

## A PÉNZÜGYI VÁLSÁG HATÁSA KIS NYITOTT GAZDASÁGOKRA: MAGYARORSZÁG ESETE

MAGAS ISTVÁN

*Magas István: Tanszékvezető egyetemi tanár, Világgazdasági tanszék, Budapesti Corvinus Egyetem*

A tanulmány egy kis nyitott gazdaság, Magyarország válságkezelő tapasztalataival foglalkozik. A globális pénzügyi válság általános bemutatása után a válság folyamatait ismertetjük általánosan a Közép- és Kelet-Európai térségben, végül Magyarországon. Áttekintjük a válság előtti makrogazdasági feltételeket, a Magyarországra jellemző kezdeti sajátosságokat és gyengeségeket, valamint bemutatjuk a magyar gazdaságpolitika formálásának kritikus pontjait. Az adatsorok lefedik a 2004-2010 közötti időszakot és a 2011-re vonatkozó várakozásokat. Ez a hatéves időszak jól reprezentálja az Európai Unióhoz történő csatlakozás utáni magyar gazdaságfejlődési útvonalat. Jól kifejezi a frissen csatlakozott kis nyitott gazdaságok képességét a gazdaságpolitika alakítására és az általános válságkezelő eszközök korlátozott használatára, ahhoz viszonyítva, amit a szakma és a közvélemény tipikusan gondol ebben a kérdésben. Kutatásunk legfontosabb elemeként a változó kormányzat által végrehajtott gazdaságpolitikai cselekvéseket, válaszokat vizsgáljuk és részletesen bemutatjuk a magyar fiskális és monetáris politika hatókörét, különös figyelmet fordítva a válság alatt hozott intézkedésekre.

*Kulcsszavak:* Gazdasági válság 2008-2009, külső sokkok, Magyarország, makrogazdasági válaszok

*A globális pénzügyi válság 2008-ban – általános bemutatás*

*Feltevések*

*Likviditási válság*

*Termelési válság*

*A válság hatásai Európában*

*Kis nyitott gazdaságok külső sokkjai*

\*

Bevezetés

A 2008-as gazdasági válság európai makrogazdasági eseményeit bemutatva és elemezve, a tanulmány egy kis nyitott gazdaság, Magyarország válságkezelő tapasztalatait vizsgálja. A globális pénzügyi válság általános bemutatásával kezdjük tanulmányunkat. Majd a közép- és kelet-európai térség válságfolyamatait állítjuk középpontba, különös figyelmet fordítva a magyar folyamatokra. Röviden kifejtjük a válság előtti makrogazdasági feltételeket Magyarországra vonatkozó országspecifikus feltételekkel és gyengeségekkel, valamint bemutatjuk a gazdaságpolitika alakításának kritikus pontjait. A 2004-2010 közötti időszak jól lefedik a felhasznált idősorok és a 2011-re vonatkozó várakozásokat is bemutatjuk. Ez a hatéves időszak jól reprezentálja az Európai Unió csatlakozás utáni magyar gazdaságfejlődési útvonalat. 2004-re Magyarország az Európai Unió tagja lett és hasonlóan a többi új uniós tagállamhoz, elindult a régi államok gazdasági szintjéhez tartó konvergencia folyamat. Nem csak azért érdemes vizsgálni az elmúlt öt évet, mert ennyi ideje csatlakozott 2009-ben az Európai Unióhoz, hanem tudományos szempontból is, mert a csatlakozott kis nyitott gazdaságok gazdaságpolitika-formáló képessége, és az általános válságkezelő eszközök alkalmazása, jóval korlátozottabb, mint amit a közvélemény ebben a témában gondolni vél. Továbbá, a kutatóintézetek a világ minden tájáról szintén szeretik összehasonlítani az újonnan csatlakozott államok gazdasági teljesítményét a saját régiójukkal. Kutatásunk legfontosabb elemeként vizsgáljuk a változó kormányok által végrehajtott gazdaságpolitikai cselekvéseket, válaszokat és részletesen bemutatjuk a magyar fiskális és monetáris politika látóterét, különös figyelmet fordítva a válság alatt hozott intézkedésekre.

*A fő kérdés, miért és hogyan vezethet egy erős külső pénzügyi orientáció egy kis nyitott gazdaságban egy felerősödött külső gazdasági sokkhoz és, hogy vajon a sokkhatás jobban felszívható, tompítható lett volna kellő körültekintéssel?*

### *A globális pénzügyi válság 2008-ban – általános megállapítások*

Megítélésünk szerint hasznos úgy tekinteni a 2007-2009-es válság időszakra, mint különböző természetű külső sokkok sorozatára, amelyek három különböző, de egymást erősítő válságot testesítenek meg: egy pénzügyi válság (a pénzügyi intézmények mérlegében hirtelen tömeges nem teljesíthető követelés jelent meg); egy likviditási válság (a korábban rutinszerűen folyósított hitelek hirtelen hozzá nem férhetősége vagy nagyobb költsége); és egy válság a reálgazdaságban, amely jelentős visszaesést eredményezett a kibocsátásban, valamint erőteljesen növelte a munkanélküliséget. Praktikus okok miatt a három válság okai és következményei egymást követően lesznek tárgyalva, annak ellenére, hogy időhorizontjuk egymást átfedi.

A globális pénzügyi válság alapvető okai – némi korlátozással – nyomon követhetők a három egymást befolyásoló tényezőn keresztül, amelyet három állítással (propozícióval) segítünk leírni.

#### *Propozíciók*

*(1) Kialakult és állandósult egy globális egyensúlytalanság a megtakarításokban Ázsia, az Egyesült Államok és Európa között, amelyet a 2000 utáni nagyon alacsony, sőt negatív USA-kamatlábak tovább erősítettek.*

Az utóbbi évtizedben állandósult globális egyensúlytalanság kialakulásában fő szerepet játszott Kína és a többi feltörekvő ázsiai gazdaság gyors növekedése, valamint ezen társadalmak nagy arányú megtakarítása a növekvő jövedelmükből. Ehhez hozzájárult a világgazdaság 1992 óta tartó, szinte megszakítás nélküli bővülése, és a természeti erőforrásokból (kőolaj és egyéb nyersanyagok) származó vagyonok felhalmozása. Ez vezetett a globális megtakarítások relatív bőségéhez a globális beruházásokhoz képest, ami drámai csökkenést eredményezett a hosszú távú kamatokban. Ezt a folyamatot erősítette az alacsony vagy negatív reálkamatok jelenléte az Egyesült Államokban, amely mellett a bankok, a FED monetáris politikájának köszönhetően könnyen tudtak kölcsönöket felvenni.<sup>i</sup>

A fejlett Nyugat használta fel a megtakarítások jó részét, miként a jelenbeli fogyasztói elégedettséget előtérbe helyező kultúra arra sarkalta e társadalmakat, hogy egyre többet és többet fogyasszanak, nem törődve azzal, mennyit termelnek. Ennek egyik fő megnyilvánulása az Egyesült Államok által fenntartott óriási folyófizetési mérleghiány. Európa hasonlóan viselkedett: az új EU tagok lakosai és a kormányai türelmetlenek lettek a régi EU tagok életszínvonalához történő konvergenciában, éd túlfogyasztottak.

*(2) Újfejta pénzügyi eszközök alakultak ki a fejlett Nyugaton, amelyek drámai növekedését ösztönözte az egyének és pénzügyi intézmények gazdagodási vágya, de emellett egy óriási, rendszerszintű pénzügyi időzített bombát is építettek.*

Ahogy a kötvényhozamok csökkentek és a részvényhozamok követték őket, a befektetők elkezdtek olyan eszközöket keresni, amelyek a korábbihoz hasonlóan magas hozamokat generálhattak. A megoldások az „alternatív befektetések” lettek: ingatlan (jelzálog) és biztosítási kötvények, hedge fundok, kockázati tőke, speciális részvények, derivatívák, árutőzsdei határidős ügyletek. A „pénzügyi csodák” bizonytalanságok okoztak, ellenőrizetlen pénzügyi instrumentumokká váltak, végül „becsomagolva” azokat 30-szoros vagy még nagyobb tőkeáttétellel kereskedtek velük.<sup>ii</sup> A kereskedőket a bankoknál, hedge fundoknál és egyéb pénzügyi intézményeknél bónuszokkal ösztönözték a spekulációra, siker esetén hatalmas nyereséggel, sikertelenség esetén mérsékelt személyes felelősséggel kellett elszámolniuk, széleskörű erkölcsi kockázatot létrehozva a pénzügyi rendszerben.<sup>iii</sup>

A spekulatív új eszközök, a magas tőkeáttétek és a kereskedési ösztönzők egy ideig nagy profitot eredményeztek a pénzügyi szektorban, de az egyik legnagyobb buborékot is a pénzügyi történelemben. Ahogy valaki találónan megfogalmazta „[Ezt a folyamatot] elősegítették a jelzálogok létrehozói, akik kevésbé voltak érdekelve abban, hogy valós, jó minőségű kölcsönöket hozzanak létre, a beruházási bankok, akik biztosították és „becsomagolták” ezeket a kölcsönöket, hitelminősítő intézetek, amelyek elfejeltették a gravitáció alapvető törvényét, és a vásárlók, akik olyan kötvényeket vásároltak, amiket nem értettek.”<sup>iv</sup>

(3) Az (1) és (2) pontban bemutatott folyamatok lejátszódtak anélkül, hogy a gazdaságpolitika alakítói és szabályozói időben felébredtek volna, (túl hosszú ideig szundikáltak a kormánykerék mellett).

Példának okáért az Egyesült Államok kormányzata támogatta az ingatlanpiaci boomot, és a felügyelő intézmények is elbuktak a buborék kialakulásának megakadályozásában. A kamatok túl alacsonyak voltak, ezzel támogatva a túlzott hitelezést. A bázeli nemzetközi szabályozás sikertelen volt a kötelező tőke megfelelési mutató követelményének betartatásában a jelzálogpiaci kötvények tekintetében, ezért a bankok hatalmas portfóliókat építettek fel, amelyek nagyrésze „toxikus” eszközzé vált a buborék kipukkanása után. Az amerikai pénzügyi intézményeket kilenc, részekre tagolt reguláló intézmény ellenőrizte, de egyik sem jelzett rendszerszintű kockázatot. A banki szabályozás Európában koordinálatlan és országspecifikus volt, annak ellenére, hogy a legfontosabb pénzügyi intézmények a mai napig regionális vagy globális kiterjedésűek. És mivel sem az Egyesült Államokban, sem az Európai Unióban nem volt „mi történik ha” terv egy pénzügyi krízisre, ezért a korai válaszlépések esetlegesek és gyakran alkalmatlanok voltak.

### *Likviditási válság*

A gazdaság, mint egész számára a likviditási válság azt jelenti, hogy a likviditás mindkét fő forrása – a bankok és az értékpapír piac – jelentősen lecsökkenti az általuk nyújtott hiteleket vagy befagyasztja a hitelek további kihelyezését. Mivel túl sok bank függ a bankközi hitelpiacon nyújtott rövid távú hitelektől, és a vállalatok szintén a banki és kereskedelmi piacon nyújtott hitelektől függenek a rövid távú kötelezettségek teljesítése során, a drámaian lecsökkent hitelezés ezekről a piacokról induló tovagyrúzó, likviditási válságot okozott a vállalatok sokaságánál, amelyek végül negatív befolyással voltak az egyéni befektetőkre és a reálgazdaságra.

A globális pénzügyi válság, tisztes adósságot rótt a globális pénzügyi intézményekre, amelyek hirtelen hatalmas volumenű nem teljesíthető követeléssel és más eszközökkel kerültek szembe, automatikusan szűkítve a globális pénzügyi rendszer likviditását. Mindamellet a gondokat csak tetőzte az Egyesült Államok Kincstára és a FED által közösen, 2008 szeptemberében hozott, nem átgondolt döntés, amelynek értelmében, hirtelen és példa nélküli módon hagyták a Lehman Brotherst – egy nagy és rendszerszinten fontos befektetési bankot – csődbe menni, ezután nem sokkal viszont a kormányzat a Bear Sterns befektetési bank és a világ legnagyobb biztosító vállalatának, az AIG-nek a megmentése mellett kötelezte el magát. A Lehman Brothers tragédiája nem csak abban állt, hogy hatalmas veszteségeket szenvedtek el a Lehman Brothers tulajdonosai és beruházói, hanem a több ezer ügyfél ki nem fizetésében, akik számára csak egy pénzügyi tranzakció volt a Lehman Brothers-szel a kapcsolat.

A Lehman Brothers csődje melletti döntés, abban az időben, amikor a világ pénzügyi intézményei megtántorodtak a pénzügyi válság hatása következtében, olyan további bizonytalanságot hozott létre a hitelkockázatokkal kapcsolatban, amely befagyasztotta a magánszféra hitelpiacát. Ennek következtében senki sem akart befektetni vagy kölcsönt nyújtani a bankoknak, de még egymásnak sem. Ennélfogva a Lehman Brothers összeomlása egy globális likviditási válságot váltott ki, tovább súlyosbítva a hitelfelvevők problémáját, amellyel már 2007 augusztus óta néztek szembe a világ minden táján.

### *Kibocsátási válság*

Ilyen gazdasági helyzetben a bankok és más pénzügyi intézmények egyszerűen felfüggesztették a privát szektor hitelezését, annak ellenére, hogy a hitel alapvető létfontosságú eleme a reálgazdaságnak. Addig a pontig, amíg a hitelezés folytatódott, a feltételek egyre szigorúbbá váltak és a költségek egyre nagyobbak lettek. Ez az egyik csatorna tehát, amelyen keresztül a „ragály” a pénzügyi piacokról áterjedt a reálgazdaságba. Egy másik csatorna volt a privát szektor által felhalmozott magánvagyonban bekövetkezett mérhetetlen hitelszükséglet-csökkenés az értéktőzsdék összeomlása, a nyugdíjalapok elvérzése és az ingatlanpiaci árak zuhanása révén. A tönkrement hitelek és a vagyoni veszteség kombinációja okozta a fogyasztás és beruházás drámai visszaesését, a GDP csökkenését és a munkanélküliségi ráta növekedését, ezáltal erősítve az általános gazdasági válságot is. Ahogy a fogyasztás és a beruházás lecsökkent, azonnal megjelent a már jól ismert negatív költség-multiplikátor kibocsátás csökkentő hatása.

A három válság – pénzügyi, likviditási és gazdasági – egymást erősítve az elmúlt hatvan év legnagyobb és legkomolyabb gazdasági recesszióját okozta.

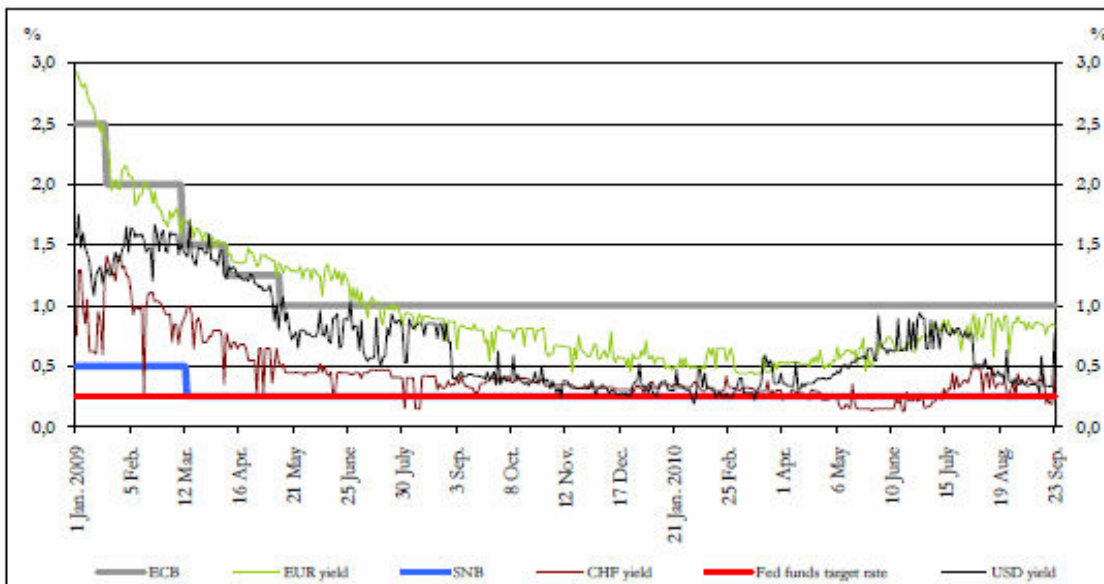
A központi bankoktól és kormányzatoktól érkező új irányú gazdaságpolitikai válaszok, miképpen új életet és pénzt kell fecskendezni a befagyott banki és pénzügyi rendszerbe, kéz a kézben zajlott le az Egyesült Államokban és Európában. A segítő kezet nyújtó állam mintája erősen visszatökröződött a hitelfelvételi lehetőségek megkönnyítésében, amelyet az 1. és 2. ábrán láthatunk: hosszú távú állampapír hozamok az Egyesült Államokban és az eurozónában a 4,5 %-os szintről 2 % alatti szintre estek alig kevesebb, mint két év alatt; FED, ECB és SNB által alkalmazott jegybanki alapkamatok.

1. ábra: Állampapírok hozama az euró-övezetben és az USA-ban, 2008-2010 között (százalékban)



Forrás: Thomson Reuters

2. ábra: Jegybanki alapkamatok a válság éveiben, 2009-2010



Forrás: Thomson Reuters

### *A válság hatása Európára*

A válság különösen erősen súlytotta Európát, talán súlyosabban, mint a világ más régióit, bár jelentős különbségek mutatkoznak az EU-n belül is.<sup>1</sup> Minden egyes országot érintett a globális válság és a világkereskedelem összeomlása, de a hatás mértékét befolyásolta a nemteljesítő, toxikus eszközöknek való kitétség mértéke, a csődbiztosításokba vetett bizalom, valamint a nemzetközi piacoktól való függőség

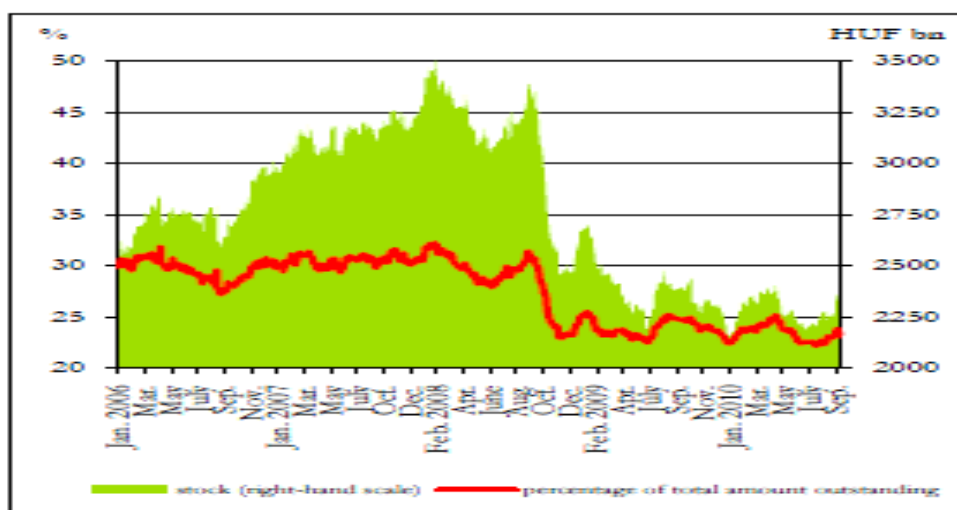
<sup>1</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., 2009. Október.

mértéke.<sup>2</sup> Emellett számos ország elszenvedte a belső ingatlanpiaci és építőipari buborék kipukkanását (például Írország, Spanyolország, az Egyesült Királyság és a Balti államok). Számos ország sebezhetővé vált a fiskális politikai gondok miatt, úgy, mint Görögország és Olaszország, vagy a nagy folyófizetési mérleg hiány okozott nyugtalanságot. Olyan országok számára, mint Magyarország, ahogyan Griffith-Jones és Ocampo is érvel, a 2008-as gazdasági és pénzügyi válság, az előző fellendülési időszak alatt, a fejlődő államok által tapasztalt három „pozitív sokk” ellentettje volt, nevezetesen: kivételes megtérülési lehetőségek, magas természeti erőforrás árak, és bizonyos országok számára biztosított tőkeimport áradat. De ezek mindegyikének vége lett.<sup>3</sup> A kezdeti negatív hatások kiváltója, amely hozzájárult az előbbi trendek visszajára fordulásához, az amerikai ingatlanpiaci buborék kipukkanásának gyors hitelpiaci hatása volt. A természeti erőforrások ártrendjeiben történt irányváltás volt az egyik, és a pénzügyi világválság volt a másik tényező 2008-ban, amik a kedvező globális feltételek megszűnéséhez vezettek az európai országok számára. Az amerikai és más fejlett országbeli recesszió hatása megsokszorozódva fejtette ki negatív hatásait Európában.

Az európai fejlett és feltörekvő országok között a válságot továbbító egyik legfontosabb csatorna a magántőke áramlása volt. Számos országban erőteljes valutapozíció-romlás ment végbe, a magas jövedelmet biztosító feltörekvő piacok eszközeitől a fejlett országok valutája felé, amely károsan befolyásolta az illető országok devizaárfolyamát, még azokban az országokban is, ahol előzőleg jelentős folyó fizetési mérleg többlet volt tapasztalható.<sup>4</sup> A feldolgozóipar és szolgáltatások exportőrei számára a válságot továbbító fő tényezőt a nemzetközi kereskedelem volumenében történt csökkenésben találjuk meg, amíg a természeti erőforrások exportőrei a csökkenő árak által voltak inkább kedvezőtlenül befolyásolva.<sup>5</sup>

A legtöbb feltörekvő európai ország számára a többi európai országban bekövetkezett belső keresleti visszaesés és a nemzetközi kereskedelem folyamatai, erőteljesen befolyásolták az üzleti ciklusukat, főként Közép-Európában, ahol kiterjedt beszállítói kapcsolatok voltak kiépítve a nyugati szomszédokkal. A pénzügyi piacok résztvevői számára nagy aggodalmat okozott a magánjellegű adósságok magas szintje, a külső finanszírozáshoz való hozzá nem férhetőség és az árfolyamok nagyfokú bizonytalansága.<sup>6</sup> A középkelet európai devizaadósság problémák tekintetében a régió erőteljesen függött az európai bankok szilárdságától, mivel azok biztosítják a gerincét a regionális banki és pénzügyi rendszernek, ezért a bankrendszer kitettsége magas volt a tőkepiaci és valutapiaci támadások következményeinek.<sup>7</sup> Amikor az összes európai bank a kiutat kereste (például visszautasítva a hitelcsatornák esedékes bővítését vagy időben meghosszabbítva a leányvállalatok hiteleit), nem történt más, mint a veszteségeik növekedése. Ez a trend azonnal megmutatkozott a gyenge forinteszközök masszív eladásában, a válság 2008-ban bekövetkezett hirtelen hatása a magyar tőkepiacra, ahogya a 3. számú ábrán is látható.

3. ábra: Külföldiek által birtokolt magyar állampapírok, 2006-2010



Forrás: MNB

<sup>2</sup> Uo.

<sup>3</sup> Griffith-Jones, Stephany and Ocampo, José Antonio, 'The financial crisis and its impact on developing countries', (továbbiakban, 'The financial crisis'), *International Policy Centre for Inclusive Growth*, Working Paper, 53, 2009.

<sup>4</sup> Griffith-Jones and Ocampo, 'The financial crisis', p. 2.

<sup>5</sup> Lásd előző.

<sup>6</sup> International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., 2009. Október.

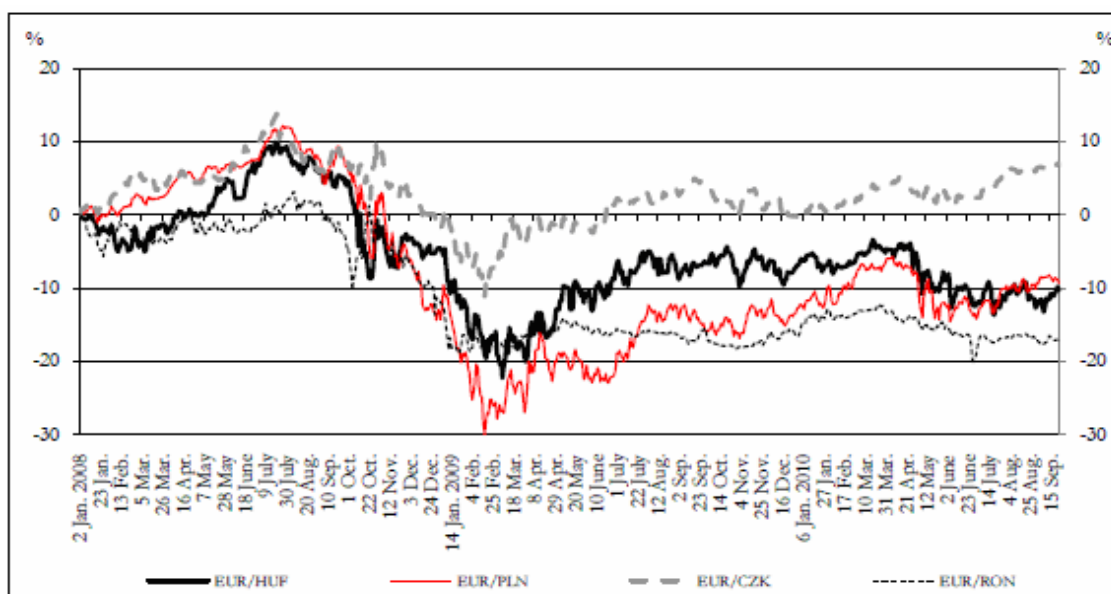
<sup>7</sup> Gros, Daniel, 'Collapse in Eastern Europe? The Rationale for a European Financial Stability Fund', *CEPS Commentary*, 2009.

A 3. ábra bemutatja, hogy a válság kritikus októberi napjaiban, a külföldi forinteszköz-tulajdonosok nem hezitáltak jó üzletet csinálni, egy nem eurozóna tag, kis nyitott gazdaság, Magyarország értékpapír állományának hirtelen túladásával. A tőke gyors kivonása sokba került az államadósság megmaradó tulajdonosainak, akik hatalmas azonnali veszteségeket szenvedtek el kötvényeikben. Ez a sokk, soha nem látott meglepetést okozott, és talán ez volt az az ár, amit meg kellett fizetni az elhamarkodott pénzügyi liberalizáció miatt.

#### *Külső sokkok kis nyitott gazdaságok számára*

A továbbiakban a külső sokkok szerepét elemezzük, főként a magyar gazdaság tekintetében. Az elméleti munkák (ahogy megfigyelhető Ötker-Robe et al munkájában) kihangsúlyozzák a tőke beáramlás szerepét a külső gazdaság túlzott eladósodásában. Ezért meg kell említenünk, hogy a Magyarországra irányuló fellendült tőkebeáramlás a 2000-es évek közepén, az Európai Unió csatlakozással kapcsolatos strukturális reformokból és a makrogazdasági stabilizációból származó alacsonyabb kockázati felárból táplálkozó jobb gazdasági kilátásoknak volt köszönhető.<sup>8</sup> Későbbiekben a beáramló tőkét inkább az iparosodott államok csökkenő kamatlábaival és a növekvő világgazdasági likviditással magyarázhatjuk.<sup>9</sup> Egy másik tényező volt a privát szektor banki finanszírozásának gyors emelkedése, amelyet külföldi bankközi forrásokból finanszíroztak. Ezek az intézményi változások nem csak a tőkebeáramlás stimulálása szempontjából voltak fontosak, hanem azokat a bonyodalmakra adott gazdaságpolitikai válaszokat is formálta, amelyeket a makrogazdasági és pénzügyi stabilitás érdekében hoztak meg. Az egyik ilyen bonyodalom volt a lehetetlen szentháromság dilemmája: megnyitni a tőkeáramlásokat és összetett bel- és külföldi gazdaságpolitikai célokat követni. Az árszínvonal stabilitása szükséges a külső forrásokhoz és a versenyképességhez, amely felszínre hozta az ellentéteket a belső és külső gazdasági célok között. Elméletben a nagyobb árfolyamrugalmasság segíthet feloldani a feszültséget a szerteágazó gazdaságpolitikai célok között, a felértékelődésre bízva a tőkebeáramlás hatásainak elnyelését.<sup>10</sup> De a valóságban az árfolyamok csak korlátozott kiigazító képességgel rendelkeznek. Ez volt a tapasztalat a legtöbb Közép-Kelet Európai állam számára. A valutaárfolyamok hosszadalmas volatilitása (amint az a 4. ábrán is látható), semmilyen módon nem segítette a gazdaság stabilitásában.

4. ábra: Közép-Kelet Európai országok valutamozgásai, 2008 eleje és 2010 harmadik negyedéve között (a valutaárfolyamok árváltozása (az euróval szemben) a válság alatt a Közép-Kelet Európai országokban (HUF, CZK, PLN, RON), százalékban) *Forrás:* Thomson Reuters



<sup>8</sup> Ötker-Robe, İnci, Zbigniew Polański, Barry Topf, and David Vávra, 'Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries', (továbbiakban, 'Coping with Capital Inflows'), IMF Working Paper, WP/07/190, 2007, p.6.

<sup>9</sup> International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Washington, D.C., 2005. Április.

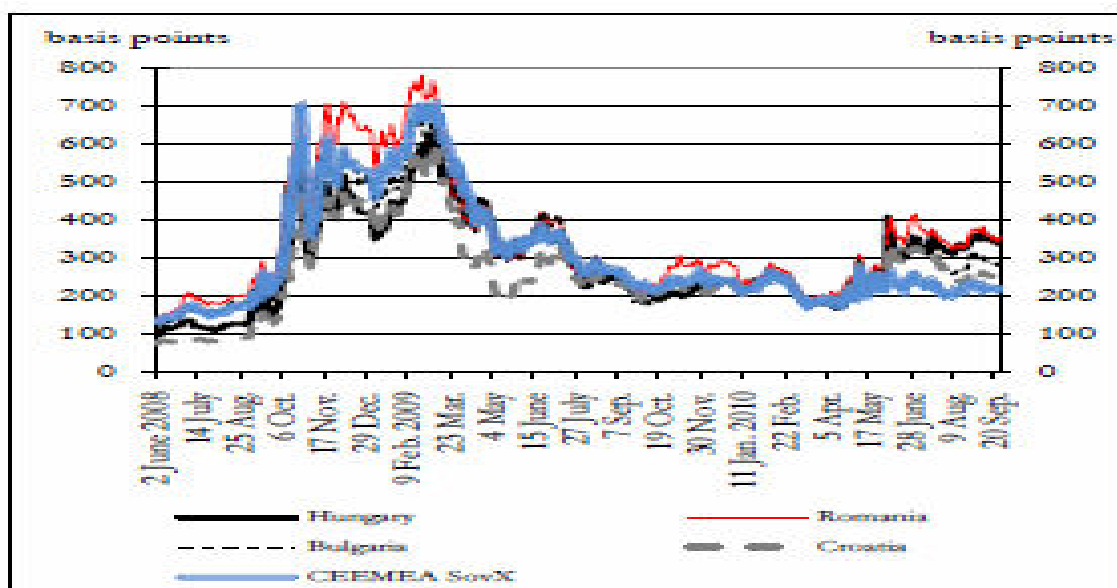
<sup>10</sup> Ötker-Robe et al., 'Coping with Capital Inflows', p. 3.

Amíg a világgazdasági sokk jelentősen befolyásolta a kamatfelárak és más indikátorok volatilitását Magyarországon, addig a zűrzavar mögötti legfontosabb tényezők a nem kívánt belföldi banki és pénzügyi folyamatok voltak.<sup>11</sup> Amikor a válság 2008 végén felerősödött, a likviditás és a tőkésítettség túlfeszítetté vált a banki szektorban és megrengette a pénzpiacokat. A magyar fizetési mérleg pénzügyi számlájának eredménye – 2009-ben 5,9 milliárd eurós deficitet, míg 2008-ban még 1,6 milliárdos többletet könyveltek el – mutatja, hogy milyen hamar és milyen drasztikusan szűkülnek a feltételek nemzetközi pénzügyi környezetben. Ez a MNB intervenciójához és a fiskális hatóságok beavatkozásához vezetett, amely újabb lendületet adott a kamatláb volatilitásának, amelynek negatív hatásait a költségvetés is érezte. Sajátos aggodalmak a recesszió ciklikus hatása miatt hozzájárultak a magyar fiskális politika korábbi kiegyensúlyozatlan útjának folytatódásához.

A külföldi befektetők étvágytalansága a magyar állampapírok iránt (lásd 3. ábra) tovább súlyosbította a nyomást a valuta árfolyamán. 2006 októberétől 2008 júliusig tartó felértékelődés ellenére, a forint élesen zuhant 2008 augusztusától 2009 márciusáig: a nyolc hónapos időszak alatt a valutaárfolyam nominális leértékelődése megközelítette a 30 %-ot, és körülbelül 19 % volt 2008 december és 2009 márciusa között eltelt időszakban, ahogy az a 4. ábrán is látható. A magasabb árfolyamvolatilitás csak részben magyarázható a feltörekvő államok és a világ többi része között tapasztalható reálkamat különbségek változásaival és részben a kockázati prémiumban történt változásokkal, valamint a hasonlóképpen hosszantartó fluktuációval. Mind a fiskális, mind a monetáris intézkedésekben bekövetkezett hitelvesztés növelte a kockázatokat, amelyet jól reprezentál a CDS piac (kötvénykockázati swap ügyletek piaca) is, ahogyan az 5. ábrában is látható alább.

Magyarország magas pénzügyi és gazdasági integrációja miatt, a fejlett országokban bekövetkezett kibocsátáscsökkenés hamar kiigazításokhoz és gazdasági visszaeséshez vezetett Magyarországon is. Azonban Magyarország nagy nettó külső adóssága miatt, a kiigazítás a magán és állami szektorban gyorsabban ment végbe, mint más Közép-Kelet Európai országban. Ez a gyors kiigazítás képes volt csökkenteni a külső finanszírozási követelményeket, ugyanakkor a fiskális megszorítás erőteljesen hozzájárult a gazdasági recesszió mélyüléséhez. 2009-ben a külső finanszírozású követelések aránya a GDP-hez 0,9 %-ra csökkent, összehasonlítva az előző évi 7,6 %-kal, 2010-ben tovább javult egy kicsit. Mindemellett várhatóan még mindig lesz negatív kockázat az ország külső finanszírozásával kapcsolatban az elkövetkezendő két évben.

5. ábra: Szuverén adósságok felára néhány Közép-Kelet Európai országban (Magyarország, Bulgária, Románia, Horvátország), 2008-2010 (bázis pontokban)



Forrás: Thomson Reuters

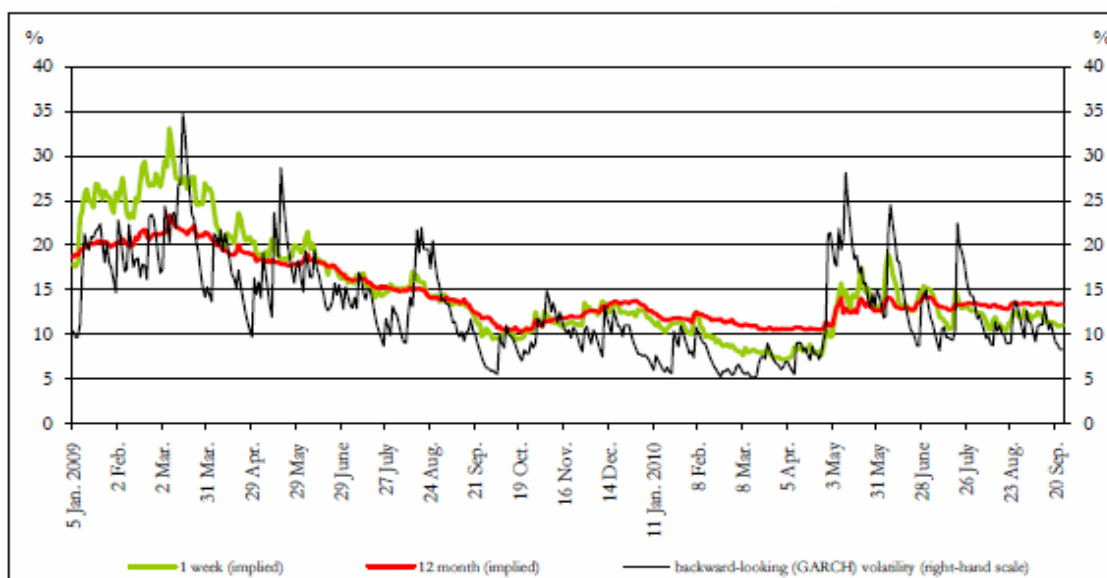
<sup>11</sup> International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.

Miután, hogy a kockázatkedvelő befektetők étvágya tovatúnt a válság által gerjesztett pénzügyi mélységben, Magyarország is jóval bizonytalanabb környezetben találta magát a válság után.<sup>12</sup> A szuverén kötvények kamatfelára megnövekedett, és maguk a kamatok is sokkal volatilisabbá váltak, ezzel kapcsolatban jegyezzük meg, hogy a magas kamatfelár és a magas kamatvolatilitás gyakran egyszerre figyelhető meg.<sup>13</sup> A globális tényezők és piaci likviditás fontos szerepe ellenére a befektetők egyre inkább differenciálnak az országok között a fundamentumaik és a gazdaságpolitikájuk megbízhatósága alapján. A befektetők, megváltoztatva a válság utáni befektetési hajlandóságukat, egyre inkább tudatában lesznek a szélsőséges kockázatoknak<sup>14</sup> és felszámolják a magas kockázati prémiumokat. Ily módon a globális pénzügyi sokkhatás kilengéseit is figyelembe véve, a kamatfelárak és az országspecifikus sebezhetőségekkel kapcsolatos volatilitások mértéke kivételesen nagy volt hazánkban; és valószínűleg ebben a magas formában fog rögzülni középtávon.

Továbbá, még ha Magyarország politikai instabilitása valamelyest enyhülne is, a jobboldali koalíció erős parlamenti és önkormányzati választása győzelme után, a cégek és befektetők bizalma általánosságban megrekedhet a kivárás állapotnál. A hitelminősítő intézetek negatív hatást fejtettek ki véleményükkkel, különösen akkor, amikor a Fitch hitelminősítő intézet és mások Magyarország leminősítésével fenyegetőztek. 2009 márciusában a Standard & Poor leminősítette Magyarországot, 'BBB-ről' 'BBB mínuszra'. Ez egyértelműen egy rossz jel volt az alapok tulajdonosai számára, akik vonzódnak találtak Magyarországot az eurozónába tartó konvergencia folyamatának segítését. 2009-ben Magyarország alulfínanszírozottá vált, amely talán a legmélyebb pont volt a felzárkózás, a nyugati modernizációs törekvések eddigi viszontagságos útján. A bizonytalanság soha nem tűnt el teljesen.

Ha lehetett egy mutatója a hosszú ideje kibontakozó bizonytalanságnak a magyar gazdasági teljesítmény és az állami és magán szféra teljesítménye körül, nos, akkor némi meglepetésre a hektikusan mozgó, várakozásokat magába olvasztó, a forint és az euró árfolyama közötti volatilitás-index volt az. Ahogyan az megfigyelhető a 6. ábrán, lefedve a válság által leginkább sújtott hónapokat 2009 és 2010 között, a volatilitás mértéke 10 % körüli érték környékén csúszkált, az időszak legnagyobb részében.

6. ábra: A forint-euró árfolyam historikus volatilitása, (heti, havi, éves, a piac által észlelt kockázatként bemutatva, százalékban)



Forrás: Bloomberg

<sup>12</sup> International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.

<sup>13</sup> Fernandez-Villaverde, Jesus, Guerron-Quintana, Pablo A., Rubio-Ramirez, Juan, and Uribe, Martin, 'Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks,' *NBER Working Paper No. 14875*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2009.

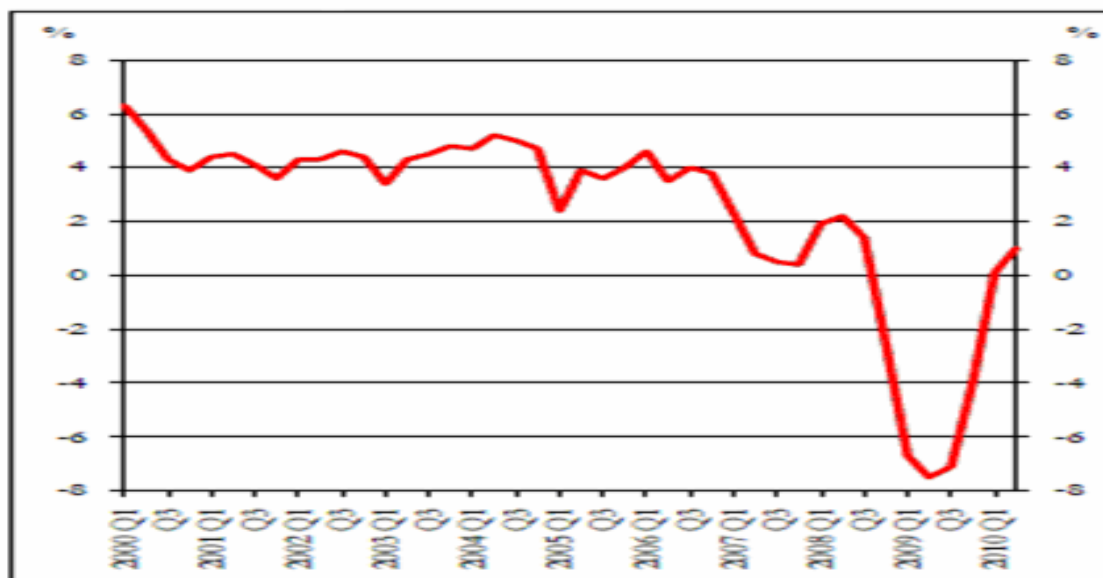
<sup>14</sup> Blanchard, Olivier J., 'Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity,' *NBER Working Paper No 1265*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1984



Az ábra magyarázatával először is meg kell jegyeznünk, hogy a Közép-Kelet Európai feltörekvő államok, már a globális pénzügyi válság előtt is bizonytalanabb környezetben működtek, mint az eurozóna államai. A kínálati oldal és a külső környezet is historikusan volatilisabb volt ebben a régióban, amely betudható a rendszerváltozásokkal kapcsolatos lényeges strukturális változásoknak, a tervgazdaságból a piacgazdaságba történő transzformációnak, valamint a világkereskedelemnek való erősebb kitettségnek, a pénzügyi áramlások GDP-hez viszonyított magasabb arányának és a gazdaságpolitikák gyengébb transzmissziós mechanizmusának.<sup>15</sup> A Közép-Kelet Európai országok jelentős tőkebeáramlást tapasztaltak a banki és vállalati szektorban, nagyobb folyófizetési mérleg hiányokkal működtek, ami Magyarországra is igaz volt a válság előtti időszakban. Ezért jóval sebezhetőbbek voltak a befektetői szemléletben történt változások nyomán, azon befektetők által, akiket az árfolyamban és kockázati felárban (vagy mindkettőben) történt változások vezérelnek.

Az erőteljes függőség a külföldi alapoktól és az exporttól, nem úgy tűnik, mintha beolajozná a gazdasági növekedés gépezetét. Habár igaz, hogy a hosszabb időszakban is csak lomha gazdasági növekedés inkább magyarázható volt (és még most is magyarázható) belső strukturális és intézményi gyengeségekkel.<sup>16</sup> de ezek számbavétele egy másik elemzés tárgyai lehetnek.

7. ábra: A válság okozta drámai visszaesés a GDP-növekedésben, 2000-2010 (az előző év százalékában)



Forrás: KSH

### Következtetések

Kikinduló megállapításunk az volt, hogy a 2007-2009-es válságra tekintünk úgy, mint különböző természetű sokkok sorozatára, három független, de egymást felerősítő válság eredőjeként: *egy pénzügyi válság* (a pénzügyi intézmények hirtelen abban a helyzetben találták magukat, hogy a mérlegükben nagy mennyiségű nem teljesíthető követelés van); *egy likviditási válság* (a korábban rutinszerűen, ésszerű feltételekkel nyújtott hitelek hirtelen elérhetetlensége vagy költségeinek drámai megemelkedése); és *válság a reálgazdaságban*. A válság tisztán világgazdasági jellegű jelenség volt, ám a negatív pénzügyi folyamat onnan szabadult el, ahonnan kevesen gondolták volna. A válság terjedése során, ha egy gazdaságot egyéb feszültségek is jellemezték, akkor ott a sokkhatás jóval erősebb volt. A külső orientáció nem segített, sőt inkább egy darabig rontotta a helyzetet.

<sup>15</sup> International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.

<sup>16</sup> 2007-ben Magyarország makrogazdasági mutatói rosszabbak voltak, mint a referenciául szolgáló V-3 országok (Csehország, Lengyelország és Szlovákia) mutatói, a magyar GDP növekedése jóval a V-3 országok súlyozatlan átlaga alatt volt (2 % alatt volt, összehasonlítva Lengyelország és Csehország 6 % felett, míg Szlovákia 10 % felett teljesített); az infláció 7 % fölött Magyarországon, míg 3 % alatt a V-3 országokban, a folyó fizetési mérleg hiány 7 % körül volt Magyarországon, míg 5,3 % volt a V-3 országokban.

A magyar gazdaságot már kezdetben is hatalmas külső adósságállománnyal, nagy fizetési mérleg deficittel, jelentős külső finanszírozási követelésekkel és még mindig kiterjedt költségvetési hiánnyal jellemezhetjük a válság alatt. Valamint nem megfelelő lejáratú és valutáris szerkezettel bírt a pénzügyi rendszerben, amely háztartásokra és vállalatokra egyaránt jellemző volt. Magyarország túl érzékeny volt a nemzetközi tőkepiacok folyamataira, főleg azóta, hogy a finanszírozás számottevő hányada a nyugat-európai bankok és a magyar leánybankok között folyt. Ezen kívül a külföldi valutában denominált kölcsönök nagy hányadát teszik ki a háztartások és a magánszektor adósságállományának, mivel a magas hazai kamatok arra kényszerítették őket, hogy alacsony kamatú külföldi valutában denominált hiteleket vegyenek fel.<sup>17</sup> Végeredményben mind a háztartások, mind a vállalati szektor nettó külső adósságállománya a legrosszabb időben növekedett meg, ezáltal növelve a bankrendszer indirekt kockázatát.

A magyar állam adóssága a túl nagy mértékét birtokolták külföldiek, ami a magyar gazdaság egyik gyengeségét jelentette.<sup>18</sup> A külső hitelezés felduzzadása megengedte a magyar állam számára, hogy túlságosan nagy folyó fizetési mérleg hiánnyal működjön 2006-ban és 2007-ben (GDP arányosan 7,5 % és 6,5 %). Mindemellett a magyar GDP arányos költségvetési hiány elérte a 9 %-ot 2006-ban. Bár ez utóbbi adat inkább a választási évek nagy költségvetési hiányát reprezentálja, amely a Magyarországon uralkodó politikai üzleti ciklusoknak tudható be.

Fordította Szijártó Norbert

## IRODALOM

- Begg, D. Fisher, S. Dornbusch, R. (2000) *Economics* 6th ed. McGraw-Hill London, Toronto, San Francisco,
- Blanchard, Olivier J.: 'Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity,' *NBER Working Paper No 1265*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1984.
- Blinder, Alan S. (2009). "Crazy Compensation and the Crisis", *The Wall Street Journal*, May 28,
- Fernandez-Villaverde, Jesus, Guerron-Quintana, Pablo A., Rubio-Ramirez, Juan, and Uribe, Martin, (2009). 'Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks', *NBER Working Paper No. 14875*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research,
- Griffith-Jones, Stephany and Ocampo, José Antonio, (2009). 'The Financial crisis and its impact on developing countries', *International Policy Centre for Inclusive Growth*, Working Paper, 53,
- Gros, Daniel, 'Collapse in Eastern Europe? The Rationale for a European Financial Stability Fund', *CEPS Commentary*, 2009
- Golub, Harvey, *The Wall Street Journal*, December 9, 2008, p. A17.
- International Monetary Fund, (2009a) *World Economic Outlook* Washington, D.C., October.
- International Monetary Fund, (2009b) *Regional Economic Outlook: Europe*, Washington, D.C., October
- International Monetary Fund, (2008) *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., April 2008.
- International Monetary Fund, (2009c) *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., October
- Kenen, Peter (1989) *The International Economy*, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey.
- Ötker-Robe, İnci, Zbigniew Polański, Barry Topf, and David Vávra, (2007) 'Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries', *IMF Working Paper*, WP/07/190, 2007, p.6.
- Soros, George (2008) *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (New York: Public Affairs, pp. xiv-xv).

\*

www.southeast-europe.org  
dke@southeast-europe.org

© DKE 2010/3.

<sup>i</sup> Amikor 2000-ben bekövetkezett a dot.com válság, a FED a kamatcsökkentés politikáját választotta és 6,5 %-ról 3,5 %-ra csökkentte az alapkamatot. A szeptember 11-én elszenvedett terroristámadás után a FED tovább folytatta a kamatcsökkentést, és 2002 júliusában elérte az 1 %-ot, az elmúlt fél évszázad legalacsonyabb alapkamatát, amit egy egész évig meg is tartott. 31 egymást követő hónapon át az inflációval kiigazított rövid távú reálkamat negatív volt. Forrás: *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (New York: Public Affairs, 2008, pp. xiv-xv).

<sup>ii</sup> A tőkeáttét megmutatja a kockázatokkal súlyozott eszközök – főként kölcsönök – arányát az eredeti részvényhez képest. Például: 25 az 1-hez arány azt jelenti, hogy 25 egységnyi kölcsönt 1 egységnyi részvénnyel fedeznek. Fordított irányban százalékban mért „elszívott közös tőke arány”, jelen esetben 4 %.

<sup>iii</sup> Lásd Alan S. Binder, "Crazy Compensation and the Crisis", *The Wall Street Journal*, 2009. Május 28.

<sup>iv</sup> Harvey Golub, *The Wall Street Journal*, 2008. December 9., p. A17.

<sup>17</sup> Horvath, Julius, '2008 Hungarian Financial Crisis', *CASE Network E-briefs*, 01/2009.

<sup>18</sup> International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.