

Jakab M. Zoltán: A globális egyensúlytalanságok korrekciójának magyar vetületei

Számos jel mutat arra, hogy a világgazdaságban egyensúlytalanságok alakultak ki. Ez abban tükröződik, hogy a fejlett országok közül az USA jelentős és történelmileg egyedülálló mértékű folyó fizetésimérleg-hiányt termel, és ezzel szemben döntő részben a feltörekvő országok egy jól meghatározott csoportjának és néhány fejlett ország folyó fizetésimérleg-többlete áll. Ez a helyzet valószínűleg nem optimális, és kérdés lehet, hogy ennek megoldása során milyen hatások érhetik a magyar gazdaságot, és mit tehet a magyar monetáris politika. A globális kiigazodás többféle forgatókönyvét vizsgálva lényeges, hogy az Ázsiából vagy inkább az USA-ból kiinduló folyamatokkal hozható-e majd kapcsolatba. Az előbbi élénkíti, az utóbbi átmenetileg visszaveti a magyar gazdaságot. A piacok által kikényszerített korrekció a magyar gazdaságot jobban visszaveti, mint az USA költségvetési politikájának változása melletti. A magyar monetáris politika azt befolyásolja, hogy a kibocsátás vagy az infláció válik-e ingadozóbbá. Az EKB-t követő magyar monetáris politika nagyobb inflációs és kisebb GDP-kilengésekkel jár, míg az önálló politika mellett éppen fordított a helyzet. Amennyiben a globális kockázati étvágy csökkenése miatt a forint árfolyama gyengülne, az kezdetben inflációemelkedéssel járna, hosszabb távon ugyanakkor alacsonyabb GDP és infláció sem zárható ki.

BEVEZETÉS

A globális egyensúlytalanságok alatt azt értjük, hogy a fejlett országok közül az USA jelentős és történelmileg egyedülálló mértékű folyó fizetésimérleg-hiányt termel, és ezzel szemben döntő részben a feltörekvő országok egy jól meghatározott csoportjának és néhány fejlett országnak a folyó fizetésimérleg-többlete áll. A külkereskedelem és a pénzügyi piacok globalizációja, egyéb hatások mellett, több lehetőséget ad az országok közötti hitel és tőke áramlására. A legegyszerűbb érvelés azt sugallná, hogy azzal még nincs baj, ha bizonyos országok folyó fizetésimérleg-hiánnyal rendelkeznek. Sőt ez egy kifejezetten hasznos jelenség, hiszen a konjunktúrában kedvező pozícióban lévő országok hitelt adnak (folyó fizetésimérleg-többletet produkálnak) olyan országoknak, amelyek épp egy kevésbé kedvező helyzetben vannak. Ráadásul az sem baj, ha a gyorsan növekvő országok átmenetileg folyó fizetésimérleg-hiányt vállalnak fel. Megéri átmenetileg eladósodni, és később egy kedvező konjunktúra vagy jóval magasabb jövedelem mellett fizetni vissza azt, így a jövőbeli jólétet jelenbelivé formálni.

A leegyszerűsített elméleti keret jóslatával szemben azonban most épp fordított helyzet alakult ki. Miközben a feltörekvő országok tőkét exportálnak (folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkeznek), addig a világ leggazdagabb régiója, az USA, tőkét importál (folyó fizetési mérlege hiányban van). A fejlett országok közül pedig, amelyek jelenleg nincsenek kedvező konjunkturális helyzetben (pl. az eurozóna és Japán) pedig lényegében kiegyensúlyozott vagy

enyhén többletet mutató folyó fizetési mérleggel zárnak. Az országok többségének viselkedése tehát nagyon messze esik attól, ami hosszú távon optimális lenne.

Gyakran merül fel a kérdés, hogy ezeknek az egyensúlytalanságoknak a korrekciójára (*correction of global imbalances*) miként kerülhet sor.¹ A témával számos tanulmány és elemzés foglalkozott már, de azok elsősorban a nagy gazdasági régiókra, az USA-ra, az eurozónára, Kínára és a Távol-Keletre fókuszáltak. A téma, vagy inkább a világgazdasági probléma nem új keletű, de mindeddig a közgazdasági elmélet által jósolt igazodás csak korlátozottan zajlott le, ami akár azt is jelentheti, hogy annak egy része „még hátravan”. Ha ez igaz, akkor fontos kérdés, hogy mindez hogyan hat Magyarországra. Ebben a cikkben egyfajta hiánypótlásra vállalkozom, azt kutatom, hogy a kiigazodási forgatókönyvek hogyan befolyásolják Magyarországot, nem utolsósorban a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáját.

A globális egyensúlytalanságok kialakulásának kezdetét a kilencvenes évek második felére tehetjük, és a folyamat két eltérő szakaszra bontható. A két szakaszban az a közös, hogy mindkettőre jellemző az amerikai háztartások nettó megtakarítási pozíciójának romlása. A két időszakban azonban az USA költségvetési politikája eltérően alakult. Az első, 1997-től induló szakaszban a beruházási-megtakarítási pozíció szétnyílásáért – azaz a folyó fizetésimérleg-deficitért – elsősorban az amerikai gazdaságban megfigyelhető termelékenységnövekedés, és ezzel összefügg-

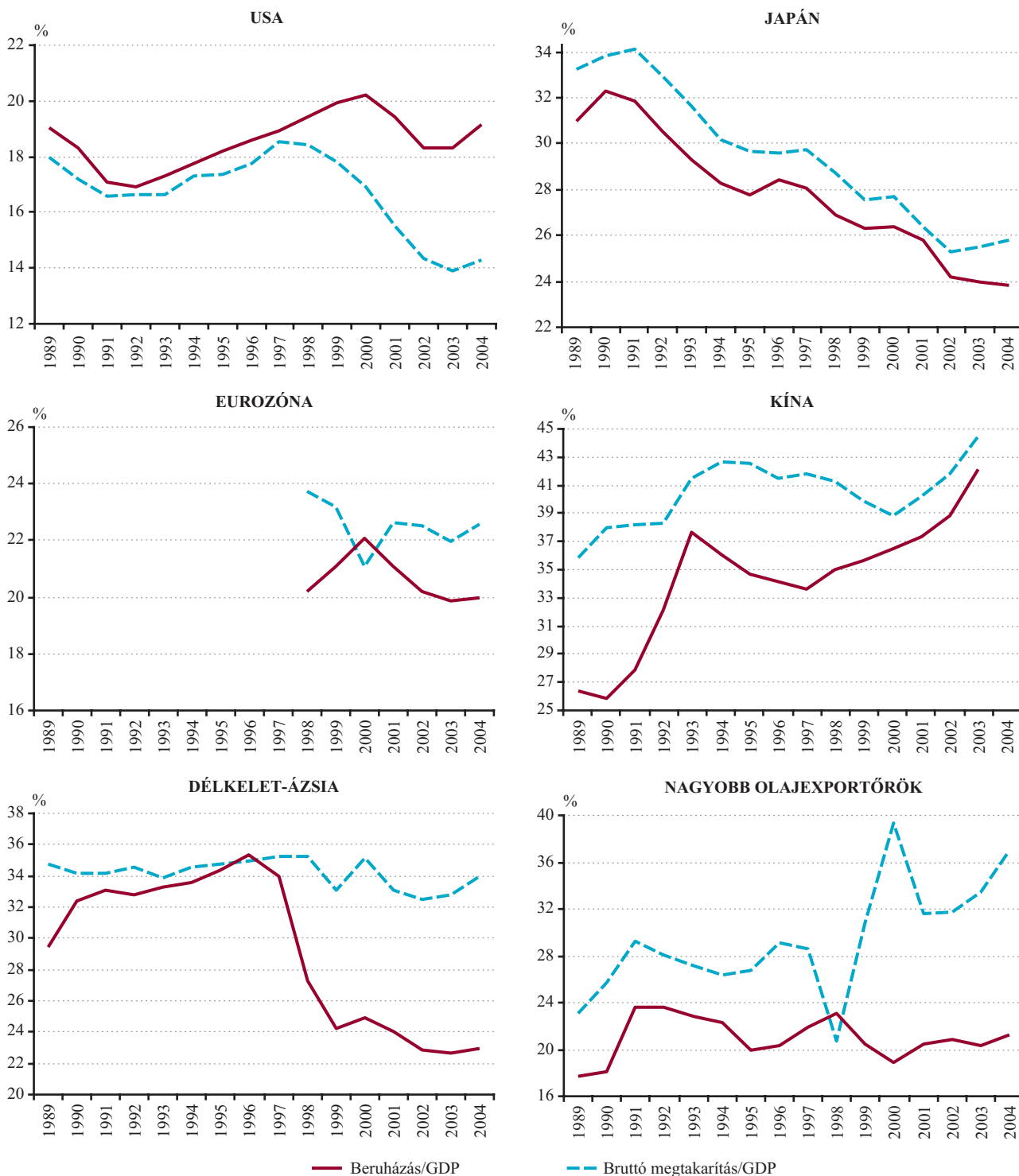
¹ Az elemzés Hornok Cecília–Jakab M. Zoltán–Tóth Máté Barnabás (2006): „Globális egyensúlytalanságok korrekciója: illusztratív scenáriók Magyarországra” című MNB-tanulmányra épül. Az érdeklődő olvasó itt találhatja meg a részleteket.

gésben a beruházások erős bővülése tehető felelőssé. A 2001-től napjainkig tartó szakaszban az USA beruházási aktivitása lanyhult, a folyó fizetési mérleg további romlása pedig a háztartások és az államháztartás megtakarításainak együttes romlásával párosult.

2005-re az USA folyó fizetésimérleg-hiánya elérte a GDP 6%-át, azaz mintegy 800 milliárd dollárt. Az USA nettó külső pozíciója azonban a sorozatos folyó fizetésimérleg-hiányok ellenére is csak kisebb mértékben romlott, hiszen az USA egyben a legnagyobb tőkeexportőr is. Az USA-nak

1. ábra

GDP-arányos megtakarítás és beruházás a főbb világgazdasági régiókban



Forrás: IMF International Financial Statistics.

kedvezett, hogy a külső tartozásai döntően dolláralapúak, alacsony hozamúak (adósságjellegűek), miközben kihe-lyezései magasabb hozamúak (részvénytípusúak) és kül-földi devizában állnak fenn. Ez utóbbiakon pedig a közel-múltban jelentős átértékelődési nyereségek is keletkeztek.

Ezzel párhuzamosan számos ázsiai, illetve olajkitermelő² feltörekvő országban többletet mutató folyó fizetésimérleg-pozíciók kialakulása figyelhető meg. A megtakarítások és a beruházások közötti egyenleg növekedett. Ázsiában az egyenlegjavulás a historikus szintekhez képest jelentősen visszaeső beruházási és kismértékben csökkenő megtaka-rítási ráták eredőjeként áll elő. Ez alól Kína képez kivételt, ahol a nemzetközi összevetésben is kiemelkedően magas beruházási ráta még magasabb nemzetgazdasági megta- karítási hányaddal párosul. Az olajkitermelő országok a magas olajárakból származó többletjövedelmeik elfo- gyasztását időben simítani próbálják, míg a többlettel ren- delkező ázsiai országokban a fogyasztási kereslet elégtel- lensége, illetve az üzletileg vonzó beruházási lehetőségek hiánya, valamint társadalmi-demográfiai tényezők³ magya- rázhatják a fenti jelenséget.

Számos (bár vitatott) vélemény szerint az Egyesült Államok költségvetési politikája, amely az ezredfordulót követően egyre lazábbá vált, a háztartások növekvő eladósodásával együtt tehető felelőssé a megtakarítási ráta csökkenésért. Fontos megemlíteni azonban, hogy historikusan nem mu- tatható ki egyértelmű ok-okozati kapcsolat az USA költség- vetési egyenlege és folyó fizetési mérlegének alakulása közt. A viszonylag alacsony amerikai kamatszinttel is ma- gyarázható, hogy jelentős vagyoni hatásokkal járó eszközármozgások (az ezredfordulót megelőzően rész- vénypiaci, jelenleg pedig elsősorban ingatlanár-fellendü- lés) szintén felelőssé tehető az amerikai háztartások meg- takarítási pozíciójának romlásáért.

Az egyensúlytalanságok kialakulásában, illetve fennmara- dásában szerepet játszhat a Japán, Kína és más dél-kelet- ázsiai országok által követett árfolyam-politika is. Ezek az országok valutáik felértékelődésének korlátozásával támo- gatják⁴ a külkereskedelemben kerülő termékeket előállító szektorait, melynek következtében a dollárral szembeni reálárfolyamuk alulértékeltté vált és jelentős devizatartalé-

kokat halmoztak fel. Az egyes fejlett európai országokban és Japánban tapasztalható, a strukturális reformok hiányá- val magyarázható visszafogott mértékű belső kereslet szin- tén hozzájárulhatott a globális egyensúlytalanságok mélyü- léséhez, azonban ez a hatás viszonylag korlátozottnak te- kinthető.

HOGYAN ALAKULHAT KI AZ ALKALMAZKODÁSI FOLYAMAT?

A témával foglalkozó elméleti és empirikus irodalom főára- ma szerint (I. Eichengreen [2006]), a globális egyensúlyta- lanságok hosszabb távon nem tarthatók fenn. Még bizony- talan azonban, hogy egy esetleges korrekció mikor, milyen időzítéssel, mely régiókat és milyen mértékben érintve ját- szódik le. Feltételezhető, hogy az alkalmazkodás során az amerikai megtakarítási-beruházási rés az USA nemzetgaz- dasági megtakarításainak emelkedése mellett fog záródni, az ázsiai országok – elsősorban Kína – megtakarítási pozí- ciójának csökkenése mellett. Az USA nemzetgazdasági megtakarításainak emelkedése kiindulhat a háztartások nettó megtakarítási pozíciójának javulásából, amit segíthet a reálkamatok emelkedése, illetve az ingatlanpiac korrek- ciója. Emellett hozzájárulhat még a költségvetési politika szigorítása. A szimulációkban egy vagyoni hatással járó USA-beli lakásár-korrekciót, egy költségvetésiegyenleg- javulást (USA-beli adóemelés), egy tartós kínai fogyasz- tásnövekedést, és az USA kockázati prémiumának emel- kedését (a dollár gyengülését) vizsgáljuk. Ez utóbbi jelen- tőségére többen is felhívták a figyelmet; Obstfeld és Rogoff (2005), illetve Blanchard és szerzőtársai (2005) szerint az USA folyó fizetési mérlegének egyensúlyba ke- rüléséhez a dollár reáleffektív árfolyamának jelentős leérté- kelődése szükséges. Gourinchas és Rey (2005), illetve Lane és Milesi Ferretti (2004) azonban rámutatnak, hogy a külső eszköz-, illetve adósságállományokat érintő átérté- kelődési hatások egy jelentősebb dollárleértékelődés ese- tén segíthetik az alkalmazkodási folyamat időben simább lefutását.

A globális egyensúlytalanságok lehetséges korrekcióinak magyarországi hatásait vizsgálva többféle modellszimulá- ciót végeztünk a NiGEM világgazdasági modell és az MNB Negyedéves Előrejelző Modelljének (NEM) segítségével.⁵

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

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

⁴ Felmerülhet az olvasóban, hogyan lehet gazdaságpolitikai eszközökkel ilyen hosszú ideig eltéríteni a reálárfolyamokat: az ok elsősorban az, hogy az or- szágok egy jelentős csoportjában, főként Kínában, az árrendszer még nem liberalizált, az árakat mesterségesen és központilag tartják alacsonyan.

⁵ A modellek használata az ilyen kérdések vizsgálatakor körültekintést igényel: azok tipikusan a szabályos korrekciós mechanizmusokat képesek legin- kább megragadni és csak kismértékben képesek a pénzügyi intézményrendszer reakciót ábrázolni. Harmadik hiányosság, hogy ezekben a modellek- ben a közbülső (intermedier) termelés költségei (pl. az olajárak költséginflációs következményei) nincsenek részletezve. Ennek ellenére a NiGEM modell használata előnyös, hiszen a lényeges világgazdasági kapcsolatok modellezésére kerülnek. A NEM modell pedig a magyar gazdaság leírására lehet egy alkalmas keret.

A vizsgált esetek mindegyikében az USA GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiányában tartós csökkenés következik be, melynek mértéke minden esetben a sokkot követő negyedik évben 0,25 százalékpontnyi. Az egyenlegjavulás mértéke igen csekély. Az USA külső egyensúlyának fenntarthatósága érdekében akár tízszer ekkora hiánycsökkenésre is szükség lehet. Egy realisztikus korrekciós pálya esetén a vizsgált forgatókönyvek kombinációi játszódhatnak le. Sőt ha a korrekció nagyobb sebességgel játszódik le, akkor az alkalmazott modellekkel nem megragadható ún. nem-lineáris hatások is felléphetnek. Vizsgálataink célja nem egy teljes körű korrekció bemutatása, csupán azt érzékeltetjük, hogy az amerikai korrekció irányába történő kismértékű, eltérő eredetű elmozdulások milyen csatornákon gyűrűznek tovább és milyen irányú elmozdulásokat indukálnak Magyarországon.

A modellszimulációkban figyelembe vesszük a gazdaságpolitikai reakciókat is. A magyar monetáris politika kezelésében kettős megoldást választottunk. Alapesetben azt feltételezzük, hogy az MNB az EKB kamatlépéseit követi. Ezenfelül azonban minden szimuláció esetében az önálló magyar monetáris politika esetét is megvizsgáljuk.⁶

Az első szimulációban az USA fiskális politikájának tartósan a GDP 0,5 százalékaival megegyező szigorítását feltételezem, melyet a kormányzat teljes mértékben a jövedelemadó-bevételek emelésével ér el. A második eset-

ben, támaszkodva az USA ingatlanpiaci árait vizsgáló legfrissebb tanulmányokra, egy 9 százalékos ingatlanár-csökkenést tanulmányozok.⁷ A szimulációkban egy ilyen nagyságrendű tartós, nominális ingatlanpiaci árcsökkenés szükséges a fizetésimérleg-hiány kívánt (0,25 százalékpontos) csökkenéséhez. Harmadik eshetőségként egy gyorsabb ázsiai keresletbővülés – évente mintegy 1 százalékponttal gyorsabb bővülés – hatásait elemzem. Végezetül egy olyan scenáriót is vizsgálok, amelyben a dolláreszközök kockázati prémiuma úgy emelkedik, hogy az a dollárt tartósan 10 százalék körüli szinten értékelje le.

A modellszimulációkból két fontos tanulság szűrhető le. *Először* is, az USA-ból kiinduló korrekciónak az euroövezet kibocsátására gyakorolt rövid távú következményei közül elsősorban azok a magasabbak, amelyeket a piac kényszerít ki (amit a dollár kockázati prémiumának emelkedésével vagy az ingatlanáréssel modelleztünk), ellentétben azzal, amikor az egy gazdaságpolitikai lépés következménye lenne (pl. USA-adóemelés). Ez még inkább így van, ha figyelembe vesszük azt is, hogy egy piaci eredetű sokk könnyen továbbgyűrűzhet, megfertőzve más piacokat és hosszabb távon is kedvezőtlenül érintheti a gazdasági szereplők várakozásait.

Másodszor, a korrekciónak a fejlett gazdaságokra háruló kedvezőtlen költségeit jelentősen mérsékelheti az ázsiai

1. táblázat

A négyféle sokkscenárió hatása az USA-ban és az euroövezetben

(százalékpontos, árfolyam esetében százalékos eltérések az alappályától)*

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

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

⁶ Kína esetében lebegő árfolyamrendszert tételeztünk fel. Bár vitathatatlan, hogy a kínai és más távol-keleti árfolyampolitikáknak szerepe lehet a globális egyensúlytalanságok fenntartásában, összhangban más tanulmányokkal (pl. Faruqee és szerzőtársai [2005]), azt találtuk, hogy az ázsiai árfolyampolitikára vonatkozó feltevés (fix vagy lebegő árfolyam) csak kismértékben hatott Magyarországra.

⁷ Lásd Holland és Metz (2006).

országok nettó megtakarítói pozíciójának mérséklődése.⁸ Bár az ázsiai alkalmazkodásnak egyik eleme lehet az árfolyamrögzítések elengedése és ezáltal a valuták felértékelődése, igazán erős és tartós világgazdasági hatást az eredményezhet, ha a jelenlegi erősen exportorientált gazdaságok fokozatosan a bővülő belső (és elsősorban fogyasztási) kereslet pályájára térnének. Az euroövezet szempontjából azért is kedvező egy Ázsiából eredő korrekció, mert ekkor a globális egyensúlytalanságok feloldódása főként az USA és Ázsia folyó fizetési mérlegei között következik be.

MAGYARORSZÁGI KÖVETKEZMÉNYEK

Magyarország külkereskedelmi kapcsolatai döntő mértékben az európai országok felé irányulnak, és az USA-hoz való kötődés elsősorban más európai országokon keresztül, azaz csak közvetett. A magyar hatások tehát elsősorban az euroövezet folyamataitól függenek. Bár a magyarországi következmények általában hasonlóak az euroövezetiekhez, néhány fontos eltérés is megfigyelhető. Egyrészt, a növekedésre és inflációra gyakorolt *rövid távú* hatás az euroövezetihez képest tompítottan jelentkezik. Másrészt azonban, a magyar gazdaság nagy nyitottságából adódóan a külső egyensúlyra vonatkozó következmények számottevőbbek. Hosszabb távon a hatásokat nagyban

befolyásolja a monetáris politika jellege. Kétféle monetáris politika esetét is megvizsgáljuk: az EKB kamatpolitikáját követő és egy önálló monetáris politikai szabály szerint működőt.

Ha az árfolyamot csak a kamatkülönbözet befolyásolja, az EKB kamatlépéseit követő magyar monetáris politika esete változatlan forint-euro árfolyamot is jelent. Egyértelmű, hogy mind a gazdasági növekedés, mind a külső egyensúly szempontjából a nemzetközi pénzpiacok által kikényszerített korrekció, azaz a dollár kockázatiprémium-sokkja a legkedvezőtlenebb. A másik három korrekciós lehetőség ennél enyhébb, és az euroövezetéhez hasonló GDP-következményekkel párosul. Az ázsiai régió importkeresletének esetleges gyorsulása kedvezően hathat a magyar GDP-re.

Nagy különbség mutatkozik meg abban, hogy vajon a korrekció az USA-dollár árfolyamán, az USA-ingatlanárakon keresztül valósul-e meg. Ami az inflációs hatásokat illeti ezek a típusú korrekciók járnak nagyobb inflációs következményekkel (inflációcsökkenéssel) hosszabb távon. Az ázsiai keresleti sokk inflációnövelő, míg a másik három inflációt csökkentő. Általában elmondható, hogy az európai kamatlépéseket követő magyar monetáris politika – legalábbis a vizsgált négyéves horizonton – nem képes tökéletesen stabilizálni a magyar inflációt.

2. táblázat

A négyféle sokkscenárió hatásai Magyarországon

(százalékpontos, árfolyam esetében százalékos eltérések az alappályától)

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

⁸ Egy ilyen helyzetben a világszerte olajárak is emelkednek. Mint említettük, a NiGEM modellben az olajárak alapvetően csak az aggregált keresletre hatnak (jelen esetben csökkentik) és a termelési költségek emelkedése miatti költséginfláció nincs modellezve. Az ázsiai keresletbővülés inflációs hatásai a valóságban nagyobbak is lehetnek.

Az önálló magyar monetáris politika feltételezése esetén viszont megengedjük a forint–euro árfolyam változását is. Az inflációs hatásokat az önálló monetáris politika hosszabb távon jobban kordában tartja, mint az EKB-követő politika. Az inflációs hatásokat – az USA ingatlanár-szenárió kivételével – a felére-kilencedére tudja lecsökkenteni. Az infláció stabilizációja azonban ekkor sem tökéletes. A GDP alakulása azonban az önálló monetáris politika esetén sem tér el hosszabb távon az EKB-követő politikától. A különbség abban rejlik, hogy ebben az esetben nagyobbak a rövid távú ingadozások.

Egy nem szabályos kiigazodás felerősíti a magyar gazdaságot érintő negatív hatásokat

A fent bemutatott szimulációk támpontokat adnak a globális egyensúlytalanságok korrekciójának lefolyásával és azok magyarországi hatásaival kapcsolatban, ugyanakkor nem alkalmasak a kis valószínűséggel bekövetkező, de a fentieknél lényegesen nagyobb mértékű makrogazdasági hatással járó, válságszerű korrekciók és a különböző sokkhatások együttes bekövetkezése esetén fellépő interakciók szemléltetésére.

Nézzük meg, hogy miképp jöhet létre egy nem szabályos, válságszerű korrekció. A pénzügyi mérlegben megjelenő tőkeáramlások nagysága és iránya ennél jelentősen gyorsabban megváltozhat, amelynek akár súlyos reálgazdasági hatásai is lehetnek. A nemzetközi tapasztalatok szerint (l. Tóth [2005]) a tőkeáramlásokban bekövetkező hirtelen megszakadás vagy irányváltás mellett lezajló folyó fizetési-

mérleg-korrekciók elsősorban a feltörekvő piacokra voltak jellemzőek. Az ilyen típusú korrekciók során a dollárban kifejezett feltörekvő piaci eszközöktől elvárt kockázati prémium ugrásszerű növekedése volt megfigyelhető, ami jellemzően negatívan érintette az adott időszakban külső egyensúlytalansággal rendelkező feltörekvő országok többségét. Ezt jól mutatja a kockázati feláraknak a jelentősebb feltörekvő piaci fizetésimérleg-korrekciós epizódok körüli alakulása is. Fejlett országokban ugyanakkor a fizetésimérleg-korrekciók többsége a tőkeáramlások folytonossága mellett zajlott le (ld. Freund [2000]).

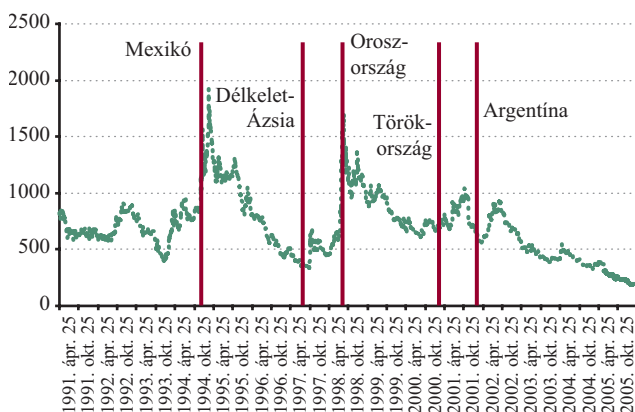
A tapasztalatok szerint a feltörekvő országokban a fizetésimérleg-korrekciók gyakran jártak együtt nagymértékű árfolyamgyengüléssel, hozamemelkedéssel és a GDP-visszaeséssel. Fejlett országoknál ezzel ellentétben inkább átmeneti hozamemelkedéssel, reálárfolyam-gyengüléssel és csekély mértékű növekedési áldozattal jártak.

Mire számíthatunk, ha a globális egyensúlytalanságok nem szabályos korrekciója a forrinteszközöktől elvárt kockázati prémium hirtelen, nagyobb mértékű emelkedésével járna? Két hatással kell számolnunk: egyrészt leértékelődési nyomás nehezedne a forintra, másrészt megemelkedne a vállalatok tőkeköltése, csökkenne a tőkekereslet és a beruházás. Modellszimulációk segítségével bemutatom, hogy mindez mennyiben változtatja meg a magyar gazdaságra gyakorolt hatásokról kialakított képünket. Bár a szimuláció nem teljesen vethető össze számszakilag a korábban bemutatott „szabályos” kiigazodási forgatókönyvekkel, azt érzékeltetik, hogy egy, a feltörekvő piacokat érintő bizonytalanság mennyiben befolyásolná világképünket. A mostani és a korábbi fejezetben bemutatott hatásmechanizmusok valamilyen eredője lehet a teljes hatás, azt azonban nem lehet előre tudni, hogy milyen arányban játszanak egy ilyen helyzetben szerepet a feltörekvő piaci anomáliák és a fejlett országokból kiinduló korrekciós pályák.

Kérdéses ugyanakkor, hogy vajon a tőkeköltés-emelkedés mellett nem indulnak-e be egyéb olyan hatások is, amelyek a hagyományos tőkekeresleti magyarázatoktól eltérő viselkedéseket eredményezhetnek. Ilyen például az, hogy a vállalati (és a háztartási) szektor esetében a kockázatiprémium-sokk és a gyengülő nominálárfolyam hitelezési csatornán keresztül és (különösen a devizában eladósodott vállalatoknál) mérlegátértékelődési hatásokat váltana ki. Ezeket egy magasabb tőkeköltés-emelkedéssel jellemezhető szenárióval modelleztük („extra tőkeköltés-emelkedés” esete). A kockázatiprémium-sokk alapesetben forintgyengüléshez vezet, amely a nettó export javulásán keresztül kezdetben emeli a GDP-t. Az infláció emelkedésre erodálja a reáljövedelmeket és a magasabb tőkeköltés visszaveti a beruházásokat. Később

2. ábra

Kockázati felárak alakulása



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

3. táblázat

A kockázatiprémiüm-sokk szcenárió hatása Magyarországon

(százalékpontos, árfolyam esetében százalékos eltérések az alappályától)

	1. év	4. év
Nincsenek extra tőkekölség-emelő tényezők		
GDP	0,16	-0,08
Fogyasztóiár-index	0,15	-0,14
Folyó fizetési mérleg/GDP	0,65	0,80
Rövid kamat	0,81	-0,03
HUF/EUR árfolyam	7,33	1,63
Vannak extra tőkekölség-emelő tényezők		
GDP	-0,13	0,04
Fogyasztóiár-index	0,17	-0,34
Folyó fizetési mérleg/GDP	0,95	1,44
Rövid kamat	0,95	-0,75
HUF/EUR árfolyam	8,70	3,00

tehát a GDP-növekedés is csökken és a fizetési mérleg javul. Az infláció kezdetben a gyengülő árfolyam következtében emelkedik, majd később az aggregált kereslet csökkenése miatti hatások csökkentik. A magasabb tőkekölség-emelkedést feltételező szimuláció eredményei a növekedésben ellenkező irányú, míg a folyó fizetési mérlegben azonos irányú, de erősebb reakciót mutatnak. A középtávon érvényesülő inflációcsökkenés azonban ebben az esetben jelentősebb, miközben a kezdeti infláció-emelkedés lényegében azonos a kisebb tőkekölség esetén megfigyeltelhez.

KÖVETKEZTETÉSEK

Bemutattam, hogy a globális kiigazodás többféleképpen is megvalósulhat, és ennek módja meghatározó jelentőségű a magyar gazdaság szempontjából. Magyarország szempontjából lényeges különbség van abban, hogy a korrekció során az Ázsiából vagy az USA-ból jövő hatások dominálnak-e, az előbbi élénkíti, az utóbbi átmenetileg visszaveti a magyar gazdaságot. Nagy jelentősége van továbbá annak is, hogy a kezdeti igazodás a dollár árfolyamában, az USA-beli ingatlanárakban vagy inkább a keresleti tényezőkben (adóemelés) mutatkozik-e meg. A magyar monetáris politika reakciója kulcsfontosságú lehet abban, hogy vajon a kibocsátás vagy az infláció válik-e ingadozóbbá. Amennyiben a magyar monetáris politika passzívan követi az EKB-t, az nagyobb inflációs kilengésekkel jár, mint az önálló monetáris politika követése esetén. Hosszabb időszak átlagában azonban a kibocsátásra kifejtett hatás lényegében azonos a kétfajta monetáris politikai reakció esetében.

A fentiek azonban nem veszik figyelembe a pénzügyi piacokon esetlegesen lejátszódó folyamatokat, azokat ki kell egészíteni egy nem szabályos, válságszerű globális korrekció magyarországi hatásának elemzésével is. Azt találtuk, hogy az árfolyam gyengülése miatt az infláció kezdetben emelkedne, de később a növekvő tőkekölség miatti beruházás-visszaesés ezt kompenzálja, és középtávon, az alacsonyabb gazdasági növekedés hatására akár egy alacsonyabb infláció is kialakulhat, miközben a GDP-növekedésre gyakorolt hatásának iránya nem egyértelmű. Ez utóbbi attól függ, hogy mekkora jelentősége van a tőkekölség emelkedésének, összehasonlítva az átmenetileg gyengébb reálárfolyam kezdeti növekedés-élénkítő hatásával.

FELHASZNÁLT IRODALOM

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

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

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

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

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

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

HORNOK CECÍLIA–JAKAB M. ZOLTÁN–TÓTH MÁTÉ BARNABÁS (2006): Globális egyensúlytalanságok korrekciója: illusztra-

tív scénáriók Magyarországra. *MNB-tanulmány*, megjelenés alatt.

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

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

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