

## Lakatos Melinda – Eyno Rots

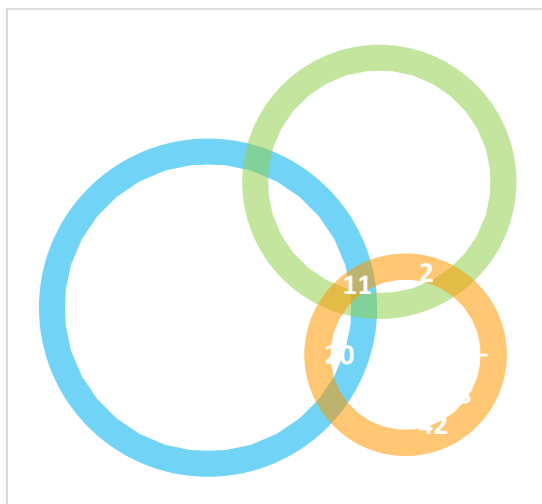
### Sötét árnyak - Mit tanulhatunk a korábbi gazdasági válságokból?

*A feltörekvő régió makrogazdasági mutatói a koronavírus válság kezdete óta ismét a befektetők fókuszába kerültek. A korábbi nemzetközi válságepizódok elemzése fontos támpontot adhat a leglényegesebb sérülékenységi faktorok és az azok kezeléséhez szükséges gazdaságpolitikai lépések azonosításához.*

**A historikus válságokat elemző szakirodalomban** általános érvényű eredmény, hogy a válsághelyzetek **a sérülékenységi tényezők fennállása mellett hirtelen, valamely „trigger” esemény hatására alakulnak ki**<sup>1</sup>. A mögöttes sérülékenységek tehát szükséges, de nem elégséges feltételei a válságnak, viszont a kiváltó ok számtalan esemény lehet. Ez alapján a válságoknak két típusú csoportosítása jellemző: egyrészt a sérülékenységi faktorok, másrészt a kiváltó események mentén.

**A sérülékenységi faktorok oldaláról közelítve 3+1 válság kategória azonosítható: adósságválság, árfolyamválság, bankválság, illetve a ritka inflációs válság.** De ezek együttes jelenléte sem egyedi eset. Az 1. ábra bemutatja, hogy 1976 és 2017 között hány egytényezős, illetve iker-és hármastényezős válság következett be a világban.

**1. ábra: A bank-, adósság-, és árfolyamválságok, valamint az iker-, és hármastényezős válságok száma 1976 és 2017 között világszerte**

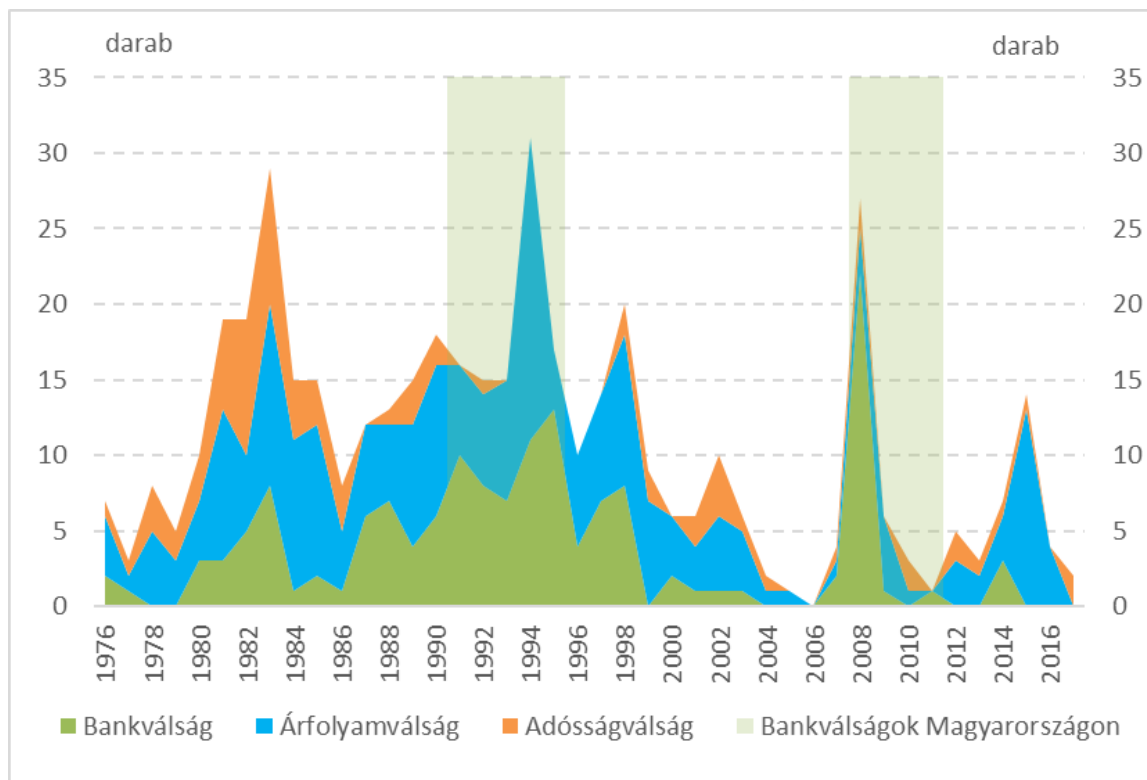


*Forrás: Laeven and Valencia (2018)*

A Covid-19 okozta pandémia előtt a 2007-2009-es globális pénzügyi válság volt az az időszak, ahol különösen sok eset fordult elő.

<sup>1</sup> Jemovic and Marinkovic (2019), Babecky et al. (2012), Cerovic et al. (2018), Laeven and Valencia (2018), Ahuja et al. (2017)

2. ábra: Az egyes sérülékenységi faktor szerinti válságkategóriákban 1976 és 2017 között bekövetkezett válságok világszerte



Forrás: Laeven and Valencia (2018)

A válságperiódusok tekintetében Magyarország sem volt kivétel: Laeven és Valencia (2018) kategorizálása alapján 1991-1995 között, valamint 2008 után hazánkban bankválság következett be, illetve definíciótól függően az utóbbi periódus adósságválságként is azonosítható.

**A válságok kiváltó oka számos esemény lehet, és több kiváltó ok egyszerre is fennállhat, illetve a sérülékenységi faktorok közül is több jelen lehet egyidejűleg, ezáltal egy válság több kategóriába is besorolható.**

1. táblázat: Nagyobb válságok sérülékenységi faktor és kiváltó tényező szerinti besorolása

		SÉRÜLÉKENYSÉGI FAKTOR			
		<i>Adósságválság</i> <i>Magas külső/belső eladósodottság, folyó fizetési mérleg romlása</i>	<i>Bankválság</i> <i>Túlzott pénzügyi liberalizáció, bankok alultőkésítése, koncentrált hitelkitetés</i>	<i>Inflációból eredő válság</i> <i>Magas inflációs környezet</i>	<i>Árfolyamválság</i> <i>Árfolyam spekuláció, fizetőeszköz gyors leértékelődése</i>
<b>KIVÁLTÓ TÉNYEZŐ</b>	<b>Monetáris politika szigorítása</b>	Mexikó - 1994	Mexikó - 1994 Finnország - 1991 Svédország - 1991	Fehéroroszország - 2011	Mexikó - 1994
	<b>Fertőzés</b>	Mexikó - 1994 Uruguay - 2002 Közép- és Kelet-Európa - 2008	Mexikó - 1994 Thaiföld - 1997 Korea - 1997 Indonézia - 1997 Uruguay - 2002 Magyarország - 2008		Uruguay - 2002
	<b>Ingatlanpiaci összeomlás</b>		Japán - 1995 Spanyolország - 2009 Írország - 2009		
	<b>Kereskedelmi csatorna szűkülése</b>	Oroszország - 1998	Thaiföld - 1997 Korea - 1997 Finnország - 1991, Svédország - 1991		
	<b>Fiskális problémák</b>	Oroszország - 1998 Brazília - 1999 Törökország - 2000 Argentína - 2001	Oroszország - 1998 Törökország - 2000 Argentína - 2001	Venezuela - 2019	Oroszország - 1998 Brazília - 1999 Törökország - 2000

Forrás: Laeven and Valencia (2018), Kattel (2010), IMF (2010), MNB gyűjtés

A következőkben **3 olyan válságot vizsgálunk, amelyek a feltörekvő gazdaságok sérülékenységi faktoraiban az elmúlt két évben bekövetkezett elmozdulások szempontjából érdekeseek lehetnek.** A skandináv válság a túlfűtöttség és a gazdaságpolitikai ágak divergenciája, a mexikói válság a külső egyensúlyhiány és a

**külső monetáris szigorítás, a thai válság pedig a jelentős ikerdeficit** miatt szolgálhat fontos tanulságokkal.

**A skandináv országok 1991-93-ban súlyos pénzügyi válságot éltek meg<sup>2</sup>.** Jellemző volt rájuk a pénzügyi piacok nagyfokú liberalizációja, a bankszektor túlzott kockázatvállalása. Mindez túlfűtöttséget és inflációs nyomást okozott a gazdaságban és spekulációs célponttá tette a skandináv országokat. A válságot végül a spekuláció kivédését célzó monetáris szigorítás és a kereskedelmi csatornák beszűkülése, azaz a külső konjunktúra lassulása miatti exportbevételek csökkenése, illetve Finnország esetében a szovjet piac összeomlása váltotta ki. Az árfolyamra nehezedő nyomást a jegybankok gyors, nagyléptékű kamatemelésekkel és jelentős devizapiaci intervenciókkal próbálták kivédeni. A bankszektort állami adósság átvállalással támogatták, ami drasztikusan megemelte az államadósságot, miközben a kényszerű alkalmazkodás a folyó fizetés mérleg magas deficitének csökkenésével járt. Összességében a válság **felügyeleti és gazdaságpolitikai revíziót tett szükségessé, továbbá fiskális megszorításokat kényszerített ki.**

**1994 végére Mexikóban számos sérülékenység épült fel és vezetett válsághoz:** növekvő folyó fizetési mérleg hiány, a peso reálfelértékelődése, választásokhoz kapcsolódó jelentős fiskális és monetáris lazítás, valamint a politikai fejlemények. A magas sérülékenység mellett a válságot az amerikai kamatok emelkedése indította be. Súlyosbították a helyzetet az államadósság szerkezeti problémái (rövid futamidő, magas deviza-arány), valamint a túlzott kockázatvállalás és a nem megfelelő kereskedelmi banki gyakorlatok.

**Thaiföldön 1997-re a fenntarthatatlan folyó fizetési mérleg hiány, a növekvő rövid külső adósság, a romló költségvetési egyenleg** és a pénzügyi szektor egyre feltűnőbb gyengeségei **vezettek a válsághoz**, amit a devizahiány miatt a lebegő árfolyamrendszerre való kényszerű áttérés váltott ki. A tőke kivonás szinte azonnal megindult és Délkelet-Ázsia nagy részére áttért. A thai baht rövid időn belül 20 százalékkal értékelődött le az amerikai dollárral szemben.

A fent említett konkrét esetek mellett **fontos tanulsággal szolgálnak az összes válságtapasztalatot felhasználó „Early Warning” rendszerek**, melyekkel a felépülő sérülékenység azonosítható. A szignifikáns válságjelző mutatók<sup>3</sup>:

- Bankválságok esetén: túlfűtöttség indikátorai (hitelezés, eszközárak, tőkeáramlások), pénzmultiplikátor, tartalékráta;
- Árfolyamválságok esetén: árfolyamváltozás, devizatartalék megfelelés, költségvetési hiány, külkereskedelmi egyenleg;

---

<sup>2</sup> Englund and Vihriälä (2003), Spilimbergo et al. (2008)

<sup>3</sup> Jemovic and Marinkovic (2019), Babecky et al. (2012), Cerovic et al. (2018)

- Adósságválságok esetén: költségvetési hiány, adósságszerkezet, folyó fizetési mérleg hiány, hitel-rés, output-gap.

**A historikus tapasztalatok alapján a tartósan és túlzottan magas költségvetési hiányú időszakokban igen fontos szerep jut a gazdaságpolitikai ágak összhangjának.** A szakirodalmi eredmények alapján amennyiben ilyen helyzetben a két kiemelt gazdaságpolitikai ág nem összehangoltan lép fel (a fiskális hatóság továbbra is túlkölt, miközben a monetáris politika elkötelezett a stabil infláció mellett), akkor veszélyes helyzet alakulhat ki.<sup>4</sup> A jegybank kamatot emel az inflációs várakozások horgonyzásához, ami a kamatkiadások növekedésén keresztül nagyobb költségvetési hiányhoz vezethet és így a várakozásokon keresztül tovább fűtheti az inflációs várakozásokat. Ilyen esetben a **fiskális és monetáris politika közötti konfliktus a magasabb infláció, a magasabb kamatlábak, az alacsonyabb kibocsátás és a magasabb költségvetési hiány spiráljához vezet, így a gazdaságot a stagfláció felé hajtja.**

A koronavírus válság a feltörekvő régió országainál a sérülékenységi mutatók fókuszba kerülésével járt együtt. Azokban az országokban, amelyeknek romlott a relatív megítélése többnyire a következő faktorok játszottak kiemelt szerepet: a költségvetési hiány tartós növekedése, az államadósság magas és növekvő szintje, a folyó fizetési mérlegpozíció kedvezőtlené válása és az infláció emelkedése. **Mivel a koronavírus hullámai miatt a világgazdaságot akár újabb sokkhatások is érhetik, a múltbeli válságtapasztalatok alapján ezekre a sérülékenységi faktorok szoros nyomon követésével és proaktív javításukkal lehet felkészülni.**

---

<sup>4</sup> Bianchi and Melosi (2019)

## Melléklet:

### A közismertebb és ritkábban elemzett válságok összefoglaló táblázata

<b>(1) ADÓSSÁGVÁLSÁGOK</b>		
<b>Válság</b>	<b>Sérülékenységek</b>	<b>Válságot kiváltó faktorok</b>
Mexikó - 1994	<ul style="list-style-type: none"> <li>Magas rövid külső (és külföldi devizában történő) eladósodottság</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Monetáris politikai szigorítás az USA-ban</li> <li>Fertőzés</li> </ul>
Oroszország - 1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kormányzat magas rövid távú finanszírozási igénye</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Elmulasztott költségvetési hiánycél</li> <li>Kereskedelmi sokk</li> </ul>
Brazília - 1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>Magas rövid külső eladósodottság</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hitelességvesztés költségvetési megszorítások végrehajtásánál</li> <li>Folyó fizetési mérleg hiány</li> <li>Fertőzés (orosz válság)</li> </ul>
Törökország - 2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kormányzat magas rövid eladósodottsága</li> <li>Bankszektorra jellemző lejárat szerkezet mismatch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Romló folyó fizetési mérleg hiány</li> <li>Reálárfolyam felértékelődés</li> <li>Politikai bizonytalanság</li> </ul>
<b>(2) BANKVÁLSÁGOK</b>		
<b>Válság</b>	<b>Sérülékenységek</b>	<b>Válságot kiváltó faktorok</b>
Norvégia - 1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pénzügyi piacok nagyfokú liberalizációja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Monetáris politikai szigorítás</li> <li>Árfolyam-leértékelődés</li> </ul>
Finnország - 1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nem megfelelően működő pénzügyi felügyelet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kereskedelmi sokk, külső kereslet összeomlása</li> </ul>
Svédország - 1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bankok alultőkésítése</li> <li>Koncentrált hitelkitettség</li> <li>Külföldi devizában történő belső hitelezés</li> <li>Hitel-és ingatlanpiaci buborék</li> <li>Gazdaság túlfűtöttsége, inflációs nyomás</li> </ul>	
Japán - 1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hitel-és ingatlanpiaci buborék</li> <li>Nem megfelelően működő pénzügyi felügyelet</li> <li>Pénzügyi piacok liberalizációja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ingatlanpiaci összeomlás</li> </ul>
Indonézia - 1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pénzügyi és vállalati szektor külső eladósodottsága, lejárat szerkezet mismatch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kereskedelmi sokk</li> <li>Eszköz-ár defláció</li> </ul>
Malajzia - 1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>Koncentrált hitelkitettség az ingatlanszektor felé</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fertőzés</li> <li>Árfolyam-lebegtetés, árfolyam-leértékelődés</li> </ul>
Thaiföld - 1997		
Argentína - 2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>Állami- és magánszektor külső és külföldi devizában történő eladósodottsága</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ellentmondás a valutatanács és a fiskális politika között</li> <li>Orosz nemteljesítés</li> </ul>

USA -2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hitel-és lakásár buborék</li> <li>• Nem megfelelő pénzügyi szabályozása</li> <li>• Magas tőkeáttétel</li> <li>• Kockázatok félreárazása</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Másodlagos jelzálogpiac összeomlása</li> </ul>
-----------	---	---

### (3) INFLÁCIÓBÓL EREDŐ VÁLSÁGOK

Válság	Sérülékenységek	Válságot kiváltó faktorok
Fehéroroszország - 2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Magas adósság</li> <li>• Külföldi befektetések és devizatartalékok hiánya</li> <li>• Növekvő külkereskedelmi deficit</li> <li>• Magas inflációs nyomás</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Monetáris politikai szigorítás</li> <li>• Árfolyam-leértékelődés</li> </ul>
Venezuela - 2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gazdaságot átítató korrupció</li> <li>• Gazdasági növekedés jelentős visszaesése</li> <li>• Extrém magas infláció</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politikai bizonytalanság</li> <li>• Olajárcsökkenés</li> </ul>

### (2) ÁRFOLYAMVÁLSÁGOK

Válság	Sérülékenységek	Válságot kiváltó faktorok
Izrael - 1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Árfolyamrendszer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Spekulatív tőkeáramlások</li> <li>• Árfolyam-leértékelődés</li> <li>• Fertőzés</li> </ul>
Izland - 2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rendkívül laza pénzügyi szabályok</li> <li>• Magánszektor eladósodottsága</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fertőzés</li> <li>• Tőkekimenekítés</li> <li>• Árfolyam-leértékelődés</li> </ul>

*Forrás: IMF (2010), MNB gyűjtés*

## Irodalomjegyzék:

Antonio Spilimbergo, Steve Symansky, Olivier Blanchard, Carlo Cottarelli (2008): „*Fiscal Policy for the Crisis*”, IMF Staff Position Note

Ashvin Ahuja, Murtaza Syed, and Kevin Wiseman (2017): „*Assessing Country Risk - Selected Approaches - Reference Note*”, IMF Technical Notes and Manuals (International Monetary Fund: Strategy, Policy, and Review Department).

Englund, Peter–Vihriälä, Vesa (2003): „*Financial Crises In Developed Economies: The Cases Of Sweden And Finland*” Pellervo Economic Research Institute Working Papers No. 63.

Francesco Bianchi and Leonardo Melosi (2019): „*The dire effects of the lack of monetary and fiscal coordination*”, Journal of Monetary Economics.

IMF - International Monetary Fund (2010): The IMF-FSB Early Warning Exercise, Design and Methodological Toolkit.

Jan Babecky et al. (2012): „*Banking, Debt, and Currency Crises - Early Warning Indicators for Developed Countries*”, ECB Working Paper Series

Luc Laeven and Fabian Valencia (2018): „*Systemic Banking Crises Revisited*”, IMF Working Paper.

Marco Lo Duca, Anne Koban, Marisa Basten, Elias Bengtsson, Benjamin Klaus, Piotr Kusmierczyk, Jan Hannes Lang (2017): „*A new database for financial crises in European countries, ECB/ESRB EU crises database*”, ECB Occasional Paper Series

Mirjana Jemovic and Srdan Marinkovic (2019): „*Determinants of financial crises—An early warning system based on panel logit regression*”

Rainer Kattel (2010): „*Financial and economic crisis in Eastern Europe*”, Journal of Post Keynesian Economics

Svetlana Cerovic, Kerstin Gerling, Andrew Hodge, and Paulo Medas (2018): „*Predicting Fiscal Crises*”, IMF Working Paper.

„*Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2022. január 26-án.*”