI, banki áramlások).

Áttekintve a korábbi tanulmányokat arra a következtetésre jut, hogy az euro bevezetése érdemben növelte a pénzügyi integrációt, néhány mechanizmus esetében két számjegyű mértékek is kimutatásra kerültek. Warin et al. (2008) eredményei szerint az EMU-tagság megduplázta az FDI-áramlásokat, ezzel szemben az IMF (2011) elemzése szerint az FDI és egyéb, nem adósságjellegű pénzügyi eszközöknél az integráció üteme jóval elmaradt a bankközi, adóssággeneráló eszközökétől. Emellett általában azt találták,²⁸ hogy a növekvő integráció erősítette a GDP-k együttmozgását, azaz a szimmetriát, a fogyasztásnál viszont – az elméletben várttal ellentétesen – már kisebb hatás volt kimutatható.

Ami az aszimmetrikus sokkokat illeti, *ex post* úgy tűnik, hogy a legnagyobb aszimmetrikus sokk önmagában az eurobevezetés volt, amihez az övezet periferián lévő gazdaságai nem voltak képesek megfelelően alkalmazkodni. Erről a kérdéstről részletesen a következő alfejezetben szövelünk.

Végezetül, ami az EMU-belépés és a gazdasági rugalmasság endogenitásának kérdését illeti, a kép meglehetősen vegyes. Mostanra úgy tűnik, hogy az övezetbe belépett, korábban fegyelmetlen gazdaságpolitikával jellemezhető országok makrostabilitása javult, viszont ez – az egyes országokban eltérő okok miatt – nem bizonyult elegendőnek ahhoz, hogy a jelenlegi kedvezőtlen gazdasági környezetben rugalmas alkalmazkodást tegyen lehetővé. (Lásd erről az 1. fejezetet.)

2.1.3. A FELLENDÜLÉS ÉS VISSZAESÉS JELENSÉGE AZ EUROÖVEZETBEN

A perifériális euroövezeti országok jelentős része (Spanyolország, Portugália, Írország, Görögország, Ciprus, Szlovénia) az euro bevezetését követő időszakban egy ún. fellendülés-visszaesés (boom-bust) ciklust élt át, amelyben a kezdeti nagyon gyors fellendülést jelentős visszaesés követte. A fenti országok tapasztalatait áttekintve arra keressük a választ, hogy a belépés előtt magas kamatszinttel jellemezhető perifériális országokban a fellendülés-visszaesés ciklusok mennyiben szükségszerű következményei a reálkamat belépés nyomán bekövetkező csökkenésének, illetve mi volt a szerepe az adott gazdaságok sajátosságainak, a pénzügyi környezetnek, a gazdaságpolitikának a folyamatok alakulásában.

A fellendülés-visszaesés ciklus leegyszerűsítve a következő mechanizmussal írható le. A korábban magas kamatszinttel

²⁷ A szerzők az árfolyamkockázat kiiktatódását a külföldi piacra lépés fix költségének csökkenéseként értékelik, és így modellezik a nagyobb piaci elérés termelékenységre és növekedésre vonatkozó hatását.

²⁸ Lásd erről Imbs (2006), Stavrev (2007).

jellemezhető országokban keresleti oldalról a csatlakozással járó reálkamat-csökkenés a belső kereslet emelkedését eredményezi, amit kínálati oldalról az árfolyamkockázat megszűnése következtében bővülő források finanszíroznak. Ennek nyomán – az aggregált kínálat lassabb alkalmazkodása miatt – átmenetileg a potenciális szint fölé emelkedik a gazdasági teljesítmény, ami a bérek, az infláció emelkedésével és a külső egyensúly romlásával jár együtt. A reálfelértékelődés következtében romló versenyképesség azonban egy idő után ellene hat a belső kereslet növekedésének, és a gazdaság lassulását eredményezi. Elméletben a bérek és árak korrigálódásával az egyensúly helyreáll.

A kamatkonvergencia nyomán csökkenő reálkamat a magasabb kamatú országok számára tulajdonképpen egy aszimmetrikus sokkot jelent. Fontos hangsúlyozni, hogy a kamatcsökkenés okozta keresletnövekedés a munka- és áru piac rugalmassága és racionális várakozások mellett elvben „jóindulatú” módon is végbemehet, ahol a kezdeti gyors növekedés lassan és egyenletesen mérséklődik (pl. Fagan-Gaspar, 2007; Toroj, 2009).²⁹ A beruházások és a fogyasztási ráta emelkedése, ennek nyomán a folyófizetésimérleghiány növekedése elvben az új makrokörnyezethez – az árfolyamkockázat kiküszöböléséből adódó bővülő finanszírozási lehetőségekhez – történő egyensúlyi alkalmazkodást is tükrözheti, és nem feltétlenül jelez fenntarthatatlan

állapotot (Blanchard-Giavazzi, 2002). A valóságban ezzel szemben úgy tűnik, hogy az érintett országokban a – sokszor tartós és súlyos egyensúlytalanságok felépülésével járó – fellendülés időszakát mély, elhúzódó recesszió követi, ahol a munka- és áru piaci merevségek miatt az alkalmazkodás lassú és nehézkes folyamat.

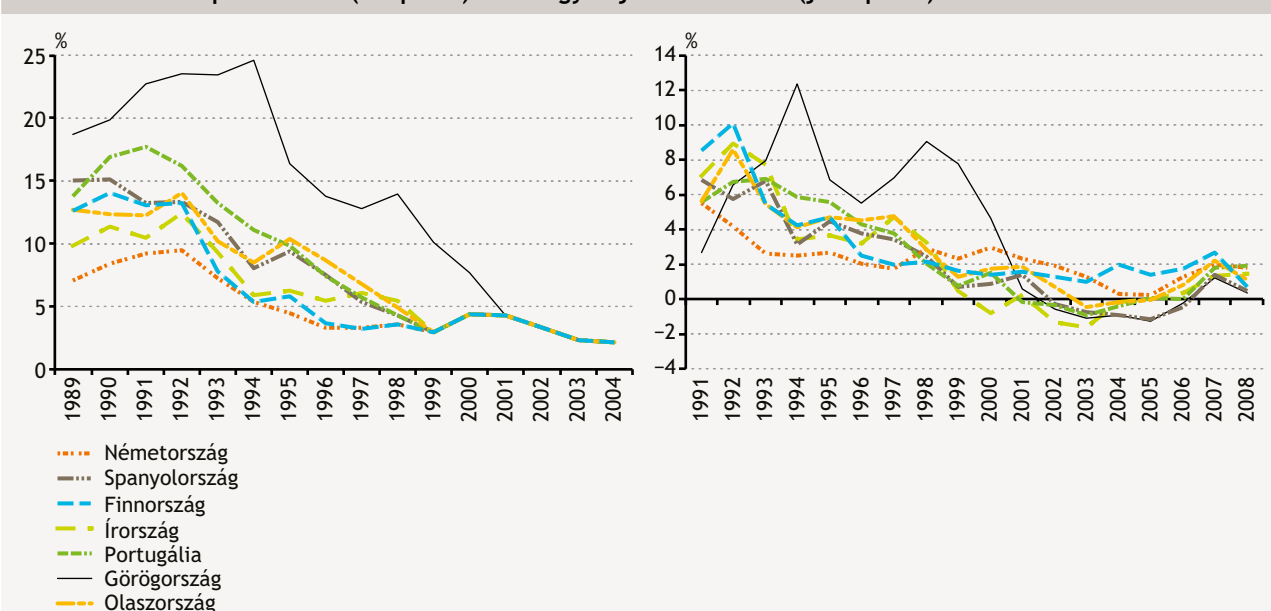
A következőkben elsőként áttekintjük, hogy az érintett országokban milyen makrogazdasági folyamatok jellemezték a monetáris unióba történő belépést követő időszakot. Ezt követően arra keressük a választ, hogy melyek voltak azok a tényezők, amelyek a fellendülési ciklust felerősítve, a korrekciót késleltetve súlyos egyensúlytalanságok felépülését idézték elő. Alapvetően a nemzetközi pénzügyi környezet, az országspecifikus bankrendszeri elemek, a várakozások, valamint a fiskális politika szerepére koncentrálnunk. (A 2007-ben euroövezethez csatlakozó Szlovénia esetével a 2-1. keretes írásban foglalkozunk).

2.1.3.1. A fellendülés-visszaesés ciklusok anatómiája

A ciklus fontos összetevője a reálkamatok gyors és nagyarányú csökkenése: az euro bevezetésének időpontjára az euroövezeti országok nominális kamatai gyakorlatilag teljes mértékben konvergáltak, ami a periferikus országok több-

2-2. ábra

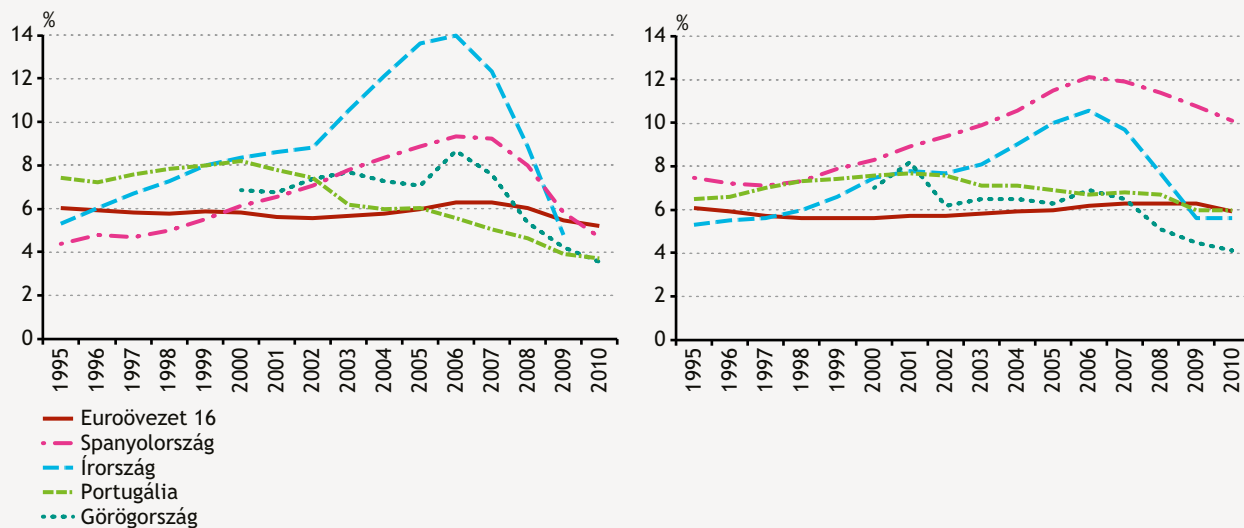
A rövid nominális piaci kamat (bal panel) és az egyidejű reálkamatok (jobb panel) alakulása



Forrás: Eurostat.

²⁹ Fagan-Gaspar (2007) az euroövezet országaira készített modelljében bemutatja, hogy a fellendülés fázisában a bérnövekedés és az infláció gyorsulása miatt erősödő reálárfolyam átmenetileg rontja az exportszektor kilátásait, előre tekintő várakozások és rugalmas bérek mellett azonban a versenyképesség helyreállítása a belső kereslet fokozatos lassulásával, a bérek alkalmazkodásával mély recesszió nélkül is történhet.

2-3. ábra
Lakásberuházások (bal panel), illetve az építőipari szektor (jobb panel) a GDP arányában



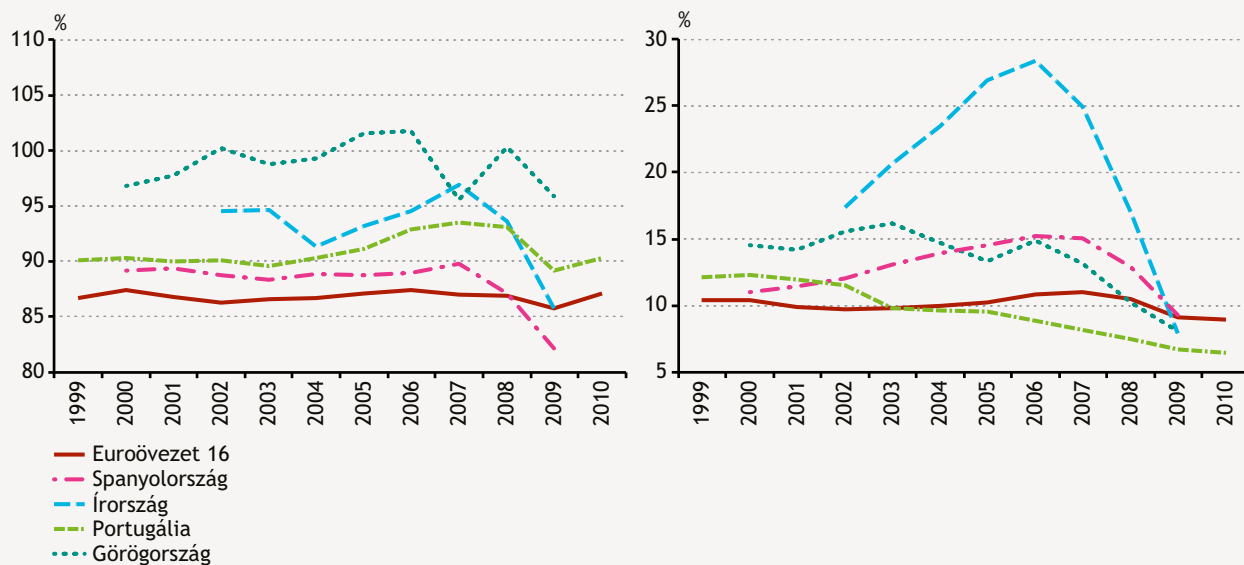
Forrás: Eurostat.

sége számára néhány év alatt nagyarányú csökkenést jelentett. Az infláció csökkenése ennél kisebb mértékű volt, így a reálkamatok, bár a nominális kamatoknál kevésbé, de így is jelentősen mérséklődtek, miközben Németország reálkamata jóval nagyobb stabilitást mutatott. A reálkamat 1999-re a perifériális országokban rendkívül alacsony szintre, nulla közelébe csökkent, és mivel az euro bevezetését követően az inflációs különbségek ismét megerősödtek, a reálkamat a bevezetést követő években jellemzően tovább csökkent, több országban a negatív tartományba került.

A kilencvenes évek elején szintén viszonylag magas kamatkülönbséggel jellemezhető Olaszország és Finnország kimaradt a fellendülés-visszaesés ciklusából, aminek okairól a későbbiekben szólnunk részletesen.

A csatlakozás utáni túlfűtöttségben érintett országokban a fellendülés folyamata, mérete, hossza és lassulásba való átfordulása a különböző tényezők súlyától függően eltérő mintázatokat mutatott az egyes országokban. Portugália már az euro bevezetése utáni harmadik évtől lassulni kez-

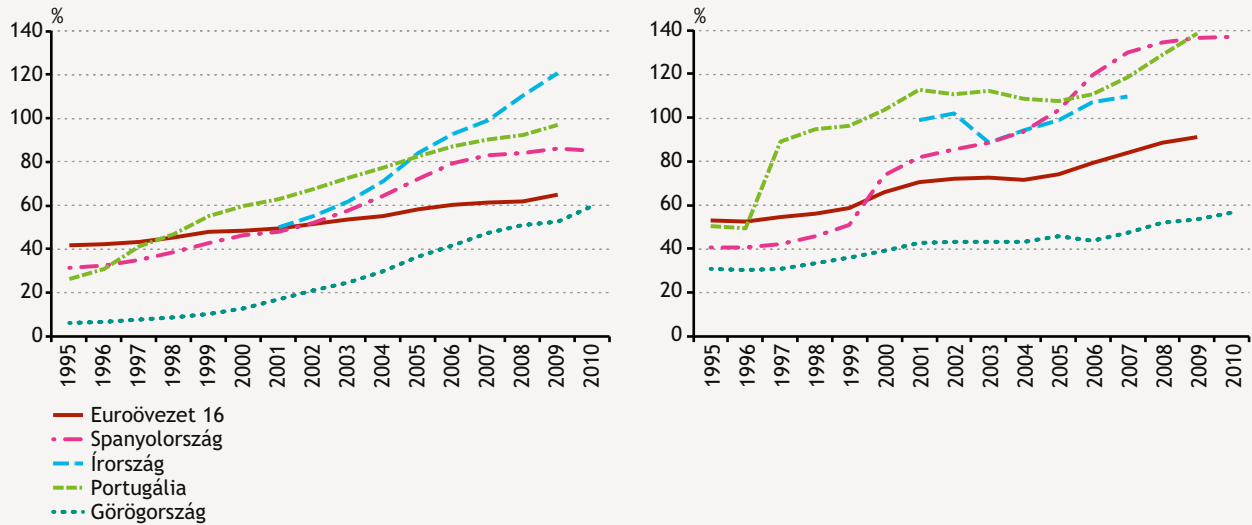
2-4. ábra
Lakossági fogyasztás (bal panel) és beruházás (jobb panel) a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: Eurostat.

2-5. ábra

Lakossági (bal panel) és nem pénzügyi vállalati adósság (jobb panel) a GDP arányában



Forrás: Eurostat.

dett, míg Spanyolország, Görögország, Írország és Szlovénia fellendülése csak a 2008-as pénzügyi válsággal tört meg.

Mindazonáltal kirajzolódik néhány általános jellemző. A belső kereslet fellendülésében az ingatlanberuházások és a lakossági fogyasztás játszották a meghatározó szerepet, az egyéb vállalati beruházások aránya a teljes állásfelhalmozáson belül csökkent.³⁰

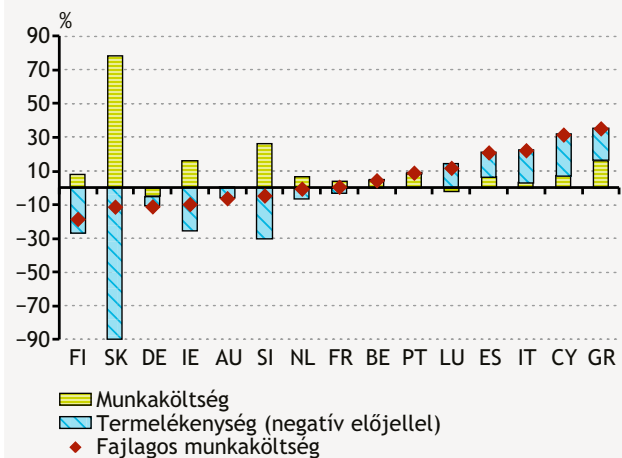
A hitelboomot megélt országokban a lakosság és/vagy a vállalati szektor finanszírozási képessége számottevően romlott, Írországban és Görögországban a lakosság kiugró mértékben nettó hitelfelvő volt. Országoként kissé különböző, hogy a lakossági finanszírozási képesség romlása inkább a fogyasztás, vagy inkább a lakossági beruházásokhoz köthető-e.

A fenti folyamatok tükörképeként a finanszírozási oldalon elmondható, hogy a boomfázisokat kivétel nélkül a magán-szektor, azon belül is elsősorban a lakosság eladósodásának eurozóna átlagát jóval meghaladó növekedése jellemezte. A vállalati eladósodás Portugáliában, Spanyolországban mutat kiugró növekedést.

A fellendülés időszakában az előzőek következményeként a fajlagos munkaköltség gyors emelkedése, és így a reálárfo-

2-6. ábra

Feldolgozóipari fajlagos munkaköltségen alapuló reálárfolyam változása



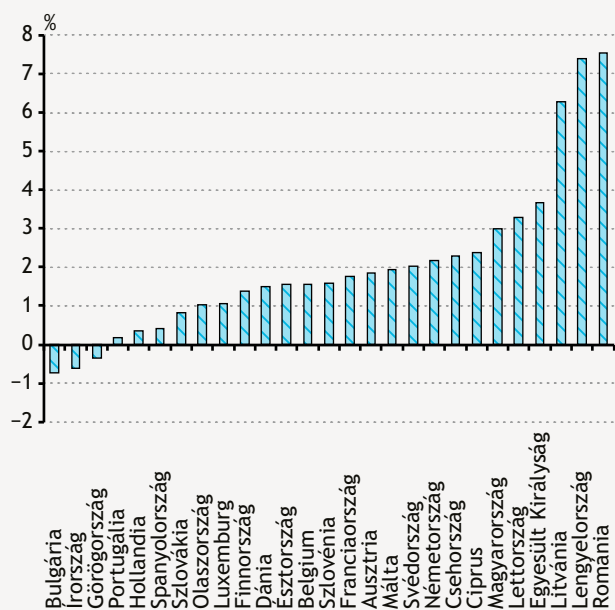
Megjegyzés: 2000–2007 között, az euroövezetátlághoz viszonyítva.
Forrás: Eurostat.

lyam nagymértékű felértékelődése, valamint a szolgáltató-szektor, jellemzően az építőipar arányának növekedése és a külső egyensúly gyors romlása volt megfigyelhető. Mind-eközben – Írország kivételével – a nagy fizetésimérleg-hiánnyal jellemezhető országokban a külkereskedelm-képes szektort az euroövezet átlagánál lassabb termelékenység-növekedés jellemezte.³¹

³⁰ A jelzáloghitelezéssel társuló ingatlanpiaci boom általánosan gyakori jellemzője volt a fejlett és a feltörekvő országok elmúlt évtizedekben tapasztalt túlzott hitel-növekedési periódusainak. Ennek elsődleges oka az ingatlanfedezetek értékének gazdasági ciklust erősítő hatása.

³¹ A BIS (2011) elemzése szerint a termelékenység-növekedés lassulása részben magának a túlfűtöttségnek az eredménye. Az építőipar és a pénzügyi rendszer aránytalan növekedése elszívta az erőforrásokat – a tőkét és a képzett munkaerőt is – a produktív szektortól.

2-7. ábra
Egyidejű reálkamat 1999–2003 között az EU 27 országában



Megjegyzés: Görögország esetében 2001–2003 között.
Forrás: Eurostat.

A visszaesés a modellekben automatikusan, a reálfelértékelődés okozta versenyképesség-romlás miatt következik be. Ez csak Portugáliában történt így, a többi országban a boom perzisztenssé vált, és csak a pénzügyi válság nyomán durrant ki. Ugyanakkor a 2000-es években Portugáliában a

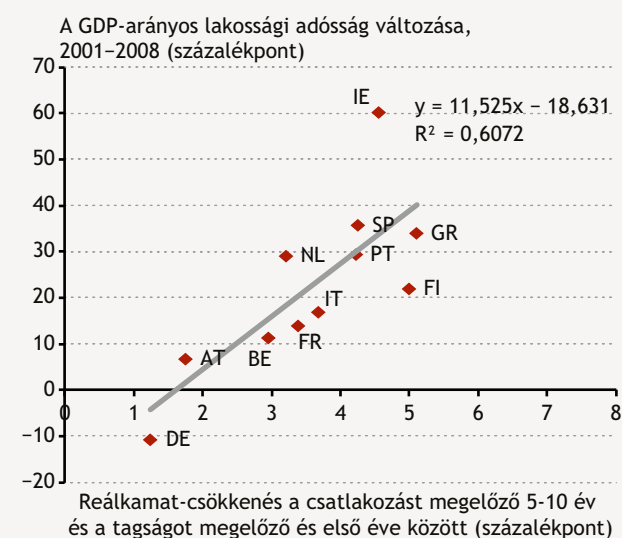
lassuló növekedés mellett is folytatódott a lakossági és vállalati eladósodottság, nem volt béralkalmazkodás, a kínálati oldal rugalmatlansága miatt a magas belső kereslet magas fizetési mérlegben csapódott ki.

Kérdés, hogy a fenti folyamatokban mekkora a szerepe a csatlakozással járó kamatcsökkenésnek. Az EU 27 tagállamát, a teljes mintát áttekintve látható, hogy az euro bevezetése utáni években a legalacsonyabb reálkamatok az övezet periferikus országában voltak.

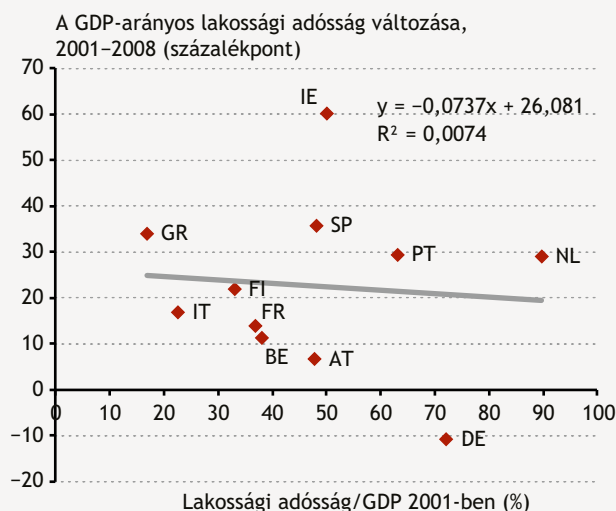
Emellett a lakossági eladósodás üteme – ami kulcsszerepet töltött be a folyamatban – erős kapcsolatot mutat az egyidejű reálkamatnak az euro bevezetése előtti években bekövetkezett változásával, míg a kiinduló GDP-arányos lakosságihitel-állománnyal nem mutat összefüggést. A szélesebb mintán becült ökonometriai elemzések azt mutatják, hogy a lakossági, illetve a magánszektor hitelezésének szignifikáns meghatározója a reálkamat.³² Ugyanakkor nem egyértelműek az empirikus eredmények abban a tekintetben, hogy a monetáris kondíciók (változásai) önmagukban mennyiben tehetők felelőssé súlyos pénzügyi és gazdasági válságba torkolló hitelbuborékok kialakulásáért.

A következőkben azokat a tényezőket tekintjük át, amelyek a kamatkonvergenciában érintett országokban hozzájárultak a fellendülés-visszaesés ciklus alakításához. Keresleti oldalról már a csatlakozást követő időszakban tartósan

2-8. ábra
A lakossági eladósodás változása a reálkamat-változás (bal panel) és a kezdeti hitelállomány (jobb panel) függvényében

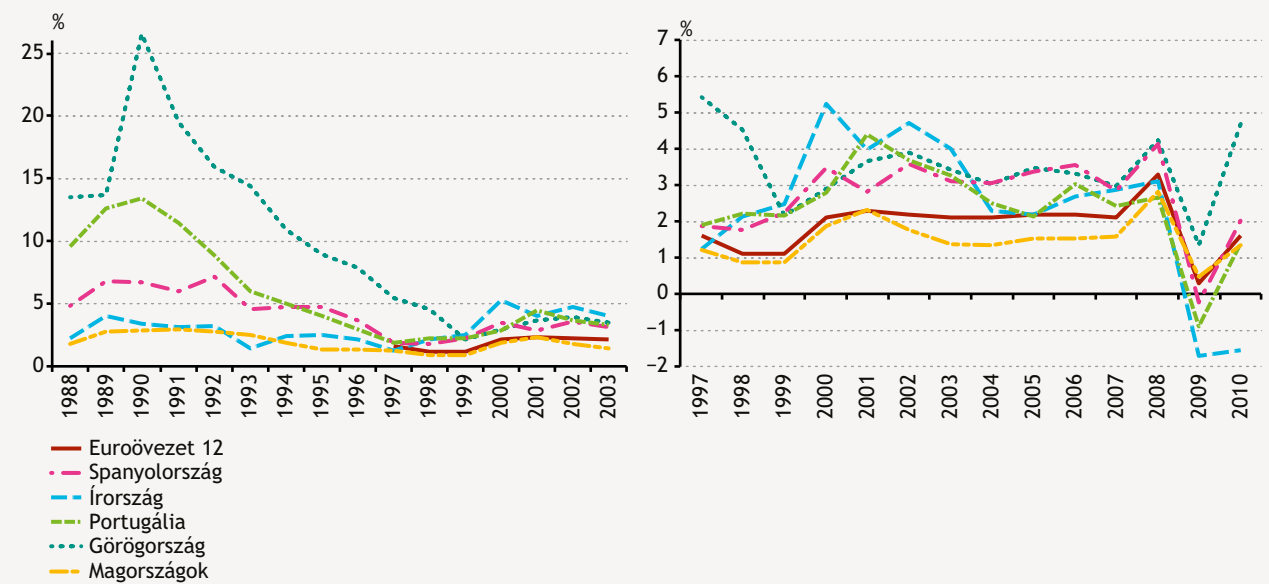


Megjegyzés: Görögország esetében 2001–2008.
Forrás: Eurostat.



³² Pl. Kiss et al. (2006), Backe et al. (2006), Eichengreen–Steiner (2008), Schadler et al. (2004).

2-9. ábra
Éves átlagos infláció alakulása



Forrás: IMF WEO adatbázis.

alacsony reálkamatot eredményező inflációs várakozások, valamint egyes esetekben a fiskális politika is erősítette a fellendülést. A folyamatban fontos szerepet töltött be a bankrendszer hitelkínálatának erősödése is, amire a globális és eurospecifikus tényezők nyomán mélyülő pénzügyi integráció és az országspecifikus bankrendszeri sajátosságok is hatással voltak. Végül az optimista jövedelemvárakozások a kereslet és a hitelkínálat oldaláról is fűtötték a gazdaságot.

2.1.3.2. A fellendülés-visszaesés ciklus keresleti tényezői

2.1.3.2.1. Prociklikus reálkamat – az inflációs várakozások szerepe

Az euroövezetben az egységes nominális kamattal a reálkamat – inflációs különbségek esetén – prociklikusan viselkedik, nehezítve az alkalmazkodást az aszimmetrikus sokkokhoz: például egy keresleti sokk nyomán kinyíló kibocsátási rés az infláció emelkedését és a reálkamat csökkenését eredményezi, amire a közös monetáris politika csak az adott ország gazdasági súlyának megfelelően reagál. Mindez egy aszimmetrikus sokk esetén túl laza monetáris kondíciókat és ezáltal a belső kereslet további növekedését eredményezheti (pl. Toroj, 2009; Roubini et al., 2007). Fontos hangsúlyozni, hogy egy egyszeri inflációs sokk nem jelenti automatikusan az *ex ante* reálkamatláb csökkenését, amennyiben a piaci szereplők az infláció csökkenésére számítanak. A monetáris unión belül a reálkamat tehát valójá-

ban nem horgonyzott; vagy visszatekintő várakozások esetén viselkedhet „automatikus destabilizátorként”, ekkor ugyanis az infláció megemelkedése a várt inflációt is növeli, csökkentve az *ex ante* reálkamatlábát is (Angeloni-Ehrmann, 2004). Horgonyzott inflációs várakozások esetén is problémát jelenthet azonban az a tény, hogy a felzárkózással az egyensúlyi kamattal magasabb, mint a centrumországoké, így a centrummal azonos kamatszint ebben az esetben is lazább monetáris helyzetet jelenthet.

A vizsgált perifériaországokat az euro bevezetését követő időszakban az euroövezeti átlagnál tartósan magasabb infláció jellemezte. Ezekben az országokban az euroövezeti tagság éveiben a reálkamat tovább csökkent a kamatkonvergenciából fakadó kamatsökkentést követően, ami a magyarországonál és a többi európai országnál tartósan alacsonyabb és minden bizonnyal az egyensúlyi szint alatti reálkamatot eredményezett. Kérdés, hogy mivel magyarázható az inflációs különbségek tartóssága az eurozónán belül. Elméletileg a fejletlenebb országok reálkonvergenciájából fakadó egyensúlyi reálfelértékelődés is magasabb inflációt eredményezhet. Ugyanakkor az euroövezeti országok inflációs különbségeit vizsgáló tanulmányok egyöntetűen arra a következtetésre jutnak, hogy a perifériaországok inflációs többlete az euro bevezetése utáni években csak kis részben magyarázható a felzárkózási folyamattal. A különböző becslések számos tényezőt azonosítottak, amelyek szerepet játszottak az EMU-n belüli inflációs különbségekben. Meghatározó szerepet játszott az eltérő ciklikus pozíció, a gyors nominális béremelkedés, az árfo-

lyam- és olajsokkoknak való eltérő kitettség, eltérő termékpiacon szabályozás.³³ Több elemzés is rámutatott azonban, hogy az egyes euroövezeti országokra jellemző inflációs perzisztencia meghatározó szerepet töltött be az inflációs különbségek felerősítésében és tartóssá válásában.³⁴

Az inflációs tehetetlenség meghatározó tényezője a várakozások horgonyzatlanlansága, aminek hatására a különböző inflációs sokkok hatása perzisztenssé vált. Ezt támasztja alá Franta et al. (2007) becslése is, amely szerint a magas inflációs múlttal jellemezhető perifériaországokban az érzékelt inflációs cél az euro bevezetése utáni években is jóval meghaladta a 2 százalékot, és magasabb volt a magországokra jellemző értéknél. Arnold–Lemmen (2006) azt találta, hogy az inflációs várakozások a tagország inflációs múltjától és kevésbé az Európai Központi Bank inflációs céljától függenek. A periférius országok az euro bevezetését megelőző időszakban gyors dezinflációt hajtottak végre, ami a konvergenciakritérium teljesítéséhez elegendő volt, a várakozások horgonyzottságát azonban nem sikerült megteremteni.

Összességében tehát a nem kellően horgonyzott, illetve visszatekintő várakozásoknak szerepe volt a tartós inflációs különbözet és a tartósan alacsony, sok esetben negatív reálkamat kialakulásában – ez szerepet játszhatott a fellendülési fázisok elhúzódásában.

2.1.3.2.2. Fiskális politika

A fiskális politika a fellendülés időszakában csak Görögországban és Portugáliában volt nyilvánvalóan laza, itt a hiány meghaladta a 3 százalékot.³⁵ A többi országban elmondható, hogy a fiskális politika ex ante nem volt laza, hanem ex post – részben az alulbecsült kibocsátási rés, részben az ingatlanfellendülésből adódó ciklikus bevételi többlet alulbecslése miatt – nem volt kellőképpen kontrakciklus (pl. Kanda, 2010).³⁶

Fagan–Gaspar (2007) Spanyolországot és Portugáliát összehasonlítva arra a következtetésre jutott, hogy a Portugáliában lazább fiskális politikának csak másodlagos szerepe volt abban, hogy a fellendülés gyorsabb volt, és hamarabb le is csengett. Portugáliában inkább a lazítás szerkezete tekinthető problematikusnak: az állami szektorban végrehajtott, jelentős béremelés erősen hozzájárult a feszessé váló munkapiac mellett amúgy is gyors bérnövekedéshez és ezen keresztül a versenyképesség romlásához. Összességében azonban elmondható, hogy a fiskális politika – Görögország kivételével – nem volt főszereplő a fellendülési fázis alakításában.

2.1.3.3. A fellendülés-visszaesés ciklus kínálati tényezői

2.1.3.3.1. A pénzügyi integráció – euroövezeti vs. globális hatás

Az empirikus evidenciákból az a kép rajzolódik ki, hogy a fenntarthatatlan hitelboomok kialakulásában a reálkamat *mellett* kulcsszerepet játszanak a hitelkínálati tényezők, vagyis a pénzügyi közvetítőrendszer aktív viselkedése is, aminek a pénzügyi liberalizáció és integráció adhat alapvető lökést.³⁷ Mint korábban írtuk, az euroövezet országai közötti pénzügyi integráció a monetáris unió létrejöttét követően felgyorsult, amiben meghatározó szerepe volt az árfolyamkockázat kiküszöbölésének. Mindez a hitelkínálat kamatrugalmasságát nagyban növelte (OECD, 2010).

A pénzügyi rendszer „túlzott rugalmasságához” (Borio–Disyatat, 2011) azonban kétségtelenül hozzájárult a kedvező nemzetközi pénzügyi környezet, a globális likviditásbővítés és az erős nemzetközi tőkeáramlások hatása. Az elmúlt évtizedben – különösen 2004-től – a nemzetközi pénzügyi integráció is felgyorsult, ami a határon átnyúló pénzügyi tranzakciók és állományok, ezen belül is elsősorban az

³³ Égert (2007) eredményei alapján az 1995–2005-ös időszakban a PIGS-országokban a reálfelértékelődés nem magyarázható a külkereskedelem-képes és a nem külkereskedelem-képes szektorok termelékenységnövekedésének különbségéből származó, Balassa–Samuelson-hatáshoz köthető reálfelértékelődéssel. Az inflációs különbséget a termelékenységi folyamatok csak kisebb részben magyarázzák, vagyis az euroövezet létrejöttét követően a tartós inflációs különbségeket inkább ciklikus tényezők és az inflációs perzisztencia, valamint a termékpiacon szabályozás foka magyarázzák (Andersson et al., 2009; Ortega, 2003). Spanyolország és Portugália Németországhoz viszonyított inflációs különbözetében fontos szerepet játszott a haszonkulcs és a nominális bérek emelkedése, ami a keresleti tényezők mellett a bérek indexálási gyakorlatával magyarázható. Stavrev (2007) becslése szerint a reálkonvergenciához köthető árszintfelzárkózás az inflációs különbségek mindössze 30 százalékát magyarázza.

³⁴ Pl. Angeloni–Ehrmann (2004), Licheron (2007), Andersson et al. (2009).

³⁵ Lásd még erről a 3. fejezetet.

³⁶ Jeager–Schuknet (2004) szerint a strukturálisan laza fiskális politika gyakori jellemzője az eszközárboomoknak. Eszközárboomok esetén ugyanis egy „átlagos” ciklushoz képest jóval nagyobb bevételi többlet generálódik, így a jellemzően alkalmazott ciklikus szűrések felülbecsülik a strukturális egyenleget.

³⁷ Ahrend et al. (2008) a fejlett országok szélesebb körére vonatkozó elemzésében azt találta, hogy a túl alacsony nominális kamat – amelyet a Taylor-szabálytól vett eltéréssel ragadott meg – a pénzügyi liberalizáció/innováció mellett hozzájárult az ingatlanárak növekedéséhez és a jelzáloghitel növekedéséhez. Az IMF (2011) elemzése szerint ezzel szemben a kamatszint nem játszott meghatározó szerepet a 2008-as válságot megelőző időszak egyensúlytalanságaiban, a laza monetáris politika csak az eurozónán belül mutat egyértelmű összefüggést a hitelalakulással. A skandináv országokban a súlyos bankválsággal végződő hitel- és ingatlanbuborékok kialakulásának időszakát alacsony adózás utáni reálkamat jellemezte, az értékelések szerint azonban az igazi lökést a fenntarthatatlan mértékű eladósodáshoz a nyolcvanas évek közepének nagyszabású deregulációs hullámai adták (pl. Jonung et al., 2008).

országok közötti bankközi tranzakciók és kitétségek jelentős megnövekedésében jelentkezett (Lane, 2010; Forster et al., 2011).

A lakossági hitelnövekedés gyors felfutása az elmúlt évtizedben általános jelenségnek tekinthető a fejlett és a feltörekvő országok nagy részében, és nem csak az euroövezeti országokat érintette (pl. BIS, 2011).³⁸ A jelzáloghitelezés támogatásával kialakuló ingatlanpiaci buborék és az építőipar túlhevülése szintén világjelenség (lásd pl. Crowe et al., 2011). A globális pénzügyi környezet hatása tükröződik abban a tényben is, hogy az adósságállományok növekedése nem okozott kockázatiprémium-emelkedést sem az állam, sem a bankok, sem a banki ügyfelek számára, így az egyensúlytalanságok felépülése elhúzódott, nem volt visszahúzó erő.

A pénzügyi integráció sebességét tehát az euroövezet létrejöttéhez kapcsolódó tényezőkön túl a globális pénzügyi integráció is támogatta.

2.1.3.3.2. Bankrendszeri sajátosságok

A periférikus országokban a pénzügyi integráció nyomán növekvő tőkebeáramlást alapvetően a hazai bankszektor közvetítette a háztartási és a vállalati szektor felé (Forster et al., 2011). Ezért a magánszektor eladósodásának alakulásában a globális nemzetközi pénzügyi környezet, illetve az euroövezeten belül hirtelen bővülő külföldi hitelfelvételi lehetőségek mellett fontos szerepet játszanak a hazai bankrendszer jellemzői is. Fontos tanulsággal szolgál Olaszország példája, ahol a jelentős nominális kamatcsökkenés és a lakossági hitelek rendkívül alacsony szintje ellenére sem következett be hitelboom. Casolaro et al. (2005) és Gambacorta (2008) elemzése alapján az olasz lakossági hitelpiac kis mérete alapvetően szabályozásból fakadó hitelkínálati korlátokkal függ össze, az olasz háztartások hitelkereslete nem mutat országspecifikus sajátosságokat.³⁹ A szabályozás hatása a magas szpredekben és európai viszonylatban a legszigorúbb hitelezési sztenderdekben tükröződött.⁴⁰ A kilencvenes évek végétől kezdődően a szabályozási korlátok enyhülésével a lakossági hitelezés Olaszországban is erős lendületet vett, a növekedést azonban számos tényező továbbra is gátolta, így a növekedés üteme a kétezres években is messze elmaradt a többi perifériaországban tapasztalttól.

Hasonló példával szolgál Finnország, ahol a kilencvenes évek közepén még szintén relatíve magas kamatkülönbözet mellett erős, de a perifériaországoktól elmaradó ütemű volt a hitelbővülés, és a hitelezési sztenderdek relatíve szigorúak maradtak. Finnországban a nyolcvanas évek második felében kezdődő fenntarthatatlan hitelboom a kilencvenes évek elején súlyos bankválságba torkollott, ami óvatosabb hitelezési politikára ösztönözte a bankokat.

Olaszország és Finnország példája is azt mutatja, hogy a kínálati tényezők, a bankrendszer viselkedése kulcsfontosságú a boom mértékében, szerkezetében. Az olasz példa megítélése a pénzügyi közvetítés hatékonysága szempontjából nem egyértelműen pozitív, ugyanakkor az olasz és a finn eset arra enged következtetni, hogy a hitelezési sztenderdek szabályozási úton történő szigorítása képes lehet a hitelboom visszafogására. Erre utal az IMF (2011) elemzése is, amely szignifikáns kapcsolatot talált a külső egyensúlytalanság és a jelzáloghitelezésben jellemző hitelezési sztenderdek között.

2.1.3.4. A keresletet és kínálatot is fűtő túlzottan optimista jövedelemvárakozások

Számos tanulmány kiemeli, hogy a túlfűtöttséghez jelentősen hozzájárultak a túlzottan optimista jövedelemvárakozások, amelyek a kereslet és kínálat oldaláról is támogatták a hitelezés felfutását, bérek emelkedését és a fogyasztást (pl. Eichengreen–Steiner, 2008). A túlzott jövedelemvárakozások jelentőségét nehéz empirikusan kimutatni, a különböző modellszimulációk alapján azonban az inflációs várakozások mellett a jövedelemvárakozások is fontos szerepet tölthetnek be a folyamatban. Kolasa (2010) és Toroj (2009) például az európai országokra becsült makromodelleken végzett szimulációkkal azt mutatták be, hogy a jövedelem-, illetve a termelékenységnövekedésre vonatkozó túlzottan optimista várakozások önmagukban is képesek a reálkamatcsökkenésből adódó kezdeti keresleti sokk felerősítésére, és így egy fellendülés-visszaesés ciklus generálására. Tökéletesen racionális várakozások esetén a szereplők tudják, hogy a keresleti sokk által okozott jövedelemnövekedés részben átmeneti, ami korlátozza a fogyasztás és a beruházások emelkedését is. Visszatekintő várakozások esetén azonban a piaci szereplők a kezdeti növekedést kivetítik a jövőre is, ami erősíti a keresleti hatást, megnövelve a ciklus

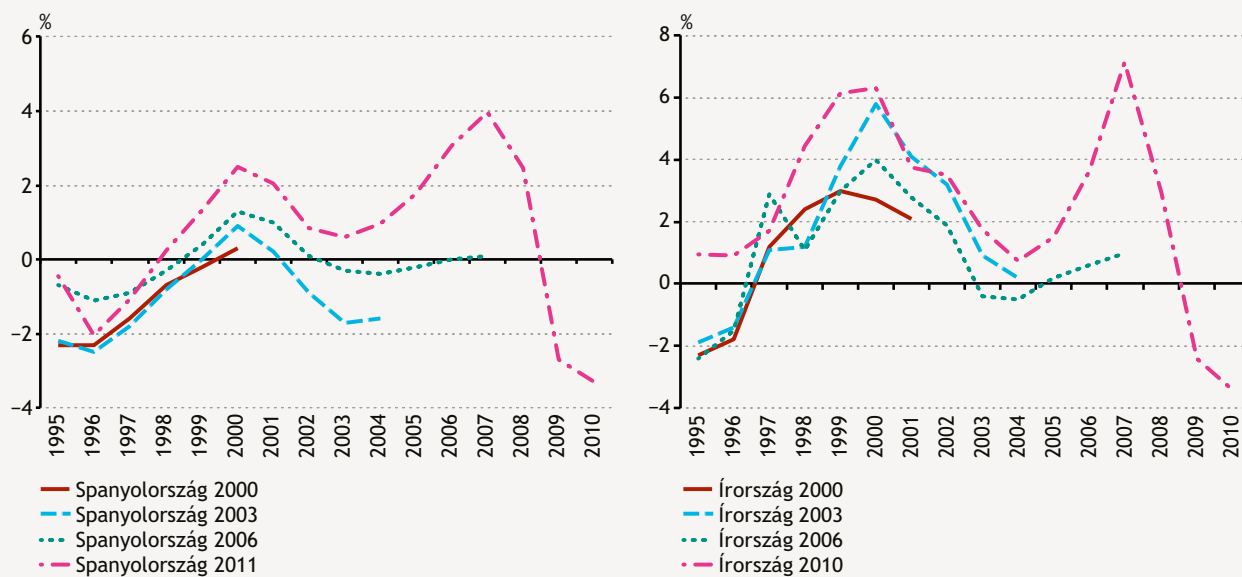
³⁸ USA, Izland, Nagy-Britannia, balti országok, Ukrajna, Bulgária stb.

³⁹ A kilencvenes években a rendkívül lassú bírósági ítélethozatal és nehézkes szabályozás miatt a szerződések kikényszeríthetősége, a jelzálogjog érvényesíthetősége rendkívül alacsony hatékonyságú volt. A hitelek növekedését a szintén szabályozási okokból alacsony verseny, illetve az 1996-ban bevezetett, a hitelkamatok mértékét felülről korlátozó, rendkívül szigorú uzsoratórvény is gátolta.

⁴⁰ Európán belül, még a kétezres években is Olaszországban a legalacsonyabb a hitel értékének az ingatlan értékéhez viszonyított aránya, és itt a legrövidebbek futamidők (Gambacorta, 2008).

2-10. ábra

Az IMF kibocsátási résre vonatkozó becslésének változása



Megjegyzés: A potenciális kibocsátás százalékában.
Forrás: IMF WEO database.

amplitúdóját és hosszát. Az optimista jövedelemvárakozásokra utal az, hogy a kibocsátási rést, azaz a túlfűtöttség mértékét a fellendülés időszakában kisebbre becsülték, mint utólag.

2.1.3.5. Miért nem működött a versenyképességi csatorna?

Mint azt korábbiakban már említettük, az infláció emelkedése nyomán erősödő reálárfolyam a versenyképesség romlásán keresztül elméletileg ellensúlyozza a reálkamat prociklikus viselkedését, az árak és bérek korrekciója mellett visszaterelve a növekedést az egyensúlyi szintre. (Ez az ún. versenyképességi csatorna, lásd Blanchard, 2000; Roubini et al., 2007; Toroj, 2009) Számos tényező (pl. az ország nyitottsága, külső kereslet alakulása, a munka- és termékpiacok rugalmassága, nem árjellegű versenyképességi tényezők stb.) befolyásolja, hogy a reálfelértékelődés nyomán romló exportlehetőségek milyen mértékben, horizonton és költséggel tudják ellensúlyozni a belső kereslet növekedése nyomán emelkedő kibocsátási rést – azaz milyen a kibocsátási rés reálárfolyam-érzékenysége a reálkamat-érzékenységhöz viszonyítva.

Az exportteljesítmény romlása tulajdonképpen csak Portugáliában jelentkezett viszonylag hamar és markánsan, rész-

ben azért, mert a portugál termékek számára konkurenciát jelentő távol-keleti termékek térhódítása miatt a versenyképesség romlása hamar éreztette hatását a gazdasági növekedésben. Az árak és bérek alkalmazkodása, a versenyképesség helyreállítása azonban elmaradt, ami a portugál gazdaságot jellemző strukturális problémák mellett hozzájárult ahhoz, hogy a kétezres évek elejétől az országot az adósság és külső egyensúlytalanság további növekedése mellett kifejezetten alacsony növekedés kísérte.

A többi országban a fizetési mérleg romlása döntően nem a romló exportteljesítményhez, hanem a belső egyensúlytalanság nyomán növekvő importhoz köthető, aminek okai az egyes országokban eltérőek.⁴¹ Tanulságként megfogalmazható, hogy az elmélettel szemben a versenyképességi csatorna nem fejt ki feltétlenül olyan kiegyensúlyozó hatást, ami a kezdeti boomot idővel tompítaná. Egyrészt a nem külkereskedelem-képes szektorban kialakuló túlfűtöttség hosszú ideig képes elfedni a romló versenyképesség hatását, különösen zártabb gazdaságok esetén. Másrészt az egyéb, nem árjellegű versenyképességi tényezők miatt az exportszektor teljesítmény nem feltétlenül mutat olyan markáns romlást, ami hozzájárul a egyensúlytalanságok elhúzódó felépüléséhez. Végezetül az alkalmazkodást hátráltatja a bérek merevsége, a munkapiac rugalmatlansága.

⁴¹ Spanyolország és Görögország az exportteljesítményüket tekintve a középmezőnyben helyezkednek el. 1999–2008 között exportpiaci részesedésük enyhén csökkent, azonban több, nem árjellegű tényezőnek köszönhetően jóval kevésbé, mint a kisebb mértékű reálfelértékelődéssel jellemezhető Olaszországhoz vagy Belgiumé. Írország azonban kifejezetten növelni tudta exportpiaci részesedését, és a gyors termelékenység-növekedésnek köszönhetően a fajlagos munkaköltségen alapuló reálárfolyam a gyorsuló bérek mellett sem értékelődött fel drasztikusan.

2-1. keretes írás

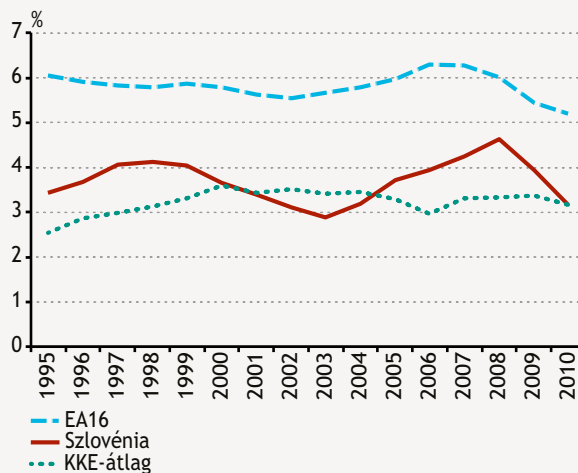
A szlovén eurobevezetés elmúlt néhány évének tanulsága

Szlovénia 2007-től tagja az euroövezetnek. A csatlakozáskor magasan fejlett országnak számított a többi régiós országhoz képest: az egy főre eső GDP az euroövezeti átlag 80 százalékát tette ki. A csatlakozási döntés megszületésekor (2006-ban) nem voltak komoly egyensúlyi, eladósodottsági, bankrendszeri problémái a szlovén gazdaságnak, bár a versenyképességével kapcsolatban merültek fel kritikák. Az országban a 2006-ot követő három évben egy mini hitelboom volt. Az OECD értékelése⁴² szerint a túl laza makrogazdasági politika (beleértve az alacsony reálkamatokat) támogatta a hitelboomot, a belső kereslet és az import felfutását. Szlovénia a magas relatív fejlettség ellenére ezekben az években az euroövezet leggyorsabban növekvő országa volt. A túlfűtöttség kialakulására számos tényező utalt. Egyrészt a kibocsátási rés mintegy 7,5 százalékra nyílt ki 2008-ra *ex post* elemzés szerint. Emellett, jelentősen romlott a folyó fizetési mérleg, az euroövezeti perifériaországok hitelboomjához hasonlóan magasra nőtt az építőipar hozzájárulása a GDP-hez, nagyon megemelkedtek a lakásárak.

A lakossági eladósodás nőtt, de ez nem vezetett extrém mértékű eladósodáshoz, a szint még most is az egyik legalacsonyabb az EU-ban. A vállalati szektorban azonban komoly eladósodás zajlott, flow-ban és szintben is, ez utóbbi az euroövezeti átlagot is meghaladta. A bankszektor a hitelboomot külső, piaci forrásokból finanszírozta, magasra nőtt a hitel/betét arány. Ezek növelték a válság kirobbanásakor a bankszektor sérülékenységét.

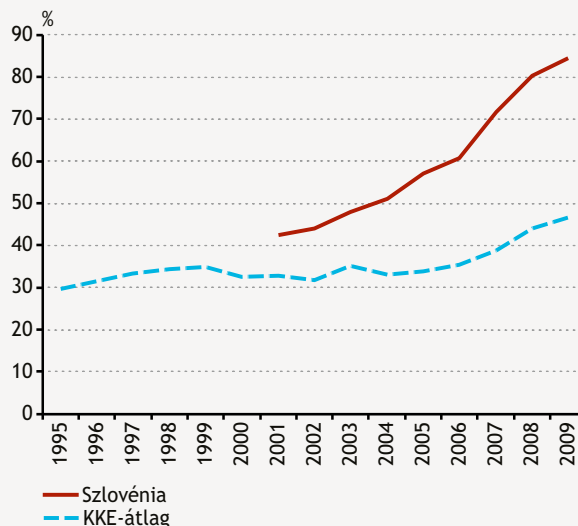
A válság alatt Szlovénia az EU-országok között az egyik legnagyobb visszaesést szenvedte el. Ennek több oka is volt. Egyrészt magas az exportban a ciklikus és így a válság által erősen érintett ágazatok (autóipar) magas súlya. Másrészt ok volt a válság előtt a GDP relatíve magas részét termelő építőipar visszaesése. Végezetül, a (külső forrásoktól függő) bankszektor és a vállalatok forrás-szerzési problémákkal küzdöttek. A külső forrásoktól függő és meggyengült tőkehelyzetű bankszektorban és a túladósodott vállalati szektorban erőteljes mérlegalkalmazkodás indult. Kieleződtek a korábbi versenyképességi problémák (munkát terhelő magas adók, magas bérek, ráadásul a válság alatt emelték a minimálbért). A gazdaságosztónző intézkedések és a bankszektor megsegítése nyomán a költségvetési hiány is jelentősen nőtt, de az eladósodottság szintje még jelenleg sem magas, és kedvező a források lejárat szerinti összetétele.

2-11. ábra
Építőipari beruházások a GDP százalékában



Forrás: Eurostat.

2-12. ábra
A nem pénzügyi vállalati szektor hitelállománya a GDP százalékában



Megjegyzés: Magyarország SCV-k nélkül.
Forrás: Eurostat.

2.1.3.6. Konklúzió

A fellendülés-visszaesés ciklus azokat az országokat érintette a leginkább, ahol a kamatkonvergenciából adódó keres-

leti sokk találkozott az erőteljesen bővülő hitelkínálattal, részben a pénzügyi integráció és a kedvező nemzetközi pénzügyi környezet, részben a hazai bankrendszer adottságai miatt. Vagyis a kamatkonvergencia során csökkenő

⁴² OECD Economic Survey: Szlovénia (2011).

nominális és reálkamat magában hordozza a kereslet erős fellendülésének kockázatát, ami elsősorban akkor eredményezhet tartós túlfűtöttséget és hitelboomot, ha a pénzügyi közvetítőrendszer kiszolgálja a növekvő hitelkeresletet. A folyamatokat fokozhatták a reálkamat prociklikusságát erősítő, nem horgonyzott inflációs várakozások, valamint a keresletet és kínálatot is fokozó túlzottan optimista jövedelemvárakozások, az alkalmazkodást pedig gátolják az áru- és munkapiaci merevségek.

Olaszország és Finnország példája azt mutatja, hogy önmagában az a tény, hogy egy ország magasabb kiinduló kamatszinttel csatlakozik az eurozónához, nem jelent automatikus fenyegetettséget a fellendülés-visszaesés ciklus szempontjából, amennyiben nincsenek meg a gyors hitelnövekedés feltételei a pénzügyi rendszerben. Írország példája pedig azt mutatja, hogy a hosszabb ideje viszonylag alacsony infláció sem jelent biztosítékot erőteljes tőkeáramlás és a bankrendszer aktív viselkedése idején.

2.2. Magyarország mennyiben lenne optimális valutaövezeti tagállam az eurorégióban?

A magyar gazdaság euroövezeti tagságának értékelésénél a korábbiakban felvázolt szempontokat vizsgáljuk. Azaz képzeletben megpróbáljuk elhelyezni az országot az optimális valutaövezetben a jelenben, illetve a jövőben. Emellett igyekszünk röviden kitérni az elemzési kerettel kapcsolatos kritikákra is.

Az elemzésben három témát tekintünk át hangsúlyosabban. Egyrészt a reálgazdasági és pénzügyi integráció jelentősé-

gét a csatlakozás előnyei szempontjából. Másrészt arról gondolkodunk, hogy a fellendülés és visszaesés mechanizmusa mennyiben lehet kockázat Magyarország számára, és a kockázat milyen eszközökkel mérsékelhető. Végezetül elemezzük a munkapiaci rugalmasság kérdését, különös tekintettel az elmúlt években végrehajtott és jelenleg is zajló kormányzati reformokra.

2-2. keretes írás

Hogyan válasszunk viszonyítási alapot a vizsgálathoz?

Tekintve, hogy az euroövezet a gazdaságok fejlettségét és szerkezetét tekintve igen heterogén, célszerűnek tartottuk a magyar mutatókat nem az euroövezet egészéhez, hanem viszonylag homogén csoportokhoz hasonlítani. Az összehasonlítást általában négy csoport-hoz tettük meg, amelyek elkülönítését indokolja: a gazdaságok eltérő fejlettsége, problémáik mérete, euroövezeti belépésük időpontja és az övezetbe való viszonyuk.

Euroövezeti magországok: Ausztria, Belgium, Franciaország, Hollandia, Németország. Euroövezeti perifériaországok: Görögország, Írország, Portugália, Spanyolország. Euroövezeti új tagországok: Ciprus, Málta, Szlovákia, Szlovénia. KKE-országok: Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia.

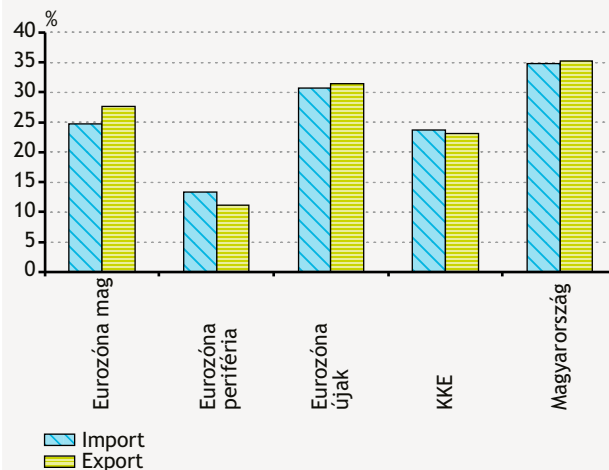
2.2.1. AZ ÖVEZETI TAGSÁG ÉS GAZDASÁGI INTEGRÁCIÓ ELŐNYEI

Az övezeti tagság, az árfolyamkockázat kiiktatódása miatt a reálgazdaságban a külkereskedelmi integráció erősödését hozhatja. Korábbi elemzéseinkben megállapítottuk, hogy a magyar gazdaság a külkereskedelem alakulását tekintve európai összevetésben az eurozónába leginkább integrált gazdaságok közé tartozik. Az adatokat felfrissítve a következtetés érdemben nem változott. Érdekes jelenség ugyanakkor, hogy az elmúlt tíz évben a magyar exportorientáció egyre nagyobb arányban az euroövezeten kívülre irányult. Bár ez a jelenség általában is igaz volt a KKE-országokban, az export vonatkozásában Magyarország esetében érvényesült a legerőteljesebben.

Az export irányának változását részben magyarázza, hogy a rendszerváltás után a KKE-országcsoportban drasztikusan visszaesett a kölcsönös külkereskedelem, és csak az erőteljes nyugati orientáció létezett. Az egyensúlyi becslések már

2-13. ábra
Külkereskedelmi integráció az euroövezettel
2009-ben

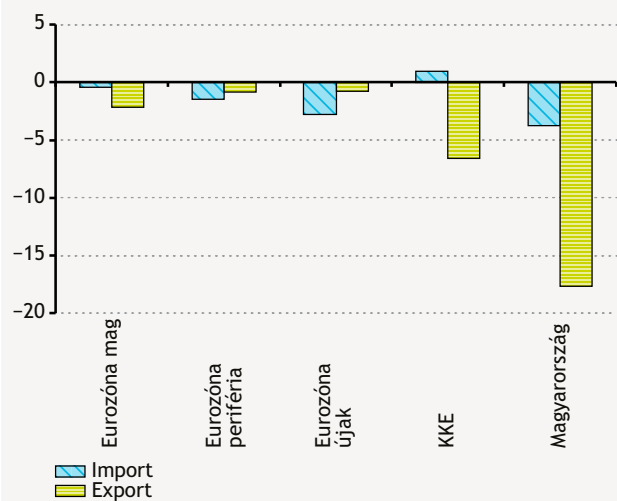
(GDP arányában, %)



Forrás: OECD.

2-14. ábra
Az euroövezettel vett kereskedelem részarányának változása 2001 és 2009 között

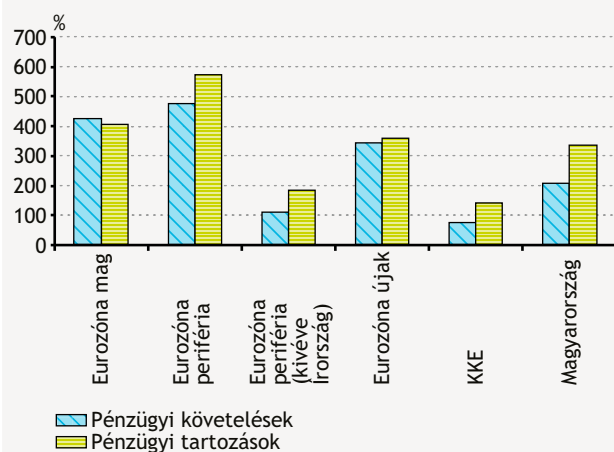
(százalékpont)



Forrás: OECD.

2-15. ábra
Külfölddel szembeni pénzügyi követelések és tartozások 2009-ben

(GDP arányában, %)



Forrás: OECD.

egy évtizeddel ezelőtt is arra utaltak, hogy az övezettel szembeni külkereskedelem nagyjából elérte a maximális szintjét (lásd Jakab et al., 2000; Bussiere et al., 2005). A KKE-országok EU-s integrációja (2004) után pedig érdemben erősödött az egymással és az EU-n kívüli kelet-európai országokkal lebonyolított külkereskedelem.⁴³ Ezt a tendenciát befolyásolhatta volna az árfolyamkockázat kiiktatódása egy esetleges euroövezeti belépéssel – erre utal az, hogy az övezeten belüli országok egymással való külkereskedelme nem csökkent, illetve erre utalnak a korábbiakban már említett, az euro külkereskedelem-teremtő hatásáról szóló becslések.⁴⁴ Mindenesetre figyelembe véve a magas kiinduló integráltságunkat és az elmúlt évek tendenciáját, elképzelhető, hogy az euroövezeti belépés külkereskedelem-teremtő hatása Magyarország esetében korlátozott marad.

További érdekes kérdés, hogy milyen mértékű előny generálódhat a verseny erősödéséből és az ártranszparencia bővüléséből. Mint említettük, mikrogazdasági szintű tanulmányok megerősítették a pozitív hatások létét, de az eredmények esettanulmány jellege miatt kérdéses, hogy mennyire fordíthatóak le a magyar helyzetre.

Az eddigi eurós tapasztalatok arra utalnak, hogy nagyobb hatás várható a pénzügyi szektor mélyülésétől. Ez a véleményünk tovább erősödhet, ha Magyarország jelenlegi helyzetét vizsgáljuk nemzetközi összehasonításban. Az euroövezeti országokkal összehasonlítva úgy tűnik, hogy Magyarország pénzügyi kitettsége még elmarad a magországokeétól és Írországoektól, bár a többi országhoz viszonyítva a kitettségünk már most is igen magas. Azaz lehet még tér a pénzügyi integráció további mélyülésére az euroövezeti tagság után, ennek mértéke azonban igen bizonytalan.

Érdemes ugyanakkor figyelembe vennünk, hogy a külfölddel szembeni kitettségünk jelentős mértékben külföldi devizában áll fenn. Míg jelenleg az MNB a külföldi devizában denominált adósságok vonatkozásában csak a devizatartalékok erejéig képes a végső hitelezői funkciót ellátni, addig az övezeti tagsággal gyakorlatilag a teljes adósságállomány vonatkozásában jelentősen megnőne a végső hitelezői funkció hatékonysága. Az euro/forint reláció a devizaadósság túlnyomó többségét teszi ki, emellett pedig a többi devizareláció az EKB szempontjából nézve lényegesen egyszerűbben menedzselhető.⁴⁵

⁴³ Lásd erről Munkácsy (2009), Hornok (2011).

⁴⁴ Szólnak érvek amellett, hogy a globalizáció erősödésével a fejlett és a felzárkózó gazdaságok közötti (pl Kína bekapcsolódása a WTO-ba), valamint az európai országok egymás közötti külkereskedelmének *ceteris paribus* csökkennie kellett. Ekkor nincs ellentmondásban egymással az euro pozitív külkereskedelem-teremtő hatása és az a tény, hogy az eurozóna tagállamainak egymással szembeni külkereskedelmének részaránya inkább stagnált az euro bevezetése után.

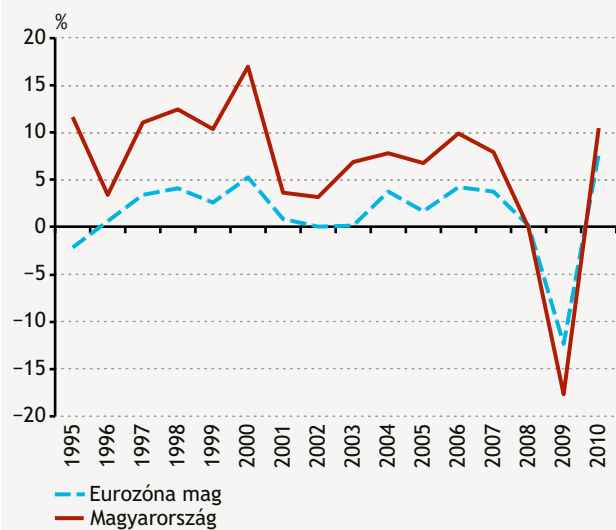
⁴⁵ Ha a swappozíciókat is figyelembe vennénk, akkor a svájcifrank-kitettség nőne az euro és forint rovására. Ez azonban az alapvető üzenetet, miszerint az árfolyamkitettség euroövezeti tagként hatékonyabban lenne menedzselhető, nem változtatja meg.

2.2.2. KOCKÁZATOK: ASZIMMETRIA

Korábbi elemzéseinkben hangsúlyoztuk, hogy a reálgazdaság tekintetében az iparági szerkezet, az ipáron belüli külkereskedelem mértéke igen hasonlatossá tesz minket az euroövezet magországaihoz. A 2008 óta összegyűlt evidencia is azt bizonyítja, hogy az exportszektor erősen együttmozog a német ipari ciklussal.

2-16. ábra
Az euroövezeti magországok és Magyarország ipari termelésének alakulása

(Évlév indexek, %)



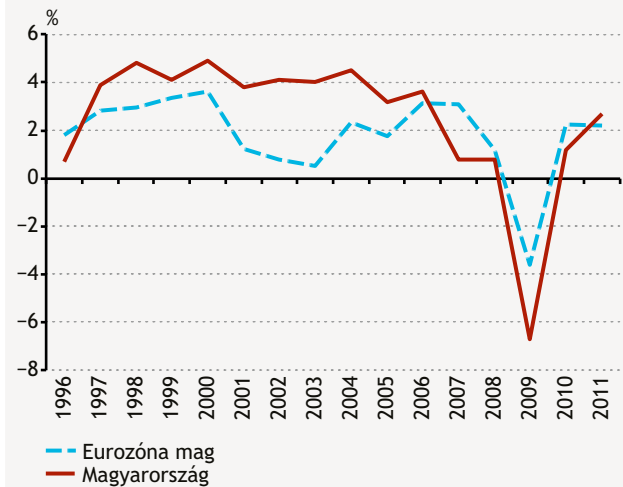
Forrás: Eurostat.

Az exportszektor erős ciklikus együttmozgása azonban az elmúlt egy évtizedet figyelembe véve nem tükröződött a GDP-adatokban. Ebben a tekintetben 2008 óta javult a helyzet, ez alapvetően azonban a közös globális sokkhoz, a pénzügyi válsághoz köthető. A korábbi elemzésünkben⁴⁶ a ciklikus összhang megbillenését alapvetően a fiskális politika alakulásához kötöttük. Bár ez a tényező úgy látjuk, az elmúlt években továbbra is érvényes volt (míg a legtöbb európai gazdaság a pénzügyi válságra adott első reakcióként lazított, vagy legalábbis nem szigorított a költségvetésen, Magyarország 2008–2009-ben is szigorított), a globális pénzügyi válsághoz köthető exportkereslet visszaesése majd talpraállása a fiskális politikánál erőteljesebben hatott.

Előre tekintve ugyanakkor az várható, hogy a költségvetés oldaláról a ciklikus összhang javulhat. A fiskális kiigazítás – az európai fiskális keretrendszerrel összhangban – az összes európai országra jellemző tendencia lesz, és ez alól

2-17. ábra
Az euroövezeti magországok és Magyarország GDP-jének alakulása

(Évlév indexek)



Forrás: Eurostat.

Magyarország sem kivétel. Ami a folyamatban érdemi aszimmetriát okozhat, az a magánszereplők viselkedése. A következőkben ezt a kérdéskört járjuk körül részletesebben.

2.2.2.1. Aszimmetrikus sokk lehetősége a magánszektorban

Ezen a területen a jövőben ellentétes tendenciák érvényesülhetnek, a tendenciák időbeli lefutása azonban valószínűleg nem azonos. Míg rövid távon inkább a belöldi szereplők mérlegalkalmazkodása lehet jellemző, addig középtávon az eurobevezetés kapcsán, a korábbi nemzetközi tapasztalatok alapján egy hitelboom kialakulását látjuk lehetséges kockázatnak.

2.2.2.1.1. A válság öröksége a következő évekre

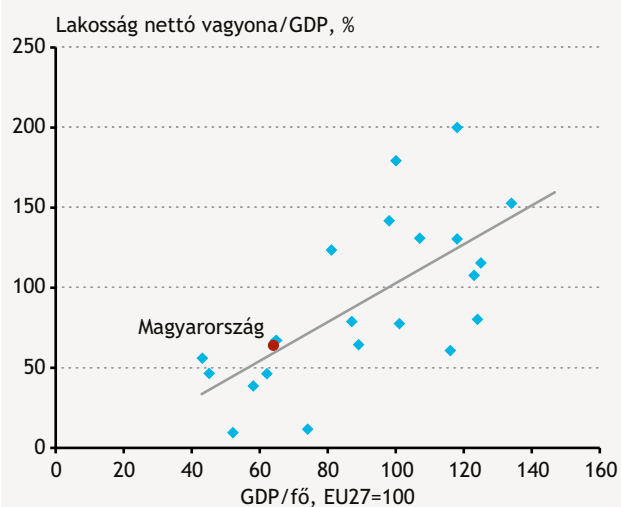
A 2010. évi konvergenciaelemzésünkben részletesen elemeztük az egyes hazai szektorok eladósodását. Akkor úgy találtuk, hogy az állami szektort leszámítva egyik esetben sem az adósság szintje, hanem az adósság és a finanszírozás szerkezete jelentett problémát. Az elmúlt egy évben azonban a magánszektor mérlegalkalmazkodása erősebbnek bizonyult korábbi várakozásunkhoz képest. Kérdés, hogy mennyire tarthatók mindezek fényében a tavalyi megállapításaink.

A 2010-es konvergenciaelemzésben úgy érveltünk, hogy a hazai lakossági szektorban az adósság szintje nemzetközi

⁴⁶ Lásd a 2008-as konvergenciaelemzésünket.

2-18. ábra

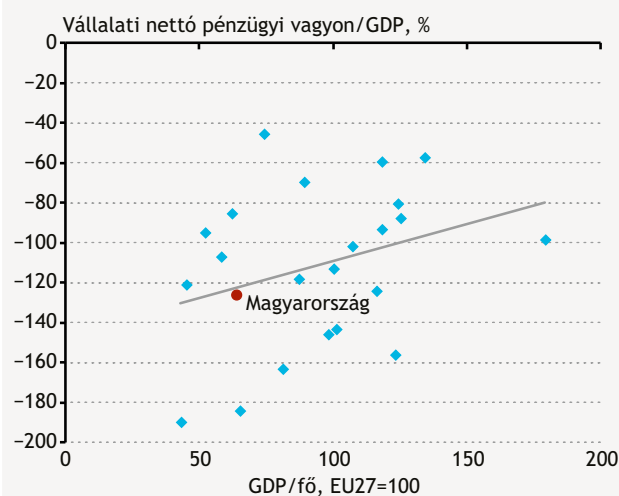
A lakosság nettó pénzügyi vagyona és a gazdasági fejlettség az EU-ban



Megjegyzés: A lakossági vagyon adathiány miatt 2009-es adat, GDP/fő 2010-es adatforrás.
Forrás: Eurostat.

2-19. ábra

Vállalati nettó pénzügyi vagyon és a gazdasági fejlettség az EU-ban



Megjegyzés: A vállalati vagyon adathiány miatt 2009-es adat, GDP/fő 2010-es adatforrás.
Forrás: Eurostat.

összevetésben nem tekinthető magasnak. Problémát az adósság szerkezetében és a finanszírozási költségekben láttunk. Az elmúlt egy évben azonban a svájci frank jelentős mértékben erősödött az euróval szemben, ami árnyalhatja a korábbi észrevételeinket. Annak megállapításához, hogy egy országban túlzottan magas-e a lakossági adósság szintje, segítséget nyújthat a nemzetközi, elsősorban európai mintán megfigyelhető pozitív összefüggés a lakosság vagyona és a gazdasági fejlettség között.⁴⁷ Ha egy ország lakossága túlzott hitelfelvételre vállalkozik, akkor a vagyoni pozíciója a fejlettségéhez képest jelentősen lecsökken. Egy ilyen viszonyítási alap is arra utal, amit tavalyi elemzésünkben már leírtunk, hogy a lakosság adósság szintje nemzetközi összevetésben nem tekinthető magasnak.

Alapvető problémát az adósság szerkezete és finanszírozási költsége jelent, ami a magas jövedelemarányos törlesztőrészletekben tükröződik. Ebben a tekintetben az elmúlt egy évben jelentősen romlott a helyzet, ami erősíti a lakosság mérlegalkalmazkodási kényszerét.

Fontos azonban azt is megemlíteni, hogy a lakosság kockázatterzékelésének megváltozása is befolyásolhatja a mérlegalkalmazkodás mértékét. A magyar esetben pl. az átlagosnál nagyobb mérlegalkalmazkodást okozhat az a tény, hogy az adósság külföldi devizában áll fenn, így az árfolyam ala-

kulása nyilvánvalóan rendkívül bizonytalan. A svájci frank erősödése mellett részben ez is magyarázhatja, hogy a válság kezdete óta a magyar megtakarítási ráta emelkedett az egyik legerőteljesebben.

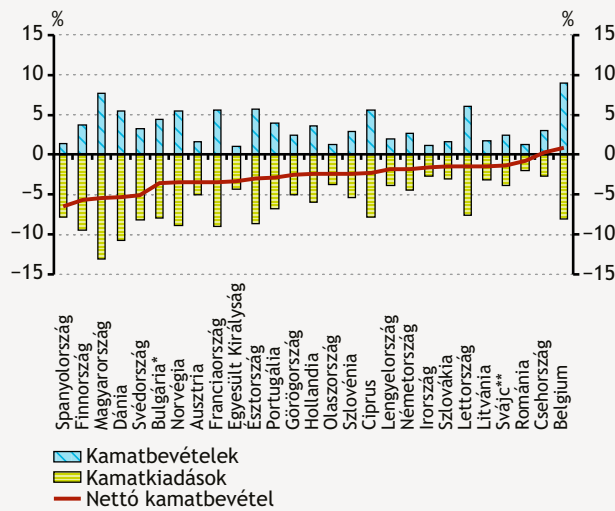
Ami a vállalati szektort illeti, tavalyi elemzésünkben itt sem az adósság szintjét, hanem a hitelezés szerkezetét és a finanszírozási terhet tekintettük alapvető aszimmetrikusságnak. A lakossági szektorhoz hasonlóan nemzetközi benchmarkot keresve itt is hasonló összefüggés adódik: európai mintán az alacsonyabb gazdasági fejlettség alacsonyabb vagyoni, jelen esetben nagyobb tartozással társul. Ez egybevág az elmélet által várt összefüggéssel, mely szerint a magasabb várható jövőbeli profitok terhére érdemes forrást bevonni. Tekintve azonban, hogy a jövőbeli növekedési kilátások bizonytalanok, a fejlettséghez viszonyított túl magas tartozásállomány utalhat arra, hogy buborékkal van dolgunk, és a szektor túlzottan eladósodott. A 2010-es adatokat vizsgálva továbbra is úgy látjuk, hogy a hazai vállalati nettó tartozások *szintje* nemzetközi összevetésben *nem* tekinthető túlzottan magasnak, önmagában ez érdemi mérlegalkalmazkodást nem indokol.

A finanszírozás költsége az elmúlt időszakban jelentősen emelkedett, nemzetközi mintán a legmagasabbak között

⁴⁷ A jelenségre több egymást nem kizáró magyarázat létezhet. Egyrészt mikroadatokon megfigyelhető, hogy a jövedelem növekedésével a fogyasztási hajlandóság csökken. Másrészt a jelenleg fejlett országok a múltban jórészt hazai forrásból finanszírozták gazdasági növekedésüket, azaz a beruházások bővülésének feltétele volt a lakossági megtakarítások megfelelő mennyiségű rendelkezésre állása. Ezzel szemben a pénzügyi piacok globalizálódásával növekvő lehetőség nyílt a külső forrásból finanszírozott felzárkózásra, ami az alacsonyabb fejlettségi szinteken kezdetben a nettó vagyoni pozíció csökkenését is indokolhatja.

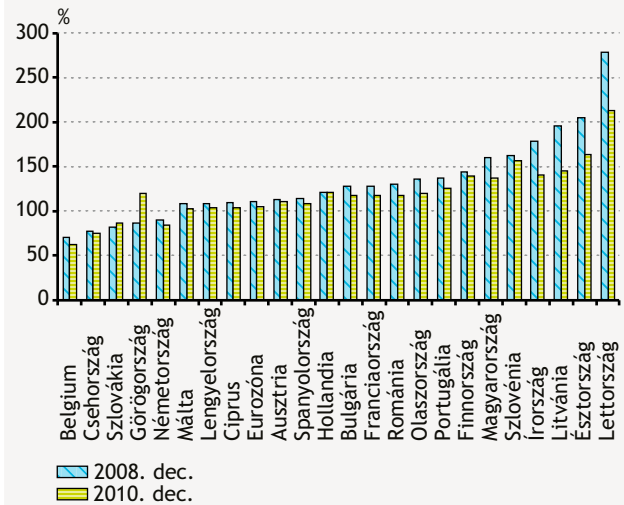
2-20. ábra
Nem pénzügyi vállalatok kamatjellegű bevételei és kiadásai

(2009-ben, a GDP arányában, %)



* 2007.
 ** 2008.
 Forrás: Eurostat.

2-21. ábra
Hitel/betét mutatók



Forrás: Nemzeti jegybankok.

van. Ez összefügg a magas országhoz tartozó kockázati felárral, és a háztartásokhoz hasonlatosan az elkövetkező időszakban mérlegalkalmazkodást indokolhat.

A bankszektor esetében tavalyi elemzésünkben szintén azonosítottunk kockázatokat. Itt a problémát részben a kiinduló helyzetben jellemző erőteljes külső forrásokra való ráutaltság, részben a magas mérlegen kívüli pozíciók léte jelentette. Az elmúlt egy évben a külső forrásokra való ráutaltság, és így a hitel/betét mutató érdemben csökkent, a külső adósság csökkenése azonban részben mérlegen kívüli pozíciók megnövekedésével járt együtt. Azaz továbbra is jellemző maradt a bankszektor finanszírozási kockázatai miatt jellemző mérlegalkalmazkodási kényszer. Ezt a jelenséget erősítette a magyar bankszektor tőkeképző képességének regionális versenybeli lemaradása, amit a romló portfólióminőség és a bankszektorra kivetett extra terhek is magyaráznak.⁴⁸

Összességében az elkövetkező években aszimmetrikus sokk lesz az euroövezeti magországokra jellemzőnél erőteljesebb privát szektorbeli, elsősorban lakossági mérlegalkalmazkodás, amit a bankszektor külső forrásokra való ráutaltsága és leromlott tőkeképző képessége tovább erősíthet. E mérlegalkalmazkodás sajátja azonban, hogy nem elsősorban az adósság szintjével, hanem annak szerkezetével és

magas finanszírozási költségeivel függ össze. Ebből fakadóan a folyamat időtávja, mértéke jelentős részben az országhoz tartozó kockázati felárról és a globális kockázatvállalási hajlandóságtól függhet majd. Tekintve, hogy a kormányzati terveket és a csatlakozási kritériumokat figyelembe véve Magyarország legkorábban az évtized végére lehet euroövezeti tag, így jó eséllyel feltételezhetjük, hogy a mérlegalkalmazkodás addigra már lezárul, mire ez a tagság szempontjából problémát jelenthetne.

2.2.2.1.2. Mekkora az esélye egy jövőbeli hitelboomnak?

A jelenlegi magyar helyzetben futurisztikusnak tűnhet a fenti kérdés, ugyanakkor az övezeti tagság eddigi tapasztalatai alapján mégiscsak a legkockázatosabbnak a jövőre nézve a hitelboomok esetleges kialakulását látjuk. Ezt az ellentmondást részben feloldja az eurobevezetés időzítésének távoli céldátuma, illetve az a tény, hogy egy hosszú visszaeső periódus után az ingatlanszektor kínálati oldalának késleltetett reakciója miatt, a ciklusok hirtelen fordulhatnak.⁴⁹

Az övezeti taggá válás után megjelenő fellendülés és visszaesés jelenségéről már az előzőekben szoltunk. A jelenség esetleges magyar esélyeit latolgatva a korábbiakban elmondottaknak megfelelően tehát két témakört érdemes számba vennünk. Egyrészt, hogy milyen mértékű reálkamatcsökkenés várható az övezeti tagsággal, illetve esetlegesen

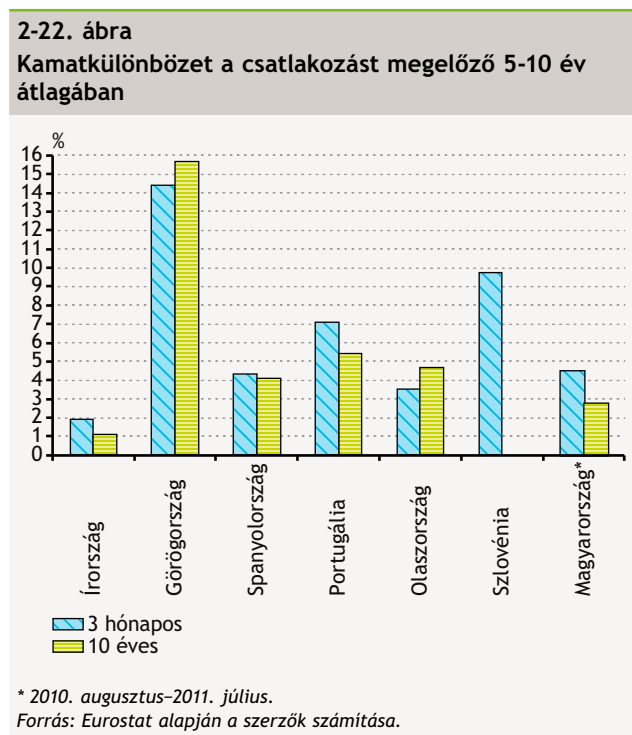
⁴⁸ Lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2011. április.

⁴⁹ Tekintve, hogy a mennyiségek jelentős késleltetéssel reagálnak, a ciklus megfordulása először áremelkedést hoz a lakáspiacon (Poterba, 1984). Az áremelkedés, átértékelve a fennálló lakásvagyont, növeli a hitelfedezetet, ami gyorsan beindíthatja a hitelfelvételt, javítva a jövedelmi kilátásokat.

az oda vezető úton; másrészt, hogy melyek azok a szerkezeti elemek, ösztönzők a hazai pénzügyi szektorban és a reálgazdaságban, amelyek esetlegesen egy jövőbeli túlzott hitelezés felfutását támogathatják.

Reálkamat és övezeti belépés

A perifériaországok esetében a reálkamatláb csökkenését részben a rövid és a hosszú hozamok kamatkonvergencia során bekövetkező csökkenése, részben a belépést követő időszakban fennmaradó, illetve újra felerősödő inflációs többletek okozták.



Az elkövetkező években kisebb az esélye Magyarországon egy olyan markáns reálkamat-csökkenés kialakulásának, ami a korábbi euroövezeti periférikus tagállamokra volt jellemző. A jelenlegi forint kamatkülönbségünk összehasonlítható mértékű ugyan az érintett országokra a csatlakozás előtti években jellemző szinttel, az európai szuverén adósságválság nyomán magas adósságú orszákként azonban nem számíthatunk teljes kamatkonvergenciára. A piac az övezeten belül jelentősen kezdtek árazni az egyedi országgócikat (ellentétben a válság előtti időszakokkal) – azaz az övezeti tagság nem jelenti automatikusan, hogy a belépéssel a nominális kamatok jelentősen csökkennek. Emellett, a csatlakozás utáni egyensúlyi inflációs többle-

tünk mértéke is csökkenhetett a válság utáni világban. A finanszírozási korlátok keményedésével a reálkonvergencia üteme lassul (lásd erről a 2010-es konvergenciaelemzést), így a reálkonvergenciából eredő egyensúlyi reálfelértékelődés mértéke várhatóan kisebb lesz, mint a korábbi években.

Több tényező azonban óvatosságra int a kérdéssel kapcsolatban. Egyrészt az övezeti magországoknál gyorsabb növekedés miatt az egyensúlyi reálkamat feltehetően magasabb lesz, mint a magországokban, ami miatt a reálkamat ciklikus helyzete jóval lazább lehet, mint az a nominális kamatok összevetéséből adódna. Másrészt a hazai lakossági hitelek marzsa nemzetközi összehasonlításban magas,⁵⁰ vagyis a lakossági hitelkereslet szempontjából releváns hiteltermékek kamatcsökkenése – amennyiben a verseny erősödik – akár több százalékponttal is nagyobb lehet, mint a piaci hozamoké. Harmadrészt, tekintve, hogy a többletinfláció a perifériaországokban a múltban is jórészt nem egyensúlyi tényezőkkel volt magyarázható, ez a jelenség a jövőre nézve is kockázatot jelent. Különösen, mivel a múltbeli magas inflációs teljesítmény miatt a várt reálkamat-csökkenés a megfigyeltnél jóval erőteljesebb lehet az eurobevezetés után.

Egyéb tényezők szerepe a hitelboomban

Mint említettük, a reálkamat csökkenésén túlmenően a pénzügyi szektor hitelkínálati magatartása, az ingatlanpiac szerkezeti sajátosságai és a gazdasági szereplők várakozásai mind meghatározó tényezők lehetnek egy esetleges hitelboom kialakulásának. A pénzügyi szektor hitelkínálati viselkedését, szabályozását részletesen a 4. fejezetben vizsgáljuk. Úgy tűnik azonban, hogy bár a válságban történt némi előrelépés a makroprudenciális szabályozást illetően (pl. LTV-korlátok felállítása), a hazai makroprudenciális szabályozás egyelőre nem tűnik megfelelőnek sem az intézményi felállás, sem az eszközök tekintetében a jövőbeli hitelboom kockázatának csökkentése szempontjából.

A túlzott hitelezés minden esetben ingatlanpiaci túlfűtéssel járt együtt, így érdemes végigtekintenünk azokat az ingatlanpiaci ösztönzőket, amelyek az ingatlanpiaci boom kialakulását segítik. Az OECD 2004-es tanulmánya (Catte et al., 2004) végignézi azokat a tényezőket, amelyek érdemben befolyásolhatják a lakáspiac és a lakásárak kamatreakciójának érzékenységét. Ezek: (1) a jelzálogpiaci finanszírozás elterjedtsége, (2) saját tulajdonú lakások magas aránya, (3) fiskális ösztönzők.

⁵⁰ A forint jelzáloghitelek THM-je jelenleg 4 százalék körül van, szemben az európai országokra jellemző 1-2 százalékkal. A fogyasztási hitelek esetén a különbség ennél is jóval nagyobb.

Amennyiben ezen tényezők alapján áttekintjük a magyar jelzálogpiacra vonatkozó irodalmat, megállapíthatjuk, hogy a lakáspiac kamatérzékenysége középtávon nem elhanyagolható. A magyar ingatlanpiac jellemzőiről elmondható, hogy nemzetközi összevetésben kiugró a saját tulajdonú lakások aránya, és a lakásvagyon a gazdasági fejlettséghez képest igen magas, ez utóbbi mértéke a GDP arányában összevethető a fejlett OECD-országokéval.⁵¹ Ebből az következik, hogy a lakásárak emelkedésével a vagyonnövekmény a társadalom széles körében jelentkezik. Ami a jelzálogpiaci finanszírozás elterjedtségét illeti, a hitelek szintje elmarad a fejlett országokban megfigyelttől, a termékek azonban rendelkezésre állnak. A fiskális ösztönzők vonatkozásában pedig a magyar gazdaságpolitika hagyományosan gáláns volt. Nemcsak, hogy az adó oldaláról ösztönözte erősen a lakásvásárlást, építkezést, hanem jelentős mértékű kamattámogatásokat is folyósított.

A hitelboom kockázatáról eddigiekben elmondottakat a következőképpen összegezhetjük. Egyrészt a hitelboom kialakulása nem az elkövetkező néhány év kockázata, bár egy ilyen megállapítás érvényessége jelentős mértékben függ a forint/svájci frank árfolyam és az országkockázati prémium jövőbeli alakulásától. Az eurobevezetés azonban középtávú cél, illetve érdemi befolyással lehet a finanszírozási költségek alakulására. Így ezen az időtávon egy, a korábbi perifériaországokéhoz hasonló hitelboom kockázatot kizárni nem lehet. Az euro bevezetése mind hitelkeresleti, mind -kínálati oldalról élénkítheti az ingatlanpiacot. Nemzetközi összevetésben a hazai ingatlanpiac szerkezete olyan, hogy a reálkamat csökkenésére és a pénzügyi szabályozás változására erőteljesen reagálhat, így a hitelboom kockázata az eurobevezetés kapcsán nem lebecsülendő.

2.2.2.1.3. A fellendülés és visszaesés kockázatát mennyiben mérsékelheti a gazdaságpolitika?

A csatlakozásig tartó időszakban a monetáris politika a várakozások alacsony, az euroövezet céljának megfelelő szinten történő mihamarabbi rögzítésével megakadályozhatja, hogy az inflációs inercia az euroövezet tagjaként az reálkonvergenciából adódó egyensúlyinál tartósan nagyobb inflációs többletbe vezessen.

Az övezeti belépéssel alapvetően két makroszintű gazdaságpolitikai eszköz marad hazai kézben: a fiskális és a makroprudenciális politika. Bár ezekre vonatkozóan is fennállnak majd európai korlátok (SNE, ERKT), ezek nem feltétlenül övezeti, hanem EU-tagsághoz köthetők, azaz az esz- közeinkben az övezeti tagsággal nem állnak fenn érdemi

változások. Az eddigiekben elmondottak alapján úgy látjuk, mindegyik eszköz segíthet az önálló monetáris politika hiányában is a hitelboomok megfékezésében.

A fiskális politika két módon is gátat szabhat az ingatlanpiac túlhevülésének: egyrészt az ingatlanbefektetéseket ösztönző fiskális eszközök visszavágásával, másrészt az aggregált kereslet visszafogásával és a rossz időkre tartalékolással.

A lakásárboom például mérsékelhető, ha a saját tulajdonú lakás vásárlásának fiskális ösztönzői csökkennek, például az állami kamattámogatási rendszer a jelentős kamatcsökkenés időszakában kerülendő (Crowe et al., 2011). Conefrey-Fitz Gerald(2009) szerint kifejezett fiskális ellenőszítőkre is szükség lehet a boom fékezésében (például a jelzálogtörlesztések megadóztatása, tranzakcióalapú adó) vagyis olyan terhek, amelyek növelik a hitelfelvétel/lakásberuházás költségeit). A piaci értéken alapuló ingatlanadó szintén automatikusan fékezi az ingatlanpiac bővülését (Kierzenkowski, 2010).

Mindennek ellenére kérdéses – figyelembe véve a perifériális országok tapasztalatait –, hogy a fiskális politika önmagában képes-e a túlfűtöttség megakadályozására, ha a banki hitelkínálat nagyon erős. Emiatt olyan makroprudenciális politikai eszközökre is szüksége van, amelyek eredményesek lehetnek a hitelkínálat fékezésében. Tekintve ezen politikák megnövekedett fontosságát, hatékonyságuk tapasztalatairól, illetve a magyar vonatkozású dilemmákról a későbbiekben külön fejezetben részletesen szólnunk.

2.2.3. RUGALMASSÁG: MUNKAPIAC

Mint a korábbiakban már említettük, önálló árfolyam hiányában az övezeti belépés után bekövetkező aszimmetrikus sokkokhoz, illetve megnövekedett versenyhelyezethez való alkalmazkodásban a rugalmas munkapiac sokat segíthet.

A 2008-as konvergenciaelemzésünkben, illetve egyéb elemzéseinkben (Kátay, 2009) rendszeresen arra a megállapításra jutottunk, hogy a magyar munkapiac az intézményi környezet oldaláról alapvetően a magas flexibilitással jellemezhető angolszász országokhoz áll legközelebb. Ebből azt gondolhatnánk, hogy a bérrugalmasság viszonylag magas, ami miatt egy esetleges övezeti tagság kockázatai viszonylag csekélyek. A magas bérrugalmasságra vonatkozó korábbi értékelésünket a bérdinamikai hálózat (Wage Dynamics Network, WDN) körében lefolytatott vizsgálatok is megerősítették. Mikroszintű adatok alapján (Kátay, 2008) az látszik, hogy a bérrugalmasság inkább kedvezőbb európai összeve-

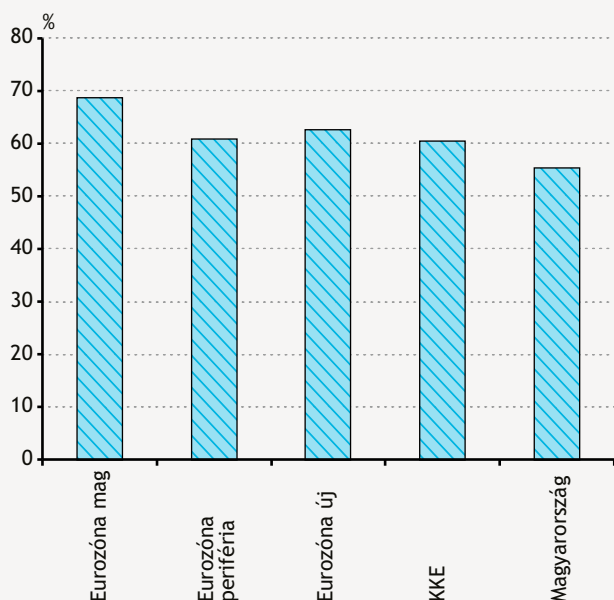
⁵¹ Lásd Vadas (2007).

tésben, és a bérek jól igazodnak a vállalati szintű feltételekhez. Ez arra utal, hogy a vállalatok rugalmas alkalmazkodásának nem korlátja a munkapiaci intézményrendszer.

A kutatások ugyanakkor azt is kimutatták, hogy a bérek rugalmassága ellenére az újrafoglalkoztatás esélye alacsony: aki egyszer kiesik a munkapiacról, az igen kis valószínűséggel kerül vissza. Ennek legvilágosabb indikátora az a tény, hogy a rendszerváltás óta bekövetkezett foglalkoztatáscsökkenést a hazai munkapiac érdemben 20 év alatt sem tudta ledolgozni.⁵² Azaz a munkapiac rugalmasságának kedvező megítélésével kapcsolatban óvatosságra int a nemzetközi összehasonlításban kirívóan alacsony foglalkoztatási ráta és a foglalkoztatási ráták jelentős méretű regionális egyenlőtlensége is.

2-23. ábra
A foglalkoztatási ráta alakulása 2010-ben

(a 15–64 év közötti népesség körében, %)

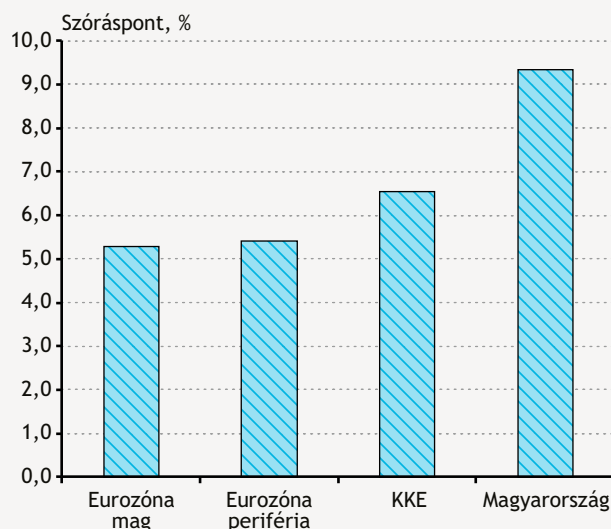


Forrás: Eurostat.

Az alacsony foglalkoztatási ráta és a perzisztens regionális egyenlőtlenségek egyrészt arra utalnak, hogy a bérek nem képesek kellőképpen csökkenni ahhoz, hogy a munkaképes korúak nagy tömegeit felszívják. Másrészt azonban vannak a bérek meghatározásán túli tényezők is, amelyeket érdemes számba vennünk.

Ez a fejezet az előbb felvázolt ellentmondásos képtől inspirálva a korábbi elemzéseinknél szélesebb értelemben próbálja vizsgálni a munkapiaci rugalmasság kérdését.

2-24. ábra
A foglalkoztatás regionális egyenlőtlenségei 2004–2009 átlagában



Megjegyzés: NUTS2 régiók alapján. A hiányos adatok miatt az euro periféria csoport nem tartalmazza Írországot, míg a KKE-csoport tartalmazza Szlovákiát, de a balti államokat nem.

Forrás: Eurostat.

Pissaridest követve munkapiaci rugalmasságnak azt tekintjük, hogy a munkapiac mennyiben tud rugalmasan reagálni a felmerülő új kihívásokra.⁵³

A fogalom ilyen tartalmú használatával a korábbiaknál peszsimistább következtetéseket fogalmazunk meg a munkapiaci rugalmasság szempontjából. Úgy látjuk ugyanis, hogy – bár többféle ok vezethet az alacsony foglalkoztatási rátához – a munkapiaci rugalmasság/alkalmazkodóképesség végső soron mégiscsak a foglalkoztatás szintjében mérhető leginkább.

2.2.3.1. A béralkalmazkodás elégtelensége a bérelosztás alján

Több empirikus kutatás alapján arra a következtetésre juthatunk, hogy a bérek rugalmatlansága gátja az alacsony képzettségű munkavállalók foglalkoztatásának. A munkakereslet igen rugalmasan reagál az alacsony képzettségűek reálbérének változására. Emellett a képzetlen munka könnyen helyettesíthető tőkével.⁵⁴ Ugyanakkor az ezredforduló után a képzetlen munkaerő relatív béreinek emelkedése társult a relatív foglalkoztatásuk további csökkenésével. Köllő (2009) vizsgálatai szerint ez nem valamiféle egyensúlyi mechanizmus (relatív munkakinálat

⁵² Lásd Köllő (2009).

⁵³ Pontosabban Pissarides (2008) a munkapiaci rugalmatlanságot definiálja a következőképpen: „...labour market rigidity – the inability of labour markets to respond quickly to new challenges...”.

⁵⁴ Kertesi-Köllő (2001), Tarjáni (2004).

jelentős csökkenése), hanem a gazdaságpolitikai változások (minimálbér jelentős emelése, szakképzett minimálbér bevezetése, szakszervezeti jelenlét erősödése) miatt alakult így.

A bérek egyensúlyi alkalmazkodása a foglalkoztatottság érdemi növelését kialakító szinthez képest nem kizárólag amiatt maradhat el, mert a bérek adminisztratív okok miatt nem csökkennek. Ezt okozhatja az is, ha a munkavállalók rezervációs bére (elvárt bére) túlzottan magas a termelékenységükhöz képest. A rezervációs bérek magas szintje hazánk esetében összefüggésben lehet a magas helyettesítési rátával (állami juttatások/elérhető nettó bér) és a foglalkoztatás magas járulékos költségeivel. Ezek a hatások az egyes munkavállalói csoportok esetében más és más szinten, módon jelentkezhetnek. Az alacsony képzettségű munkavállalók esetében a szociális segélyek minimálbérekhez viszonyított relatív magas szintje, az ingázási költségek magas szintje tekinthető rossz ösztönzőnek. A kisgyermekes anyák alacsony foglalkoztatásának a gátja leginkább a családon kívüli gyermekmegőrzés elégtelen szintje, a részmunkaidős foglalkoztatási formák hiánya, míg az időskorú népesség alacsony munkakínálatának oka a nyugdíjazási szabályok engedékenysége.⁵⁵ Ezen túlmenően a munkaerőpiac mobilitásának, és így a rezervációs bérek magas ragadásának oka lehet a bérlakáspiac gyengesége, a munkalehetőségek területi koncentráltasága.⁵⁶

2.2.3.2. Nem csak a béralkalmazkodás a probléma

Fontos ugyanakkor azt is hangsúlyozni, hogy a termelésben felhasznált munkainputok helyettesíthetősége esetenként igen alacsony lehet. Amennyiben a rendelkezésre álló munkakínálat szerkezete jelentősen eltér a munkakereslettől, a munkavállalók és a munkáltatók egymásra találása lassú, és nem is következik be szükségképpen. Ekkor a béralkalmazkodási korlátok eltávolítása és a rezervációs bérek szintjének csökkentése nem vezet el a korábban inaktív foglalkoztatásához, hanem a munkanélküliség nő.

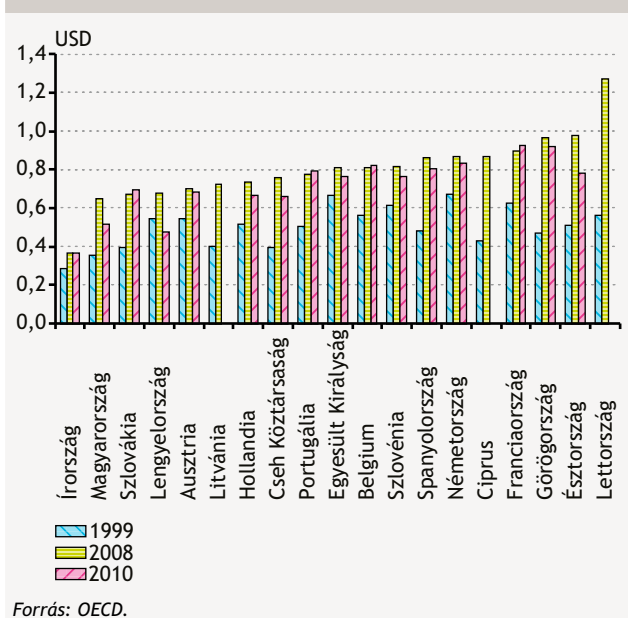
Ennek a scenáriónak annál nagyobb az esélye, minél jelentősebb szerkezeti változások vannak a gazdaságban. Problémát az jelent, ha ezek a szerkezeti eltérések tartósak, szisztematikusak. Ekkor szélsőséges, vagy társadalmi szempontból irreális mértékű bérmozgásokra lenne elvben szükség ahhoz, hogy a kereslet/kínálat egymásra találjon.⁵⁷

A kelet-közép-európai országokban, így Magyarországon is, ez a probléma a többi EU-országnál erőteljesebben érvényesül, aminek elsődleges oka, az alacsony képzettségűek népességben belüli magas részaránya. A képzettségi probléma leginkább a munkaerő képzettségének javításával oldható meg, ami rövidebb távon az aktív munkaerő-piaci programok hatékonyabb használatával, hosszabb távon pedig az iskoláztatás szintjének emelésével segíthető. Bár Magyarország nemzetközi összevetésben nem költ keveset aktív munkaerő-piaci programokra, ezek célzottsága, hatékonysága igencsak megkérdőjelezhető (Cseres et al., 2009).

2.2.3.3. A válság munkapiaci tanulságai

A pénzügyi válság munkapiaci következményeit két részre érdemes osztani: rövid és középtávú hatásokra. A recesszióhoz való rövid távú alkalmazkodás szempontjából az tűnik a legkevésbé költségesnek, ha a bérek/órák rugalmasan alkalmazkodnak. Ez a megoldás azonban csak átmenetileg lehet reális. A recesszió tartós hatása ugyanis a szektorok közötti és a szektoron belüli munkaerő-átrendeződés. Ennek következtében a válságból való kilábalás után a súrlódásos munkanélküliség szintje tartósan megnőhet, hiszen a kereslet-kínálat megfeleltetése romlik.⁵⁸

2-25. ábra
Fajlagos munkaköltség szintjei a feldolgozóiparban, USD-ben



⁵⁵ Lásd erről Cseres et al. (2007).

⁵⁶ Lásd ez utóbbiról Horváth (2010).

⁵⁷ Gondoljunk arra, hogy például a textiliparban milyen mértékű bércsökkenésre lenne szükség ahhoz, hogy a magyar textilipari munkás versenyhelyzetbe kerüljön a vietnami vagy bangladesi kollégájával.

⁵⁸ Lásd a 2010-es konvergenciaelemzés 2. fejezetét.

Ami a magyar munkaerőpiac alkalmazkodási képességét illeti, a válságban megfigyelt alkalmazkodás visszatükrözte azt, amit eddig elmondtunk. Egyrészt a jövedelmezőség romlásához való vállalati alkalmazkodás rugalmasan ment végbe. Ha a nemzetközi versenynek legjobban kitett feldolgozóipart vizsgáljuk, látható, hogy annak ellenére, hogy az egyik legalacsonyabb fajlagos bérköltségekkel rendelkezett a válság előtt, az európai mintán az egyik legerőteljesebb alkalmazkodást hajtotta végre 2008–2010 között.⁵⁹

Emellett azonban fontos megemlíteni, hogy a válságban is kitűnt az alacsonyan képzettek átlagosnál jóval erőteljesebb bérmerevsége. Ezt támasztja alá Köllő (2010) mikroszintű vizsgálata a válságbeli munkapiaci alkalmazkodásról. A számítások szerint a bérelőzlás alsó 10 százalékan a bruttó bérek reálértékben a válság közepén is nőttek, miközben a fentebbi decilisekben stagnálás volt jellemző. Ezzel szemben a foglalkoztatás csökkenésének túlnyomó részét az alacsony képzettségűek munkahelyvesztése tette ki. Azaz a válság közepén is utaltak jelek arra, hogy a bérek lefelé való merevsége a bérelőzlás alján gátja volt az alacsony képzettségű munkavállalók foglalkoztatásban maradásának.

A hosszabb távú hatásokat még nem látjuk, de az eddigi okfejtés alapján pesszimistának kell lennünk azzal kapcsolatban, hogy középtávon egy változó gazdasági struktúrában a jelenleg nem dolgozók, vagy a gazdaság szerkezeti átalakulása miatt állást vesztek mekkora része lesz képes munkát találni. Ezek a középtávú kérdések azonban már átvezetnek annak vizsgálatához, hogy a kormányzati intézkedések miként befolyásolják a munkapiaci intézményrend-

szert. Mielőtt azonban ezt megtennénk, érdemes egy rövid összefoglalást tenni a kiinduló helyzetről.

2.2.3.4. Összegzés a kormányzati reformok előtt

A kormányzati reformok előtti (2010-es) munkaerő-piaci rugalmasság értékelése ellentmondásos. A vállalati szektor a legtöbb mutató szerint rugalmasan képes alkalmazkodni a jövedelmezőségi sokkokhoz, azaz képes kihasználni az alapvetően decentralizált intézményrendszer előnyeit. Ezzel éles ellentétben áll foglalkoztatottsági mutató alakulása. A magyar munkaerőpiac a rendszerváltás óta nem volt képes kiheverni az akkori foglalkoztatáscsökkenést, 2000 óta nem nőtt az aggregált foglalkoztatás a versenyszférában. A problémát részben a bérelőzlás aljának adminisztratív rugalmatlansága okozza, részben a rezervációs bérek termelékenységhez viszonyított magas szintje, részben a képzettségi súrlódás magyarázza. Mindezeket a 2-1. táblázatban foglaltuk össze röviden.

2.2.3.5. Magyar munkaerőpiac és munkaerő-piaci rugalmasság a válság után

A jelenlegi kormányzat a munkapiaci ösztönzők és intézményrendszer széles körű átalakításához kezdett. Ennek a kormányzati kommunikáció szerint az a nem titkolt célja, hogy a nemzetközi összevetésben igen alacsony foglalkoztatási rátát radikálisan emelje, azaz a munkapiaci rugalmasság előzőekben jelzett problémáinak kezelése kormányzati szintre emelkedett.⁶⁰

2-1 táblázat

A magyar munkaerő-piaci rugalmasság jelenlegi ismereteink szerint

	Erősségek	Gyengeségek
Okok	<ul style="list-style-type: none"> Az intézményi környezet rugalmas felvételt tesz lehetővé Cégszintű bérmegállapodások 	<ul style="list-style-type: none"> Magas helyettesítési ráta az alacsonyan képzetteknel, nyugdíjhoz közel állóknál, kisgyermekes szülőknél Alacsonyan képzettek magas aránya Jelentős minimálbér-emelések Gyenge hatékonyságú aktív munkaerő-piaci programok Magas ingázási költségek Bérlakáspiac hiánya Bölcsődei férőhelyek alacsony száma Részmunkaidős foglalkoztatási formák alacsony aránya
Következmények	<ul style="list-style-type: none"> Az egyedi bérek érzékenyen reagálnak egyedi termelékenységi sokkokra Nemzetközi összevetésben magas reálbér-alkalmazkodás a válságban 	<ul style="list-style-type: none"> Alacsony aggregált foglalkoztatási ráta Magas regionális foglalkoztatási egyenlőtlenség Gyenge keresleti-kínálati megfelelıség

⁵⁹ Érdemes ugyanakkor néhány megjegyzést tenni a kérdéssel kapcsolatban. Egyrészt az alkalmazkodást részben az árfolyam válság alatti leértékelődése is segítette, ez az övezeti tagsággal már nyilvánvalóan nem áll majd rendelkezésre. Másrészt a munkaköltségek csökkenését a munkát terhelő adók csökkentése is táplálta, azaz az alkalmazkodás a nominálbérek esetében sem kizárólag a berrugalmasságot tükrözi. Ezen túlmenően európai összevetésben viszonylag alacsony volt a munkaórán megfigyelhető alkalmazkodás.

⁶⁰ Lásd erről: Konvergenciaprogram 2011. április.

Az 2-2. táblázatban röviden összefoglaltuk, hogy a Széll Kálmán-tervben, a konvergenciaprogramban és a 2012-es költségvetés tervezetében megfogalmazott intézkedések miként hathatnak a munkapiaci rugalmasságra.⁶¹ Összességében úgy látjuk, hogy a meghirdetett intézkedések három csoportra oszthatók a munkapiac rugalmassága szempontjából: vannak kedvezőnek tekinthetők, vannak kedvezőtlennek tekinthetők, végül vannak, amelyek hatása nagyon bizonytalanul ítéelhető meg.

Rugalmasabb munkapiac kialakulásának irányába mutat a munkát terhelő adókulcs mérséklése, a foglalkoztatási feltételek rugalmasabbá alakítása, a szociális transzferek szigorítása. Hasonlóan kedvező hatású a részmunkaidős foglalkoztatás és a bérlakáspiac erősítésének szándéka. Míg az előbbi a másodlagos keresők foglalkoztatását, utóbbi a munkaerő mobilitását emelheti.

Ezen intézkedések kedvező hatásával azonban élesen szemben áll az adójóváírás teljes kivezetése, a minimálbérek jelentős emelése, a bérezés mértékének kormányzati rendeleti szintű szabályozása. A korábbiakban elmondottak logikája szerint ezek a lépések – emelve az alacsony termelékenységű munkavállalók rezervációs bérét, illetve adminisztratív módon nehezítve a munkapiaci kereslet és kínálat egymásra találását az alacsony termelékenységű szegmens-

ben – ott nehezítik az alkalmazkodást, ahol a legsúlyosabb foglalkoztatási problémák vannak jelen.

Ellentmondásos irányoknak nevezhetők a közfoglalkoztatás jelentős bővítése és a munkanélküli-segély időtartamának lerövidítése. A közfoglalkoztatás a társadalom szempontjából kétségtelenül kedvezőbb helyzetet jelent a munkaképes állampolgárok számára, mint a segélyezett helyzet. Nemzetközi tapasztalatok ugyanakkor arra utalnak, hogy a közfoglalkoztatás nem javítja érdemben a munkavállalók piacképességét, így magas az alternatívaköltsége az olyan programokkal szemben, amelyek a piaci foglalkoztatáshoz való visszatérést tűzik ki célul.⁶² A munkanélküli-segély időtartamánál az a kérdés, hogy miként viszonyul a lerövidített munkanélküli-segély ösztönző hatása a képzettségi súrlódások esetleges emelkedéséhez. A rövidebb ideig tartó munkanélküli ellátás ugyanis arra ösztönözheti a munkát keresőket, hogy a képzettségükönél alacsonyabb szintű munkát vállaljanak el, félve attól, hogy rövid időn belül ellátás nélkül maradnak.

Az adó- és transzferintézkedések makrogazdasági hatásainak számszerűsítése⁶³

Elemzésünkben kísérletet tettünk a konvergenciaprogramban, a Széll Kálmán-tervben és a 2012-es költségvetés

2-2 táblázat A munkaerő-piaci változások a munkaerő-piaci rugalmasság szemszögéből		
Változás	Kedvező/ Nem kedvező	Megjegyzés
Általános adókulcs mérséklése	+	Növeli a munkakínálatot
Adójóváírás kivezetése	-	Emeli az alacsony képzettségűek rezervációs bérét, csökkenti a munkakínálatot
Szociális transzferek szigorítása	+	Növeli a munkakínálatot
Munkanélküli-segély időtartamának csökkentése	?	Ösztönző hatás vs. képzettségi megfelelés romlása
Közfoglalkoztatás kiterjesztése	?	Kedvezőbb, mint az inaktívoknak nyújtott segély, ugyanakkor keveset javít az érintett piaci foglalkoztathatóságán
Jelentős minimálbéremelés, szükséges béremelés rendeletben szabályozása	-	Nehezíti a béralkalmazkodást, alacsony képzettségűek foglalkoztatásának csökkentését okozza
Új munkatörvénykönyv tervezete	+	Munkaidőszámla típusú szabályozás nagyobb rugalmasságot tesz lehetővé
Bérlakáspiac erősítése	+	Növelheti a munkaerő mobilitását
Rugalmas foglalkoztatási formák segítése	+	A másodlagos keresők esetében segítik a foglalkoztatás bővülését
Összesen	?	

Megjegyzés: 2011. szeptember 23-ig rendelkezésre álló információk alapján.

⁶¹ Az adórendszer szempontjából a 2012-es költségvetés tervezetének megfelelően az adójóváírás teljes kivezetését és 16 százalékos egységes kulcsot feltételeztünk. Az átmeneti kompenzáció rendszerét nem vettük tekintetbe, ez ugyanis a hosszú távú hatások szempontjából nem számít.

⁶² Lásd erről Cseres et al. (2007).

⁶³ A számításokat Kátay Gábor és Kiss Áron készítette el.

tervezetében meghirdetett adó- és transzferintézkedések foglalkoztatási hatásainak számszerűsítésére.⁶⁴ A számításaink alapvetően a versenyszférára vett hatásokat nézik, nem számolunk a közfoglalkoztatás kiterjesztésének hatásával.

A makrogazdaság alkalmazkodását az adó- és transzferváltozásokhoz a következőképpen képzelhetjük el. Egyrészt az egyén dönt arról, hogy keres munkát vagy sem. A munkából szerezhető jövedelem relatív növekedésére a munkakínálat bővül az extenzív oldalon – azaz olyan szereplők, akik korábban nem akartak dolgozni, nagyobb valószínűséggel keresnek állást. Másrészt a már foglalkoztatottak a marginális adókulcs változására reagálnak az intenzív oldalon – csökkenő marginális kulcs emeli a ledolgozott munkaórák számát. Ez a két tényező adja a teljes munkakínálat, azaz az összes effektív munkaóra megváltozását.⁶⁵ A munkakínálat növekedése változatlan kereslet mellett először csökkenti a bruttó reálbér színvonalát. Ez a tőke határtermékét

és hozamát növeli, ami tőkebeáramláshoz vezet. Kis, nyitott gazdaságban a tőkekínálat igen rugalmasan reagál a hozam változására; a tőkemennyiség növekedése növeli a munka határtermékét, azaz a munkakeresletet. A növekvő tőkeállomány emeli a foglalkoztatást és fokozatosan visszahozza a bérszintet, miközben a tőke hozama visszacsökken eredeti szintjére. A kiinduló helyzetben megfigyeltnél magasabb tőke- és munkafelhasználás magasabb GDP-hez vezet. Fontos hangsúlyoznunk, hogy a foglalkoztatás bővülésének szükséges feltétele, hogy az adócsökkenés kezdetben a bruttó bérköltségek csökkenését okozza, a többlet munkakínálatot ugyanis ekkor képes felszívni a munkakereslet. A bruttó bérköltségek csökkenése ellenére a nettó bérek emelkednek, hiszen az adóék csökkent, ez ösztönzi a munkakínálatot. Minden olyan intézkedés (pl. a minimálbérek emelése stb.), ami a bruttó bérköltségek csökkenése ellen hat, azt okozza, hogy a munkakínálat bővülését nem képes felszívni a munkakereslet, azaz nem a foglalkoztatás, hanem a munkanélküliség nő.

2-3. keretes írás

A mikroszimulációs modell

A mikroszimulációs modellek az adó- és transzferváltozások hatását először az egyének szintjén vizsgálják, majd az egyéni hatásokat összeadva számítják ki a becsült makrogazdasági hatásokat. A mikroszimuláció előnye a makrogazdasági szintű módszerekkel szemben, hogy figyelembe tudja venni az egyének és háztartások közötti különbségeket: egyes csoportokra jobban hatnak az adórendszer változásai, mint másokra, de csoportonként eltérő lehet a változásokra adott reakció is. A modellt részletesebben Benczúr et al. (2011) mutatja be.

A mikroszimulációs modell alapjául a KSH Háztartási és költségvetési felvételének (HKF) 2008-as adathulláma szolgál. A HKF részletes információt tartalmaz a háztartások összetételéről (keresők, nyugdíjasok, eltartott gyermekek száma stb.) és az egyes egyének jövedelméről. Ez lehetővé teszi, hogy az adó- és transzferrendszer legkülönbözőbb változásainak hatását az egyének és háztartások jövedelmére vizsgálni tudjuk. Az alkalmazkodásnak két formája van: az ún. intenzív és extenzív alkalmazkodás. Az *intenzív* munkapiaci alkalmazkodás akkor következik be, amikor az egyén egy adócsökkentés hatására többlet, vagy intenzívebben dolgozik, és ezért több jövedelmet termel (vagy fordítva: adóemelés hatására kevesebbet). Az *extenzív* munkapiaci alkalmazkodás akkor következik be, amikor az egyén a munkából, vagy munka nélkül elérhető jövedelem változása hatására úgy dönt, hogy munkába áll, vagy ellenkezőleg, abbahagyja a munkát. A szimulációban az intenzív alkalmazkodást Bakos et al. (2008) és Kiss-Mosberger (2011) becslései alapján, az extenzív alkalmazkodást Benczúr et al. (2011) becslései alapján vesszük figyelembe.

A modell ezenkívül figyelembe veszi az adórendszer változásainak (és az arra adott munkapiaci viselkedési válaszoknak) tavagyűrűző makrogazdasági hatásait. Ezt úgy teszi, hogy az egyének viselkedési hatásait összeadva először kiszámolja az összesített munkakínálat-változást, majd megvizsgálja, hogyan változik ennek hatására a bérszínvonal, a tőkeállomány és a kibocsátás egy kis makrogazdasági modellben. Ezután a makrogazdasági modell által számolt új bérszínvonal alapján újra kiszámítja az egyének munkapiaci alkalmazkodását és annak összesített makrogazdasági hatását. Ez az eljárás addig ismétlődik, amíg az összes közvetett hatás be nem épül az eredményekbe, vagyis amíg a rendszer egyensúlyi állapotot ér el. A makrogazdasági modell egy kis nyitott gazdaság leegyszerűsített modellje: a tőke a nemzetközi tőkepiac segítségével rugalmasan alkalmazkodik, a foglalkoztatás a bruttó bérek változásán keresztül rugalmasan alkalmazkodik. Ez azt jelenti, hogy a modell dinamikus eredményei hosszú távú hatásokat mérnek, vagyis olyan időtávon

⁶⁴ A modell rövid leírását lásd a 2-3. keretes írásban.

⁶⁵ Effektívnek azért nevezzük a munkakínálatot, mert figyelembe vesszük, hogy eltérő termelékenységű munkavállalók vannak. Ez azonban nem azonos azzal, hogy a képzettségi súrlódások miatt korlátozott helyettesíthetőségű munkainputot tételeznénk fel a termelésben. Lásd még erről a 2-3. keretes írást.

értékelik ki a vizsgált intézkedések hatását, amely elég arra, hogy a tőkeállomány alkalmazkodása végbemenjen. Ez az időtáv a sok nagyságától és a konjunkturális környezettől függően mintegy 5-10 évnek felelhet meg.

Az új modell eddigi legpontosabb eszközünk a különböző képzettségű, jövedelmi helyzetű, családi státussal rendelkező munkavállalók adó- és transzferváltozásoktól függő munkakínálati döntéseinek leírására. Szólnunk kell azonban néhány sorban a modell korlátairól is. A rendszer eredményei három kulcsfeltevésen alapulnak. Egyrészt feltételezi, hogy a termelésben az eltérő termelékenyséű munkavállalók tökéletes helyettesítők; másrészt, hogy a bruttó reálbérek rugalmasan csökkennek; végezetül, hogy a tőke megnövekedett határtermékére a tőkekínálat rugalmasan alkalmazkodik. Az előbbieket közül mindhárom feltevés a valóságban nem feltétlenül tekinthető jó közelítésnek.

A korábbiakban elmondottaknak megfelelően a képzettségi sűrűdások azt okozhatják, hogy a növekvő aktivitás és a bérek csökkenése nem teremt munkakeresletet, és részben a munkanélküliséget emeli. A kormányzati intézkedések (minimálbér emelése, elvárt bér-emelés stb.) azt okozhatják, hogy a bérek nem csökkennek a piactisztító szintjűkre, aminek következtében a munkakereslet még homogén munka feltevése esetén sem képes felszívni a növekvő munkakínálatot. Végezetül a pénzügyi válságban a tőkekínálat rugalmassága kis, nyitott gazdaságban is jelentősen leesik, ami azt okozza, hogy a munkakínálat csökkenése és a reálbérek mérséklődése ellenére a szükséges tőkemennyiség nem áramlik be az országba. Ez utóbbi korlátot a kockázati felárak emelésével modelleztük.

Mindezeket túlmenően megjegyezzük, hogy a modell az adó- és transzferváltozások hatásait képes számszerűsíteni, nem alkalmas azonban a munkapiaci intézményrendszer változásainak (új munka törvénykönyve, rugalmas foglalkoztatási formák, bérlakás piac erősítése) foglalkoztatási hatásainak bemutatására.

A számszerű eredmények⁶⁶ alapján összességében úgy látjuk, hogy az adó- és transzferváltozások alig emelik a foglalkoztatást, némileg jobban a hosszú távú GDP-t. Az előbbinek elsődleges oka, hogy míg a transzferrendszer szigorítása, az adókulcsok szintjének mérséklése és a társasági nyereség-adó csökkentése emeli, az adójóváírás kivezetése, a pénzügyi szektort terhelő tartós különadó mérsékli azt.

Az adórendszer átalakítása inkább a már foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráinak emelésén keresztül javítja a GDP-kilátásokat (főleg a magas átlag feletti bérekre jellem-

ző adókulcs 2010-es eltörlésének, illetve csökkentésének hatása), míg a foglalkoztatást elsősorban az adójóváírás eltörlése miatt csökkenő munkakínálat mérsékli. Az adójóváírás kivezetésének kedvezőtlen foglalkoztatási hatását jól illusztrálja a 2-26. ábra is. Bár a 16 százalékos egykulcsos adórendszerrel OECD-összevetésben az adóék a magasabb jövedelmek esetében a középmezőnybe kerülhet, de az alacsony bérű és termelékenyséű hazai munkavállalók nemzetközi összevetésben jelentős versenyhátrányba kerülhetnek, mivel az alacsonyabb jövedelmek esetében az összes OECD-ország alkalmaz adójóváírást vagy csökkentett kulcsot.

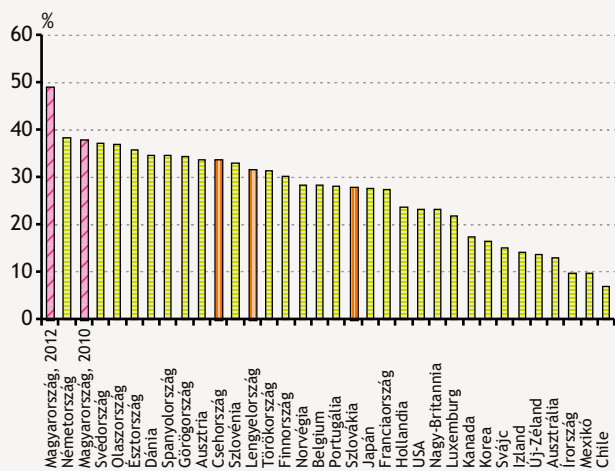
2-3. táblázat

A konvergenciaprogramban megfogalmazott adó- és transzferintézkedések együttes hosszú távú hatása

	Adóintézkedések		Transzferintézkedések (3)	Összesen (1)+(2)+(3)	Összesen 100 bp-os kockázatiféltérrelkedéssel
	Szja-, járulék- és áfaváltozások (1)	Tőkeadók (2)			
Effektív munkaórátömeg	3,2%	0,2%	1,4%	4,7%	3,1%
Foglalkoztatás	-0,8%	0,3%	2,2%	1,5%	-0,5%
Tőkeállomány	2,3%	3,5%	1,1%	6,8%	-16,6%
GDP	2,9%	1,4%	1,3%	5,5%	-3,8%

⁶⁶ Számításaink a 2010-ben érvényben levő adó- és transzferrendszerhez viszonyítanak, így a szimulációhoz az alábbi feltevésekkel éltünk. (1) Az szja-rendszer egykulcsos 16 százalékos adórendszer lesz az adójóváírás kivezetésével. (2) A munkavállalói egészségbiztosítási járulék 1, a nyugdíjjárulék 0,5 százalékponttal emelkedik; a munkáltatói egészségbiztosítási járulékot legalább a minimálbér másfélszereséig kell fizetni. (3) A tány 500 millió forintot árbevételre 10 százalékra csökken, egyébként 19 százalék; a pénzügyi szektort érintő különadó harmada tartósan megmarad; a 2012-es költségvetés tervezetében meghirdetett intézkedések a veszteségelhatárolásra és a cégautók adózására. (4) A rokkantnyugdíjazásra vonatkozó, Széll Kálmán-tervben megfogalmazott szigorítás és a munkanélküliségi juttatások szigorítása maradéktalanul megvalósul; a gyás kiterjesztése a gyermek hároméves koráig. (5) Számításainkban nem vettük figyelembe a közfoglalkoztatás átalakulását, ami az állami foglalkoztatást bővíti alapvetően.

2-26. ábra
Munkát terhelő adóék az átlagbér 40%-ánál
OECD-összevetésben



Megjegyzés: Egyedülálló, gyermektelen munkavállalók, a teljes bérköltség arányában, százalékban.

Forrás: OECD és a szerzők számítása.

Az adó- és transzferrendszer átalakításának előnyei igen érzékenyek arra, hogy a gazdaságba beáramlik-e az a szükséges mennyiségű tőke, ami többlet munkakeresletet generálva felszívja az esetlegesen megnövekedett munkakinálatot. Amennyiben az országhoz tartósan 100 bázisponttal megemelkedik, az adó- és transzferrendszer átalakításának csekély előnye is elolvad, negatívba fordul.⁶⁷

2.2.3.6. Záró gondolatok a munkaerő-piaci rugalmasságról

Összességében megállapítható, hogy a magyar munkaerő-piaci rugalmasság, és így a munkapiac euroérettsége vonatkozásában egyelőre nem lehetünk maradéktalanul optimisták. Bár vállalati oldalról a kedvezőtlen sokkok nemzetközi összevetésben rugalmasan gigazdálkodhatóak, a munkapiaci output (rendszereltárás óta tartósan alacsony foglalkoztatási ráta, regionális foglalkoztatási egyenlőtlenségek) arra utal, hogy a magyar munkapiac alacsony hatékonysággal alkalmazkodik a felmerülő kihívásokhoz, azaz kevésbé tekinthető rugalmasnak.

Számításaink szerint a a kormányzati tervekben felvázolt intézkedések arra utalnak, hogy a versenyszféra foglalkoztatásának számottevő növekedése az adó és transzferrendszer átalakításának köszönhetően nem valószínű. Az országhoz tartós emelkedésével pedig inkább foglalkoztatásának tartós csökkenése valószínűsíthető. A minimálbérek drasztikus emelése tovább ronthat a helyze-

ten, hiszen az az alacsony termelékenységű munkavállalók esetében nehezíti meg az elhelyezkedést, illetve az állásban maradási – azaz az aktivitás növekedéséből nagyobb eséllyel lehet a munkanélküliség növekedése, semmint a foglalkoztatás emelkedése.

Kérdés, hogy az előbbi hatásokat a tágabb intézményi környezet átalakítása mennyire képes kedvező irányba befolyásolni. Bár a kormányzati intézkedések több esetben utalnak ilyen irányú elmozdulásokra is, a munkapiaci intézményrendszer átalakítása több esetben ellentmondásos, és az intézkedések hatásainak pontos felméréséhez nem állnak rendelkezésre megfelelő részletezettségű tervek és hatásvizsgálatok. Az aggregált foglalkoztatási ráta alakulását javíthatja a közfoglalkoztatás tervezett jelentős kiterjesztése is, a hazai gazdaság fenntartható fejlődését azonban a piaci foglalkoztatás emelése segíthetné.

Meglátásunk szerint a versenyszféra foglalkoztatási rátájának tartós növeléséhez a jelenleg inaktív csoportok ösztönzőinek konzisztens megváltoztatására és az aktív munkaerő-piaci politikák hatékonyabb alkalmazására lenne szükség. Ami az első tényezőt illeti, itt más országokhoz hasonlóan az adójóváírás intézményrendszerének megtartására, vagy az alacsony képzettségű munkavállalók foglalkoztatásának más módon vett támogatására lenne szükség. Az aktív munkaerő-piaci politikák vonatkozásában a program hatékonyságának javítására lenne szükség azzal a céllal, hogy az érintettek piaci foglalkoztathatóságát gátló tényezők feltáruljanak és megszűnjenek.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ABREU, O. (2006): Portugal's boom and bust: lessons for euro newcomers. *ECFIN Country Focus*, vol. 3 iss. 16.

AHREND, R.–B. COURNÉDE–R. PRICE (2008): Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil. *OECD Economics Department Working Papers*, 597.

ANDERSSON, M.–K. MASUCH, K.–M. SCHIFFBAUER (2009): Determinants of inflation and price level differentials across the Euro area countries. *ECB Working Paper*, 1129.

ANGELONI, I.–M. EHRMANN (2004): Euro area inflation differentials. *ECB Working Paper*, 388.

ARNOLD, I. J. M.–J. G. LEMMEN (2006): Inflation expectations and inflation uncertainty in the eurozone: evidence from survey data. *CESifo Working Paper*, 1667.

⁶⁷ Az adó- és transzferrendszer átalakításáról részletesebb számításokat tartalmaz Benczúr et al. (2011) tanulmánya.

- BACKÉ, P.–B. ÉGERT–T. ZUME (2006): Credit Growth in Central and Eastern Europe: Emerging from Financial Repression to New (Over)Shooting Stars?. *ECB Working Paper*, 687.
- BALDWIN, R. (2006): The Euros Trade Effect. *ECB Working Paper*, 594.
- BAKOS, PÉTER–PÉTER BENCZÚR–DÓRA BENEDEK (2008): The Elasticity of Taxable Income: Estimates and Flat Tax Predictions Using the Hungarian Tax Changes in 2005. *MNB Working Papers*, 2008/7.
- BASSO, H. S.–O. CALVO-GONZALES–M. JURGILAS (2007): Financial Dollarization: The Role of Banks and Interest Rates. *ECB Working Paper*, 748.
- BROWN, MARTIN–KAROLIN KIRSCHENMANN–STEVEN ONGENA (2010): Foreign Currency Loans–Demand or Supply Driven?. *CEPR Discussion Papers*, 7952.
- BENCZÚR, P.–G. KÁTAY–Á. KISS–O. RÁCZ (2011): *Income Taxation, Transfers and Labour Supply at the Extensive Margin*. Kézirat, Magyar Nemzeti Bank.
- BENCZÚR P.–KÁTAY G.–KISS Á.–REIZER B.–SZOBOSZLAY M. (2011): Az adó- és transzferrendszer változásainak elemzése viselkedési mikroszimulációs modell segítségével. *MNB-szemle*, október.
- BERTOU, A.–L. FONTRAGNÉ (2008): The Euro and the Extensive and Intensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data. *CEPR Working Paper*, 2008-06.
- BIS (2011): *81st Annual Report*.
- BLANCHARD, O. (2000): Country adjustments within Euroland. Lessons after two years. In: *Monitoring the European Central Bank*. CEPR.
- BLANCHARD, O.–F. GIAVAZZI (2002): Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 33 iss. 2.
- BORIO, C. E. V.–PITI DISYATAT (2011): Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?. *BIS Working Paper*, 346.
- BUGAMELLI, M.–F. SCHIVARDI–R. ZIZZA (2008): The Euro and Firm Restructuring. *NBER Working Papers*, 14454.
- BUITER, W. (2008): Why the United Kingdom Should Join the Eurozone?. *International Finance*, vol. 11 iss. 3.
- BUSSIÉRE, M.–J. FIDRMUC–B. SCHNATZ (2005): Trade integration of Central and Eastern European countries – lessons from a gravity model. *ECB Working Paper Series*, 545.
- CATTE, P.–N. GIROUARD–R. PRICE–C. ANDRÉ (2004): Housing Markets, Wealth and the Business Cycle. *OECD Economics Department Working Papers*, 394.
- CASOLARO, L.–L. GAMBACORTA–L. GUISO (2005): Regulation, formal and informal enforcement and the development of the household loan market. Lessons from Italy. *Temì di discussione*, 560. Banca d'Italia.
- CONFREY, T.–J. FITZ GERALD (2010): Managing Housing Bubbles in Regional Economies Under EMU: Ireland and Spain. *National Institute Economic Review*, 211, January.
- CORSETTI, G. (2008): A modern reconsideration of the theory of optimal currency areas. *CEPR Discussion Paper*, 6712.
- CROWE, C.–G. DELL'ARICCIA–D. IGAN–P. RABANAL (2011): How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences. *IMF Working Paper*, WP/11/91.
- CSAJBÓK A.–CSERMELY A. (szerk.) (2002): Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. *MNB Műhelytanulmány*, 24.
- CSERES–GERGELY ZS.–SCHARLE Á. (2007): Jóléti ellátások és munkakínálat. In: FAZEKAS ET AL.: *Munkaerőpiaci tükör 2007*.
- CSERES–GERGELY ZS.–RESZKETŐ P.–SCHARLE Á.–VÁRADY B. (2009): *Balta helyett a metszőollót! Lépések egy fenntartható jóléti rendszer felé*. Budapest Szakpolitikai Elemző Intézet.
- DE GRAUWE, P.–S. MOGNELLI (2004): *The enlargement of the Euro and Optimal Currency Areas*. EMU Enlargement to the East and the West, 24–25 September, Budapest.
- ÉGERT, B. (2007): Real convergence, price level convergence and inflation differentials in Europe. *OENB Working Papers*, No. 138, May.
- EICHENGREEN, B.–K. STEINER (2008): Is Poland at risk of a boom-and-bust cycle in the run-up to euro adoption?. *NBER Working Paper*, 14438.
- ESTEVAOU, E.–E. TSOUNTA (2011): Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?. *IMF Working Paper*, 105.

- EUROPEAN COMMISSION (1990): *One money, one market: an evaluation of potential costs and benefits of forming a Monetary Union*.
- FAGAN, G.-V. GASPARI (2007): Adjustment to the Monetary Union. *ECB Working Papers*, 946.
- FORSTER, K.-M. A. VASARDANI-M. CA'ZORZI (2011): Euro Area Cross-Border Financial Flows and the Global Financial Crisis. *ECB Occasional Paper*, 126.
- FRANKEL, J.-A. ROSE (1997): Is EMU more justifiable ex post than ex ante. *European Economic Review*, vol. 41 iss. 3-5, pp. 753-760.
- FRANTA, M.-B. SAXA-K. SMIDKOVA (2007): Inflation persistence: Euro Area and New Member States. *ECB Working paper*, 810.
- GAMBACORTA (2008): *What lessons have we learned from the Italian case? What can be done in Europe to make Housing Markets regulated and stable?*. Presentation on conference „Housing Market Challenges in Europe and the US—any solutions available?“, Vienna, 29 September.
- GOODHART, CH. (1998): The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, vol. 14, pp. 407-432.
- HAVRANÉK, T. (2009): Rose effect and the Euro: is the Magic Gone?. *IES Working Paper*, 20.
- HONOHAN, P.-P. LANE (2003): Divergent inflation rates in EMU. *Economic Policy*, vol. 18 iss. 37, pp. 358-394.
- HORNOK, C. (2011): Need for Speed: Is Faster Trade in the EU Trade-creating?. *CEPR Discussion Paper Series*, 8451.
- HORVÁTH Á. (2010): *Bérlakások potenciális keresleti oldala Magyarországon*. Portfolio Property Investment Forum, Budapest, november 4.
- IMBS, J. (2006): The Real Effects of Financial Integration. *Journal of International Economics*, vol. 68 iss. 2.
- IMF (2011): *Regional economic outlook: Europe*. May.
- JAKAB, Z.-M. KOVACS-A. OSZLAY (2000): How far has Trade Integration Advanced. *MNB Working Papers*, 2000/1.
- JEAGER-SCHUKNET (2004): Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior. *IMF Working Paper*, WP/04/54.
- JONUNG, LARS-LUDGER SCHUKNECHT-MIKA TUJULA (2005): The boom-bust cycle in Finland and Sweden 1984-1995 in an international perspective. *European Economy. Economic Papers*, 237, December.
- KANDA, D. (2010): Asset Booms and Structural Fiscal Positions: The Case of Ireland. *IMF Working Paper*, WP/10/57.
- KÁTAY, G. (2008): Do firms provide Wage Insurance Against Shocks?: Evidence from Hungary. *MNB Working Papers*, 2008/8.
- KÁTAY G. (szerk.) (2009): *Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon*. *MNB-tanulmányok*, 79.
- KERTESI, G.-J. KÖLLŐ (2001): *Demand for Unskilled, Low-skilled and Older Skilled Workers During and after the Transition. Evidence on Large Firms in Hungary 1986-1999*. Kézirat, MTA Közgazdaságtudományi Intézet.
- KIERZENKOWSKI, R. (2010): Preparing for Euro Adoption in Poland. *OECD Economics Department Working Papers*, 790.
- KISS, Á.-P. MOSBERGER (2011): *The elasticity of taxable income of high income earners: Evidence from Hungary*. Kézirat, MNB.
- KISS, GERGELY-MÁRTON NAGY-BALÁZS VONNÁK (2006): Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom?. *MNB Working Papers*, 2006/10.
- KOLASA, M. (2010): Real convergence and its illusions. *ECB Working Paper*, 1231.
- KÖLLŐ J. (2009): *A pálya szélén: Iskolázatlan munkanélküliek a poszt-szocialista gazdaságban*. Osiris, Budapest.
- KÖLLŐ J. (2010): Foglalkoztatás bérek és munkanélküliség a válság első évében. In: FAZEKAS ET AL.: *Munkaerőpiaci tükör 2007*.
- KRUGMAN, P.-A. VENABLES (1997): Integration, Specialization and Adjustment. *NBER Working Paper*, 4559.
- LANE, PH. (2008): EMU and Financial Integration. *IIIS Discussion Paper*, 272.
- LICHERON, JULIEN (2007): Explaining inflation differentials in the euro area. *International Economics*, 112.

- LUCA, ALINA-IVA PETROVA (2008): What drives credit dollarization in transition economies?, *Journal of Banking & Finance*, vol. 32 iss. 5, pp. 858-869.
- MARTIN, J.-I. MEJEAN (2008): Trade prices and the Euro. *CEPII Working Paper*, 2008-29.
- MNB (2008): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*, március.
- MNB (2010): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből*, május.
- MUNDELL, R. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, vol. 51 no. 4, September.
- MUNKÁCSI Zs. (2009): A kelet-közép-európai országok export-szerkezete és exportspecializációja. *MNB-tanulmányok*, 81.
- NICKELL, S. (1998): Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11 iss. 3.
- OECD (2010): *OECD Economic Surveys: Euro Area 2010*.
- ORTEGA (2003): Persistent inflation differentials in Europe. *Documento de Trabajo*, 0305. Banco de España.
- OTTAVIANO, G.-D. TAGLIONI-F. DI MAURO (2009): *EMU and Competition. Economic Policy*, January.
- PISSARIDES, CH. A. (2008): The labour market and the euro. *Cyprus Economic Policy Review*, vol. 2 no. 1, pp. 3-9.
- POTERBA, J. M. (1984): Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 99 no. 4.
- RODRICK, D. (2000): How Far Will International Economic Integration Go?. *Journal of Economic Perspectives*, 1.
- RAJAN, R.-L. ZINGALES (1998): Financial Dependence and Economic Growth. *American Economic Review*, vol. 88 no. 3.
- ROSE, A. (2000): One Money, One Market: The effect of Common Currencies on international Trade. *Economic Policy*, vol. 15 no. 30.
- ROUBINI, N.-E. PARISI-CAPONE-C. MENEGATTI (2007): *Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations*. Roubini Global Economics.
- SCHADLER, S.-Z. MURGASOVA-R. VAN ELKAN (2004): *Credit Booms, Demand Booms and Euro Adoption*. Paper for Conference on Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU Austrian National Bank, Vienna, February 20-21. International Monetary Fund.
- STASKA-GAWRYSIK (2011): *Poland on the road to the euro: How serious is the risk of boom-bust cycles after the euro adoption? An empirical analysis*. NBP.
- STAVREV (2007): Growth and Inflation Dispersions in EMU: Reasons, the Role of Adjustment Channels, and Policy Implications. *IMF Working Paper*, 167.
- TABELLINI, G. (2011): The Eurozone crisis: What needs to be done?. *Vox.EU*, 15 July.
- TARJÁNI, H. (2004): Estimating the impact of SBTC on input demand elasticities in Hungary. *MNB Working Papers*, 2004/3.
- TEMPLETON, W.-R. CLARCK (2001): European Banking after the euro: Progress and Problems. *Managerial Finance*, vol. 27 iss. 9.
- TOROJ, A. (2009): Macroeconomic adjustment and heterogeneity in the euro area. *Working Paper*, 54. National Bank of Poland.
- VADAS, G. (2007): Wealth portfolio of Hungarian households: Urban legends and facts. *MNB Occasional Papers*, 68.
- WARIN, TH.-PH. WUNNAVA-H. JANICKI (2008): Testing Mundell's Intuition of Endogenous OCA Theory. *IZA DP*, No. 3739.
- WINKLER, A. (2011): *The joint production of confidence: Lessons from nineteenth century US commercial banks for twenty first century euro area governments*. CEUS Conference, WHU, 19-20 May.

3. Az aszimmetrikus sokkok kezelésének fiskális politikai eszközei

Monetáris unióban a fiskális politika lehet az egyik eszköze az aszimmetrikus sokkok kezelésének. Ahhoz, hogy a költségvetési lazításon keresztül megvalósuló gazdaságélénkítést egy tagállam megtehesse, egyrészt fiskális mozgástérre – azaz a hagyományos megközelítés szerint a gazdasági ciklus átlagában alacsony költségvetési hiányra – van szükség. Másrészt a költségvetési politika mint eszköz felhasználhatósága szempontjából elengedhetetlen, hogy az alacsony hiány hosszabb távon is fenntartható legyen. Emellett a korábban tárgyalt hitelboom kialakulásának elkerülésében és következményeinek enyhítésében egyaránt fontos szerepe van az anticiklikus fiskális politikának.

A válság rávilágított arra, hogy a költségvetési politika lehetőségeinek tekintetében a hagyományos, hiányon alapuló megközelítés mellett a befektetők egyre nagyobb jelentőséget tulajdonítanak az adósságnak. Emellett a költségvetési mozgástér tekintetében a válság felszínre hozta az európai fiskális keretrendszer gyengeségeit, amelyek közül talán a legfontosabb, hogy a magánszektor egyensúlytalanságai (elsősorban a bankrendszer pénzügyi támogatása miatt) is az állami szerepvállalás erősödését okozhatják.

Miközben a tagállamok mindegyikében 3 százalék alatti volt a hiány, addig a strukturális pozíció (MTO) és az államadósság terén több országban is a mozgástér hiánya látszódt. 2008-2009-ben minden országban erőteljesen növekedett a költségvetés hiánya és az államadósság, ez pedig az elégtelen indulóhelyzettel rendelkező tagállamok (Görögország, Portugália) esetében a kockázati megítélés nagymértékű romlásához vezetett. Egyes országoknál (Írország, Spanyolország) előzetesen úgy tűnt, hogy elegendő mozgástérrel rendelkeztek ugyan a válságot megelőzően, a pénzügyi szektornak történő állami segítségnyújtás, a túlzott fiskális expanzió és az átlagosnál mélyebb recesszió azonban esetükben is a finanszírozási költségek jelentős emelkedését és a fenntartható fiskális politika megkérdőjeleződését okozta. A bajba került országokra jellemző, hogy az automatikus stabilizátorok működésének engedése mellett érdemi diszkrécionális kormányzati intézkedésekre is sor került. Összességében a perifériaországok esetében figyelhettük meg az adósságráta legjelentősebb emelkedését, de az euroövezet egészére jellemző az eladósodás gyorsulása.

Optimális esetben, „jó időkben”, olyan mértékű mozgástérrel kell kialakítania a tagállamoknak, hogy a befektetők még ennek „kihasználása” mellett is kisebb korrekciókkal fenntarthatónak tartsák a költségvetési folyamatokat és az adósságpályát. A válság tapasztalatai azt mutatják, hogy ebben az értelemben a fiskális politika önmagában nem elegendő arra, hogy minden felmerülő problémát kezelni lehessen vele. Ez a tapasztalat fontos a szükséges költségvetési mozgástér megállapításakor, értékelésekor, és szerepet kap az európai fiskális keretrendszer reformja kapcsán is. A jövőben a makrogazdasági egyensúlytalanságok figyelemmel kísérése felértékelődik, így kiszűrhetővé válhatnak az ír vagy a spanyol esethez hasonló események, amikor úgy tűnt, hogy a szükséges költségvetési mozgástér rendelkezésre áll, de közben a magánszektor problémái mégis nehéz helyzetbe sodortak egyes országokat.

Az európai adósságválság árnyékában és az euroérettégünk szempontjából egyaránt kiemelt fontosságú a magyar költségvetési mozgástér és fiskális fenntarthatóság értékelése. Középtávon a magyar költségvetés strukturális pozíciója (a jelenlegi makrogazdasági kilátások mellett) akkor tud az MTO közelébe süllyedni, ha a kormány maradéktalanul meg tudja valósítani minden – a Széll Kálmán-tervben, a konvergenciaprogramban és a 2012-es költségvetési törvényjavaslatban – bejelentett intézkedését, és a költségvetési kiadások 2011-ben tervezett csökkentése tartósan bizonyul. A fenti feltételek teljesülése mellett a magyar államadósság tartósan csökkenő pályára állhat, ami az euroövezeti tagállamokkal való összehasonlításban mindenképpen kedvezőnek mondható, ugyanakkor a hasonló fejlettségű országokhoz képest továbbra is magas adósságráta várható. Ez azt jelenti, hogy a továbbra is magas állami eladósodás – a kedvező folyó költségvetési pozíció ellenére – a jövőben is akadályozhatja a költségvetési hiány tekintetében kialakuló mozgástér felhasználását. Ennek következtében több érv is felsorakoztatható amellett, hogy Magyarországnak érdemes lehet a maastrichti adósságkritériumnál alacsonyabb adósságcélt kitűznie.

A jelenleg is zajló költségvetési kiigazítás szerkezetét és a megfogalmazott irányokat tekintve a fiskális fenntarthatóság és gazdasági növekedés szempontjából kedvezőnek

tekinthető, hogy (1) a kiigazítás középtávon nagyjából a kiadások csökkentésére épül, (2) a munkát és a tőkét terhelő adók csökkennek, ugyanakkor (3) a tervezett hiánypálya tartása érdekében a fogyasztási jellegű adók emelésére is sor kerül. Növekedési szempontból ugyancsak kedvező, hogy a tervek szerint a kiadásokon belül elsősorban a kormányzati transzferek és fogyasztás mérséklődik.

A konszolidációhoz kapcsolódó intézkedések, strukturális reformok megítélését illetően ugyanakkor már vegyesebb a kép: egyrészt a gazdaságpolitika felismerte a helyzet súlyosságát, beazonosította a főbb prioritásokat, reformterületeket, és elkötelezett a szükséges intézkedések meghozatalá-

ra. A terveket azonban jelentős kockázatok övezik, ugyanis az intézkedéseket megalapozó jogszabályok egyelőre nem készültek el, vagy még nem kerültek bevezetésre, így nem ítéltető meg sikerességük sem. Emellett további területeken (egészségügy, oktatás, helyi önkormányzatok, adóelkerülés) is szükség lehet továbblépésre. A magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakítása rövid távon ugyan javítja a költségvetés pozícióját, a hosszú távú fiskális fenntarthatóság szempontjából azonban kedvezőtlen. Továbbra is kérdéses, hogy az intézkedések összessége hogyan változtatja meg a magán-szektor ösztönzőit, és ezen keresztül hogyan hat a hosszú távú növekedési lehetőségekre, ami meghatározó jelentőségű a fiskális fenntarthatóság szempontjából.

3.1. Bevezetés: mozgástér és fenntarthatóság

Monetáris unióban az önálló monetáris politika megszűnésével a fiskális politika lehet az egyik gazdaságpolitikai eszköz, amely felhasználható az aszimmetrikus sokkok kezelésében. Ez azt jelenti, hogy negatív sokkok esetében a fiskális politika költségvetési lazítással igyekszik tompítani a gazdasági visszaesés hatásait, aminek következtében emelkedik az államháztartási hiány és az államadósság (Csajbók–Csermely, 2002). A fellendülés és visszaesés előző fejezetben tárgyalt jelenségének kezelésében ugyancsak segíthet a fiskális politika: a ciklus felívelő szakaszában a fiskális szigorítás mérsékelheti a buborékok kialakulásának kockázatát, míg a visszaesés időszakában a lazító fiskális politika segíthet, amihez azonban ugyancsak költségvetési mozgástérre van szükség.

Ahhoz, hogy a költségvetési lazításon keresztül megvalósuló gazdaságélénkítést egy tagállam megtehesse, egyrészt fiskális mozgástérre, azaz a hagyományos megközelítés szerint a gazdasági ciklus átlagában alacsony költségvetési hiányra van szükség. Másrészt a költségvetési politika mint eszköz felhasználhatósága szempontjából elengedhetetlen, hogy az alacsony hiány hosszabb távon is fenntartható legyen. Ehhez olyan tartós hatású intézkedések szükségesek, amelyek a gazdasági növekedés szempontjából is kedvezőek. Magyarország szempontjából ez utóbbi különösen fontos, ugyanis a nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a legjelentősebb adósságcsökkentési periódusokban a feltörekvő országok számára sokkal inkább az adósság növevése, mint az elsődleges egyenleg javulása volt meghatározó (Cottarelli, 2010a).

A költségvetési mozgástér és a fenntarthatóság tágabb értelmezése alapján – ami leképeződik az európai fiskális keretrendszerben is – azt is mondhatjuk, hogy olyan mértékű mozgástérre van szükség, hogy költségvetési lazítás esetén se kérdőjeleződjön meg a költségvetési folyamatok fenntarthatósága, azaz hosszabb távon se váljon növekvővé az adósságpálya. Ennek értékelése – ahogy azt az euroövezeti országok válságtapasztalatai mutatják – erősen függ a hiány és az adósság emelkedésének mértékétől és a növekedési kilátásoktól is – ez fontos tapasztalat Magyarország számára is. Mindazonáltal a mozgástér megléte, illetve a fenntarthatóság megítélése nehezen definiálható fogalmak, ezeket erőteljesen befolyásolják a piaci várakozások is, valamint a megítélés a nemzetközi hangulat, az egyes országok gazdaságpolitikájába vetett bizalom függvényében időben is változhat.

Elemzésünkben alapvetően arra a kérdésre keressük a választ, hogyan érhető el Magyarországon a fiskális fenntarthatóság. Először bemutatjuk, hogyan értelmezhető a költségvetési mozgástér fogalma a jelenlegi európai intézményi berendezkedés mellett, illetve milyen kritériumai vannak a fenntartható költségvetési kiigazításnak. Ezt követően azt vizsgáljuk, hogy az euroövezet tagállamai milyen fiskális politikát folytattak a válság alatt, rendelkezésükre állt-e költségvetési mozgástér, hogyan éltek ezzel és milyen tanulságok szűrhetők le mindezek alapján. A harmadik részben pedig azt értékeljük, hogyan áll Magyarország költségvetési mozgástér és fiskális fenntarthatóság szempontjából a jelenlegi költségvetési politika folytatását feltételezve.

3.2. Elméleti keretrendszer – fiskális politika a monetáris unióban

KÖLTSÉGVETÉSI MOZGÁSTÉR

Az euroövezet a tagállamok monetáris unióját jelenti, a valutaunió optimális működéséhez azonban – az önálló, tagállami költségvetések megléte mellett – elengedhetetlen a fiskális politikák összehangolása is. A költségvetési integrációt alapvetően a Stabilitási és Növekedési Egyezmény fiskális keretrendszere határozza meg, amely megpróbálja kordában tartani a költségvetési hiányokat. A költségvetési mozgástér meghatározása nem teljesen triviális, és a válság rávilágított arra, hogy a definíció időben is változhat. Elsőként bemutatjuk a mozgástér hagyományos megközelítését, majd a következő fejezetben nemzetközi tapasztalatok alapján néhány kérdés, dilemma felvetésével próbáljuk árnyalni a képet.

Az európai fiskális keretrendszer – elsősorban a Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) – a költségvetési hiány tekintetében az alacsony strukturális (ciklikusan igazított, egyedi tételektől megtisztított) hiányt tűzi ki célul, és ehhez a hivatalos hiány szintjén a 3 százalékos értéket jelöli meg felső korlátként. Annak érdekében, hogy ezt a határértéket a tagállamok még „rossz időkben”, azaz gyenge gazdasági növekedés mellett se lépjék át, a 3 százalékos maastrichti deficitkorlátnál alacsonyabb hiányra van szükség. Ezt a célt szolgálja a strukturális egyenleg szintjén értelmezett középtávú költségvetési cél (Medium term budgetary objective, MTO) kitűzése. Ez olyan országspecifikus határérték, amely két cél elérését támogatja: gazdasági visszaesés esetén engedi az automatikus stabilizátorok működését oly módon, hogy a hiány még így se haladja meg a 3 százalékot; az MTO becslése figyelembe veszi a hosszabb távú fenntarthatóság – például az öregedő társadalom problémájából fakadó – szempontjait is. Az említett két tényező, azaz a 3 százalékos hiánykorlát és az annak elérését követő további deficitcsökkentés az MTO elérésig – kiegészítve az évente benyújtott stabilitási és konvergenciaprogramokkal – együttesen alkotják az SNE preventív ágát. Emellett a 3 százalék feletti hiánnyal rendelkező tagállamokra vonatkozik a korrekciós ág legfontosabb

eleme, a túlzottdeficit-eljárás (Excessive Deficit Procedure, EDP) megindítása.

Alapvetően a fenti keretrendszer szabja meg a költségvetési mozgástér fogalmát, amely tehát egy olyan alacsony hiányszint elérését jelenti, amely hosszabb távon is fenntartható, és lehetővé teszi az automatikus stabilizátorok működését.⁶⁸ Ezt a definíciót azonban további szempontokkal is érdemes kiegészíteni. Egyrészt az automatikus stabilizátorok működésén túlmenően a fiskális politikának bizonyos esetekben szüksége lehet diszkrecionális intézkedések használatára is, amelyek ugyancsak segíthetnek az aszimmetrikus sokkok kezelésében. Másrészt a mozgástér tekintetében a válság fontos tanulsága, hogy nemcsak a folyó költségvetési hiány, hanem az államadósság mértéke is jelentősen szűkítheti a fiskális politika lehetőségeit. Harmadrészt ugyancsak a válság világított rá arra, hogy egyes esetekben a magánszektor problémái (elsősorban a bankrendszeren keresztül) is az állami szerepvállalás felerősödését és így a hiány, illetve az államadósság számottevő emelkedését okozhatják. Kérdés, hogy erre vajon kell-e, lehet-e felkészülni a fiskális politikának megfelelő mozgástér kialakításával. Végül a rendelkezésre álló adatok és helyzetértékelés korrekciója (potenciális GDP, ciklikus pozíció becslése) is módosíthatja a mozgástér utólagos értékelését. Ezeket a kérdéseket próbáljuk meg körbejárni a továbbiakban.

A válság alapjaiban nem változtatta meg ugyan a bemutatott európai fiskális keretrendszert, de több ponton is történt előrelépés, miközben a hiányra és az adósságra vonatkozó számszerű limitek változatlanok maradtak.

1. Szorosabbá válhat az *ex ante* koordináció, melynek fő eszköze lehet az európai szemeszter bevezetése. Ezzel a fiskális fegyelem kikényszeríthetősége javulhat.
2. Az SNE preventív és korrekciós ágához kapcsolódva is megteremtették a szankciók lehetőségét, ami ösztönzőt jelenthet a tagállamok számára a fegyelmezettebb gaz-

⁶⁸ Az automatikus stabilizátor hatás alatt azt értjük, hogy az államháztartás bevételei és kiadásai követik a gazdaság ciklikus mozgását, így fellendülés időszakában a költségvetési egyenleg javul, míg recesszió alatt romlik. Ennek következtében a költségvetés oldaláról induló keresleti hatás tompítja a magánszektor gazdasági ingadozásait.

dálkodásra és a hatékonyabb alkalmazkodásra. Ugyanakkor a szankciók mértéke nem tekinthető jelentősnek, ugyanis euroövezeti tagok esetében szankcióként kis-mértékű kamatozó, majd később nem kamatozó letétek elhelyezése jöhet számításba.⁶⁹

3. Az államadósságot illetően meghatározzák a 60 százalékos feletti adósságrátával rendelkező országok számára az adósságcsökkentés ütemét, mégpedig a „többletadósság” huszadrészevel egyenlő éves mértékben. Ez a változtatás alkalmas arra, hogy a további eladósodást megfékezze, sőt a jelenlegi adósságdinamikákat tekintve az új szabályozás kemény korlátot jelenthet egyes országok számára.
4. A jövőben már nemcsak a költségvetési, hanem a szélesebb értelemben vett makrogazdasági egyensúlytalanságok monitorozásával is próbálják időben felismerni a válságra utaló jeleket.⁷⁰ Figyelembe véve, hogy a válság egyik tapasztalata az volt, hogy a magánszektor problémái gyorsan megjelenhetnek költségvetési problémaként is, ez mindenképpen fontos előrelépésnek tekinthető.

Fontos megemlíteni, hogy míg az *ex ante* koordináció már életbe lépett, addig a többi változás egyelőre még csak el nem fogadott javaslatok formájában létezik. (Az intézményi berendezkedés változásával bővebben foglalkozunk kiadványunk 1. fejezetében.)

FENNTARTHATÓ KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKA

Ahogy korábban említettük, nemcsak a költségvetési mozgástér, hanem annak fenntartható módon való elérése is fontos tényező a fiskális politika hatékonyságának megítélése szempontjából. Ez azt jelenti, hogy az alacsony hiányt olyan tartós hatású intézkedésekkel kell biztosítani, amelyek nem fordulnak vissza, és nem igényelnek rövid időn belül újra kiigazítási kényszert; az intézkedések ugyanakkor optimális esetben hozzájárulnak a hosszú távú gazdasági növekedés feltételeinek megteremtéséhez/erősítéséhez is. Magyarország eseté-

ben – tekintve az elmúlt évtizedek magas és volatilis költségvetési hiánnyal jellemezhető fiskális politikáját – mindenképpen fontos lenne a hiánycsökkentés fenti szempontokat figyelembe vevő megvalósítása, ezért a továbbiakban a sikeres fiskális konszolidációk jellemzőit tekintjük át.

A költségvetési kiigazítások jellemzésével, értékelésével számos tanulmány foglalkozik, és ezek száma csak emelkedett az elmúlt években, tekintve a válság utáni fiskális konszolidáció szükségességét. Az elemzések alapvetően a tartósan alacsony hiánnyal, csökkenő adósságrátával (költségvetési fenntarthatóság), illetve a magasabb (hosszú távú vagy potenciális) gazdasági növekedéssel jellemezhető kiigazításokat tekintik sikeresnek. A költségvetési kiigazítások rövid távon alapvetően kontrakciós jellegűek, azaz a gazdasági növekedés visszaesésével járnak együtt. Hosszabb távon ugyanakkor a kiigazítás szerkezete nagymértékben befolyásolja a gazdasági növekedés lehetőségeit. Emellett a kedvező szerkezetű és hiteles kiigazítások esetén felléphetnek az úgynevezett nem keynesi hatások is, amelyek már rövid távon is tompíthatják a gazdasági visszaesést.⁷¹

A kiigazítások értékelésével foglalkozik, illetve irodalmi áttekintést ad például Alesina–Ardagna (2010), Baksay et al. (2008), Blanchard et al. (2010), Coenen et al. (2008), Cotis (2007), Cottarelli (2010a), Cottarelli (2010b), European Commission (2010), Leigh et al. (2010).

A tanulmányokban fellelhetőek visszatérő megállapítások is, a legfontosabbakat az alábbiakban foglalhatjuk össze:

1. Az egyik leggyakrabban előforduló megállapítás, hogy a költségvetési kiigazítás inkább a kiadások csökkentésével (és emellett hatékonyabb közkiadásokkal) és kevésbé a bevételek emelésével kell hogy történjen. Ez erősítheti a nem keynesi hatásokat, azaz a gazdasági növekedés szempontjából kedvezőbb.
2. A kiadásokon belül is felállítható egy kívánatos sorrend: elsősorban a szociális transzferek csökkentése (emellett

⁶⁹ A nem euroövezeti tagoknál az uniós támogatások felfüggesztése az egyik lehetséges eszköz az Európai Bizottság számára, ennek mértéke azonban vélhetően nem haladná meg az euroövezeti tagállamok esetére alkalmazott 0,1-0,2 százalékos GDP-arányos mértéket.

⁷⁰ A makrogazdasági egyensúlytalanságok esetében szankció várhatóan csak azon euroövezeti tagországoknál alkalmazható, amelyek két egymás követő alkalommal elmulasztottak eleget tenni a Tanács ajánlásainak, vagy két egymást követő alkalommal nem tudtak megfelelő kiigazítási akcióttervet benyújtani. A büntetés a tagállam megelőző évi GDP-jének 0,1 százalékát teheti ki. Kivételes esetekben ennél kisebb mértékű büntetést is javasolhat a Bizottság az SNE-ben megfogalmazott szabályokhoz hasonlóan.

⁷¹ A téma áttekintése található például Horváth et al. (2006) vagy Benczes (2006) tanulmányában. A nem keynesi hatások alatt alapvetően azt értjük, amikor a költségvetési kiigazítás eredményeként már rövid távon is a gazdasági növekedést serkentő folyamatok indulnak be. Ez azt jelenti, hogy a kiigazítás már rövid távon is kisebb növekedési áldozattal (kivételes esetben esetleg növekedési többlettel) jár, így a gazdaságpolitikai döntéshozóknak is könnyebb meghozni a szükséges intézkedéseket. Fontos azonban megemlíteni, hogy a nem keynesi hatásokkal kapcsolatban közgazdász körökben éppen kibontakozóban van egy vita arról, hogy vajon tényleg létezik-e ez a hatás, vagy sem. Krugman (2011) például Guajardo et al. (2011) alapján azt állítja, hogy a gazdasági növekedést rövid távon is segítő fiskális kiigazítás doktrínája megdőlt, amivel ellentéteset állít például Alesina (2010).

hatékonyabbá, célzottabbá tétele; rászorultsági elv fokozottabb alkalmazása az alanyi jogú támogatások helyett stb.), majd közel hasonló fontossággal a kormányzati fogyasztás mérséklése (bérkiadások, dologi kiadások) és legvégső esetben a kormányzati beruházás csökkentése útján történjen a kiadások mérséklése.

3. Bevételi oldalon a gazdasági növekedést a leginkább torzító adók arányának mérséklése támogathatja. Ez azt jelenti, hogy mivel a munkát terhelő adók és járulékok (illetve a tőkét terhelő adók) a leginkább torzítók, ezért ezek csökkentése kedvező, miközben a kevésbé torzító fogyasztási adók, vagyoadók emelése kevésbé fogja vissza a gazdasági növekedést. Emellett amennyiben adóemelésre kell sort keríteni, akkor érdemesebb ezt az adóalapok szélesítésével, a kedvezmények szűkítésével, mintsem a kulcsok emelésével megvalósítani.
4. Politikailag minél szenzitívebb területeket érintenek az intézkedések, az annál erősebb elkötelezettséget mutat, és ezzel összefüggésben erősebb nem keynesi hatások várhatók. A mélyrehatóbb átalakítások ugyanakkor növelhetik a társadalmi ellenállást is, ami nehezítheti a végrehajtást.

5. A fiskális szabályok, ellenőrző intézmények felállítása, működtetése is segíthet a konszolidációban, a költségvetési fegyelem elérésében és fenntartásában, illetve a hitelesség erősítésében.

6. A strukturális reformok (munkapiac, termékpiac, nagy elosztórendszerek) támogathatják a kiigazítások sikerét. Egyrészt közvetlenül, az alacsonyabb költségvetési kiadásokon, másrészt közvetve, a magasabb gazdasági növekedésből fakadó magasabb bevételeken keresztül. A strukturális reformoknak rövid távon lehetnek költségei, megfelelő tervezés és végrehajtás esetén azonban hosszabb távon megtakarítások érhetők el velük.

A kiigazítás szerkezetére vonatkozó stratégiák (1., 2. és 3. megállapítás) mellett létezhetnek sikeres kevert stratégiák is. Ilyennek számít például, ha a kiigazítás először adóemelésre és az állami beruházások csökkentésére épít, majd csak ezt követi a transzferek vagy a kormányzati fogyasztás mérséklése. Erre általában akkor kerül sor, amikor nincs elegendő idő a több előkészítést igénylő szerkezeti reformok kidolgozására, illetve gyorsan kell egyenlegjavulást elérni. Mindemellett az adóemelés csak abban az esetben lehet sikeres kezdeti stratégia, ha a kiinduló adóbevételi szint viszonylag alacsony.

3.3. Milyen tanulságok szűrhetők le az euroövezeti országok válság alatti fiskális politikájából?

Ebben a fejezetben azt fogjuk megvizsgálni, hogy az euroövezet tagállamai számára volt-e költségvetési mozgástér a válság kitörésekor, illetve hogyan éltek ezzel a mozgástérrel. A válság fontos tanulsága, hogy a konjunkturális környezet gyors változása és a növekedési kilátások tartós romlása következtében a költségvetési mozgástér ex post lényegesen kisebbnek bizonyul, mint ex ante. Ugyancsak a fiskális politika lehetőségeit szűkíti, hogy a pénzügyi válság kapcsán számos országban elkerülhetetlenül nő a magán-szektorral (elsősorban a bankrendszerrel) kapcsolatban felmerülő fiskális szerepvállalás kényszere, ami döntő részben az adósság, kisebb részben a költségvetési hiány növelésén keresztül növeli a fiskális sebezhetőséget.

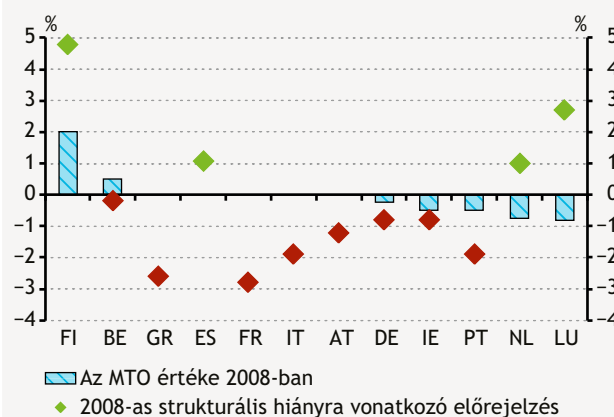
KÖLTSÉGVETÉSI MOZGÁSTÉR⁷²

2008 elején a hivatalos költségvetési adatokat tekintve úgy látszott, hogy mind a 2007-es hiányok alakulása, mind a várható 2008-as költségvetési folyamatok alapján van lehetőség fiskális lazításra, hiszen az ESA-szemléletű hiányok az euroövezet országaiban 3 százalék alatt voltak.⁷³ Az euroövezet 12 tagállamának átlagos költségvetési hiánya mindkét évben a GDP 0 százaléka körül alakult.⁷⁴ Ezek alapján lényegében minden ország fiskális élénkítés mellett döntött: engedték a kialakuló gazdasági válság kapcsán romló egyenleg kialakulását (automatikus stabilizátor hatás), illetve diszkrecionális intézkedésekkel is próbálták a gazdasági visszaesés hatásait tompítani.

Az MTO elérése szempontjából már korántsem rendelkezett minden ország költségvetési mozgástérrel a válság kezdetén. A 2008 elején rendelkezésre álló adatok alapján azt

3-1. ábra
Az euroövezet országainak MTO-ja és a strukturális egyenlegre vonatkozó előrejelzések 2008-ban

(GDP arányában)⁷⁵



Forrás: European Commission (2008).

látjuk, hogy míg az euroövezeti tagállamok mindegyikének költségvetési hiánya a 3 százalékos limit alatt helyezkedett el, addig a 12 tagállamból 8 ország kisebb-nagyobb mértékben elmaradt az MTO teljesítésétől. A legnagyobb elmaradás Görögországban, Portugáliában, Olaszországban és Franciaországban volt tapasztalható, miközben például Finnországban, Hollandiában vagy Spanyolországban az MTO-nál kedvezőbb strukturális pozíció rajzolódott ki.

Az államadósság tekintetében még inkább vegyes volt a kép. Egyes tagállamok igen alacsony adósságrátával rendelkeztek (Írország: 26,9%, Finnország: 31,9%, Spanyolország: 35,3%, Hollandia: 42,4%), míg másoknál jóval jelentősebb

⁷² A rendelkezésre álló mozgástér bemutatásakor a válság elején elérhető információkat igyekszünk felhasználni. Ez azt jelenti, hogy az adatok az Európai Bizottság 2008. tavaszi előrejelzéséből származnak, azaz abból az időszakból, amikor még nem indult meg a költségvetési intézkedések sorozata, illetve egyáltalán nem látszott a maihoz hasonló pontossággal a gazdasági visszaesés mértéke. Ezek az előrejelzések nagyjából tükrözik azt a képet, amit a döntéshozók a fiskális mozgástér értékelésekor láthattak (European Commission, 2008).

⁷³ A jelenleg rendelkezésünkre álló, felülvizsgált adatok alapján viszont 2007-ben sem Görögország, sem Portugália költségvetési hiánya nem volt 3 százalék alatt.

⁷⁴ Elemzésünkben alapvetően azt a 12 euroövezeti tagállamot vizsgáljuk, amelyek már a válság kitörésekor, illetve azt megelőzően is az eurozóna tagjai voltak – azaz az újonnan csatlakozott tagállamok (Szlovénia, Szlovákia, Észtország, Ciprus, Málta) adatait nem vettük figyelembe.

⁷⁵ Elemzésünkben az uniós tagállamok esetében az Eurostat hivatalos rövidítéseit használjuk: BE: Belgium, BG: Bulgária, CZ: Csehország, DK: Dánia, DE: Németország, EE: Észtország, IE: Írország, GR: Görögország, ES: Spanyolország, FR: Franciaország, IT: Olaszország, CY: Ciprus, LU: Luxemburg, LT: Litvánia, LV: Lettország, HU: Magyarország, NL: Hollandia, AT: Ausztria, PL: Lengyelország, PT: Portugália, RO: Románia, SI: Szlovénia, SK: Szlovákia, FI: Finnország, SE: Svédország, UK: Egyesült Királyság.

3-1. táblázat			
Az euroövezeti tagállamok rendelkezésére álló mozgástér			
<i>(X: érdemi elmaradás a céltól, illetve adósság esetében 60 százalékot jelentősebben meghaladó szint)</i>			
	Költségvetési hiány	Strukturális hiány (MTO)	Államadósság
Finnország	✓	✓	✓
Hollandia	✓	✓	✓
Írország	✓	✓	✓
Luxemburg	✓	✓	✓
Németország	✓	✓	✓
Spanyolország	✓	✓	✓
Ausztria	✓	X	✓
Franciaország	✓	X	✓
Belgium	✓	✓	X
Portugália	✓	X	X
Olaszország	✓	X	X
Görögország	✓	X	X

volt az állam eladósodásának mértéke (Olaszország: 103,2%, Görögország: 92,4%, Belgium: 81,9%).⁷⁶

2008-ban az összes övezeti tag államháztartási hiánya formálisan 3% alatt állt ugyan, összességében az euroövezeten belül három országcsoporthot lehet elkülöníteni: (1) országok, amelyek a strukturális hiány és az adósság szint alapján rendelkeztek költségvetési mozgástérrel; (2) országok, ahol csak az egyik mutató alapján volt mozgástér; (3) országok, ahol semmilyen tekintetben nem volt érdemi mozgástér.

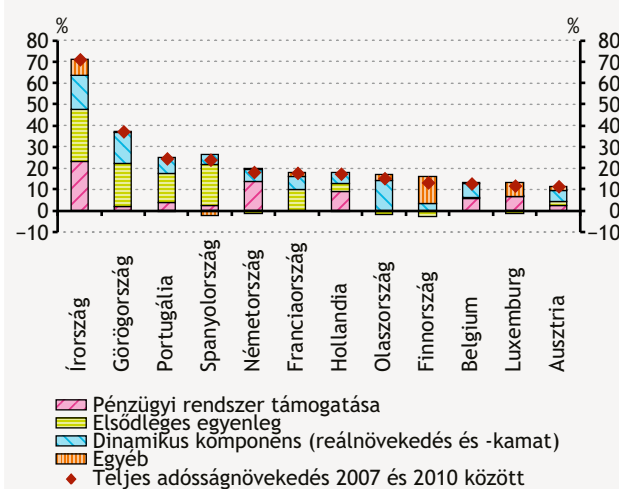
Ezek alapján a legkedvezőbb kiinduló helyzettel Németország, Hollandia, Luxemburg és Finnország mellett, a később a finanszírozási költségek jelentős emelkedésével szembesülő Spanyolország és Írország rendelkezett. A középső csoportba tartozott Franciaország és Ausztria, amelyeket az adósságprobléma kevésbé, inkább az MTO-tól érdemben elmaradó strukturális pozíció jellemzett, és Belgium, ahol a konszolidált hiányszint mellett magas államadósság volt megfigyelhető. A legkedvezőtlenebb kiinduló helyzetben Görögország, Portugália és Olaszország volt, ahol mind a folyó hiány, mind az adósság tekintetében komoly problémák adódtak.

A költségvetési lazítás szerkezete az euroövezet tagállamaiban

2008 és 2009 folyamán az összes euroövezeti tagállamban növekedett a költségvetési hiány és az államadósság. Az alacsonyabb kiinduló adósság szinttel rendelkező tagországokban a költségvetési hiány átlagosan magasabb növekedése volt megfigyelhető. A kedvezőtlen kiinduló helyzetű

3-2. ábra
Az adósságráta változásának felbontása 2007 és 2010 között az euroövezet tagállamaiban

(GDP arányában)



Forrás: Európai Bizottság 2011. tavaszi előrejelzése.

országok közül ugyanakkor Görögország és Portugália igen jelentősen, Olaszország pedig viszonylag kisebb mértékben növelte hiányát. A gazdasági visszaesés és a kormányzati intézkedések (köztük a magánszektor pénzügyi támogatása) következtében az államadósság-ráták is jelentősen emelkedtek. A legszámottevőbb emelkedést az eurozóna perifériaországi mutatták, ahol a dinamikus tényezők (azaz a gazdasági visszaesés és a hozamemelkedés együttesen) hatása mellett az elsődleges egyenleg romlása is nagymértékben járult hozzá az adósság növekedéséhez.⁷⁷

⁷⁶ A jelenleg rendelkezésre álló adatok több ország esetében 2007-re vonatkozóan módosultak, illetve a gazdasági válság és a kormányzati intézkedések következtében 2008-ra vonatkozóan is magasabb értékeket mutatnak.

⁷⁷ Az adósságdinamikai számítások pontos módszertanát részletesen bemutatja például Czeti-Hoffmann (2006).

A költségvetési hiány növekedését alapvetően két fő tényezőre vezethetjük vissza: (1) az automatikus stabilizátorok működéséből fakadó egyenlegromlásra, (2) a diszkracionális kormányzati intézkedésekre, beleértve a pénzügyi közvetítőrendszer részére nyújtott támogatásokat. A pénzügyi rendszer támogatásának költsége döntő részben csak az adósságban jelent meg, a költségvetési hiány hatása Írország esetétől eltekintve lényegesen kisebb.

tőrendszer részére nyújtott támogatásokat. A pénzügyi rendszer támogatásának költsége döntő részben csak az adósságban jelent meg, a költségvetési hiány hatása Írország esetétől eltekintve lényegesen kisebb.

3-1. keretes írás

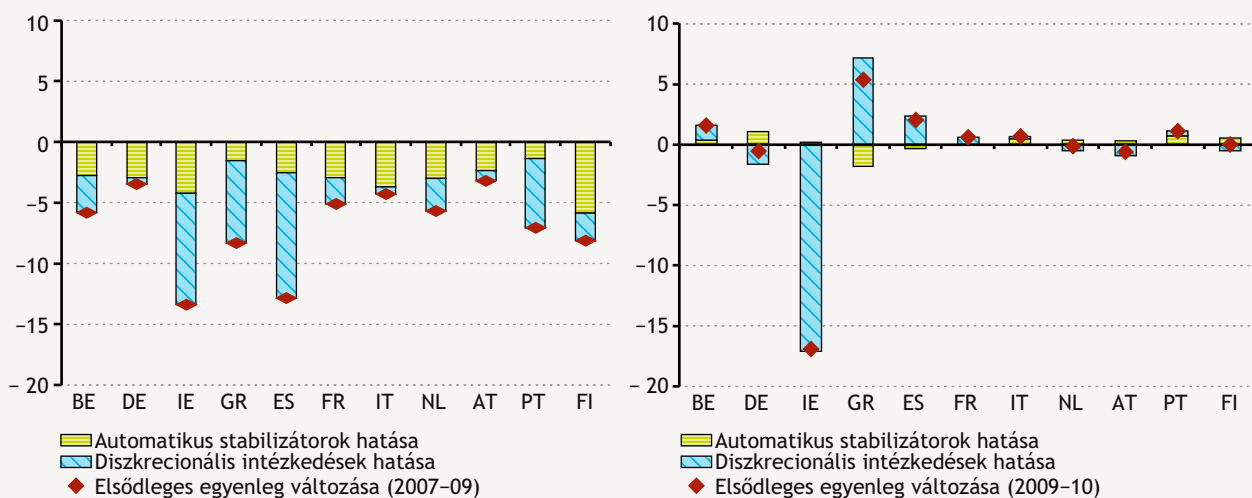
Az államháztartásiegyenleg-változás felbontásának módszertana

A ciklikus és diszkracionális tényezők szétválasztását a hivatalos és a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg-mutatók alapján vizsgálhatjuk. A teljes hatást a hivatalos elsődleges egyenleg változásaként értelmezzük, az intézkedések hatását a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg változásaként definiáljuk, míg az automatikus stabilizátorok hatását a két változás különbségként fogjuk fel. Az alkalmazott módszer több bizonytalansági tényezőt is hordoz.⁷⁸ Egyrészt figyelembe kell venni a ciklikus igazítás bizonytalanságát és az utólagos korrekciók lehetőségét. Ebben szerepet játszanak a potenciális GDP revíziói, a strukturális törés problémája, amelyek hatással vannak a ciklikus pozíció megítélésére. Másrészt torzíthatják az értékelésünket azok a tényezők, amelyek nem sorolhatók sem az intézkedések közé, de nem tekinthetők a ciklus hatásának sem.⁷⁹ A válságot közvetlenül megelőző években számos országban tapasztaltak olyan bevételi többleteket, amelyek sem a ciklussal, sem intézkedésekkel nem voltak magyarázhatóak. Ezek, az adóbevételek adóalapokra vonatkozó rugalmasságának változásából fakadó többletbevételek, a válság alatt csökkentek, így a költségvetési egyenleg romlásában a ciklikus hatások és az intézkedések mellett a „windfall revenue”-k kiesése is szerepet játszhatott.

3-3. ábra

Az euroövezet 11 tagállamának elsődleges államháztartásiegyenleg-változásának felbontása 2007 és 2009, illetve 2009 és 2010 között

(GDP arányában)



Megjegyzés: Pozitív érték az egyenleg javulását, míg negatív érték az egyenleg romlását jelzi. Az ábrán Luxemburg adatai nem szerepelnek.
Forrás: AMECO adatbázis.

⁷⁸ Egyes tanulmányok nem a ciklikusan igazított költségvetési egyenlegek alapján, hanem az egyes kormányzati intézkedések tételes összegyűjtésével és összegzésével próbálják meghatározni a diszkracionális intézkedések hatását (ún. „action-based approach”, lásd például Leigh et al., 2010). Ez a módszer elvileg pontosabban reprodukálja ugyan az intézkedéseket, de nem állnak rendelkezésre minden országra jó minőségű, nyilvános adatbázisok ezzel kapcsolatban. Emellett sokszor nehéz meghatározni, mit is értünk pontosan intézkedés alatt, és mi lenne az intézkedés nélküli állapot (ez elsősorban a kiadások esetében jelenthet érdemi problémát, ahol a trend-GDP becslésének bizonytalansága jelentősen módosíthatja az intézkedések mértékét). A témával bővebben foglalkozik P. Kiss-Szemere (2011).

⁷⁹ Ilyen például (1) az eszközárak változásának hatása a bevételekre (ami ciklikus folyamatnak tekinthető ugyan, de a ciklikus igazítás hagyományos módszerei nem tudják kellőképpen megragadni ezt a jelenséget), (2) az adóbevételek és adóalapok közötti rugalmasság változása (pl. adóbeszedési hatékonyság változása), amit nem feltétlenül ragad meg a ciklikus igazítás módszertana, vagy (3) ezek speciális eseteként az úgynevezett „windfall revenue”-k problematikája is. Részben ezen hatások bemutatására és számszerűsítésére tesz kísérletet néhány euroövezeti ország 1998 és 2004 közötti adatain Kremer et al. (2006) tanulmánya is.

Számításaink szerint 2008–2009-ben a költségvetési hiány emelkedésében jelentős szerepe volt a gazdasági visszaesésnek, néhány ország azonban (a legnagyobb mértékben Görögország, Írország, Spanyolország, Portugália) ezenfelül számottevő költségvetési hatással bíró, diskrecionális intézkedést hozott.⁸⁰ Ezek alapján úgy tűnik, hogy a befektetői bizalom elsősorban azon országok iránt gyengült meg, ahol az automatikus stabilizátorok működésének engedése mellett jelentős fiskális lazításra is sor került (beleértve a magánszektor pénzügyi támogatását).

2010-ben a vizsgált országok többségében az elsődleges egyenlegek nem változtak érdemben. Ez alól kivételt jelentett Írország, ahol a bankrendszer megsegítése jelentős kormányzati intézkedéseket igényelt, ami tovább növelte a hiányt és az adósságot (a pénzügyi rendszer támogatása nélkül 2010-ben már Írországban is költségvetési szigorítást tapasztaltunk volna), illetve Görögország és Spanyolország, ahol már érdemben megindult a költségvetési konszolidáció.

Az európai adósságválság kapcsán szóba kerülő országok némileg eltérő okok miatt kerültek bajba. Görögország esetében sem az adósság, sem a hiány tekintetében nem volt mozgástér, miközben az egyik legjelentősebb költségvetési lazítást hajtották végre. Írország esetében a kedvező kiinduló helyzet ellenére a bankrendszer megsegítésének költségei, a többi kedvező kiinduló helyzetű országhoz képest is jelentős lazítás, illetve az igen mély recesszió határozták meg az adósságnövekmény döntő részét. Portugáliában leginkább az MTO szempontjából kedvezőtlen kiinduló helyzet, míg Spanyolországban a kedvező kiinduló helyzetben megvalósuló túlzott fiskális expanzió jelentett problémát.

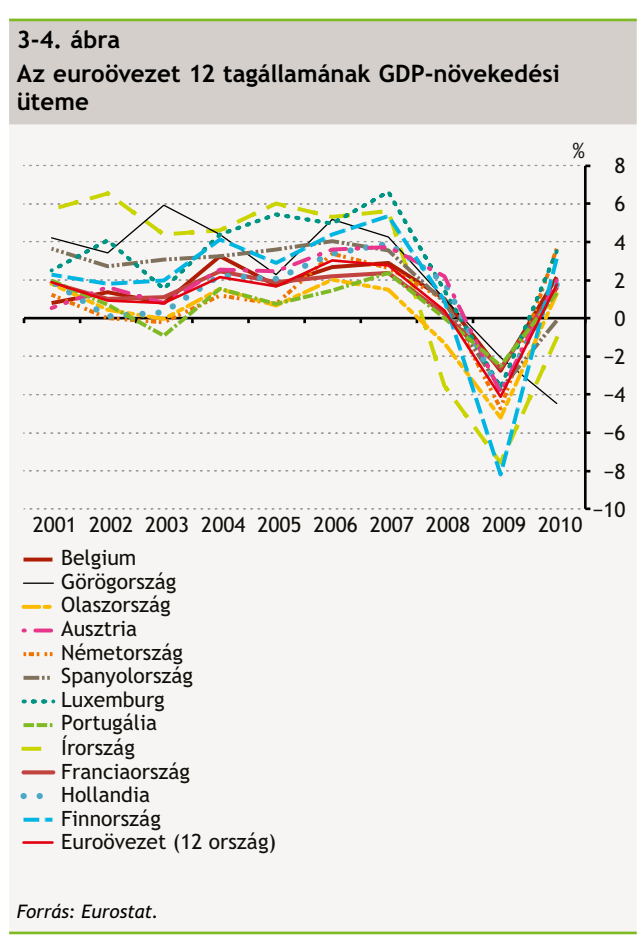
3.3.1. A MOZGÁSTÉRREL KAPCSOLATOS DILEMMÁK

A válság következtében minden tagállamban jelentősen 3 százalék fölé emelkedett a költségvetési hiány mértéke, azaz nyilvánvalóan nem működött a „normál” időszakokra tervezett fiskális szabályrendszer. Így az európai fiskális politikai keretrendszerrel kapcsolatban több fontos kérdés, dilemma is felmerül, amelyek azonban alapvetően egy kérdés köré csoportosíthatók: mekkora az a sokk, amire a fiskális politikának mozgástérrel kell képeznie? Három szempontot szeretnénk felvetni ezzel kapcsolatban, amelyek mind a helyzet kivételes jellegére utalnak, és felemésztették a „normál” időkre méretezett mozgástérrel.

1. Normál, illetve extrém gazdasági helyzetek.
2. Költségvetési mozgástér *ex ante* és *ex post* értékelésének eltérései.
3. Magánszektor (elsősorban a bankrendszer) finanszírozási problémáinak kezelése.

3.3.1.1. Normál vs. extrém gazdasági helyzetek

A pénzügyi világválság olyan extrém mértékű gazdasági visszaeséssel párosult, amire már nem vonatkoznak az SNE követelményei. Az euroövezet 12 tagállama a válság előtti időszak átlagosan közel 2 százalékos gazdasági növekedésével szemben 2009-ben 2 és 8 százalék közötti, átlagosan több mint 4 százalékos GDP-visszaesést könyvelt el. Az SNE értelmében a fiskális keretrendszer ebben az esetben nem szolgálhat útmutatásul, azaz nem arra tervezték, hogy ilyen szélsőségesen recessziós helyzetben is 3 százalék alatt tart-



⁸⁰ Hasonló eredményeket kapott Blanchard et al. (2010) is az egyes országok fiskális intézkedéseinek mértékére vonatkozóan a strukturális elsődleges egyenlegek vizsgálatából kiindulva.

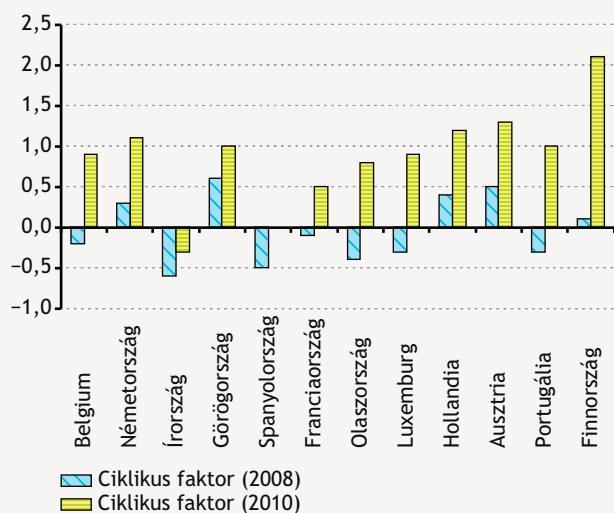
sák a tagállamok költségvetési hiányukat, még az MTO elérése esetén sem.

3.3.1.2. Költségvetési mozgáster *ex ante* és *ex post* értékelése

További fontos dilemmát jelent a válság alatt folytatott fiskális politika értékelésével kapcsolatban, hogy a válság kitörésekor egyes tagállamok gondolhatták úgy, hogy van mozgáster a fiskális politikán keresztül gazdaságélénkítésre, de néhány esetben utólag kiderülhetett, hogy ez a mozgáster mégsem állt rendelkezésre. Ennek hátterében elsősorban a gazdaság – és így a költségvetés – ciklikus pozíciójának változó megítélése állhat, ugyanis a válság kapcsán számos ország felülvizsgálta a potenciális GDP-ről alkotott képét. A lefelé módosított potenciális GDP következtében a ciklikusan igazított költségvetési egyenlegek *ex post* kevésbé kedvező képet mutattak, azaz utólag mégsem látszik akkora mozgáster, mint a válság kezdetén.

3-5. ábra
A 2008-ra vonatkozó ciklikus faktor⁸¹ változása 2008 és 2010 között

(GDP arányában)



Megjegyzés: Pozitív érték azt jelenti, hogy a strukturális egyenleg kedvezőtlenebb a hivatalos egyenleghöz, míg negatív érték esetén fordítva. Forrás: European Commission (2008), European Commission (2010).

Ehhez kapcsolódóan a nyilvánosan elérhető előrejelzések segítségével (European Commission, 2008; European Commission, 2010) összehasonlítottuk, hogy az Európai Bizottság mit jelzett előre 2008-ban, és mit gondolt utólag, 2010-ben a 2008-as strukturális költségvetési pozícióról. A teljes egyenlegre vonatkozóan is megváltoztak az értékek,

ami a strukturális egyenleget is változtatja, ezt kiszűrve is azt tapasztaljuk azonban, hogy a hivatalos és a strukturális egyenleg különbségeként definiált „strukturális faktor” lényegesen, átlagosan 0,9 százalékponttal romlott 2008-ról 2010-re. Ez azt jelenti, hogy *ex post* közel 1 százalékponttal kedvezőtlenebb strukturális pozíciót láthatunk, mint a válság elején. Érdekes, hogy Görögország, Írország vagy Spanyolország esetében viszonylag korlátozott volt az utólagos korrekció mértéke, azaz ezekben az országokban az utólag látszó mozgáster nem szűkült érdemben a 2008-ban érzékelthez képest. Ezzel szemben például a legnagyobb korrekciókra Finnország esetében került sor, ami egyébként részben magyarázhatja is a finn költségvetési hiánynak az euroövezet átlagához viszonyított jelentősebb emelkedését.

3.3.1.3. A pénzügyi szektornak történő állami segítségnyújtás

A költségvetési mozgáster elégségessége és a válság alatt folytatott fiskális politika értékelésénél fontos figyelembe venni a magánszektor – elsősorban a bankrendszer – finanszírozási problémáiból fakadó állami szerepvállalás mértékét is. Az euroövezet tagállamaiban 2008 és 2010 között szinte mindenhol sor került különböző mértékben és formában a pénzügyi rendszer részére nyújtott költségvetési támogatásokra. A pénzügyi szektornak nyújtott támogatások között meg kell különböztetni a költségvetési hiányban és/vagy államadósságban megjelenő támogatásokat, illetve a hivatalos statisztikákon kívüli állami garanciákat és kezességvállalásokat, amelyek növelhetik a költségvetési kockázatokat.

A költségvetési hiányban egyedül Írország esetében került elszámolásra – elsősorban 2010-ben – számottevő, a GDP 20 százalékát meghaladó összeg, a többi tagállam ennél lényegesen kevesebb, nulla közeli hiányhatással bíró támogatást nyújtott. Ugyanakkor az államadósság terén már több országban is tapasztalhattunk jelentősebb támogatásokat, így például Írország mellett Németországban, a Benelux államokban, illetve az euroövezeten kívüli Nagy-Britanniában is megfigyelhető volt érdemi, a GDP 5 százalékát meghaladó adósságráta-emelkedés a pénzügyi szektor támogatása következtében.

A válság következtében minden országban történt állami garanciavállalás a pénzügyi szektorral kapcsolatban, amelyek nagyságrendje jóval meghaladja az adósságban megjelenő támogatások mértékét. Ez a jelenség elsősorban Írország, Görögország, Belgium és Nagy-Britannia volt megfigyelhető.

⁸¹ Egészen pontosan az ábrán a hivatalos és a strukturális egyenleg különbségét ábrázoltuk, ez a legtöbb esetben azonban jól mutatja a ciklikus pozíció változását is, ugyanis a strukturális egyenleg a hivatalos egyenleg, a ciklikus faktor és az általában kisebb jelentőségű egyszeri tényezők összegeként adódik.

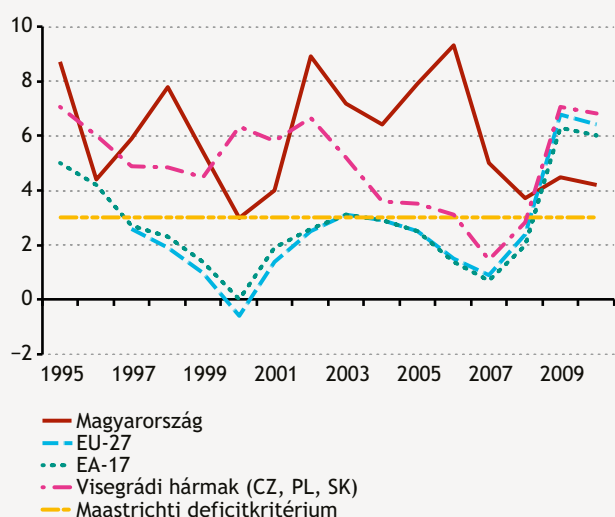
3.4. Költségvetési mozgástér a magyar fiskális politikában

A magyar fiskális politika elmúlt két évtizedét áttekintve azt tapasztalhatjuk, hogy az elemzésünk elején bemutatott értelemben a költségvetés sosem rendelkezett érdemi mozgástérrel.⁸² Az államháztartás GDP-arányos hiánya soha nem volt 3 százalék alatt, így jóval meghaladta mind a teljes Európai Unió, mind az euroövezet átlagát. A válságot megelőző bő egy évtizedben a költségvetési hiány uniós átlaga tartósan 3 százalék alatt alakult, miközben a magyar hiány átlagosan 6 százalék felett volt. A költségvetési hiány nemcsak az euroövezet tagállamaihoz, hanem a velünk hasonló fejlettségű országokhoz képest is magas volt. Miközben a visegrádi hármak (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) költségvetési hiánya 2002-ig átlagosan közel volt a magyar szinthez, 2002 után a többi országban megindult a konszolidáció, aminek következtében a válságot megelőzően az országcsoport hiánya már a 3 százalékos szint alá süllyedt.

3-6. ábra

Magyarország és egyes országcsoportok államháztartási hiányának alakulása

(GDP arányában)



Forrás: Eurostat.

A költségvetési hiány tartósan magas szintje mellett az államadósság elmaradt ugyan a fejlettebb euroövezeti tagállamok átlagától, de lényegesen meghaladta a hozzánk hasonló fejlettségű kelet-közép-európai országok átlagát. Az adósságráta az elmúlt két évtizedben csak 1998 és 2004 között volt 60 százalék alatt. A magas adósságszint következtében a válság utáni költségvetési konszolidáció a recesszió hatásai miatt csak az adósságráta stabilizálására volt képes, így 2010 végén 80 százalék közelében alakult a GDP-arányos eladósodottságunk.

3.4.1. MILYEN FISKÁLIS CÉLRENDSZER BIZTOSÍTHATJA A SZÜKSÉGES KÖLTSÉGVETÉSI MOZGÁSTERET?

A Magyarország számára jelenleg érvényes fiskális keretrendszer sarokköveit a maastrichti hiány- és adósságkritérium mellett az MTO, az Alaptörvényben rögzített 50 százalékos adósságkorlát és a költségvetési felelősségről szóló törvény alkotják.

Azaz Magyarországon jelenleg – az uniós fiskális keretrendszer mellett – saját fiskális szabályrendszer is érvényben van. Egyrészt érvényben van a reáladósság-szabály, amelynek értelmében az államadósság reálértéke terv szerint nem növekedhet az egyik évről a másikra. Másrészt az Alaptörvény értelmében az 50 százalékos szint eléréséig évről évre csökkennie kell a központi költségvetés GDP-arányos adósságrátájának. A két szabály közül a reál-GDP növekedése esetén a reáladósság-szabály korlátozóbb jellegű. Mindazonáltal a szabályok nem mondanak semmit a cél elérésének módjáról, azt a törvényalkotókra bízák.

A 2008-ban megalkotott fiskális felelősségi törvény a fiskális szabályok mellett létrehozott egy jogilag független intézményt is, 2010-ben azonban a fiskális keretrendszer átalakításra került. Ennek eredményeképpen a GDP-arányos adósságrátára vonatkozó korlát bekerült az Alaptörvénybe is, míg a szerkezetében átalakított Költségvetési Tanács

⁸² Elemzésünkben nagymértékben támaszkodunk az MNB 2011. szeptemberi Jelentés az infláció alakulásáról című kiadványának költségvetési fejezetére, illetve a 2011. júliusában megjelent Elemzés az államháztartásról című kiadványunkra. Az értékelés szeptember közepi állapotot tükröz, elemzésünkben a 2011. szeptember 20-ig beérkező információkat tudtuk figyelembe venni.

erősebb jogosítványokat kapott a költségvetési folyamatok kontrollálására, illetve adott esetben a költségvetési törvényalkotási folyamat megállítása is. Ugyanakkor a korábbi gyakorlattal szemben a megújult Költségvetési Tanács esetében hiányzik a költségvetési folyamatok egész évben történő folyamatos figyelemmel kísérése, a törvénymódosítások költségvetési hatásainak azonnali értékelése, tevékenysége elsősorban a következő évi költségvetési törvényjavaslat időszakára korlátozódik.

Az MTO, azaz a középtávú hiánycél jelenleg Magyarország esetében 1,5 százalék, a célt azonban az Európai Bizottság rendszeresen felülvizsgálja. A magán-nyugdíjpénztári rendszer 2010-es átalakítása a költségvetés implicit kötelezettségeinek emelkedéséhez vezethet, ami a felülvizsgálat során szigorúbb MTO kitűzésében is tükröződhet. A 3 százalékos ESA-hiánykritérium a ciklikus helyzettől függően jelent az MTO által megköveteltnél lazább vagy szigorúbb korlátot.⁸³ A válságnak ugyanakkor fontos tapasztalata, hogy a fiskális mozgástér értékelésében nem a költségvetési hiánynak, hanem az adósságnak kell meghatározó szerepet tulajdonítani. Ezért a hiánycélok elégségességét is az adósság-cél és az adósságdinamika szempontjából érdemes megítélni.

A maastrichti kritériumrendszer 60 százalék alatti bruttó államadósság-szintet, vagy ennél magasabb érték esetén csökkenő adósságpályát ír elő a tagállamok számára. Emellett a 2011-ben elfogadott új magyar Alaptörvény a központi költségvetés adósságára 50 százalékos korlátot szab meg. Az önkormányzatok adósságát is figyelembe véve⁸⁴ azonban – amely jelenleg a GDP 5 százaléka körül alakul – ez nem jelent az uniós kritériumnál érdemben szigorúbb adósságkorlátot. A szakirodalom is foglalkozik az optimális adósság-szint problémájával és – bár érdemi bizonytalanság mellett – az alacsonyabb adósság növekedésösztönző hatását mutatja ki (lásd 3-2. keretes írás). Ezen túlmenően is számos érv szól amellett, hogy érdemes hazánk esetében a 60 százalékos korlátnál alacsonyabb adósságplafont megcélozni.

1. A hasonló fejlettségű országok GDP-arányos adósság-szintje 60 százalékánál alacsonyabb.

Az államadósság-ráták fejlettség (egy főre jutó GDP) mentén történő nemzetközi összehasonlítása több szempontból is releváns. Egyrészt a jövedelemtermelő képességre tekint-

hetünk úgy, mint az állam adóztatási, azaz adósság-vissza-fizetési képességének mérőszámára (Ódor-P. Kiss, 2011). Másrészt a piaci szereplők egy ország fundamentális helyzetét jellemzően a hasonló fejlettségű országokkal összehasonlítva ítélik meg. A fentiekkel összhangban azt tapasztaljuk, hogy a fejlettebb országok hosszú távon magasabb adósságrátát képesek fenntartani, a hasonló fejlettségű országoknál pedig a tartósan magasabb adósságszint a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedéséhez és a befektetői hangulat változására érzékenyebb eszközár-alakuláshoz vezethet.

A hasonló fejlettségű versenytársaink átlagos adósságszintje elmarad a kibocsátásuk 60 százalékától. A visegrádi hármas (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) átlaga jelenleg 45 százalék, míg a 2004 után csatlakozott közép-kelet-európai országok átlaga 34 százalék volt 2010 végén.

2. Külső eladósodottságunk mérséklésének igénye is alacsonyabb államadósság-szintet indokolhat.

A fiskális politika külső egyensúlyi folyamatokra gyakorolt hatása szempontjából kulcsfontosságú a magánszektor viselkedése. Ha a háztartások megtakarítási hajlandósága magas, vagy a költségvetésihiány-növekedést átmenetinek vélik, azaz megtakarításaikat növelve készülnek fel a későbbi szigorításra (ricardói viselkedés), akkor az államadósság növekedésével párhuzamosan a lakosság pénzügyi vagyona is emelkedhet. Ebben az esetben az állam eladósodása nem jár külső eladósodással. Belgium, Olaszország és Japán esetében is megfigyelhetjük, hogy a magas államadósság mellett a külső eladósodottság mérsékelte, mivel a lakosság magas pénzügyi vagyona közvetlenül, vagy egyéb szektorokon keresztül közvetve jelentős szerepet tölt be az államadósság finanszírozásában. A lakosság pénzügyi vagyonán alapuló összevetés Magyarország számára ismét a 60 százalékos célértéktől elmaradó, 40-50 százalék körüli államadósság-szintet indokol.

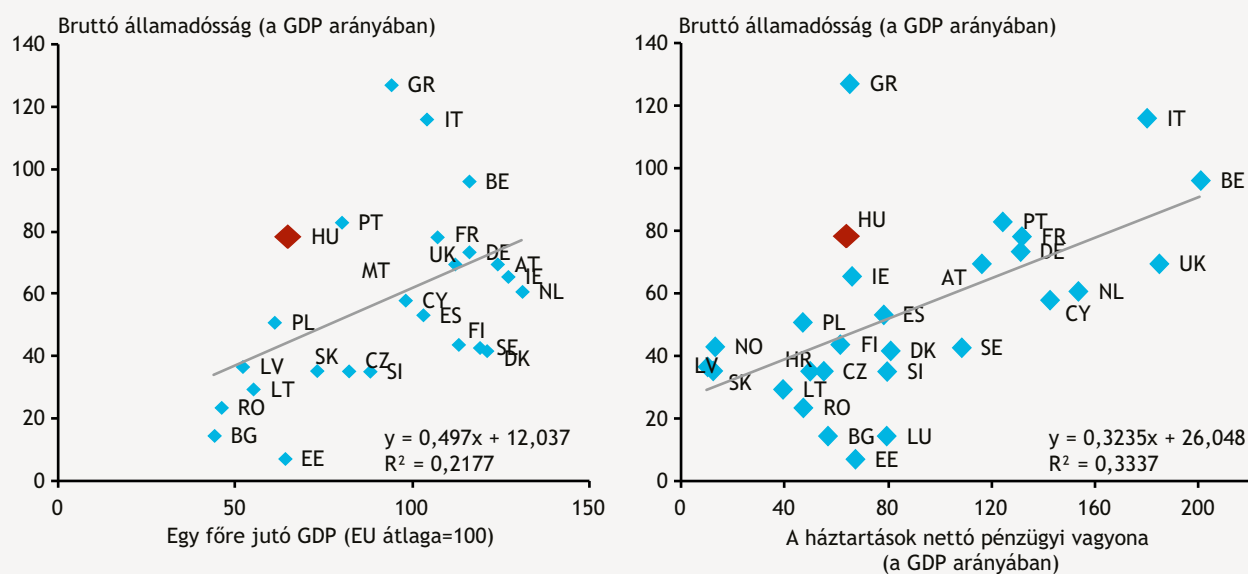
Az ország fejlettségéhez képest magas külső és belső eladósodottság a magyar befektetésektől elvárt kockázati prémium szintjében és a befektetői hangulat megváltozására vonatkozó érzékenységben is tükröződik. A számunkra referenciaként szolgáló, hasonló fejlettségű visegrádi országokkal összehasonlítva azt tapasztaljuk, hogy a 2008–2010-es időszak egészét tekintve viszonylag kedvező költségveté-

⁸³ Ha a kibocsátás jelentős mértékben elmarad a potenciálistól, azaz a kibocsátási rés jelentős mértékben negatív, akkor az MTO-val konzisztens strukturális pozíció sem garantálja a maastrichti hiánycél elérését. A potenciális szintet meghaladó kibocsátás esetén ugyanakkor a 3 százalékos hiánykritérium elérése sem jelenti a hosszú távú fenntarthatóság szempontjából szükségesnek tartott strukturális hiánycél teljesítését.

⁸⁴ Az Alaptörvény utal arra, hogy az önkormányzati eladósodáshoz a jövőben a kormányzat engedélyére lehet szükség („a költségvetési egyensúly megőrzése érdekében a helyi önkormányzat törvényben meghatározott értékű kölcsönfelvételét vagy más kötelezettségvállalását feltételhez, illetve a kormány hozzájárulásához kötheti”). Az engedélykötelesség bevezetése önmagában fontos lépés az önkormányzatok eladósodásának központi felügyelete irányába. Ugyanakkor az a tény, hogy az Alaptörvényben nem a maastrichti kritériumokkal konzisztens bruttó államadósság szerepel, lehetővé teszi, hogy a korlát ellenére a piac és a nemzetközi intézmények által figyelt adósságmutató akár 60 százalék fölé emelkedjen.

3-7. ábra

Az egy főre jutó GDP és a háztartások nettó pénzügyi vagyona az államadóssággal összevetve



Megjegyzés: 2009-ben, százalék.

Forrás: Eurostat.

sihiány-szint⁸⁵ ellenére leginkább a magyar, legkevésbé pedig a legalacsonyabb adósságrátákkal rendelkező cseh és szlovák kockázati mutatók emelkedtek meg a válság időszakában. A válság 2008-as kitörésekor is minket érintett leginkább a kockázati étvágy hirtelen visszaesése, és 2010 tavaszán a görög, majd később az euroövezet periferiáját érintő adósságválság is Magyarország relatív pozícióját érintette a leginkább.⁸⁶ A külső és belső eladósodottság mérséklődése a hazai befektetésektől elvárt prémium csökkenésében, azaz a teljes gazdaság finanszírozási költségének tartós csökkenésében és kiegyensúlyozottabb alakulásában is megjelenhet.

3. A magasabb adósság szint irányába mutató aszimmetrikus kockázatok és az adósság szerkezetéből fakadó sérülékenység is alacsonyabb célértéket indokolhat.

Az állam kvázifiskális tevékenysége következtében jelentős az implicit és explicit állami garanciavállalások mértéke. Az esetleges adósságvállalások a jövőben mind a hiány, mind az adósság emelkedésében megjelenhetnek.

A bruttó államadósság szempontjából további kockázatot jelent, hogy válság időszakában megnő a finanszírozási tartalék jelentősége. Az államadósság, illetve a hiány folyamatos finanszírozásának biztosítása és a nem várt – adott esetben a hiányban nem megjelenő – kiadások fedezetének megteremtése az állam rendelkezésére álló likvid pénzügyi eszközök növelését indokolja, ami változatlan nettó államadósság szint mellett átmenetileg ugyancsak a bruttó adósság növekedését jelenti.

Az államadósság magas devizaaránya és a viszonylag rövid átlagos futamidő következtében a hozamok emelkedése és a forintárfolyam gyengülése az adósságrata érdemi emelkedését okozhatja. Magasabb adósság szint mellett az adósságrata érzékenyebb a kibocsátás visszaesésére és a hozamok változására. Ez azt jelenti, hogy a dinamikus komponens egységnyi GDP-visszaesés és kamatemelkedés hatására nagyobb adósságrata-emelkedést okoz. A 2009–2010-es időszakban az államadósság-rata emelkedésében összesen 9 százalékpontot jelentett a GDP visszaesése, az árfolyamgyengülés és a kamatteher összhatása.

⁸⁵ A költségvetési hiány tekintetében 2008-ban nem volt jelentős Magyarország elmaradása a visegrádi országoktól, míg 2009–2010-ben Magyarország lényegesen jobb költségvetési egyenleget mutatott a többi országhoz képest.

⁸⁶ A CDS-felár 2010-es markáns emelkedésében – a régió egészét érintő nemzetközi hatások mellett – szerepet játszhatott az a gazdaságpolitikai törekvés is, amely arra irányult, hogy a magyar költségvetés lazítással próbálja meg a gazdasági növekedés beindulását támogatni. Erre nem volt mozgáster, így az alacsony költségvetési hiánnyal kapcsolatos kormányzati elkötelezettség kinyilvánításával kockázati mutatóink is fokozatos mérséklődést mutattak. Az országspecifikus tényező hatását jól bemutatja Kocsis-Nagy (2011).

4. Az euroövezeten belül önálló monetáris politika hiányában növekszik a fiskális politikai szerepvállalás szükségessége.

Monetáris unióban a fiskális politika meghatározó szerepet játszhat az aszimmetrikus sokkok kezelésében. Negatív sokkok esetében a fiskális politika költségvetési lazítással igyekszik tompítani a gazdasági visszaesés hatásait, aminek következtében emelkedik az államháztartási hiány és az államadósság. Az előző fejezetekben bemutatott fellendülés-visszaesés kialakulásának kockázata arra hívja fel a figyelmet, hogy az euroövezeti csatlakozás után a hitelboom kezelésére ugyancsak szükség lehet költségvetési mozgástérre.

A fentiek alapján Magyarország számára az adósságráta fenntartható módon történő, érdemi csökkentése mindenképpen elsődleges gazdaságpolitikai célkitűzés kell hogy legyen, és indokoltnak tűnhet a 60 százalékos maastrichti adósságkritériumnál alacsonyabb cél megállapítása. Az alacsonyabb adósságráta elérése pedig akár a jelenleginél alacsonyabb strukturális hiánycél kitűzésében is megtestesülhet.

A kívánatosnak tartott adósság-cél eléréséhez szükséges strukturális hiánycél meghatározásakor a válság tapasztalatainak megfelelően figyelembe kell venni azt, hogy a ciklus pozícióról alkotott kép jelentősen változhat, illetve egy válság kapcsán a potenciális kibocsátás szintjében törés keletkezhet. A potenciális növekedés lefelé történő korrekciója következtében a költségvetés strukturális pozíciója tartósan kedvezőtlenebb lehet az *ex ante* becslétnél.

3-2. keretes írás

Mekkora az államadósság optimális szintje? – irodalmi áttekintés

Az államadósságra vonatkozó maastrichti kritérium 60 százalékban szabja meg a kívánatos szintet, emögött azonban nem állt elméleti megfontolás, mindössze az euroövezet formálódásakor jellemző átlagos adósság-szintet mutatta az eurozóna leendő tagjai esetében.

Az európai adósságválság kapcsán megjelent néhány elemzés az adósság optimális szintjéről, de nem alakult ki konszenzus a témában. Egyetlen közös pontnak talán az tekinthető, hogy a magasabb államadósság – elsősorban a kizorítási hatásnak köszönhetően – átlagosan alacsonyabb gazdasági növekedéssel jár együtt. Az elemzések jellemzően nem egy optimális adósság-szint meghatározására törekednek, hanem olyan határértékeket keresnek, amelyek felett a fiskális fenntarthatóság szempontjából kedvezőtlen folyamatok indulnak be.

1. A 60 százalékos limitet – nem csak európai gazdaságokra – széles körben tekintik iránymutatónak a fejlett országokra, míg a fejlődő országokra ezt az értéket sok esetben 40 százalékban határozzák meg. Cottarelli (2010a) és Cottarelli (2010b) például a költségvetési kiigazítási igények becslésekkel a célértékekkel számolnak az adósságra vonatkozóan. A 60 és 40 százalékos limitek az érintett országcsoporthoz válság előtti átlagként kerültek meghatározásra. A tanulmányok általában azzal a feltételezéssel élnek, hogy a fejlődő országokban alacsonyabb az „optimális” adósság-szint.

2. Reinhart-Rogoff (2009) fejlett és fejlődő országok nagyon hosszú időszakot átölelő adatainak egyszerű statisztikai módszerekkel történő vizsgálata alapján amellyel érvel, hogy a 90 százalékos GDP-arányos eladósodottság felett jelentkezik szignifikáns különbség az egyes országok gazdasági növekedésében. Ezen szint felett mintegy 1,5 százalékponttal csökken a gazdaság átlagos növekedési üteme, míg a szint alatt nincs érdemi eltérés.⁸⁷ Kumar-Woo (2010) ugyancsak a gazdasági növekedés és az államadósság közötti kapcsolat erősségét vizsgálta. Eredményeik szerint a magasabb államadósság alacsonyabb növekedéssel jár együtt, igazán jelentős eltérés azonban csak a nagyon alacsony (30 százalék alatti) és a nagyon magas (90 százalék feletti) adósság-szintek között alakul ki. A kiinduló adósság-szint 10 százalékpontos emelkedése mindössze 0,2 százalékponttal csökkenti az egy főre jutó GDP reálnövekedési ütemét a következő 5 évben. Fejlődő országokban az együtttható némileg magasabb, mivel ezek az országok az erősebb finanszírozási korlátok miatt nagyobb növekedési áldozatot kénytelenek elszenvedni magasabb eladósodás mellett.

3. Az IMF tavaly őszi megjelent tanulmányában a szerzők (Ostry et al., 2010) a fiskális politika mozgástérét (*fiscal space*) alapvetően a múltbeli költségvetési politika és az eladósodottság alapján határozzák meg. Az úgynevezett adósság-limit azt mutatja meg, hogy az adott ország múltbeli költségvetési erőfeszítései (az elsődleges egyenleg adósság-szintre vonatkozó reakciófüggvénye) alapján hol van

⁸⁷ Fejlődő országokban a 90 százalék feletti szintek esetében még jelentősebb, mintegy 3 százalékpontos a növekedési áldozat.

az az adósságszint, amely felett – adott hozam- és növekedési feltételek mellett – már nem elegendő egy, a múltban megfigyelt „szokásos” költségvetési kiigazítás, így az adósságpálya a historikus trendekhez képesti nagyobb erőfeszítések nélkül expozívvá válna.⁸⁸ A mozgásteret az aktuális adósságszint és az adósságlimit különbsége határozza meg. Számításai alapján a fejlett országok közül a legkisebb mozgásterrel Japán, Görögország, Olaszország, Portugália, Írország és Spanyolország rendelkezik.

3.4.2. HOL ÁLLUNK A FISKÁLIS MOZGÁSTÉR MEGTEREMTÉSÉHEZ VEZETŐ ÚTON?

Az elmúlt évek folyamatos kiigazítási kényszere bár nem töretlen, de a 2012–2013-as tervezett intézkedéseket is figyelembe véve jelentős javulást eredményezhet a strukturális, azaz a költségvetés hosszabb távú pozícióját megragadó hiánymutatókban. Számításaink szerint az eddig bejelentett intézkedések maradéktalan végrehajtása középtávon biztosíthatja a 1,5 százalékos MTO teljesülését, az ESA-hiánymutató rövid távon azonban ennek ellenére meghaladhatja a konvergenciaprogramban vállalt célértékeket.

A költségvetés pozíciójának értékelésénél alapvetően két mutatót érdemes figyelemmel kísérni: a hivatalos ESA-szemléletű egyenleget, valamint a szélesebb értelemben vett államháztartásnak a gazdaság ciklikus mozgásától megtisztított egyenlegét. Előbbi mutató alapján értékelhetjük a maastrichti deficitkritérium teljesülését, míg utóbbi azt mutatja, hová tart középtávon az államháztartás egyenlege, így az MTO értékelésekor is használható. Az MNB által használt költségvetési mutatókról bővebb áttekintést ad Hoffmann–P. Kiss (2010).

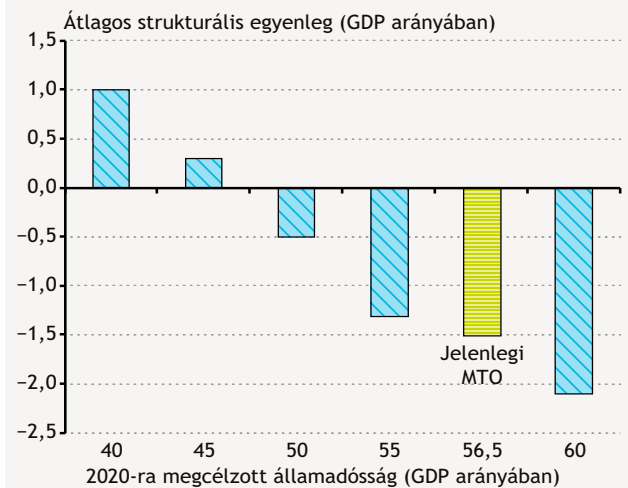
Az ESA-szemléletű mutató alapján – átmeneti tényezők hatásának köszönhetően – költségvetési többletet mutató idei egyenleget követően 2012–2013-ban továbbra is 3 százalék felett alakulhat a magyar államháztartás hiánya. A hivatalos egyenlegmutatóval szemben a ciklikusan igazított SNA-szemléletű mutatónk 2013-ban már 2 százalék alatti hiányt jelez, azaz a költségvetés fundamentális folyamatait tekintve közeledhetünk az MTO elérése felé.

Az államadósság is mérséklődhet az elkövetkező években. 2011-ben az igen magas strukturális hiány mellett elsősorban a magánnyugdíjpénztárak vagyonának államhoz történő részleges átcsatornázása okozza a GDP-arányos adósságráta mérséklődését. 2012–2013-ban azonban már a költségvetési konszolidáció kapcsán mérséklődő folyó deficit (többletet mutató elsődleges egyenleg), illetve a lassan kibontakozó

3-8. ábra

Adósságcélok és az azok eléréséhez szükséges átlagos strukturális hiányszintek

(2020-ig)



Megjegyzés: 2013-ig az inflációs jelentés makrogazdasági és költségvetési alappályáját, ezt követően pedig változatlan szinten maradó elsődleges egyenleget és 2,5 százalékhoz közeledő reálnövekedési ütemet tételeztünk fel. Reálkamat tekintetében 2013 után az akkori, közel 2 százalékos szintet rögzítettük szimulációnk során.
Forrás: a szerzők számítása.

gazdasági növekedés következtében tovább mérséklődhet az állam eladósodottsága.

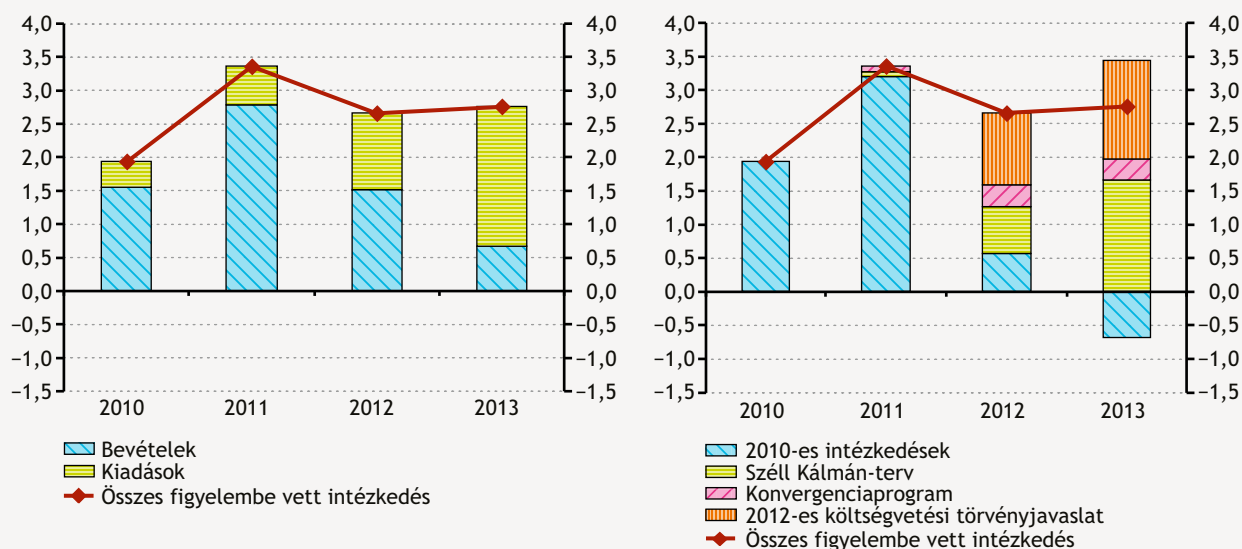
Amennyiben a kiigazító lépések eredményeképpen előálló elsődleges egyenleg tartósan fennmarad, akkor – a kormányzati intézkedések teljes körű megvalósulását, jelenlegi szint körüli reálhozamot és 2,5 százalék körüli hosszú távú gazdasági növekedést feltételezve – az adósságráta 2019 környékén süllyedhet 60 százalék alá.

Megvizsgáltuk azt is, hogy a különböző, 2020-ra kitűzött adósságcélok elérését a 2013-at követő időszakban milyen átlagos strukturális egyenleg biztosítaná. Szimulációnkat a jelenlegi államadósságszintből, valamint a potenciális növekedésről alkotott képünkől kiindulva, az adósságra fizetett átlagos reálkamat szint változatlanságát és stabil árfolyamszintet feltételezve végeztük el.

⁸⁸ Mivel az adósságlimit a vizsgált fejlett országokban a GDP 150 és 260 százaléka közé esik, ezért ez az országok többségében jelenleg nem effektív. A módszertan bizonytalansága miatt azonban ezek az értékek nagyon érzékenyek a független változók elmozdulásaira, így a szerzők valószínűségeik alapján értékelik a fiskális mozgáster megteremtését, illetve mértékét.

3-9. ábra
Kormányzati intézkedések felbontása

(GDP arányában)



Megjegyzés: Az ábrán a bejelentett intézkedések MNB által figyelembe vett hatását ábrázoltuk, 2011-re vonatkozóan az eredeti költségvetési törvényben megjelenő 529 milliárd forintos magán-nyugdíjpénztári vagyomból származó befizetéssel számoltunk. MNB saját számítása a 2010. júniustól bejelentett kormányzati intézkedések alapján, pozitív érték: egyenlegjavító hatás. Az ábrák – az intézkedések kapcsán megjelenő jelentős bizonytalanság miatt – csak a nagyságrendek érzékeltetésére alkalmasak.
Forrás: a szerzők számítása.

Eredményeink szerint a jelenlegi MTO-nak megfelelő 1,5 százalék körüli strukturális hiányszint körülbelül 56-57 százalékra mérsékelheti az államadósság-rátát 2020-ig. Az 50 százalékos bruttó államadósság-cél eléréséhez ugyanakkor már az MTO-nál jóval szigorúbb, 0,5 százalék körüli középtávú hiánycél mellett van csak lehetőség. Azt pedig, hogy elérjük a hasonló fejlettségű, illetve régiós versenytársainkra jellemző 40 százalék körüli adósságszintet, csak 1 százalékos strukturális többlet biztosíthatja.

A tervezett kormányzati intézkedések megvalósítása esetén a magyar költségvetés középtávú pozíciója – csökkenő, de továbbra is magas adósságszint mellett – javulhat, emellett vizsgálni kell azonban a hosszabb távú fenntarthatóság minőségi kérdéseit is. A továbbiakban azt nézzük meg, hogy a fejezet elején bemutatott minőségi kritériumok miképpen teljesülnek a jelenlegi költségvetési kiigazítás és a formálódó kormányzati tervek tükrében.⁸⁹

A kiigazítás szerkezete

A 2010-ben indult konszolidáció költségvetési szempontból rövid távon kedvezőtlen, míg középtávon már inkább kedvező szerkezetűnek mondható, a strukturális reformok terüle-

tén azonban még nem körvonalazódik jelentős áttörés. A kiigazítás középtávon mintegy háromnegyed részben a kiadások mérséklésére támaszkodik, miközben az adóterhelés is összességében némileg emelkedik középtávon. A kiadásokon belül elsősorban a kormányzati transferek csökkentése, míg a bevételek között a munkát terhelő adók mérséklése és a fogyasztási jellegű adók emelése jellemző. Ugyanakkor rövid távon az ágazati különadók rontják az érintett szektorok jövedelmezőségét, bizonytalanabbá tehetik a befektetői környezetet, így hosszabb távon – bizonytalan mértékben és tartóssággal ugyan – de hozzájárulhatnak az alacsonyabb potenciális gazdasági növekedéshez.

1. Miközben a költségvetési konszolidációs csomag az időszak elején erősen támaszkodik átmeneti bevételnövelő intézkedésekre, középtávon – megvalósulásuk esetén – a kiadásoldali intézkedések dominálhatnak. Középtávon, azaz 2013-tól az egyenlegjavító intézkedések nagyobb részben a kiadási oldalhoz kötődnek, miközben a bevételi oldalon (az egyszeri tételek kifutásával) a személyi jövedelemadó és a társasági adó kiengedésének és a fogyasztási adók emelésének eredőjeként némi bevételi többlet figyelhető meg az intézkedések nélküli pályához viszonyítva. A kiadások csökkentésével a régiós összehasonlításban

⁸⁹ Értékelésünkben az intézkedések MNB által becsült (kiadási oldali intézkedések esetén), adótartalomtól tisztított nettó hatását mutatjuk be.

magasnak tekinthető magyar kiadási szint érdemben csökkenhet.

2. Az intézkedések döntő részét tartalmazó Széll Kálmán-terv konkrét intézkedésekkel alátámasztva, célzottan, míg a kevesebb többletintézkedést tartalmazó konvergencia-program egyelőre inkább a 2011-es zárolások meghosszabbításával, egyes kiadási tételek nominális rögzítésével (illetve korlátozott emelésével) kívánja a **kiadások** csökkenését elérni. Mindkét esetben további intézkedésekre van azonban szükség ahhoz, hogy a tervezett megtakarítások realizálódjanak. A Széll Kálmán-terv túlnyomó részben a transzferek csökkentésére támaszkodik, míg a konvergenciaprogram leginkább a kormányzati fogyasztást tervezi mérsékelni. A teljes kiadásoldali intézkedéscsomagon belül döntő részben transzferekkel kapcsolatos intézkedések szerepelnek. Ez különösen fontos annak tükrében, hogy a magyar kiadások közül elsősorban a szociális kiadások terén tapasztalható érdemi eltérés régiós összehasonlításban.⁹⁰ A legfontosabb tervezett intézkedések: a nyugdíjrendszer átalakítása (rokkantnyugdíjazás, kordedvezményes nyugdíjazás), a gyógyszerkiadások, szociális támogatások, munkaerő-piaci kiadások mérséklése, a felsőoktatás kapacitásainak szűkítése, a közösségi közlekedési támogatások csökkentése. Fontos megemlíteni, hogy az érdemi megtakarítások a tervek szerint csak 2012-től jelentkeznek, így az intézkedések hatékonysága egyelőre nem ítéltető meg. Emellett fontos azt is hangsúlyozni, hogy az eredeti kormányzati bejelentéshez képest a Széll Kálmán-terv némileg megváltozott (egy-egy intézkedés esetében jelentős csúszások, elmaradások várhatóak). Ennek eredményeként a kiadáscsökkentés vélhetően kisebb mértékű lesz, és az így keletkező kiigazítási igényt a kormány a 2012-es költségvetési törvényjavaslat keretében bevétel-növelő intézkedésekkel váltotta fel.

3. A **költségvetés bevételi oldalán** összességében középtávon ugyan kisebb – nettó értelemben a kiadásoktól lényegesen elmaradó – az intézkedések hatása, az egyes bevételi tételek között azonban jelentős átrendeződés figyelhető meg. Az átmenetinek szánt intézkedések közül 2012 után már csak a pénzintézeti különadó felének fennmaradásával számolunk, míg az egyéb ágazati különadók és a magánnyugdíjpénztári vagyonátvételhez kapcsolódó bevételek egyszeri hatása már nem érvényesül. Ezzel szemben tartós egyenlegjavító hatásként jelentkezik az állami nyugdíjrendszerbe átlépők miatti járuléktöbblet, az áfa- és járulék-

kulcs, illetve egyéb kisebb adófajták emelésének hatása, míg a személyi jövedelemadó és a társasági adó kiengedése miatti bevételkiesés rontja az egyenleget. Összességében középtávon a munkát terhelő adók jelentősebben csökkennek, a fogyasztási jellegű adók emelkednek, míg a tőkét terhelő adók – a bankadó felének fennmaradása, illetve az alacsony árbevételű vállalkozások esetében alkalmazott társaságiadó-kulcs kiterjesztése miatt – csak kismértékben mérséklődnek. A munkára vetített adóterhelés (adóék) elsősorban a magasabb jövedelműek esetében csökken jelentősebb mértékben, ami elsősorban nem az extenzív, hanem az intenzív határon járulhat hozzá a magasabb munkakínálathoz.

További értékelési szempontok

A költségvetés szerkezetének változása mellett egyéb tényezők is befolyásolják az intézkedések értékelését. Több területen kedvező irányú szándékokat és terveket ismerhettünk meg, de egyelőre nem lehet végső értékelést adni, ugyanis a megvalósítás szakasza még nem érkezett el.

4. A **gazdaságpolitika elkötelezett a társadalmilag, politikailag érzékeny területeken reformok elindítására, végrehajtására**. Mindemellett azonban fontos figyelembe venni, hogy a rendszerváltás óta számtalan kísérlet volt az állami centralizáció és újraelosztás csökkentésére, a nagy elosztórendszerek átalakítására, de teljes mértékben végigvitt, sikeresnek tekinthető reformfolyamatot keveset találni. Az államháztartás szerkezetével, illetve a magyar gazdaság növekedési lehetőségeivel kapcsolatban már jó néhány évvel ezelőtt megtörtént a problémás területek beazonosítása, illetve lehetséges megoldási javaslatok kidolgozása.⁹¹ A jelenlegi gazdaságpolitika feladata, hogy az ambiciózus és alapvetően jó irányba mutató átalakításokat végre is hajtsa.

5. A fiskális szabályok és intézmények tekintetében is érdeemi – pozitív és negatív elemeket egyaránt tartalmazó – változások történtek, amelyeket az előzőekben már tárgyaltunk.

6. Az elmúlt időszakban több területen is bejelentésre kerültek **strukturális reformok**, amelyek elsősorban a munkapiac területén próbálnak meg eredményeket elérni. A Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram egyes intézkedései támogathatják a költségvetési konszolidáció sike-

⁹⁰ A képet némileg árnyalja, hogy a kiadási szerkezetünknek például a visegrádi országokkal való, közgazdaságilag korrekt összehasonlítása nem végezhető el csak a hivatalos adatok alapján. Amennyiben elvégezzük az összehasonlíthatóságot lehetővé tevő korrekciókat, akkor azt tapasztalhatjuk, hogy a magyar kiadási szint már korántsem olyan magas a visegrádi országokhoz képest. A témával bővebben foglalkozik P. Kiss-Szemere (2009), illetve P. Kiss-Szemere (2011).

⁹¹ Lásd például CEMI (2006); MNB (2006); Baksay et al. (2008); P. Kiss-Szemere (2009).

rét, a fenntartható fiskális politika elérését, a részletes intézkedések azonban jelenleg még kidolgozás alatt állnak, így ezek hatása még nem egyértelmű. Az adó- és transzferintézkedések munkapiaci hatásait részletesebben kiadványunk 2. fejezetében mutatjuk be. Mindemellett véleményünk szerint még további területeken is szükség lehet továbblépésre: elsősorban a humán tőkét érintő ágazatokban, azaz az egészségügyben és az oktatásban, illetve a helyi önkormányzati rendszer átalakításában. A korábbi kiigazítási hullámok megpróbálkoztak ugyan ezeknek a területeknek a reformjával, de a kiadások egyszerű csökkentésén túlmenően mélyreható változások sehol nem történtek.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- ALESINA, A. (2010): Fiscal adjustment and recession. *Vox.EU*, 12 November.
- ALESINA, A.–S. ARDAGNA (2010): Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. In: *Tax policy and the economy*. NBER, University of Chicago Press.
- BAKSAY G.–HOFFMANN M.–SZEMERE R. (2008): A magyar költségvetés kihívásai: egyensúlyteremtés és gazdasági növekedés. *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*, március. MNB.
- BENCZES I. (2006): Nem-keynesi hatások érvényre jutása a keresleti oldalon. *Competitio*, november–december.
- BLANCHARD, O. J.–C. COTTARELLI–J. VINALS (2010): *Exiting from Crisis Intervention Policies*. IMF, February.
- CEMI (2006): *Makro egyensúly és gazdasági növekedés*. CEMI, április.
- COENEN, G.–M. MOHR–R. STRAUB (2008): Fiscal consolidation in the euro area, Long-run benefits and short-run costs. *ECB Working Paper*, May.
- COTIS, J-P. (2007): Fiscal consolidation: lessons from past experience. *OECD Economic Outlook*, May.
- COTTARELLI, C. (2010a): *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*. IMF, February.
- COTTARELLI, C. (2010b): *From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditures Policies in Advanced and Emerging Economies*. IMF, April.
- CSAJBÓK A.–CSERMELY Á. (szerk.) (2002): Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. *MNB Műhelytanulmányok*, 24.
- CZETI T.–HOFFMANN M. (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk. *MNB-tanulmányok*, 50.
- EUROPEAN COMMISSION (2000): *Public Finances in EMU*. European Commission.
- EUROPEAN COMMISSION (2008): *Public Finances in EMU*. European Commission.
- EUROPEAN COMMISSION (2010): *Determinants of successful fiscal consolidations*. *Public Finances in EMU*. European Commission.
- GUAJARDO, J.–D. LEIGH–A. PESCATORI (2011): Expansionary Austerity: New International Evidence. *IMF Working Paper*, 158, July.
- HOFFMANN M.–P. KISS G. (2010): A statisztikai deficittől az átmeneti hatásoktól megtisztított államháztartási egyenlegig. *MNB-szemle*, december.
- HORVÁTH, Á.–Z. JAKAB M.–G. P. KISS–B. PÁRKÁNYI (2006): Myths and Maths: Macroeconomic Effects of Fiscal Adjustment in Hungary. *MNB Occasional Papers*, 52.
- IRONS, J.–J. BIVENS (2010): Government Debt and Economic Growth–Overreaching claims of debt „threshold” suffer from theoretical and empirical flaws. *EPI briefing paper*, July.
- KOCSIS Z.–NAGY D. (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója. *MNB-szemle*, október.
- KREMER, J.–C. R. BRAZ–T. BROSENS–G. LANGENUS–S. MOMIGLIANO–M. SPOLANDER (2006): A Disaggregated Framework for the Analysis of Structural Developments in Public Finances. *ECB Working Papers*, 579, January.
- KRUGMAN, P. (2011): Contraction, Still Contractionary. *The New York Times*, 7 July.
- KUMAR, M. S.–J. WOO (2010): Public Debt and Growth. *IMF Working Paper*, 10/174, July.
- LEIGH ET AL. (2010): Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation. *IMF World Economic Outlook*, October.
- MNB (2006): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*, december.
- Ódor L.–P. Kiss G. (2011): Kivétel erősíti? Fiskális szabályok a visegrádi országokban. *MNB-szemle*, június.

OSTRY, J. D.–A. R. GHOSH–J. I. KIM–M. S. QURESHI (2010): Fiscal Space. *IMF Staff Position Note*, September.

P. KISS G.–SZEMERE R. (2009): Almát körtével? Mérlegen a visegrádi országok állami kiadása. *MNB-szemle*, május.

P. KISS G.–SZEMERE R. (2011): *Almát körtével? A négy visegrádi ország állami újraelosztásának összehasonlítása, 1995–2010.* Kézirat, MNB.

REINHART, C. M.–K. S. ROGOFF (2009): Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, December.

SMYTH, D. J.–Y. HSING (1995): In search of an optimal debt ratio for economic growth. *Contemporary Economic Policy*, October.

4. Az aszimmetrikus sokkok kezelésének makroprudenciális eszközei

Az önálló monetáris politika feladása esetén a tagországok alapvetően a makroprudenciális politikán keresztül lehetnek képesek tompítani a kialakuló hitelboomokat és más, az adott tagállam pénzügyi rendszerének stabilitását veszélyeztető kockázatokat. A makroprudenciális politika lényege, hogy a pénzügyi közvetítés súrlódásait, kilengéseit igyekszik tompítani alapvetően preventív, előre tekintő jelleggel. Céljait nagyrészt az egyedi intézmények stabilitását biztosító, úgynevezett mikroprudenciális eszköztárra alapozó, de rendszerszinten kalibrált eszközök alkalmazásával éri el. Például a makroprudenciális politika a túlzott hitelezést a hitelfelvételt megnehezítő és drágító szabályokkal – szigorúbb fedezeti ráták, magasabb tőkekövetelmény stb. – korlátozza. A makroprudenciális felügyelet viszonylag új – jelentős részben a jelen válság által életre hívott – gazdaságpolitikai terület, melynek keretei még a legfejlettebb országokban és az Európai Unióban sem teljesen kiforrottak. Ezt jól mutatja, hogy az ezzel a feladattal megbízott Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) is csupán az idén kezdte meg munkáját, a tagországok szintjén pedig még kezdeti fázisban tart a makroprudenciális mandátumok kialakítása.

Az intézményi keretek kialakításának legfontosabb szempontja, hogy a kijelölt felelős intézmények megfelelő ösztönzőkkel és eszközökkel rendelkezzenek a makroprudenciális célok eléréséhez. Európában két alapvető modell körvonalazódik. Azokban az országokban, ahol a jegybankba integrált a mikroprudenciális felügyelet, általában az a jellemző, hogy a jegybank válik a makroprudenciális hatósággá. A jegybanktól elkülönült mikroprudenciális felügyelettel rendelkező országokban jellemzően egy pénzügyi stabilitási bizottság áll fel, a felügyelet, a kormány és a jegybank képviselőivel. Azokban az országokban, ahol a mikro- és makroprudenciális felügyelet teljesen integrált, a hatóságoknak elviekben lehetőségük van a rendelkezésükre álló teljes eszköztár rendszerkockázatokkal szembeni bevetésére. A bizottsági megoldás esetében a közvetlen makroprudenciális célú beavatkozás lehetősége általában korlátozott. A makroprudenciális hatóságok jogköre a problémák beazonosítására és a beavatkozási javaslatok megfo-

galmasására terjed ki, a tényleges döntéshozatal általában a parlament vagy a szabályozó hatóság felelőssége marad. A kommunikáció és kikényszerítés általában ekkor is az úgynevezett „act-or-explain” mechanizmus szerint történik.

A hazai makroprudenciális intézményrendszerben a pénzügyi stabilitás fenntartásának felelőssége megoszlik a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, a Magyar Nemzeti Bank, valamint a szabályozói funkciót betöltő és költségvetési források felett rendelkező Nemzetgazdasági Minisztérium között. Ugyanakkor a célok, felelősségek és eszközök összhangja tekintetében makroprudenciális dimenzió még nem jelent meg, a három szervezet képviselőiből létrehozott Pénzügyi Stabilitási Tanács csak konzultatív fórumként működik. Ez az intézményi megoldás nem kielégítő, mivel hasonló konzultatív fórum nem bizonyult alkalmasnak arra, hogy a 2004–2008-as időszak legfontosabb makroprudenciális kudarcát, a lakossági devizahitelezés elterjedését időben és érdemben megakadályozza. Azaz szükségesnek látszik az intézményrendszer jelenleginél hatékonyabbá alakítása.

A makroprudenciális keretrendszer jelenleginél hatékonyabb kialakítását nemcsak a múltbeli kudarcok indokolják. Az intézményrendszer létrehozásánál a Bázel III-as szabályok uniós, illetve hazai bevezetése kapcsán is változások szükségesek. Dönteni kell arról, hogy melyik hatósághoz kerül az anticiklikus tőkepuffer kalibrálásához, aktiválásához kapcsolódó döntési hatáskör, illetve a rendszerszinten jelentős intézményekkel kapcsolatos esetleges többletkövetelmények előírásának a joga.

Mindezekon túlmenően a hazai makroprudenciális intézményrendszert fel kell készíteni arra, hogy az az Európai Rendszerkockázati Testület hazánkra vonatkozó ajánlásait megfelelő hatékonysággal kezelje. A válságot követően ugyanis felgyorsult a döntési hatáskörök európai szintű központosítása, vagyis az egységes monetáris politika mellett a fiskális hatáskörök koncentrációja is megindult. A 2011 elején létrejött európai szintű mikro- és makroprudenciális felügyeleti hatóságok pedig középtávon várhatóan a nemzeti hatóságok rovására bővítik majd beavatkozási jogkörei-

ket. Az új európai szabályozási koncepció⁹² a prudenciális szabályok egységesítését tűzte zászlajára (**maximumharmonizáció**), korlátozva ezzel a tagállamok makroprudenciális célú egyedi beavatkozási lehetőségeit. Bár a tagállamok az egységes piac hiányosságaira, az eltérő nemzeti sajátosságokra és a pénzügyi rendszer gazdaságban betöltött eltérő súlyára hivatkozva tágítani igyekeznek makroprudenciális mozgásterüket, erre lehetőséget várhatóan csak az ERKT erős kontrollja mellett kapnak majd.

Az Európai Unióban, illetve az euroövezetben különösen nagy jelentőséget kap az egyes lépések EU-kontextusban történő értékelése, hiszen az integrált pénzügyi piacok közvetíthetik is a sokkokat, illetve lehetőséget biztosítanak az egyedi lépések megkerülésére. Ezért törekedni kell az egyedi, tagországi szinten bevezetett eszközök más tagországok általi elismerésére és kikényszerítésére (**reciprocitás**).

⁹² Lásd <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:EN:PDF>.

4.1. Mire alkalmas és mire nem a makroprudenciális politika az aszimmetrikus sokkok kezelésekor?

Az Európai Unión belül a felzárkózó gazdaságok különösen ki vannak téve a piaci folyamatok egyirányúvá válásából fakadó esetleges külső sokkoknak. Ezek a pénzügyi rendszer egészének szintjén túlzott hitelkiáramláshoz, egyes eszközárak egyensúlyi szinttől való elszakadásához, míg egyedi banki szinten a bankközi forrásokra való túlzott ráutaltsághoz, illetve romló hitelportfólióhoz vezethetnek. Az eurozónához való csatlakozással összefüggésben ezek a külső forrásból táplált fellendülések a múltban több esetben bizonyultak fenntarthatatlannak és jártak gyors visszaeséssel, illetve nagyarányú tőkekiáramlással (lásd 2. fejezet). Annak érdekében, hogy hazánk euroövezeti csatlakozása kapcsán elkerülhető legyen ez az alapvetően túllövésen alapuló jelenség, szükséges a megfelelő monitoring mechanizmusok kialakítása, illetve a folyamatok kontroll alatt tartásához szükséges eszközrendszer készenlétbe állítása.

A válságot megelőző időszak uralkodó álláspontja⁹³ szerint a monetáris politikának nem kell bevakozni a túlzott hitelkiáramlás és az azt kísérő eszközár-növekedés időszakában, hiszen a problémák azonosítása, illetve mértékének megítélése sem könnyű, és az adott problémák vonatkozásában a kamatpolitika hatásossága is kérdéses. Ezen vélekedés szerint a kamatokkal történő beavatkozás relatíve költség-hatékonyabb a válságot követően, mint előtte (*clean-up ex post*).

A közgazdászok egy másik csoportja (legmarkánsabban a Nemzetközi Fizetések Bankja [BIS] által megfogalmazott nézet sorolható ide)⁹⁴ viszont már a válság előtt is azt hangsúlyozta, hogy a túlzott hitelkiáramlás az eszközárbuborékokon keresztül további túlzott fogyasztás- és beruházásbővülést generálhat, ami a hitelciklus fordulópontjának elérése, vagy esetleg még az előtt bekövetkező válság hatására súlyos reálgazdasági visszaeséssel járhat. A pénz-

ügyi rendszer szereplőinek szintjén a deklaráltan reaktív monetáris politika erkölcsi kockázatokat hordoz (moral hazard), illetve jelentősen megkérdőjeleződhet egy utólagos kárenyhítés hatékonysága, ha a válság közben a bankrendszer fizetőképessége és ezáltal fenntarthatósága is problémássá válik.⁹⁵ Éppen ezért a pénzügyi szektor túlfűtöttségét célzott jegybanki beavatkozással meg kell előzni (*lean against the wind ex ante*).

A válságot követően, a reaktív irányzat visszaszorulásával, a monetáris politika aktívabb alkalmazásán felül a jegybankok figyelme egyre inkább a célzottabb beavatkozást jelentő makroprudenciális eszközök felé fordult.

4.1.1. MAKROPRUDENCIÁLIS BEAVATKOZÁS MELLETTI ÉRVEK

2008 után már több átfogó értékelés⁹⁶ is rámutatott, hogy a válság súlyosságának mértékében nagy szerepet játszottak a rendszerszinten kódolt problémák, a pénzügyi intézmények közötti egymásrautaltság, valamint az azonos faktorokkal szembeni kockázati kitettség. Hasonló jellegű válságok elkerüléséhez a szakértők hatékonyabb kockázatelemzést, a kockázatok rendszeres értékelését és a régi-új makroprudenciális eszközök alkalmazását tartották szükségesnek.

A makroprudenciális politikák tehát a pénzügyi stabilitási politikák részének⁹⁷ tekinthetők. Azon belül azonban kifejezetten a prevenciót helyezik előtérbe, fő feladatuknak a rendszerszintű válságok kialakulásának megelőzését tekintik. A makroprudenciális politikák legelterjedtebb célterülete a pénzügyi rendszer ciklikusságának tompítása tőkekövetelményeken, céltartalék- vagy likviditási előírásokon, esetleg tőkeáttételi mutatókon keresztül, de idetartoznak a rendszerszintű ellenálló képesség növelését célzó infra-

⁹³ Bernake–Gertler (2001).

⁹⁴ Borio–Shim (2007).

⁹⁵ Nier (2009).

⁹⁶ Az Európai Unió felügyeleti rendszerének hiányosságairól lásd de Larosière et al. (2009).

⁹⁷ A pénzügyi stabilitási politikák másik fő ága a válságkezelési eszköztár, amely alá a jegybankok végső mentesítési funkciója, a betétbiztosítás és a bankrendezés tartoznak.

struktúrát, átláthatóságot fejlesztő lépések is. Ezek a kamatpolitika mellett vagy annak alternatívájaként úgy jelenhetnek meg a jegybanki politikában, hogy az inflációs célok kezelésével elvben nem kerülnek konfliktusba.

4.1.2. MAKROPRUDENCIÁLIS POLITIKÁK KORLÁTAI ÉS NEHÉZSÉGEI

Mivel a makroprudenciális eszközök közvetlenül a pénzügyi rendszerre hatnak, ezért hatásukat leginkább úgy tudják kifejezni, ha mind a fiskális, mind a monetáris környezet támogató, vagyis ha nem kell ezen politikák egyikével szembeemenniük. Ez viszont az eurozóna tagországai esetében – éppen a zóna heterogenitása miatt – nem feltétlenül teljesül. Európai kontextusban emellett azt is biztosítani kell, hogy a belső piacon működő pénzügyi csoportok ne legyenek képesek a nemzeti szintű korlátokat megkerülni, vagyis hogy egy adott tagország által életbe léptetett korlátozások érvényesüljenek bármely, az adott országot érintő tranzakció során függetlenül attól, hogy a tranzakció hol jön létre (reciprocitás).

A makroprudenciális eszközök hatékony alkalmazását azonban nemcsak azért övezi bizonytalanság, mert – néhány később bemutatott ország példájától eltekintve – viszonylag kevés az ezekkel kapcsolatos gyakorlati tapasztalat, hanem azért is, mert ezeknek az eszközöknek a használata már elméleti szempontból is számos ellentmondást és nehézséget hordoz magában:

- *a célok bizonytalansága:* a makroprudenciális politika csak azt tudja meghatározni, hogy mit szeretne elkerülni: a rendszerkockázatok bekövetkezését. Ez a célrendszer azonban aszimmetrikus, hiszen ezen kockázatok szélsőséges negatív események bekövetkezésével járnak együtt, valamint indirekt, így nehezen operacionalizálható.
- *az indikátorok bizonytalansága:* míg mind a monetáris politikában, mind a mikroprudenciális felügyeletnél léteznek viszonylag egyértelmű mérési eszközök a célok elérésére (a monetáris politikában ez az infláció, a mikroprudenciális felügyeletnél pedig a tőkemegfelelési és likviditási mutatók), addig makroprudenciális szempontból nehezen határozható meg az egyensúlyi helyzet egyes mutatók konkrét értékeivel. Bár a hitelek bővülésének dinamikája, az eszköz- és ingatlanárak változásának üteme, a lakáshitelek átlagos LTV-rátája stb. mindmind utalhatnak túlzott hitelboomra, nehéz meghatároz-

ni, hogy milyen küszöbérték felett beszélhetünk buborékok kialakulásáról, különösen, ha ezek a mutatók egymással ellentétes folyamatokat jeleznek. Hasonlóan, egy kevésbé fejlett országban, ahol a hitelek állománya eleve alacsony bázisról indul, évi 20%-os állománynövekedés még lehet egyensúlyi, míg ugyanez a mutató egy fejlettebb országban már akár buborékok kialakulását is jelezheti.

- *a hasznok és költségek időbeli inkonzisztenciája:* egy gazdaság és annak szereplői a túlfűtöttséghez vezető úton folyamatosan profitálnak a túlfűtöttséget okozó folyamatokból. A hitelfelvevők növelni tudják a fogyasztásukat, amiből a belső piacra termelő vállalatok, illetve a magasabb adóbevételekre szert tevő állam is hasznot húz. A túlzott hiteldinamika megfékezése – még az eszközár-buborék kipukkanása előtt – tehát rövid távon költséget okoz ezeknek a szereplőknek. Így a válság megelőzése hosszú távon hiába kifizetődő, az így nyerhető bizonytalan jövőbeli hasznokat a szereplők – a fellendülési szakasz általános optimizmusa közepette – hajlamosak leértékelni a rövid távú és biztosan bekövetkező költségekkel szemben.

A fent vázoltak tükrében a makroprudenciális hatóságok igen nehéz helyzetben vannak, mivel a sikeres működésük eredménye – a válság be nem következése – nem látható, csak az azonnali költségek, illetve esetleges kudarcuk egyértelműek. Egyes szerzők⁹⁸ arra is rámutatnak, hogy a fejlett országok felügyeletei valójában már a válság előtt is rendelkeztek azokkal az eszközökkel, amelyek a válság megakadályozásához szükséges lettek volna, de ezeket a használatukból fakadó rövid távú költségek miatt és az általános optimizmus közepette nem alkalmazták. Így a költségek és hasznok időbeli inkonzisztenciája miatt a makroprudenciális döntéshozóknak a jegybanki függetlenséghez hasonló függetlenséggel és hosszabb, a politikai ciklusoktól függetlenített mandátummal kellene rendelkezniük.

Összegezve tehát, a makroprudenciális politika fő kihívásai, hogy bizonytalan megbízhatóságú és nehezen kalibrálható indikátorok alapján kell meghozni rövid távon költséges, hosszú távú hatását tekintve pedig bizonytalan és nehezen megfigyelhető eredményű döntéseket. Fontos rámutatni, hogy ezek a hatások a szabályozók viselkedését akkor is befolyásolják, ha az intézményi keret egyértelmű, és a felügyelőszervek pontosan kijelölt célokkal és az ezek eléréséhez szükséges eszközökkel is rendelkeznek.

⁹⁸ Palmer-Cerruti (2009).

4-1. keretes írás

Voltak-e a múltban sikeres makroprudenciális politikák?

Spanyol dinamikus céltartalékolás⁹⁹

Spanyolországban az 1990-es évek második felében nagymértékben lecsökkent a nemteljesítő hitelek aránya, ennek következtében pedig a problémás hitelekre megképzett céltartalék mértéke is. A monetáris és felügyeleti feladatokat is ellátó spanyol jegybankban aggodalmat keltett, hogy az esetlegesen hirtelen megugró nemteljesítési arány olyan mértékű céltartalék-képzési követelményeket hoz majd magával, ami a spanyol bankrendszer zökkenőmentes működését veszélyezteti. Ezért 2000-ben bevezették a dinamikus céltartalékolás rendszerét, amelynek szabályait 2004-ben néhány részletében módosították. Az új szabályrendszer alapján létrehoztak egy ún. anticiklikus statisztikai céltartalékot, amelyet konjunktúra esetén az eredménnyel szemben kell megképezni. A túlzott mértékű tartalékolás így az adóelkerülés korlátozása érdekében a statisztikai céltartalékképzésnek felső korlátja is volt.

Az új rendszer egyik előnye abban rejlett, hogy mivel a statisztikai céltartalék alakulása képet fest a várható hitelveszteségekről, jobban fel lehet mérni a bankok tényleges, hosszabb távon várható pénzügyi helyzetét. A statisztikai céltartalék átlagban a nettó működési eredmény 10 százalékát tette ki (a 2000–2009-es időszakban), ami nem bizonyult elégnek a hitelveszteségek teljes elnyelésére a bekövetkező válság során. Ez azonban nem is volt célja a jegybanknak a szabályok kialakításakor, hiszen nem vállalkozhatott egy későbbi recesszió mélységének egzakt előrejelzésére. Visszatekintve, a dinamikus céltartalékolás nem volt képes a hitelezési ciklusok érdemi simítására, a túlzott hitelezési aktivitás visszafogására sem, mivel a képzési szabályok nem írtak elő olyan komoly mértékű tartalékolási kötelezettséget, ami a konjunktúrában effektív módon fogta volna vissza a bankok hitelezési képességét és hajlandóságát. Pozitívumként mondható el azonban, hogy a dinamikus céltartalékolás rendszere csökkentette a bankok céltartalék-képzési terhelését a válságban, így jelentős szerepe volt abban, hogy a bankok képesek voltak a hitelezési veszteségeik jelentős tökebevonás nélküli kezelésére.¹⁰⁰

Bár a válságot követő szabályozási hullámban több esetben felmerült a spanyol példa általános, európai szintű kiterjesztése, a speciális adatigényei és a számviteli előírásokkal való bonyolult kapcsolata miatt inkább a tőkekövetelmények szintjén megjelenő anticiklikus előírások kaptak támogatást.

India

Az indiai jegybank (Reserve Bank of India, RBI) 2004 óta alkalmaz különböző típusú makroprudenciális szabályokat a pénzügyi rendszer stabilitásának elérése és fenntartása érdekében. 2004 és 2008 között az indiai gazdaság gyors GDP-növekedését jelentős mértékű tőkebeáramlás és a banki hitelállomány gyors növekedése kísérte, ezt pedig az eszközárak, főként az ingatlanárak meredek emelkedése.

Az indiai jegybank 2004. októbertől időben változó, az egyes szektorokkal szembeni kitétségekhez rendelt kockázati súlyok és céltartalékolási szabályok alkalmazását írta elő a bankok számára.

Az intézkedések hatására 2007-re mérséklődött a túlzott hitelkiáramlás a hitelezés költségének növekedése és a jegybank jelzőhatása (*signaling effect*) miatt. Igazán hatásosnak a céltartalékolási szabály bizonyult, mivel – a jövedelmezőség csökkentésén keresztül – hatékonyabban mérsékelte a hitelállomány növekedését. A kockázati súlyok nem jelentettek tényleges hitelkihelyezési korlátot, mert a bankrendszer átlagos tőkehelyzete jelentősen meghaladta a szabályozói követelményt. A pénzügyi válság nyomán 2008 októberében a jegybank lazított a kockázati súlyokon és a céltartalékolási szabályokon is. Az anticiklikus szabályok hatása azonban aszimmetrikusnak bizonyult: hatásosabb módon tudta kezelni a túlzott hitelezés problémáját a fellendülési időszakban, mint a stabil hitelkínálat elérését a visszaesés idején. A végső mérleg levonását nehezíti, hogy a monetáris politikát és a makroprudenciális szabályozást egyszerre alkalmazták a szigorítás és a lazítás szakaszában, így hatásuk nehezen elkülöníthető. Míg a monetáris politika a teljes hitelnövekedés megfékezésében segíthetett, addig a makroprudenciális szabályok egyes kiténtetett, magas kockázatúnak tartott szektorok hitelnövekedésének mérséklésében játszhattak szerepet.

⁹⁹ A dinamikus céltartalékolás Spanyolországban alkalmazott rendszeréről bővebben lásd Saurina (2009).

¹⁰⁰ Egy másik okra vezethető vissza az, hogy a spanyol bankrendszer mégis jelentős átstrukturálásra kényszerült: a valójában intézményi kontrollok nélkül működő alapítványi bankok, az ún. caják problémáira.

Délkelet-ázsiai példák

Hongkong. A hongkongi monetáris hatóság 1991 óta alkalmazza a jelzáloghitelekre vonatkozó hitelezhetőségi korlátot mint makroprudenciális eszközt a bankszektor stabilitásának megőrzésére és a bankok ingatlanpiaci kitettségeből eredő rendszerszintű kockázatok mérséklésére. Az LTV-szabályok bevezetésében szerepet játszott a lakossági jelzáloghitel-állomány banki hitelállományon belüli magas részaránya¹⁰¹ és az ingatlanpiaci árak erős historikus volatilitása,¹⁰² valamint az, hogy a monetáris hatóság önálló monetáris politika hiányában egyéb gazdaságpolitikai eszköz alkalmazására kényszerült.¹⁰³ Az LTV-korlátok mellett más intézkedések, így például PTI-korlátok¹⁰⁴ bevezetésére is sor került.

Az intézkedések az ázsiai pénzügyi válság idején hatásosnak bizonyultak, mérsékelni tudták a banki veszteségeket és megakadályozták a bankcsődök bekövetkezését.¹⁰⁵

Az ingatlanárak 2007-től ismét meredeken emelkedtek, a 2008–2009-es pénzügyi válságot követően is, így a makroprudenciális szabályok újabb szigorítása következett. A lépések azonban máig korlátozottan bizonyultak eredményesnek: az ingatlanár-növekedés nem mérséklődik, de a tranzakciók száma csökkent a beavatkozásokat követően. Felvetődik a kérdés, hogy a hazai hitelállomány-növekedést szabályozó makroprudenciális hatóság képes lehet-e visszafogni az ingatlanpiaci boomot, amelyet többnyire a kontinentális kínai vásárlók erős kereslete hajt.¹⁰⁶

Dél-Korea. Itt a növekvő lakásárak és lakossági jelzáloghitel-állomány miatt 2002-től maximum LTV-szabályt¹⁰⁷ vezettek be. 2005-től a hitelfedezeti rátára vonatkozó korlátokat DTI-szabályokkal¹⁰⁸ egészítették ki. Az LTV- és DTI-szabályokat az ingatlanpiac lelassulásakor, 2008-ban lazították, de 2009-ben újra szigorították, amikor az ingatlanárak növekedésnek indultak.

A makroprudenciális szabályok hatékonyságát tekintve vegyes eredményeket értek el Koreában. Az LTV-korlát bevezetését követően sikerült lelassítani a hitelállomány növekedését és a lakásárak felértékelődését 2003–2004-ben. 2009-ben az LTV- és DTI-szabályok együttes szigorítását követő hónapban azonban a hitelállomány alig mérséklődött, és a lakásárak növekedési ütemét sem tudták érdemben csökkenteni.¹⁰⁹ Az eredmények az eszközök kalibrálásának a nehézségeire mutatnak rá, továbbá arra, hogy az LTV jelenleg is alacsony szintje (a spekulatívnek minősített területeken 40 százalék) miatt nincs lehetőség a további csökkentésére.

¹⁰¹ 1991 óta a lakossági jelzáloghitelek teljes banki hitelállományon belüli részaránya folyamatosan meghaladta a 20 százalékot, maximális értékét 2002-ben 37 százalékkal érte el.

¹⁰² 1996 decemberében például 30 százalékkal növekedtek az ingatlanárak az előző év azonos időszakához képest.

¹⁰³ A hongkongi dollárt 1983 óta kötik az USA-dollárhoz valutatanács keretében.

¹⁰⁴ Payment-to-Income: a hitel törlesztőrészletének aránya a havi nettó jövedelemhez képest.

¹⁰⁵ Borio-Shim (2007).

¹⁰⁶ Crowe et al. (2011).

¹⁰⁷ Crowe et al. (2011).

¹⁰⁸ Debt-to-Income-alapú, vagyis az adós éves jövedelméhez viszonyított adósságkorlát.

¹⁰⁹ Crowe et al. (2011).

4.2. Milyen tényezőknek van jelentősége a makroprudenciális politika sikerében?

4.2.1. ÖSZTÖNZŐK

Egy hatékonyan működő makroprudenciális intézményrendszer kialakítása során az egyik kulcskérdés, hogy a felelős hatóságok rendelkezzenek megfelelő ösztönzőkkel a hosszú távú pénzügyi stabilitási célok eléréséhez. Korábban bemutattuk, hogy a makroprudenciális politikák preventív jellegeből fakadóan jelentős bizonytalanság és egyben bizalmatlanság is kíséri a makroprudenciális döntéshozatalt, ami általában rövid távú biztos költségek felvállalását jelenti a hosszabb távú, számos külső tényező által is befolyásolt stabilitási célok elérése érdekében. Ezen döntések tehát szükségszerűen szubjektív értékítéletet igényelnek a kockázati indikátorok megítélésében, a beavatkozási lépések szükségszerűségének meghatározásában, de a kockázatcsökkentő lépések hatékonyságának utólagos értékelésében is. Ilyen környezetben kulcskérdés, hogy a makroprudenciális jogszabályokkal felruházott intézmények célrendszere jól körülhatárolt, világos és konzisztens legyen. A bemutatott nemzetközi példákban közös, hogy a felelős hatóságoknak sikerült meghozniuk a beavatkozásról szóló döntéseket, méghozzá kellő időben, a kockázatok felépülésének fázisában. Ehhez két dolog kellett alapvetően. Egyrészt egyértelmű mandátum, amely megvolt, hiszen mindegyik esetben a jegybank volt a mikroprudenciális felügyeleti hatóság is, így egyértelmű felelőssége volt a pénzügyi stabilitás fenntartásában. Másrészt pedig megalapozott vízió is kellett arról, hogy a közvetítőrendszer egyensúlyi állapota hol van, és az ezt veszélyeztető, fenntarthatatlannak ítélt folyamatok megállításához be kellett vállalni a népszerűtlen intézkedéseket. Mivel ezek sikerességét leghamarabb 5-10 éven belül lehetett csak megítélni, ezért az ún. „inaction-bias” leküzdésében nagy szerepe lehetett a makroprudenciális hatóság politikai befolyástól való függetlenségének.

A célok meghatározása után szükséges, hogy a felelős hatóságok rendelkezzenek dedikált eszközökkel is a rendszer szintű stabilitás eléréséhez, illetve fenntartásához. A jelenleg még csak kialakulóban levő eszköztár (lásd később)

kapcsán is jelentkezhetnek azonban érdekonfliktusok, amelyeket kezelni kell. Konfliktusba kerülhet a már meglévő eszközök „eredeti” és makroprudenciális célú felhasználása, de új eszközök esetén is felléphet konfliktus az ellentétes irányú rendszerszintű és egyedi szintű hatások miatt.¹¹⁰

A korábban jelzett bizonytalanságok mellett különösen nagy jelentőséggel bír a makroprudenciális felelősséggel felruházott hatóságok rendszeres elszámoltatása. A kockázatok értékelésével és a kockázatcsökkentő lépésekkel kapcsolatos utólagos beszámolási kötelezettség lehet a garancia arra, hogy a hatóságok éljenek a rájuk ruházott felelősséggel, és megtegyék a szükséges megelőző lépéseket. Mindemellert a makroprudenciális hatóság értékelésében szerepet kell kapnia a nyilvánosságnak is, hiszen hosszú távon csak a szakmai és tágabb közvélemény kontrollolja biztosíthatja a konzisztens és felelős működés kikényszerítését.

4.2.2. INTÉZMÉNYI FELÁLLÁS

Az intézményi felállás mint a makroprudenciális felügyelés egyik alappillére, fontos szerepet játszik a rendszerszintű kockázatok kezelésének sikerességében. A legfontosabb kérdés, hogy a pénzügyi stabilitásban érintett hatóságok között legyen egyértelmű felelőse a preventív makroprudenciális politikának, illetve hogy a felelősségi körök megfelelő hatáskörrel, konkrét eszközökkel is párosuljanak. Más szóval, világosan meg kell határozni, hogy ki a felelős a rendszerkockázatok feltárásáért, a megfelelő kockázatcsökkentő eszköz felkutatásáért, illetve a beavatkozást jelentő döntés meghozataláért. Az eddig kialakult gyakorlat kétféle megoldást mutat. A makroprudenciális felelősség a jegybanké, mint a bemutatott nemzetközi példák esetében, vagy pedig egy több résztvevős tanács vagy bizottság hozza meg a szükséges döntéseket. A tanácsokban általában a jegybankok mellett a felügyelet és a pénzügyminisztériumok kapnak helyet. A tanácsok működési módjának, hatásköreinek kijelölésénél

¹¹⁰ Az első esetre lehet példa a betétbiztosítási rendszerhez való banki hozzájárulás makroprudenciális alapú meghatározása. Ha ugyanis az intézmények befizetési kötelezettségét rendszerkockázathoz való hozzájárulásuk arányában kívánják meghatározni, az akár azt is eredményezheti, hogy egyes intézményekre kigazdálkodhatatlan mértékű kötelezettség hárul. A második esetre példa lehet az LTV-korlátok recesszióban történő fellazítása, ami rendszerszinten a hitelezési aktivitás fellendítésével járhat, de egyedi banki szinten ennek hatása jelentős portfólióromlás is lehet.

mindenképp szükség van annak elhatárolására, hogy a tanács döntései milyen módon válnak kötelezővé az egyes tagokra, azaz, hogy azok jogköreiből mekkora rész kerül át a tanácshoz. Mivel ezek a tanácsok még nem tekinthetnek vissza hosszú múltra, ezért ezen intézményi megoldás sikerességét egyelőre nem lehet objektíven megítélni.

4.2.3. KONKRÉT ESZKÖZÖK

A makroprudenciális eszközök egyrészt a pénzügyi szektor cikluserősítő hatásait (prociklikusság) korlátozzák, másrészt pedig az úgynevezett keresztmetszeti kockázatok csökkentésével a rendszer sok-kellenállóképességét fokozzák. Az eszközrendszert tekintve fontos szempont, hogy ne egy „mindent megoldó” makroprudenciális eszközzel rendelkezzenek a felelős hatóságok (pl. valamilyen tőkekövetelmény-szabállyal, amelyet az újonnan felmerülő kockázatok alapján minden alkalommal újrakalibrálnak), hanem többelemű, rugalmasan alkalmazható, tevékenységalapú eszköztárak legyenek. Jól látható a múltbeli példákban, hogy akár a túlzott hitelkiáramlást, akár a komplexebb kihívást jelentő tőkebeáramlással kapcsolatos problémákat a felelős hatóságok komplex eszközrendszerrel (LTV-, DTI-szabályokkal, a tőkebeáramlást pedig növekvő kockázati súlyok-

kal, illetve céltartalék-szabályokkal) kezelték, ráadásul ezeket, amennyire lehetett, a monetáris politika is támogatta. Általánosságban is elmondható, hogy az egyedi problémák egyedi megoldásokat igényelnek, ahol a felelős hatóság ideális esetben az eszközök szélesebb csoportjából választva, azok kombinációjával alakíthatja ki az adott helyzetben legjobbnak ítélt megoldásokat.

Az eszköztár kialakítása és egységesítése jelenleg is zajlik mind a nemzetközi szervezetek mind az egyes országok szintjén.¹¹¹ A nemzetközi konszenzust tükröző eszköztárba jórészt olyan, korábban is létező, úgynevezett mikroprudenciális eszközök kerültek, melyek rendszerkockázati célokra is felhasználhatók, de születtek új instrumentumok is. A tipikusnak mondható eszközöket mutatja be a 4-1. táblázat.

Az egyedi országok szintjén használatba vett eszközök hatékonysága nagyban függ azonban attól, hogy azok mennyire megkerülhetők a nemzetközi koordináció hiánya miatt. A koordináció szükségessége alapvetően a bankcsoportok anya- és leányintézményeinek országai között merül fel, ami lehet bilaterális, európai uniós szintű, illetve globális is.

4-1 táblázat

A rendszerkockázatok csökkentésének lehetséges eszközei

Időbeli dimenzió
<ul style="list-style-type: none"> • Kontraciklikus tőkepuffer • Tőkeáttételi arányra vonatkozó plafon • Szigorú céltartalékolási politika • Nagyobb céltartalék-képzés a csőd fázisától függően • A kockázatkezelési modellekbe és eszköztértékelési modellekbe „ciklusokon átívelő” elemek bevezetése • Hitelnövekedési plafonok meghatározása • Pótlólagos tartalékkövetelmény túlzott hiteldinamika esetén • Bizonyos típusú hitelek esetén magasabb kockázati súlyok (pl. devizahitelek esetén) • A lakásvásárlási célú hitelek esetén hitelfedezetiráta-plafonok meghatározása (vagy nagyobb tőkekövetelmény a magasabb LTV-jű hitelek esetén) • Az adósság-jövedelem arányra (DTI) vagy a törlesztőrészlet-jövedelem (PTI) arányra vonatkozó plafonok meghatározása a hitelt felvevő háztartásoknál (vagy nagyobb tőkekövetelmény a magasabb arányú hitelek esetén) • Magasabb fedezet követelménye a vállalati hitelek esetén • Referenciakamatokra vonatkozó szabályok meghatározása lakáshitelek esetén
Keresztmetszeti dimenzió
<ul style="list-style-type: none"> • Tőke- vagy likviditási pótfedezet a méret, a komplexitás vagy az összekapcsolódás miatt • Likviditási pufferek és követelmények a stabil mérlegben belüli likviditási források biztosítása érdekében • Lejárat transzformációs korlátok (lejárat lépcsők, likviditásfedezeti ráta) • Hitel-betét arányra vonatkozó plafonok • Tőkeáttételi korlátok • Az intézmények közötti kitettségek (pl. az anya- és a leányintézmény között) és bankközi kitettségek korlátozása • A fedezetlen devizapozíciók korlátozása (nettó nyitott pozíció, a nettó külső források aránya) • Tőkekövetelmények megváltoztatása nagy kitettségek esetén • Szektorális koncentráció korlátozása a hitelezésben • A hatóságok aktív kommunikációja a kockázatok fennállásáról és mértékéről
<p>Forrás: CNB (2011), Elliott (2011), Ha-Hodgetts (2011).</p>

¹¹¹ IMF (2011).

4.3. Merre fejlődik az európai és a hazai intézményrendszer?

Az előző fejezet alapján a makroprudenciális politikák viteleért felelős intézményrendszereknek három alappilléret szükséges kiépíteni ahhoz, hogy működőképes és hatékony struktúrák jöjjenek létre. Elsőként a makroprudenciális célok definiálása szükséges, majd a kompetens hatóságok közötti felelősségi körök megosztását, végül pedig az egyes felelősségi körökhöz kapcsolt eszközök létrehozását, megfelelő allokálását kell elvégezni. Ennek a három pillérnek a kialakítása néhol már a válságot megelőzően elindult, a folyamat azonban a válság tanulságait levonva gyorsult fel igazán. A továbbiakban azt mutatjuk be, hogy európai szinten, tagországi szinten, illetve Magyarországon milyen megoldások születtek ezen három pillér kialakítására.

4.3.1. CÉLOK

A makroprudenciális felügyelés végső céljaiban általános az egyetértés: csökkenteni annak valószínűségét, hogy a pénzügyi rendszer működésének zavarai időről időre jelentősebb reálgazdasági visszaeséseket és/vagy az állami költségvetés jelentős terhelését okozzák.

Ennek az általános célnak a konkrétabb közbenső célokba való átfordítása azonban már nem egyszerű, mivel végső soron a pénzügyi rendszer (prociklikus és sok tényező által meghatározott) viselkedésére próbálunk hatni. A közbenső célok legalább az alábbi három területtel kapcsolatosak:

- *a pénzügyi rendszer rugalmasságának és sokkellenálló képességének növelése:* a pénzügyi intézmények közötti üzleti kapcsolatok, illetve az azonos típusú kockázatokkal szembeni kitettség miatt egyes, rendszerszinten jelentős intézmények nehézségei nagyon könnyen válságba sodorhatják az adott ország vagy régió pénzügyi rendszerét is.

- *a hitelezési ciklus amplitúdójának csökkentése:* bár elkerülhetetlen, hogy a pénzügyi rendszer prociklikus viselkedése az üzleti ciklusokat valamennyire erősítse,¹¹² a cél ennek a ciklikusságnak a kordában tartása. A jelenlegi megközelítés¹¹³ a ciklusok felívelő szakaszában tőkepufferek felhalmozását írja majd elő, ami a túlzott hitelkiáramlás visszafogását eredményezheti, valamint recessziós időszakban ezen tőkepufferek felszabadításával tompíthatók a negatív hatások, elősegíthető a hitelezési aktivitás mihamarabbi helyreállítása.

- *eszközárak volatilitásának csökkentése:* a fenti ponttal összefüggésben nemcsak a hitelciklus, hanem a többi pénzügyi és reáleszköz árának és forgalmának magas ingadozásait is mérsékelni kell, mivel ezek az egyes gazdasági szereplők és a pénzügyi intézmények számára sokkokat okozhatnak, illetve önmagukban is a hitelciklust erősíthetik (bár lehetnek annak következményei is).

Az Európai Unió 2011 januárjától hozta létre a saját makroprudenciális felügyeleti hatóságát Európai Rendszerkockázati Testületet (ERKT – European Systemic Risk Board, ESRB), melynek mandátuma¹¹⁴ – a fentiekkel összhangban – a rendszerkockázatok megelőzésére, illetve mérséklésére terjed ki. Ezenfelül az ERKT-nak hozzá kell járulnia a belső piac zavartalan működéséhez, valamint elő kell segítenie a pénzügyi szektor folyamatos hozzájárulását a gazdasági növekedéshez.

A tagországok szintjén a makroprudenciális mandátumok kialakítása még kezdeti fázisban tart. Egy 2011 eleji felmérés szerint¹¹⁵ az EU tagországaiban a makroprudenciális felelősség lényegében nem volt nevesítve, azt általában a pénzügyi stabilitási funkció részének tekintették.

¹¹² Például Berger–Udell (2002) intézményi memória elmélete szerint – amelyet a szerző empirikus adatokkal is alátámaszt – a banki kockázatvállalási hajlandóságot az is szignifikánsan befolyásolja, hogy mennyi idő telt el az előző válság óta, és a banki alkalmazottak mennyire emlékeznek még az akkor elszenvedett hitelezési veszteségekre. Ahogy időben távolodunk a korábbi válságoktól, az elszenvedett veszteségek emléke halványul, míg a válság után közvetlenül az elszenvedett veszteségek hatására a kockázati éhség radikálisan lecsökken, és túlzott óvatosságba, kockázatkerülésbe fordul át.

¹¹³ BCBS (2010).

¹¹⁴ 1092/2010. sz. Európai parlamenti és bizottsági rendelet.

¹¹⁵ Instruments Working Group (ESRB) 2011. június.

Magyarországon a rendszerszintű kockázatok figyelemmel kísérése és csökkentése alapvetően az MNB feladata. Az MNB-törvény¹¹⁶ értelmében az MNB felelős hatóságokkal együttműködve támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitására vonatkozó politika kialakítását és vitelét, feltárja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét fenyegető kockázatokat, elősegíti a rendszerszintű kockázatok kialakulásának megelőzését, valamint a már kialakult rendszerszintű kockázatok csökkentését vagy megszüntetését. A PSZF-törvény szerint¹¹⁷ a felügyeletnek ebben támogatnia kell az MNB-t. Szabályozói, illetve fiskális hatósági feladatai kapcsán a pénzügyi stabilitási keretrendszer harmadik szereplője a kormány, illetve a Nemzetgazdasági Minisztérium.

4.3.2. A FELELŐSSÉGI KÖRÖK MEGOSZTÁSA

Az Európai Unióban létrejött ugyan az ERKT mint makroprudenciális koordináló hatóság, de az effektív makroprudenciális beavatkozási jogkörök, és így a végső felelősség az Európai Bizottságnál, illetve a tagállamoknál maradt.

A tagállamokban a makroprudenciális funkciót vagy a pénzügyi stabilitási mandátum részének tekintik és a fennálló intézményrendszer alatt működtetik, vagy pedig külön policy területként azonosítják. Bár az önálló, makroprudenciális célú döntéshozatali struktúra még sehol sem kezdte meg működését a gyakorlatban, az érdekellentétek és a funkcionálisan összetartozó területek beazonosítása megtörtént, az intézményi megoldások megszülettek. Az egyes tagországi gyakorlatok az alábbi kategóriákba sorolhatók be:

1. A rendszerkockázatok nyomon követése az eredetileg válságkezelési koordinációs feladatokat ellátó, háromoldalú¹¹⁸ pénzügyi stabilitási bizottságok hatáskörébe tartozik. A tényleges felelősség így az alapfunkciókhoz kötődően megoszlik az egyes hatóságok között. Ezt a

megoldást választották az önálló mikroprudenciális felügyeletet fenntartó országok.

2. A makroprudenciális funkció a jegybanké. Ezekben az esetekben alapvetően két megközelítés látszik. A jegybankon belül vagy megjelenik önálló policy területként a makroprudenciális kockázatok kezelése, és ehhez önálló, magas szintű döntéshozatali fórum is kapcsolódik, vagy a meglévő struktúrára alapozva, alapvetően a monetáris politikai céloknak alárendelve zajlik a rendszerszintű kockázatok elemzése és visszaszorítása.

Látható, hogy bár mandátumuk erőssége jelentősen eltér, az egyes tagállamokban a jegybankok a makroprudenciális felügyelés megkerülhetetlen tényezői. Ez a jegybankok rendszerszintű szemléletéből, a pénzügyi piacok és rendszerek átfogó ismeretéből, a gazdaságpolitikától független döntéshozatali képességéből, illetve a jegybank végső hitelezői (lender of last resort) funkciójából fakad. A makroprudenciális funkció jegybankhoz rendelkezéskor további szinergiaként jelenhet meg az üzleti ciklusok elemzéséből faladó tapasztalat, illetve a fiskális hatások gyors számszerűsítésének képessége is.

4.3.3. MAKROPRUDENCIÁLIS ESZKÖZÖK

A makroprudenciális politikák a makroprudenciális eszközök bevetésével válnak effektívvé. Ilyen eszközzé válhatnak a már meglévő, mikroprudenciális eszközök, ha rendszerszintű kockázatokkal szemben alkalmazzák őket, de új eszközök kimunkálása is folyamatban van.

Európai szinten az ERKT-nak nincs közvetlen beavatkozási eszköze, ajánlásokat és figyelmeztetéseket adhat ki „actor-explain” alapon, ami annyit jelent, hogy a címzettnek az ajánlás/figyelmeztetés szellemében kell cselekednie, vagy a beavatkozás elmulasztását meg kell indokolnia. Az ERKT

4-2 táblázat

A felügyeleti felelősség jelenlegi intézményi megoldásai

Intézményi modellek	Önálló intézmények koordinációs bizottsággal	Makroprudenciális funkció jegybankban
EU-tagországok	DK, HU, PL AT*, DE*, EE*, FI*	BE, BG, CZ, ES, FR**, IE, IT, LI, NL, PT, RO, SI, SK, UK**

Megjegyzés: a *-gal jelölt esetekben a jegybank és a felügyelet szorosan együttműködik, a német és osztrák esetben a jegybank közvetlenül is végez bankfelügyeleti feladatokat.

A **-gal jelölt tagországokban jelenik meg önálló, felső szintű bizottság, ami kifejezetten a makroprudenciális kockázatok nyomon követésére és policy ajánlások megfogalmazására jött létre.

HU: Magyarország, SE: Svédország, PL: Lengyelország, DK: Dánia, LI: Luxemburg, EE: Észtország, FI: Finnország, DE: Németország, AT: Ausztria, NL: Hollandia, BE: Belgium, UK: Nagy-Britannia, RO: Románia, CZ: Csehország, IE: Írország, FR: Franciaország, SK: Szlovákia, SI: Szlovénia, BG: Bulgária, ES: Spanyolország, PT: Portugália, IT: Olaszország.

¹¹⁶ 2001. évi LVIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról, 4. § (7) bek.

¹¹⁷ 2010. évi CLVIII. törvény a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletéről.

¹¹⁸ A három résztvevő a jegybank, a mikroprudenciális felügyelet és a költségvetési források fölött diszponáló pénzügyminisztérium.

ajánlásait/figyelmeztetéseit címezheti az unió egészének, egy vagy több tagállamnak, egy vagy több európai felügyeleti hatóságnak, illetve egy vagy több nemzeti felügyeleti hatóságnak.¹¹⁹ Itt is problémát jelent azonban, hogy ezekhez az eszközökhöz nem kapcsolódik tényleges szankció. Így az ERKT alapvetően a nemzeti makroprudenciális beavatkozások ösztönzésében és azok koordinálásában tud igazán hatékonyan részt venni.

Tagállami szinten a makroprudenciális hatóságok rendelkezésére álló eszközök köre nagy szóródást mutat. Elviekben

azokban az országokban, ahol a mikro- és makroprudenciális felügyelet teljesen integrált, a hatóságoknak lehetőségük van a rendelkezésükre álló teljes eszköztár rendszerkockázatokkal szembeni bevetésére. A többi esetben a közvetlen makroprudenciális célú beavatkozás lehetősége általában korlátozott. A makroprudenciális hatóságok jogköre a problémák beazonosítására és a beavatkozási javaslatok megfogalmazására terjed ki, a tényleges döntéshozatal általában a parlament vagy a szabályozó hatóság felelőssége marad. A kommunikáció és kikényszerítés általában ekkor is az úgynevezett „act-or-explain” mechanizmus szerint történik.

4-2. keretes írás

Bázel III. – globális sztenderd makroprudenciális szabályokkal

A pénzügyi válság kialakulásában szerepet játszó szabályozási hiányosságok orvoslására dolgozta ki a Bázeli Bizottság az ún. Bázel III-as szabályozási csomagot,¹²⁰ amely első alkalommal tartalmazott egyértelműen makroprudenciális célú eszközöket. A prociklikusságot korlátozza az anticiklikus tőkepuffer, míg a fertőzési hatások mérséklésére a rendszerszinten jelentős intézmények (SIFI-k)¹²¹ többlételemű és tőkekövetelménye szolgál. A válság kapcsán azonban az is bebizonyosodott, hogy a lokális szabályok a pénzpiacok globalizálódása miatt lényegében hatástalanok. Ezért a Bázel III-as szabályozás nem maradt meg a bázeli tagországok, illetve az egységes szabályozás követelménye miatt az Európai Unió szintjén, hanem a G20-as tagországok 2010. végi szülői megállapodása értelmében 2013-tól világméretű sztenderddé válik.

A harmonizált európai makroprudenciális eszköztár első eleme az anticiklikus tőkepuffer lesz. Az egyelőre bizonytalan, hogy a tőkepuffereken felül lesz-e módja az európai tagországoknak más makroprudenciális célú beavatkozásra. Az Európai Bizottság nemrégiben tette közzé szabályozási javaslatát,¹²² amelyben a pénzügyi intézmények prudenciális szabályozását uniós szintre emeli. Ez azzal jár, hogy a jelenleg is hatályos, illetve a Bázel III-as csomagban megjelenő prudenciális elvárások az intézményekre közvetlenül lesznek érvényesek, azokat tagországi szinten sem enyhíteni, sem szigorítani nem lehet (maximumharmonizáció). Ha az Európai Tanács és Parlament ezt változatlan formában el is fogadja, akkor a tagországok a meglévő eszközöket makroprudenciális célra csak úgy vehetik igénybe, ha azt előzőleg az Európai Bizottság a szabályozás változtatásával lehetővé teszi. A másik lehetőség az innováció, vagyis olyan eszközök, mechanizmusok aktiválása, amelyek semmilyen formában nem szerepelnek a már létező szabályozott eszközök között.

Megítélésünk szerint az Európai Bizottság törekvése a szabályozó eszközök teljes harmonizációjára nem célszerű. Látható, hogy az uniós tagországok között az eltérő fogyasztói magatartás, kockázati tudatosság, gazdasági

fejlettségi szint stb. miatt az egységes piac még nem valósult meg, ezért a kockázatok sem egységesek. Ráadásul a rendszerkockázatok egy része az országszintű sérülékenységekhez is köthető. (Például korlátozott a devizahitelezés által érintett, vagy a szuverén adósságválság által sújtott országok köre, de esetleges az eszközár buborékok kialakulása is). Amíg ilyen szinten nem valósul meg a tényleges konvergencia, addig valós és elismert igény kell hogy legyen a nemzeti szintű makroprudenciális beavatkozás lehetősége. Teljesen harmonizált EU-szintű makroprudenciális politikának különösen az euroövezeti tagság esetében lehetnek káros következményei, ez ugyanis az ilyen országok esetében az önálló monetáris politika feladása mellett az önálló makroprudenciális politika feladását is jelentené, ez pedig az optimális valutaövezet működéséhez elengedhetetlen rugalmasságot csökkentené. Az egységes piacot sértő, „aktivista” beavatkozások káros hatása mérsékelhető, ha a beavatkozásokat az ERKT koordinálja, illetve megfelelő transzparenciakövetelmények kapcsolódnak hozzájuk. Végül eszközként pedig az ERKT-nak lehetősége van arra, hogy ajánlásban szólítsa fel az egyes tagországokat az indokolatlanul szigorú rendelkezések visszavonására, vagy a túlzottan enyhe rendelkezések szigorítására.

¹¹⁹ 1092/2010 Európai Parlamenti és Tanácsi Rendelet.

¹²⁰ Lásd <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

¹²¹ Significant Financial Institutions.

¹²² Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm#crd4.

4.3.3.1. A nemzetközi koordináció jelentősége

A makroprudenciális elemzés és beavatkozás nemzeti szinten azonban nem lehet hatékony. Az Európai Unió pénzügyi rendszere integrált; a pénzügyi intézmények tevékenységüket – mérlegfőösszegben mérve – döntően olyan vállalkozásokon keresztül végzik, amelyek egyszerre több tagországban is jelen vannak. A legnagyobb pénzügyi csoportok pedig nemcsak az Európai Unióban, hanem azon kívül is aktívak. Emellett a szolgáltatások szabad áramlásának elve alapján a pénzügyi intézmények felügyeleti engedély nélkül, közvetlenül is megcélozhatják a más tagországokban levő ügyfeleket.

Ilyen fokú integráltság mellett egy ország makroprudenciális intézkedéseinek hatásossága korlátozott. Mivel a makroprudenciális célú beavatkozások jellegükből adódóan szigorítással, korlátozással járnak, ezért a pénzügyi intézmények számára költséget indukálnak, a más tagországokban levő versenytársakkal összehasonlítva pedig versenyhátrányt eredményeznek. A szabályozási háttér miatt pedig a nemzeti szabályok a fentiek alapján nagyon könnyen megkerülhetők. A számunkra különösen releváns devizahitelezés kontextusában erre jó példát szolgáltatott egy román szabályozási kísérlet: 2004-ben a román jegybank megemelte a devizabetétekre vonatkozó kötelező tartalékrátát, hogy az ezekből finanszírozott devizahitelek bővülési ütemét csökkentse. Sok bank azonban olyan módon kerülte meg ezt a szabályozást, hogy a romániai leánybankjából közvetlenül az anyabank mérlegébe vette át a Romániában folyósított hiteleket (így azokra nem vonatkozott már a szabályozás).¹²³

Éppen ezért az Európai Unió tagországaiban a makroprudenciális beavatkozások indokoltsága esetén minden esetben mérlegelni kell az egységes piac szintjén várható hatásokat. A csak egy országra bevezetett szigorítások esetén ugyanis nagyon könnyű a szabályozás kijátszása (szabályozási arbitrázs), illetve bizonyos esetekben a szigorításból származó stabilitási előnyöket olyan tagországok szolgáltatói is élvezhetik, akikre a szigorítások nem vonatkoztak (pl. a tőkepufferek felszabadítása esetén várható enyhébb visszaesés általános simító hatásait) (potyautazás).

A 2016-tól bevezethető anticiklikus tőkepufferről elméletileg minden tagország önállóan dönthet az ERKT által kiadott útmutatás alapján. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy az adott tagország bankjainak tőkekövetelménye 2,5 százalékkal növelhető, ami jelentős versenyhátránnyal jár. Ahhoz, hogy az egyedi tagországi lépések hatékonyak lehessenek, szükség van nemzetközi szintű koordinációra. Ezt a bázeli egyezmény a **reciprocitás elvének** bevezetésével biztosítja. A szabályozás értelmében: ha bármely tagország¹²⁴ anticiklikus többlettőke-követelményt vezet be, akkor az összes többi tagországnak ezt el kell ismernie, és bármely olyan szolgáltatóval szemben érvényesítenie kell, aki az adott tagország területére szolgáltatást nyújt.

Az integrált és egységesen szabályozott pénzügyi piacok felvetik a makroprudenciális politikák összehangolásának igényét is. Makroprudenciális célú, határon átnyúló együttműködésre nemcsak a versenysemlegesség miatt, hanem a fertőzési hatások elkerülése érdekében is szükség lehet.¹²⁵

¹²³ A román jegybank devizahitelezéssel kapcsolatos tartalékolási politikájáról: Draft report on FX lending, ESRB Expert Group on FX lending, (publikálás alatt álló kézirat) (2010), míg a banki reakciókhoz: OTP Bank, Negyedéves tőzsdei gyorsjelentés, 2007 I. félév (20. oldal) https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/OTP_20072Q_h_final.pdf.

¹²⁴ A bázeli egyezmény értelmében ez nemcsak az unión belüli tagországok, de a szabályozást bevezető bármely többi, ún. harmadik ország felé is érvényes lesz.

¹²⁵ Csajbók–Király (2011).

4.4. A hazai makroprudenciális intézményrendszer értékelése

A hazai makroprudenciális intézményrendszer kialakítása is a válsághoz köthető. Magyarországon a pénzügyi stabilitás fenntartásának felelőssége megoszlik a felügyelet, a jegybank, valamint a szabályozói funkciót betöltő és költségvetési források felett rendelkező Nemzetgazdasági Minisztérium között. Bár a három hatóság 2004-től formalizált megállapodással rendelkezett az együttműködés koordinálására, sőt közös bizottságot is létrehoztak Pénzügyi Stabilitási Bizottság (PSB) néven, az együttműködés alapvetően egy esetleges pénzügyi válság koordinált megoldását célozta. A válság kitörését követően, a jövőbeni rendszerkockázatok felépülésének megakadályozására alakult meg 2010. január 1-jével a Pénzügyi Stabilitási Tanács (PST).

A PST-t ugyanazok az intézmények alkották, mint a korábbi PSB-t, hatásköre azonban beavatkozási eszközei révén lehetőséget adott arra, hogy a makroprudenciális szempontok megjelenjenek mind az egyedi intézményi felügyeleti, mind a szabályozói tevékenységben. A stabilitási tanácsban betöltött szerepéből adódóan a jegybank makroprudenciális felügyelésben betöltött szerepe is explicitebbé és erősebbé vált. A jegybanktörvény párhuzamos módosítása egyértel-

műsítette az MNB pénzügyi stabilitási feladatait, miszerint a jegybank feladata a rendszerszintű kockázatok feltárása, a többi hatósággal együttműködve pedig elősegíti ezen veszélyek mérséklését, illetve kezelését is. A korábban is meglévő kockázatelemző, figyelemfelhívó funkción felül a jegybanknak explicit feladta lett a kockázatcsökkentés módjainak elemzése, a szükséges beavatkozási javaslatok megtétele. Annak érdekében, hogy az MNB e feladatát hatékonyabban láthassa el, az MNB-törvény lehetővé teszi formalizált szabályozási javaslatok megfogalmazását a korábban már bemutatott „act-or-explain” alapon.

Problémát jelent azonban, hogy a pénzügyi stabilitásért felelős legfontosabb testület (a PST) jogkörei megszűntek, és ezáltal döntéshozó fórumból konzultációs fórummá vált. Azaz, miközben a makroprudenciális intézményrendszer a bizottsági modellen alapul, megfelelő eszközök nincsenek ehhez a fórumhoz rendelve. Ezzel szemben az MNB felelőse a pénzügyi stabilitásnak, közvetlen makroprudenciális eszközökkel azonban nem rendelkezik, ellentétben azokkal az országokkal, ahol a jegybank a problémakör elsődleges felelőse.

4-3. táblázat

A hazai makroprudenciális intézményrendszer változásának főbb lépcsői

	PSB (2004–2009)	PST (2010)	PST (2011–)
Működési keret			
Az ülések gyakorisága	Háromhavonta	Havonta	Háromhavonta
Szavazási mechanizmus	Nincs döntési hatáskör, nincs döntési mechanizmus	Többségi szavazás	Az állásfoglalások kiadásához egyhangú döntés szükséges
Transzparencia	Nincs publikus jegyzőkönyv	Törvény szerint kötelező részletes összefoglaló az ülésekről a PSZÁF honlapján	Törvény nem írja elő. Eseti döntés alapján az ülések összefoglalója a három intézmény honlapján megjelenik.
Eszközök			
Pénzügyi stabilitást veszélyeztető tevékenységek, szolgáltatások betiltása, korlátozása	-	A PSZÁF tiltó rendeletét a PST előzetesen megtárgyalja	A PSZÁF tiltó rendeletéről csak a kormányt kell előzetesen tájékoztatni
Felügyelet ellenőrzési célterületeire vonatkozó javaslattétel	-	PST egyetértése szükséges	-
Szabályozási vagy felügyeleti beavatkozási javaslat	-	Kormánynak és/vagy PSZÁF-nak „act-or-explain” alapon	Kormánynak (nincs „act-or-explain” mechanizmus)

Forrás: MNB.

Mindez azért tűnik különösen előnytelennek, mert a korábbi PSB pusztán konzultatív fórumként nem bizonyult alkalmasnak arra, hogy a 2004–2008-as időszak legfontosabb makroprudenciális kudarcát, a lakossági devizahitelezés elterjedését időben és érdemben megakadályozza (részletesen lásd később). Paradox módon azáltal, hogy csökkent a PST üléseinek transzparenciája, megszűntek a PST formalizált javaslatvételi jogkörei, illetve hogy csak az MNB „actor-explain” alapú javaslatvételi jogköre¹²⁶ maradt meg, formálisan csak az MNB maradt utólagosan számon kérhető a kockázatcsökkentő lépések időben való felvetéséért. A 4-3. táblázat a legfontosabb elemek mentén ismerteti a hazai makroprudenciális intézményrendszer változásának főbb lépéseit.

Összességében elmondható, hogy jelenleg a felelősségi körök nincsenek jól elhatárolva, így még mindig bizonytalan, hogy mely intézmény felelős törvényileg a makroprudenciális politika viteléért, illetve tevékenysége során mely intézmény tekinti ezt alapvető feladatnak. Emellett az eszközök allokálása is problémás, mivel az egyetlen jelenleg létező dedikált makroprudenciális eszköz – a termékek, szolgáltatások, tevékenységek 90 napos felfüggesztésének joga – a PSZÁF-nál van, míg a rendszerszintű kockázatok feltárásának feladata alapvetően az MNB-re hárul. További probléma, hogy nincs meghatározva azon makroprudenciális eszközök felelőse sem, amelyek az egységes európai szabályozás részeként kerülnek majd bevezetésre, mint például az anticiklikus tőkepuffer előírására, kalibrálására, időzítésének meghatározására jogosult hatóság.

4-3. keretes írás

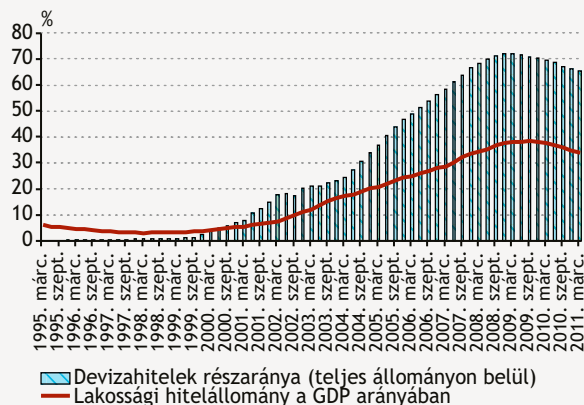
A hazai makroprudenciális politika elmúlt időszakbeli sikertelenségének okai – a devizahitelezés elterjedése

A 2000-es évek elejétől a lakossági hitelezés gyors felfutását figyelhetjük meg, döntően devizahitelek formájában. A folyamat eredményeképp rendszerszinten három fő kockázat jelent meg. A háztartások jelentős eladósodottsága, a devizahitelek miatti árfolyamkockázat, valamint a bankrendszer eszköz-forrás lejáratai közötti eltérés. A pénzügyi válság miatt a lakossági devizahitelezésből eredő kockázatok 2008 őszétől kezdve realizálódtak. A háztartások eladósodása növelte a devizában fennálló külső egyensúlytalanságot, ezáltal az ország sérülékenységét. A Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően a csökkenő kockázatvállalási hajlandóság egyszerre vezetett a forint gyengüléséhez és az országgkockázati felárak jelentős növekedéséhez. A finanszírozási nehézségek enyhítésére az ország IMF-hitel felvételére kényszerült. A nagyfokú és tartós leértékelődésen, valamint a bankok magasabb finanszírozási költségének hitelkamatokba történő áthárításán keresztül a devizahittel rendelkező háztartások törlesztőrészetének jelentős emelkedése és a lakossági jövedelmeknél jelentkező sok nagymértékben növelte a nemteljesítést, rontva ezzel a bankrendszer pénzügyi helyzetét. A bankrendszerben megjelenő lejárat eltérés a külföldi finanszírozási lehetőségek beszűkülése és a devizaswappiac ingadozó likviditása miatt jelentős likviditási, finanszírozási kockázatok forrása. Mindez jelentősen szűkítette a monetáris politika mozgásterét is.

A devizahitelezés kockázataira az MNB 2004-től kezdve mind nyilvánosan,¹²⁷ mind a szabályozó hatóságok informális koordinációs fórumaként működő Pénzügyi Stabilitási Bizottságban felhívta a figyelmet. A szabályozói kudarc a 4-4. táblázat tanulsága szerint alapvetően két fő okra vezethető vissza. Egyrészt a beavatkozási jogkörrel rendelkező hatóságok ösztönzői nem voltak elég erősek – ez az egyedi intézményi ösztönzők hiányosságain felül amiatt is volt, hogy a devizahitelezés kockázatai csak olyan extrém piaci zavarok esetén materializálódtak, amilyenekkel a döntéshozók nem számoltak (*tail event*). Másrészt pedig a pénzügyi rendszer európai integráltsága, valamint a magas profitabilitás miatt nem állt rendelkezésre olyan eszköz, illetve nemzetközi kikényszerítési mechanizmus, amely egyértelműen alkalmas lett volna a kockázatok hatékony kontrollálására.

4-1. ábra

A lakosság hitelállományának alakulása



Forrás: MNB.

¹²⁶ 2001. évi LVIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról, 60/A. §.

¹²⁷ Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004–2010. kiadványai.

A devizahitelezés korlátozására az MNB szabályozási kezdeményezést indított 2009 őszén.¹²⁸ A javaslatok nyomán elkészült 361/2009. (XII. 30.) Kormányrendelet, közismertebb nevén a „körültekintő hitelezés”-ről szóló rendelet 2010. márciustól, illetve júniustól jelentett effektív korlátot az új hitelek odaítélésében. Végül a kormány 2010 augusztusában lényegében teljesen betiltotta a devizaalapú lakáshitelezést. Ekkorra azonban a devizában folyósított jelzáloghitelek állománya már az 5000 milliárd forintot is meghaladta (ezek túlnyomó része svájcifrank-alapú hitel volt), 15-17 éves átlagos hátralevő futamidővel.

Mindezek alapján megállapítható, hogy a hazai makroprudenciális intézményrendszer nem volt képes idejében kezelni a felépülő kockázatokat. A pénzügyi és gazdasági válság elhúzódása miatt a sokkuk újabb és újabb lökés formájában gyűrűznek be Magyarországra a devizakitettségen keresztül.

4-4. táblázat

A hatékony makroprudenciális beavatkozás tényezőinek hiánya a devizahitelezés elterjedésekor

Ösztönzők	<ul style="list-style-type: none"> • A devizahiteleken alapuló bővülő fogyasztás támogatta a gazdasági növekedést. • Az egyedi hitelek szintjén a fedezetek megléte miatt a szabályozók alacsony kockázatúnak látták a tevékenységet. • Felügyeleti célvizsgálat alapján a bankok hitelkihelyezése prudens volt. • A bankcsoportok tulajdonosi háttéré miatt nagy volt a valószínűsége egy esetleges hazai szabályozási lépés megkerülésének. • A magas profitabilitás miatt a tőkekövetelmény-alapú szabályok alkalmazhatósága korlátozott volt. • A végső mentvár funkció miatt az MNB az esetleges árfolyamgyengülésből fakadó növekvő hitelkockázatok likviditási kockázattá válásától tartott.
Eszközök	<ul style="list-style-type: none"> • Adminisztratív (tiltó) eszközök. • Prudenciális szabályozás szigorítása. • Felügyeleti kommunikációs eszközök. • Pénzügyi kultúra növelése és morális ráhatás. • Fiskális lépések (adópolitika, támogatási politika differenciálása).
Intézményi felállás	<ul style="list-style-type: none"> • Pénzügyi Stabilitási Bizottság konzultatív fórumként tárgyalja a problémát és a szabályozói javaslatokat. Döntési jogköre nincs. • MNB-nek nyilvános kommunikáción túl nincs lehetősége önálló prudenciális lépésre. • Egyedi intézményi szintű, bilaterális beavatkozási lehetőség PSZÁF-nál, illetve anyabanki felügyeletnél (2. pillér – SREP). • Szabályozó eszköz PM-nél.

Forrás: MNB.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AIKMAN, DAVID-ANDREW G. HALDANE –BENJAMIN NELSON (2010): *Curbing the Credit Cycle*. Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference, Microfoundations for Modern Macroeconomics, New York.

BCBS (2010): *Countercyclical capital buffer proposal*. Consultative Document, July.

BERGER, ALLEN N.–GREGORY F. UDELL (2002): *The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior*. Federal Reserve Board.

BERNAKE, BEN S.–MARK GERTLER (2001): Should Central banks Respond to Movements in Asset Prices?. *American Economic Review*, vol. 91 no. 2, pp. 253–257.

BIS (2011): *Central bank governance and financial stability*. Bank for International Settlement, May.

BORIO, CLAUDIO E. V.–SHIM ILLHYOCK (2007): What can (macro-) prudential policy do to support monetary policy?. *BIS Working Papers*, 242.

CHANG, SOON-TAEK (2010): Mortgage Lending in Korea—An Example of a Countercyclical Macroprudential Approach. *Policy Research Working Paper*, 5505. The World Bank.

CLAESSENS, STIJN–M. AYHAN KOSE–MARCO E. TERRONES (2011): Financial Cycles: What? How? When?. *IMF Working Paper*, WP/11/76, April.

CNB (2011): *Financial Stability Report 2010–2011*, pp. 110–111. Czech National Bank.

¹²⁸ Lásd http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_pressreleases_2009&ContentID=13182.

- COTIS, JEAN-PHILIPPE–JONATHAN COPPEL (2005): Business cycle dynamics in OECD countries: Evidence, Causes and Policy Implication. In: Kent, C.–D. Norman (eds.): *The Changing Nature of the Business Cycle. RBA Annual Conference Volume*. Reserve Bank of Australia.
- CROWE, CHRISTOPHER–GIOVANNI DELL’ARICCIA–DENIZ IGAN–PAU RABANAL (2011): How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences. *IMF Working Paper*, WP/11/91.
- CSAJBÓK, A.–J. KIRÁLY (2011): Cross-Border Coordination of Macroprudential Policies. In: CLAESSENS, S. ET AL. (eds.): *Macroprudential regulatory policies. The New Road to Financial Stability?*. World Scientific.
- DREHMANN, MATHIAS–CLAUDIO BORIO–LEONARDO GAMBACORTA–GABRIEL JIMÉNEZ–CARLOS TRUCHARTE (2010): Countercyclical Capital Buffers: Exploring Options. *BIS Working Papers*, 317.
- ELLIOTT (2011): Choosing Among Macroprudential Tools. http://www.brookings.edu/-/media/Files/rc/papers/2011/0607_macroprudential_tools_elliott/0607_macroprudential_tools_elliott.pdf.
- EUROPEAN COMMISSION (2008): EMU@10 Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. *European Economy (provisional version)*, 2, February. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- HA, Y.–B. HODGETTS (2011): *Macro-prudential instruments for New-Zealand: A preliminary assessment*. Reserve Bank of New Zealand.
- IIF (2011): *Macroprudential Oversight: An Industry Perspective. Submission to International Authorities*, July. Institute of International Finance.
- IMF (2011): *Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise; and Selected Issues Papers*, July. International Monetary Fund.
- JONES, RANDALL S.–TADASHI YOKOYAMA (2008): Reforming Housing and Regional Policies in Korea. *Economics Department Working Paper*, 613. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.
- DE LAROSIÈRE, JACQUES ET. AL. (2009): *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report*. Brüsszel, 25 February. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- LEE, JANG YUNG (2006): *Macroprudential Supervision in Korea: Experiences and Case Studies*. Macroprudential Supervision Conference (FSC/FSS/IMF), Seoul, 7–8 November.
- NIER, ERLEND WALTER (2009): Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper*, WP/09/70.
- PALMER, JOHN–CAROLINE CERRUTI (2009): *Is there a need to rethink the supervisory process?*. Worldbank, Banco de Espana. http://siteresources.worldbank.org/EXTLACOFFICEOFCE/Resources/870892-1243630619860/John_Palmer_paper.pdf.
- PARK, YUNG CHUL (2011): The Role of Macroprudential Policy for Financial Stability in East Asia’s Emerging Economies. *ADB Working Paper Series*, 284, May. Asian Development Bank Institute.
- SAURINA, JESUS (2009): Dynamic Provisioning: The Experience of Spain. *Crisis response*, Note No. 7, July. World Bank.
- SINHA, ANNAD (2011): *Macroprudential policies–Indian Experience*. Speech at the Eleventh Annual International Seminar on Policy Challenges for the Financial Sector on „Seeing both the Forest and the Trees–Supervising Systemic Risk”, co-hosted by The Board of Governors of the Federal Reserve System, The International Monetary Fund, and The World Bank, Washington DC, 2 June.
- WONG, ERIC–TOM FONG–KA-FAI LI–HENRY CHOI (2011): Loan-to-Value Ratio as Macro-Prudential Tool–Hong Kong’s Experience and Cross-Country Evidence. *Working Paper*, 01/2011. Hong Kong Monetary Authority.
- YUE, EDDIE (2001): Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability–the Hong Kong Experience. *BIS Papers*, 1, March, pp. 230–240.

ELEMZÉS A KONVERGENCIAFOLYAMATOKRÓL

2011. október

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

