

NEMÉNYI JUDIT

A monetáris politika szerepe Magyarországon a pénzügyi válság kezelésében

A magyar gazdaságot a nemzetközi pénzügyi válság a költségvetési kiigazítás közepén érte el, megakadályozva azt, hogy a már két éve tartó visszafogott növekedésű pálya újból felívelő szakaszba váltszon. A világgazdasági kereslet egyre erőteljesebb visszaesése a magyar gazdaságot is a recesszió felé lökte. A teljesítmény és a kilátások romlása elmélyítette a belpolitikai krízist, és növelte az ebből fakadó gazdaságpolitikai bizonytalanságot. A romló országbesorolás és a külföldi források drasztikus beszűkülése a 2008. szeptemberi Lehman-bukás után a külföldi befektetések zuhanását okozta az államkötvények piacán, nyomás alá helyezte a valutaárfolyamot, és gyors alkalmazkodást követelt a pénzügyintézetektől. A költségvetési és a monetáris politika mozgásterét a válságkezelésben ugyanakkor beszűkült az eladósodottság okozta sérülékenységre miatt. A cikkben a forrásszűkével és túlzott eladósodással, valamint a devizahitelek magas részarányával jellemezhető helyzet kialakulását előidéző külső és belső eredetű tényezőket tekintjük át. Vizsgáljuk, hogy a világválság Lehman-bukás utáni új szakaszának fejleményei hogyan érintették a magyar monetáris politika kereteit, stratégiáját és mozgásterét.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E58, E63, G01.

A megváltozott helyzetkép

Az amerikai ingatlanár-buborék kipukkadásából 2007 augusztusa óta kibontakozó pénzügyi világválság a kezdeti legborúlátóbb várakozásoknál is sokkal nagyobb erővel sújtja Európát és a magyar gazdaságot. Az összkép és a kilátások megrázóan negatív átrajzoló-dása a Lehman Brothers befektetési bank 2008. szeptember közepén bekövetkezett bukásához kapcsolódik.¹ A Lehman-csőd teljes bizalomvesztést váltott ki, amely bénítóan hatott a piacokra: a válság elmélyülése óta tapasztalható likviditásszűkülést a likviditás kiszáradása váltotta fel. Ennek következtében az alkalmazkodási folyamat – a globalizáció és a tőkeáttételek leépülése – kényszerű felgyorsulása következett be.

* Ez az írás a szerző A monetáris politika keretei Magyarországon című, a Hitelezési Szemle 2008 augusztusában megjelent cikkéhez kapcsolódik, azt egészíti ki a Lehman Brothers befektetési bank csődjé utáni bekövetkezett mindenki számára váratlan fejlemények alapján. Az írás a szerző véleményét tükrözi, ami nem minden ponton és feltétlenül azonos a Monetáris Tanács vagy az Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

¹ A Lehman bukása által elindított dominóhatás különböző vonatkozásainak áttekintése túl messzire vezetne. A szerző véleményeket a www.rgemonitor.com és www.voxeu.com honlapokon lehet nyomon követni. A Lehman-bukás magyar piacokra gyakorolt likviditási hatásait többek között Király [2008] elemezte.

Ami a válság természetét illeti, a róla szóló vita még nagyon messze van a nyugvóponttól.² Egyes elemzések szerint hosszabb időszakra visszatekintve „nincs új a nap alatt”, a modern kapitalizmus ciklikusan ismétlődő válságaihoz hasonló mechanizmus vezetett a buborék(ok) kialakulásához, majd kipukkadásához. A pénzbőség, amit a tőkeáttétel túlzott eladósodással duzzasztott, az áttekinthetetlen és ezért ellenőrizhetetlen pénzügyi innovációval párosulva az eszközárak felszökését okozta. Amikor pedig valami miatt meginog a bizalom abban, hogy a trendek folytatódnak, a buborék kipukkan, s az egész építmény ledől – elkerülhetetlenné válik a tőkeáttétel gyors lebontása. A részletek persze eltérnek a régebbi válságoktól, de ebben a megközelítésben a felelős döntéshozók (gazdaságpolitikusok, jegybankárok és felügyeltek) helyes helyzetértékelése és megfelelő időben történő beavatkozása, valamint a hitelminősítők által orientált elemzői kar körültekintő kockázatértékelése elkerülhetővé tette volna az összeomlást.

Más elemzők ugyanakkor a kialakult rendszerek – a legszélsőségesek szerint a piacgazdaság, illetve a kapitalizmus – bukásaként értékelik a történeteket, s azt hangsúlyozzák, hogy a piaci mechanizmusok hatékonyságának és az egyedek racionális magatartásának feltételezésére épített modellek érvényüket veszítették.³ Arra hívják fel a figyelmet, hogy amíg nem történik meg a paradigmaváltás, addig a régi struktúra megmentésére költött nagy összegű segélycsomagok csak egy életképtelen rendszer ideig-óráig való túlélését segítik, s nem vezetnek megoldáshoz. A két véglet között számos változat létezik a válság magyarázatára, és ettől függően a megoldási javaslatok is eltérnek.

A fenntarthatatlan nemzetközi egyensúlytalanság átrendeződése⁴ hosszabb, többlépcsős folyamat: először a nem banki pénzügyi intézmények (például fedezeti alapok, befektetéskezelők), majd a bankszektor építi le kihelyezéseit, ami piaci fennakadást, pánikot okozhat, illetve a vállalati és háztartási szektornak nyújtott hitelek visszaesésével jár. A harmadik fázisban a fogyasztók kényszerülnek átrendezni a mérlegeiket, növelni a megtakarításaikat. A folyamat stációi átfedik egymást, és a különböző országokban/régiókban eltérő időzítéssel zajlanak, de egymással erős kölcsönhatásban. A Lehman bukása a sima (bár nehéz) alkalmazkodást lehetetlenítette el, s 2009 elején még nem becsülhető meg, mikor éri el a mélypontját a mérlegátrendezés és a visszaesés.

A válságkezelésre tett javaslatoknak több közös része is van. Egyrészt a szabályozás és a felügyeltek tevékenységének újragondolása és megerősítése biztosan elengedhetetlen.⁵ Másrészt a keresletet tápláló fiskális ösztönzés és a pénzügyi rendszer megmentését szolgáló csomagok alkalmazása, e mellett a monetáris enyhítés (egészen az úgynevezett nem konvencionális eszközök alkalmazásáig) is biztosan része a válságkezelésnek. Ezeknek az eszközöknek a hatékonyságát illetően azonban már nagyon megoszlanak a vélemények. Egy dolog biztos, hogy hatásukat nem lehet a historikus adatokon becsült modellekkel felmérni. Az összefüggések nemlinearitásában is megegyezni látszanak a szakértők (*Mishkin*

² A pénzügyi és reálgazdasági válság különböző (makrogazdasági, szabályozási és intézményi, válságkezelési, valamint piacfejlesztési és felügyeleti) oldalait jól tükrözi a 2009. április 2-án Londonban tartott G–20 találkozóra készített hozzászólás-gyűjtemény, amely a világ minden tájáról ismert közgazdászok véleményét tartalmazza: <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/2824>.

³ *Buiter* [2009a] összefoglalja a neoklasszikus és neokeynesi modellek, valamint a központi bankoknál nem oly régen nagyon széles teret nyert dinamikus, sztochasztikus általános egyensúlyi (*DSGE, dynamic stochastic general equilibrium*) modellek korlátozott gazdaság- és monetáris politikai felhasználhatóságának az okait, és ugyanakkor rámutat, hogy a Nobel-díjjal is jutalmazott heterodox megközelítések (például Tobin, Shiller, Akerlof, Minsky, Stiglitz és a magatartáselemzési megközelítések) mennyire nem érintették meg a modellezést.

⁴ Az egyik oldalon az Egyesült Államok növekvő külső finanszírozási igényének a visszafogása, a másik oldalon a távol-keleti országok megtakarítási többletének leépülése/befektetése.

⁵ Ennek a témakörnek még csak a vázlatos tárgyalása is – bármennyire a válság magját jelenti – túlfeszítené e cikk kereteit, mert elméleti és gyakorlati kérdések széles körét öleli fel. Lásd *Jonhson* [2009], *IMF* [2009] vagy *Carvajal és szerzőtársai* [2009].

[2008]). Az is bizonyos, hogy amíg a világ fejlett országai nem találják meg a stabilizációhoz vezető megoldásokat, és nem alakul ki az „új világgép”, addig az európai felzárkózó országok fejlődése sem folytatódhat azok szerint az elképzelések szerint, amelyekre az Európai Unióhoz való csatlakozáskor építhettek.

A világ globális recesszióba süllyedt, a finanszírozási igények és az eladósodottság a korábban elképzelhetetlennek tartott magasságba szökik a fejlett országokban. A globális válság globális kezelést igényel. Ez a felismerés vezetett a G–20-ak londoni találkozásához 2009. április elején. Ugyanakkor az egyes nemzetek számára is elkerülhetetlen alkalmazkodás mindenütt a társadalmi feszültségek kiéleződésével jár, hiszen a válságkezelő és a kilábalást hosszabb távon segítő intézkedéscsomagok súlyos terheket jelentenek. A különböző megoldási tervek abban térnek el egymástól, hogy a költségeket miként osztják el a különböző társadalmi csoportok, illetve a mai és a jövőendő nemzedékek között.

A nemzetközi összehasonlításban tőkeerős magyar pénzügyi rendszert váratlanul erős sokk érte a Lehman összeomlását követő általános bizalmi vákuum és a piacok befagyása következtében. A finanszírozási források drasztikus beszűkülése a külföldi befektetések zuhanását okozta a régióban, ami Magyarországon elsősorban az állampapírpiacokon okozott megrendítő erejű forráskiesést. A tőke kivonás és a sokk nyomán kibontakozó spekuláció nyomás alá helyezte a valutaárfolyamot. A gyengülő valuta és a devizaforrás-hiány gyors alkalmazkodásra készítette a pénzügyi intézményeket. A tőkeáttételek leépítésének kényszere ugyanakkor veszélyeztetheti a magyar gazdaság hiteligényének a kielégítését is, még akkor is, ha a recesszió miatt jelentősen visszaesett a hitelkereslet.

Az állami és magánadósságok refinanszírozását veszélyeztető külső fejlemények felizzították a magyar gazdaság sérülékenysége, gyenge versenyképessége és az ennek orvoslására alkalmas gazdaságpolitikai eszközök körül már hosszabb ideje folyó vitát. A magyar kormány 2008 őszétől egyre nagyobb külső és belső nyomás alatt újabb és újabb, további megszorításokat tartalmazó (költségvetési hiányt mérséklő) csomagokat tett közzé.⁶ Miközben a kormányok világszerte a fiskális és monetáris lazítást használják fő eszközként a gazdasági visszaesés fékezésére és a pénzügyi stabilitás érdekében, Magyarországon erre nincs keret a kétezres évek állami költekezése és az ország eladósodása miatt. Ilyen körülmények között a monetáris politikára is sokkal nagyobb nyomás nehezedik, ami megnyilvánul az egyre élesebb bírálatokban is.

Recesszió, adósságcsapda és mérlegátrendeződés a világgazdaságban

Az amerikai ingatlanár-buborék kipukkadásából kibontakozó pénzügyi válságban a Lehman Brothers csődje új korszakot nyitott: a piacok egyre súlyosbodó zavarait egy időre a piacok teljes befagyása váltotta fel. Ez különösen erős sokkot jelentett azoknak a feltörekvő országoknak, amelyek mérlegeik és/vagy integráltságuk miatt erősen ráutaltak a külső forrásokra. Míg korábban a döntéshozóknak a kockázatok nem könnyen kiismerhető átárazódását kellett valamiképpen gazdaság- és monetáris politikai eszközökkel kezelniük, a Lehman-bukás után a források hirtelen elapadásával szembesültek, s az intenzív tőke kivonásra nagyrészt a fundamentális mutatóiktól függetlenül került sor.

⁶ Ezek a csomagok gyorsan változtak, szinte reménytelenül követve az egyre lejjebb csúszó külső adottságként kezelt világgazdasági folyamatokat. Ezt a felgyorsult ütemű előrejelzés-felújítást, az időközben felvett nemzetközi hitelek (IMF, EU és egyéb befektetők) miatt sem lehetett elodáznai. A kisebbségi kormány elképzeléseit mindkét oldalról – a drasztikusabb átalakítást követelők és a kormány kiadáscsökkentő terveit a romló gazdasági helyzetben túlzottnak tartók oldaláról is – egyre erősödő támadás érte, ami a március végi kormányválsághoz vezetett. A cikk leadásakor a Gyurcsány-kormány már leköszönt, a Bajnai-kormány viszont még nem alakult meg.

A kockázati felárakat és a csőd-kockázat mutatóit [határidős piaci hitelbiztosítási ügyletek CDS (*credit default swap*) felárait] a likviditás kiszáradása teljesen megzavarta. Ettől kezdve a válságkezelő politika nem alapozhatott árjelzésekre. *A bizalmi válság blokkolta a bankközi kapcsolatokat és a pénzügyi piacok működését.* A piacok az egyre nagyobb kormányzati mentőcsomagok és a központi bankok kamatsökkentő és aktív likviditásteremtő (korábban elképzelhetetlen) akciói ellenére sem tértek magukhoz. A normál működés helyreállása a jelek szerint még sokáig várta magára.

A kockázatok átárazása a pénzügyi válság egyik legfontosabb velejárója. A kilencvenes évek óta szinte folyamatosan fennálló bő likviditás okozta kockázatéhség elmúltával a kockázatok újraárazása a feltörekvő országok számára nemlineárisan emelkedő kamatprémiumot követelt. Míg azonban a kockázati prémiumra vonatkozó követelmények változásai és ingadozása a Lehman-bukás előtt (ha nem is egyszerűen, de mégiscsak) kiismerhetők és kezelhetők voltak, a Lehman utáni bizalmatlanság gerjesztette kockázátértékelési sokk és a prémiumok alakulása⁷ vélelmezhetően éppúgy torz kockázátértékelésekhez vezetett, mint annak előtte a túlzott kockázatéhség a bő likviditás évtizedében (*1. ábra*).

A recesszió a kezdeti várakozásoknál sokkal nagyobb erővel sújtja Európát és a magyar gazdaságot. 2007 őszén még az volt az általános nézet, hogy az Európai Uniót kevésbé fogja érinteni a válság, mint az Egyesült Államokat. Az úgynevezett elszakadási (*decoupling*) teória 2009 elejére végképp érvényét veszítette, s ezzel együtt a kelet-közép-európai régió kilátásai is jelentősen romlottak. Jóllehet az Európai Unió bővítése után egyértelmű jelei mutatkoztak az integrációs kapcsolatok mélyülésének, a kelet-közép-európai régió a vártnál nagyobb pénzügyi és reálgazdasági „érzékenysége” még az európai fejlett országok válságérzékenységénél is nagyobb negatív meglepetést okozott az elemzőknek.

A pénzügyi szektor veszteségei mindenütt a világon jóval meghaladják a korábban becsült mértékeket. Az Egyesült Államokból tovagyűrűző fertőzés – a pénzügyi rendszeren belüli intézmények, piacok, országok és régiók között – felgyorsult és felerősödött. Az egyre nagyobb mentőcsomagok hatása egyelőre csekély. Ami bizonyos, hogy a fiskális élnökítés, a növekvő finanszírozási igény és a mentőcsomagok együttes hatására 2009-ben várhatóan mintegy 7 százalékponttal (67 százalékra) növekszik az EU GDP-hez viszonyított államadóssága, és ezt is meghaladja az Egyesült Államok állami eladósodottságának a megugrása. A kamatprémium meglódulása, a mélyülő recesszió és a deflációs tendenciák az eladósodottságot növelő tényezők. Mindez együtt adósságcsapdába kényszeríti az EU szinte összes tagországát. Néhány olyan tagországban, amelyek korábban a követendő példák közé tartoztak (például Írország) az EU átlag fölé emelkedik az adósságráta (*2. ábra*).⁸

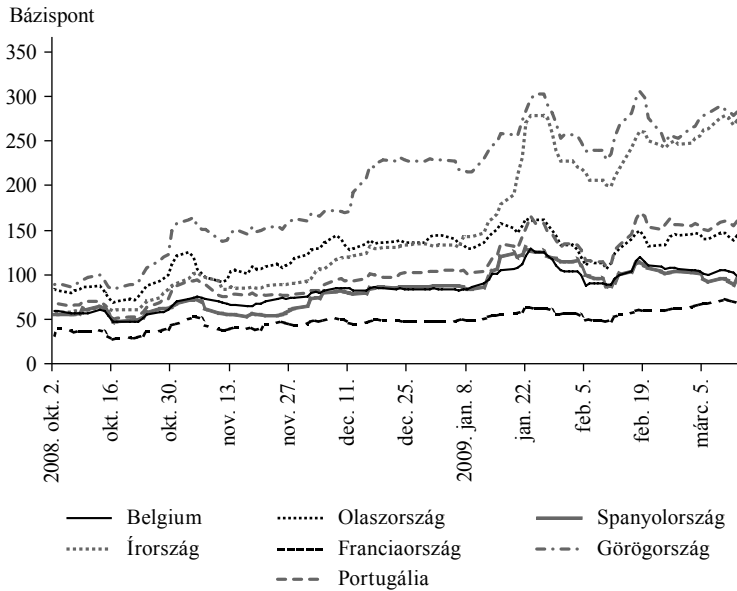
Az egyre mélyülő visszaesés két módon is fokozza az adósságspirál felpörgését mindent a világban. Egyrészt a csökkenő GDP növeli a már korábban felhalmozott és a kiigazító csomagok miatti felduzzadó államadósság terhét. Másrészt a kereslet zuhanása növeli a defláció veszélyét is, ami a reálkamatokat még akkor is emelheti, ha közben a monetáris

⁷ A referencia- (*benchmark*) kötvénypiacokon (Egyesült Államok, Németország) zuhanó hosszú lejáratú hozamokat látunk az adott ország folyamatos fundamentális gyengülése ellenére, miközben a buborékok kipukkadása által erőteljesen érintett egyes euróországek (Görögország, Olaszország, Írország, Spanyolország) kamatfelárainak drasztikus megugrása figyelhető meg. A kelet-európai régió árazásának hol hektikus ingadozása, hol meg trendszerű fel-, illetve leértékelődése következett be. Ezekben a változásokban igen sok a megmagyarázhatatlan, „tüllövésyanús” folyamat (lásd *De Grauwe* [2008]). „Alul-” és „túl”-értékeléseket egyaránt vélelmezni lehet a nagymértékű kilengések mögött. A bizalmatlansági sokk árazást torzító hatásaival s ennek káros hosszú távú következményeivel több szerző is foglalkozik. Lásd például a knighthi bizonytalanságra alapozott megközelítést *Caballero* [2008].

⁸ Az EU Bizottság 2009. januári előrejelzése (*EC* [2009]) már biztosan nem érvényes, de még nem készült újabb verzió. A globális recesszió mélyebb, s ez az unió gazdaságának a zsugorodását is növeli, ami növeli a deficitet, és további állami beavatkozást tesz szükségessé.

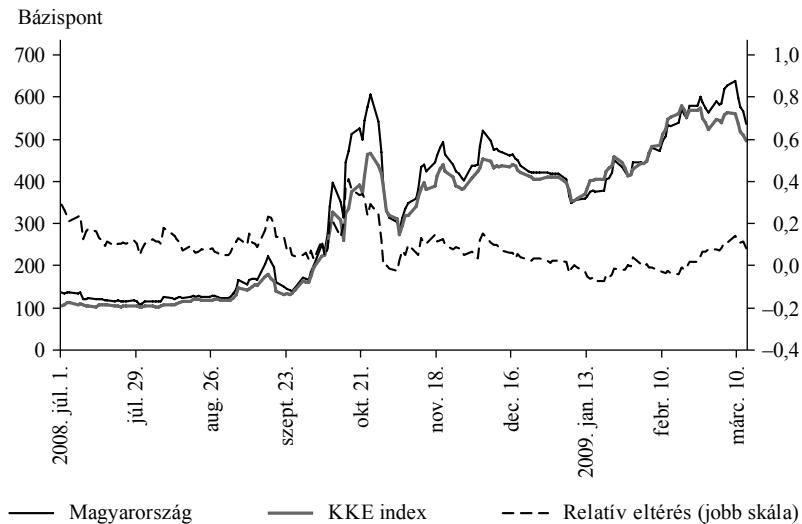
1. ábra

A CDS-felárak és az állampapírok hozamai a Lehman Brothers bukása után
 a) Néhány eurózóna tagország tízéves állampapírjának hozamfelára a német kötvényhez viszonyítva



Forrás: Reuters.

b) Régiós országok CDS-felárának alakulása

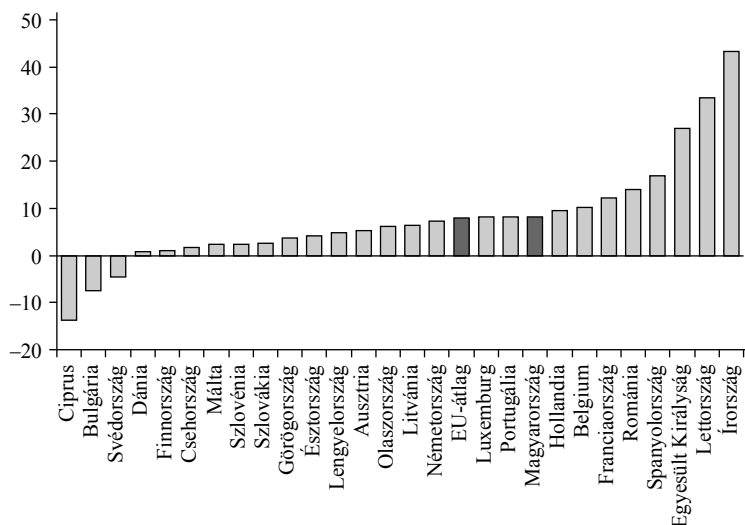


Megjegyzés: a KKE index nyolc régiós ország (Csehország, Szlovákia, Lengyelország, Románia, Bulgária, Horvátország, Észtország, Litvánia) CDS-felárának átlagolásával készült. A relatív különbség számítása a következők szerint történt: (magyar CDS – KKE index CDS)/KKE.

Forrás: Thomson Reuters.

2. ábra

Az állami eladósodás növekedése az Európai Unióban
(az államadósság/GDP változása 2007 és 2010 között)



Forrás: EU Bizottság 2009. januári időközi előrejelzése alapján számítva (EC [2009]).

politika erőteljesen csökkenti a kamatot, sőt, a jegybanki kamatok közelítik a nullát. A növekedés és a reálkamatok kombinált hatását tükröző úgynevezett „hólabdahatás”⁹ csak a költségvetés nagymértékű elsődleges (a kamatok nélkül számba vett) többletével lenne ellensúlyozható, ami az adott körülmények között ellene hatna a belső kereslet ösztönzését célzó válságkezelési törekvéseknek.

Rövid távon az eladósodás (az adósságráta, azaz az államadósság/GDP arány) növekedése ellen nincs mit tenni. Abban ugyanis egyetértés van a szakértők és gazdaságpolitikusok között, hogy az automatikus stabilizátor működtetése,¹⁰ s az ezen felül szükségesnek látszó fiskális élénkítés és a segélycsomagok elengedhetetlenek a válságkezeléshez. A válság – a globális recesszió mélysége – miatt azonban még azokban az országokban is növekedhet az adósságráta, ahol a fiskális politika példamutató volt az elmúlt évtizedben (Finnország, Svédország). Az EU egyre több tagországa lépi túl a túlzottdeficit-eljárás szabta 3 százalékos deficitplafont. Ennek értékelése nagyon kényes feladatot jelent az uniós hatóságok számára, tekintve, hogy a stabilitási és növekedési egyezmény szabályainak kialakításakor (a deficitplafon számzerű meghatározásakor) maximum 2 százalékos GDP-csökkenést tartottak elképzelhetőnek.

Mindent összevetve, az eladósodási spirál megfékezésére és visszafordítására csak akkor lesz mód, ha már a világgazdaság a mélypontról újból felívelő szakaszba kerül. Addig is a fiskális politika alakításakor célszerű azokat a kiadási formákat és szerkezeti

⁹ Ha a növekedés magasabb, mint a reálkamatok (az implicit kamatból számítva, ami a kamatkidás az adósság-állományra vetítve), akkor ez a hatás negatív, az adósságráta csökkenése irányába hat. Ellenkező esetben, amikor a növekedés nagyon alacsony, vagy a gazdaság teljesítménye visszaesik, akkor mindkét tényező folyamatosan növeli az adósság/GDP arányt.

¹⁰ A költségvetés automatikus stabilizáló szerepe azt jelenti, hogy a gazdasági visszaesés idején – a kieső bevételek és megnövekvő válságkezeléssel összefüggő kiadások miatt – emelkedő államháztartási deficit segít mérsékelni a gazdasági ciklus kilengését.

változtatásokat előnyben részesíteni, amelyek a potenciális növekedést a keresleti korlát oldódásakor majd erősíthetik, s ezáltal gyorsíthatják a most még növekvő eladósodottság mérséklését.¹¹

A válságkezelés költségei által felduzzasztott fejlett országokbeli finanszírozási igény megugrása¹² nemcsak azért veszélyes, mert a jövő nemzedékekre terheli az eladósodás költségeit, hanem mert a jelenlegi szűkös forrásokat elszívja a feltörekvő országok elől. A fejlett világ „kiszorítja” a fejletlenebb, felzárkózó országokat, amelyek a bőséges likviditás évtizedében stabilan számíthattak a külső források bevonására. A Lehman Brothers bukását követően nemcsak az aktuális finanszírozás ütközhet akadályba, hanem a lejáró adósságok megújítása is. Ugyanakkor, fejlett és felzárkózó országokban egyaránt gondot jelenthet, hogy a növekvő állami finanszírozási igény a magánszektor „szorítja ki” a hitelpiacról, ami hitelszűkét okoz, illetve a kockázatos hitelezés veszélyével jár. Miközben a világ pénzügyi rendszere a tőkeáttételek gyors leépítésével alkalmazkodik, a csökkenő külföldi befektetések a biztonságosabbnak tartott fejlett országbeli eszközöket, a vállalati eszközök helyett az államkötvényeket keresik (3. ábra). Egyelőre nem látszik, hogy a fejlett és a feltörekvő piacokon ki finanszírozza mindezt. Az adósságspirál felpörgése a jövőben teljesíthetetlennek látszó kiigazítási követelményeket támaszt mindenütt, különösen azért, mert az öregedő nemzedékek miatt az implicit nyugdíjadósság terhe belátható időn belül valódivá válik.

A központi bankok szerepvállalását illetően a válságkezelésben és a finanszírozásban nem alakult ki egységes gyakorlat, és a vélemények is megoszlanak. Az alapvető kérdés az, hogy miként rendeződhet át a világméretű egyensúlytalanság: az Egyesült Államok – és most már Európa is – mint nagy és növekvő hitelfelvevő az egyik oldalon és az ázsiai tradicionális megtakarítók, a másik oldalon, akiknek azonban a finanszírozási kapacitása a világválság miatt megcsappanóban van. A súlyos piaci zavarok, a pénzügyi szektor likviditási és tőkeproblémái, a növekvő finanszírozási feszültségek, amelyek szoros kölcsönhatásban állnak a zuhanó gazdasági teljesítményekkel, a központi bankokat gyors monetáris lazításra – s a kamatsökkentésen kívül a nem szokványos összes eszköz bevetésére – késztették. A monetáris feltételek enyhítésére használható mennyiségi eszközökkel azonban a nulla kamatszintet gyorsabban elérő bankok – például a Fed – operáltak eddig nagyobb mértékben.

Az Európai Központi Bank (EKB) e téren óvatosabban halad. Tény, hogy a monetáris politika elmúlt évtizedekben nehezen kialakított alapelveinek¹³ a megsértése, avagy feladása nehezen visszafordítható folyamatokat indíthat el, de ugyanakkor elkerülhetetlennek látszik. Az EKB (másodpiaci) állampapír-vásárlása egyelőre tabutémának számít, holott az irányadó kamat nullához közeledésével a mennyiségi lazítás eszközeit Európában is ki kell alakítani. Az EKB válságkezelése erősen koncentrált az euróövezetre, holott az euróövezet és az azon kívüli EU-országok gazdaságának és pénzügyi szektorainak szoros

¹¹ A válságban alkalmazható fiskális politika alapkérdéseit tárgyalja *Spilimbergo és szerzőtársai* [2008].

¹² Az EU Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint (2009. január) az Európai Unió költségvetési hiánya a 2008. évi 2 százalékról 2009-ben várhatóan a duplájára nő a GDP-hez viszonyítva és az euróövezet hiánya is 4 százalékra emelkedik. Ezek a számok azonban feltehetően magasabbak lesznek a következő előrejelzésben, mivel azóta a gazdaságok visszaesése még nagyobbnak mutatkozik. Az IMF 2009. április elején, a G-20 találkozóra készített előrejelzései már azt mutatják, hogy a fejlett országok adósságrátája a 2008–2009. évi nagyobb hiánymutatók és diszkracionális intézkedések miatt mintegy 15 százalékponttal nő, és ez az arány 2014-ig várhatóan tovább növekedhet. Ha további nagyobb kiegészítő programokra is szükség lenne, akkor ez az arány még ennél is magasabb is lehet.

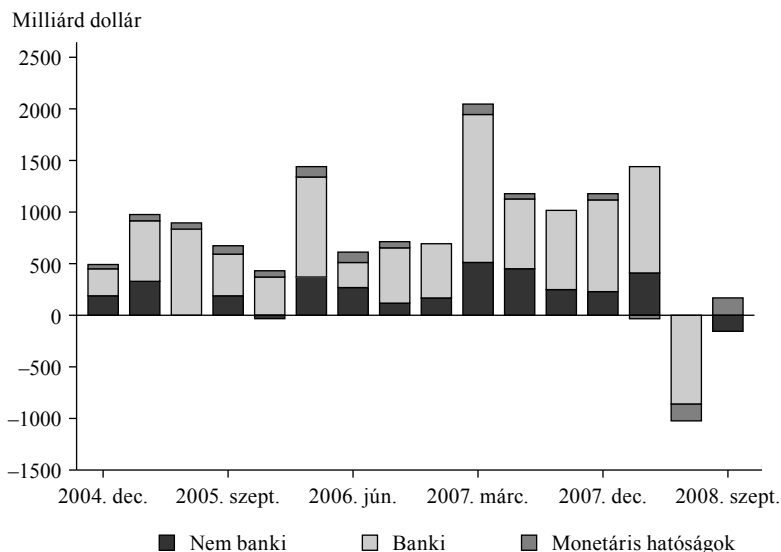
¹³ A bajbajutottak (bankok és államok) kiegészítésének tilalma (*no bail out*), illetve a kivételezett piaci hozzáférésnek (*privileged access*) a tiltása vagy például a túl nagy rendszerkockázatú bankok megsegítésének (*too big to fail*) alapelve. *Buiter* [2009] a központi bankok, s kiemelten az EKB újfajta, a krízis természetének megfelelő szerepvállalását tárgyalja.

3. ábra

A tőkebefektetések visszaesése a feltörekvő piacokon

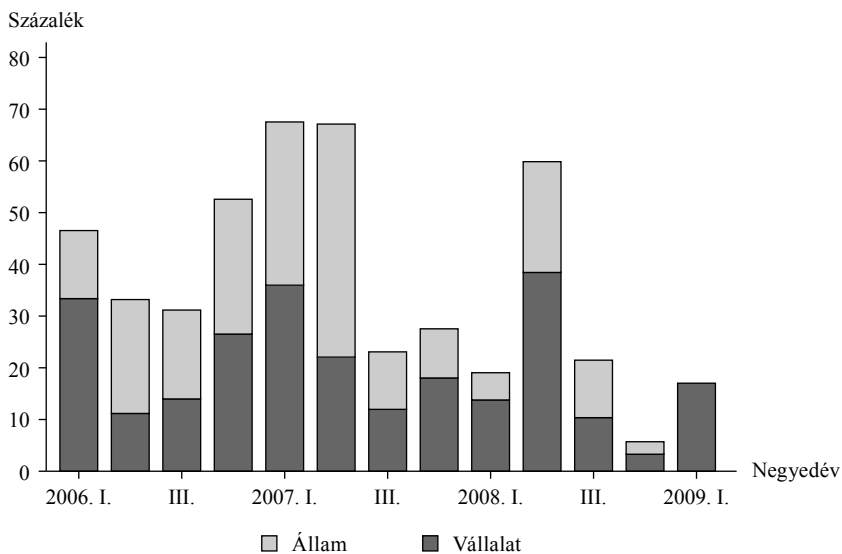
a) A határokon átnyúló követelések változása

(milliárd dollár, az árfolyamváltozástól megtisztítva)



Forrás: EU Bizottság 2009. január időközi előrejelzése alapján számítva.

b) A kötvényfinanszírozás alakulása a feltörekvő piacokon



Forrás: IMF [2009].

kölcsönkapcsolata miatt ez a leszűkített szemlélet kedvezőtlen következményekkel járhat az egész európai integrációra.

A kelet-közép-európai régió sérülékenységét¹⁴ paradox módon a válság kiszélesedésekor éppen azok a tényezők okozták, amelyek éveken keresztül a régió erősségeként voltak elkönnyelve: a nagyfokú nyitottság és integráltság a fejlett uniós országokkal, valamint a külföldi tulajdonú bankszektor, amely kisebb-nagyobb mértékben devizában nyújtott hitelekkel finanszírozta az új tagországok felgyorsuló felzárkózását az Európai Unió 2004. évi bővítését követően.

Összegezve: a jelenlegi válság sajátossága, hogy a fejlett világból ered, de következményei – a világ megnőtt forrásigényének és a finanszírozási kapacitások beszűkülése – elsősorban a feltörekvő országokat sújtják.¹⁵ Az Egyesült Államok, az Európai Unió s azon belül a kelet-közép-európai régió „hármás ördögi körbe” került: a kölcsönös keresletkiesés, a pénzügyi szektorban zajló tőkeáttétel-leépítés és az államadósság csapdája egyenként olyan intézkedéseket, illetve magatartásváltozást követelnek meg, amelyek miközben egy adott probléma megoldását elősegítik, a másik kettőt nem támogatják, hanem tovább mélyíthetik. Az anticiklikus fiskális lazítás és a pénzügyi szektort kiegészítő csomagok túlzottan megnövelhetik az eladósodást. A pénzügyi szektor szigorúbb hitelezésre tér át, és eleget tesz a válság hatására rárótt szabályozási követelményeknek, de mindez fokozza a gazdasági visszaesést. Az eladósodott országok kényszerből – a finanszírozási forrás kiesése és a kockázati felárak megugrása miatt – megpróbálják fékezni az eladósodás felpörgését, s ezért tartják, vagy növelik elsődleges költségvetési többletüket, de a prociklikus fiskális politika tovább mélyíti gazdaságuk visszaesését, rontja a pénzügyi szektor stabilitását, és növeli az országkockázatot. Mindez kedvezőtlen mellékhatásokkal jár mind régiójuk, mind fejlettebb partnereik számára. Az intézkedéscsomagokkal szemben ezért az lenne a legfontosabb követelmény, hogy a „hármás ördögi kör” tekintetében megtaláljanak egy érzékeny egyensúlyt. A nemzetközi intézmények ebben segíthetnek.¹⁶

Magyarország finanszírozási nehézségei és az adósságcsapda háttere

Magyarországot a pénzügyi és a reálgazdasági sokk sokkal erőteljesebben érintette, mint azt várni lehetett. A válság kitörése a közepén találta telibe a 2006 őszén elindított költségvetési kiigazítási folyamatot. Az államháztartás hiánya már lecsökkent a külföld számára elfogadható szintre, de ahhoz, hogy a növekedési pályára visszatérhessen a gazdaság, komoly szerkezeti változásokra (az újraelosztási és a centralizációs szint jelentős csökkentésére, a kiadási és az adószerkezet átalakítására) és az ezeket megalapozó, régóta halogatott/meghiúsult reformok véghezvitelére lett volna szükség. A nemzetközi válság kitörése a legrosszabbkor következett be Magyarországra szempontjából, mert rossz külső feltételeket teremtett a fenntartható felzárkózási pályára való visszatéréshez elengedhetetlen gazdaságpolitikai lépésekhez.¹⁷

¹⁴ A kelet-közép-európai nem eurótagok sérülékenysége elsősorban témává vált 2009 elejére az elemzői körökben. Lásd például *Árvai és szerzőtársai* [2009], *IMF* [2009].

¹⁵ Közvetlenül is, de a közvetett hatások is költségesek lehetnek. Például azok a hitelminősítők, amelyek a fejlett országokban és a pénzügyi rendszerben hosszú időn keresztül hagyták a mai krízishez vezető anomáliákat, ma a hibát úgy korrigálják, hogy a feltörekvő országokat a növekedési kilátások romlása (és az ebből fakadó stabilitási problémák) miatt gyorsított ütemben minősítik le. A leminősítés tovább rontja a kritikus mutatók értékét, és megnehezíti a válság kezelését a kevésbé fejlett régiókban.

¹⁶ Ennek felismerését tükrözik a 2009. április eleji G-20 találkozáson hozott döntések, amelyek a komplex problémakezelés irányába mutatnak.

¹⁷ A cikk kereteit túlfeszítené annak tárgyalása, hogy ha más szerkezete lett volna a 2006 közepétől foganatosított jelentős hiánycsökkentésnek, akkor a válság kisebb megrázkódást okozott volna, vagy sem.

Mielőtt a kiigazítás miatti visszaesésből a kilábalás gyorsabb növekedésű periódusába került volna az ország, a másodrendű hitelpiac válsága miatti kockázat-újraárazás magas büntetőfelárral sújtotta a külső eladósodás megnövekedését. Súlyosította a helyzetet, hogy a világgazdasági és pénzügyi válság kibontakozása közepette a befektetők már egyáltalán nem tekintették átmenetinek a külső finanszírozásra való ráutaltságot. Az árfolyam leértékelődése pedig megnövelte a devizahitelek terheit, és a pénzügyi stabilitási kockázatok is felmerültek.

A magyar és a kelet-közép-európai régiós országok bankrendszerének tulajdonosi szerkezetét – azt, hogy abban az európai uniós anyabankoknak túlnyomó a részesedése – a piac az elmúlt évtizedben mindvégig a sérülékenységet mérséklő egyik legfontosabb tényezőnek tekintette. A Lehman Brothers bukása utáni likviditáshiányt ezt a felfogást pillanatok alatt az ellenkezőjére fordította, s az elemzők szemében a fejlett európai uniós országok bankjainak (kiváltképpen az osztrák bankoknak) a kelet-közép-európai régiós érdekeltiségei váltak a sérülékenység egyik kiemelt forrásává. Ráadásul a 2008 őszi és az azt követő első elemzések figyelmen kívül hagyták, hogy a kelet-közép-európai régióban lévő leánybankok az adott országokban nem kevés belföldről származó forrással/betéttel is rendelkeznek. Az így kapott, a valóságosnál magasabb sérülékenységi mutatók miatt a kelet-közép-európai régió valutái gyengülő pályára kerültek (lásd *Keller–Maslova* [2009]).

A feszült belpolitikai helyzetben, amely 2009. március végére Magyarországon kormányválsághoz vezetett, a magyar gazdasági kilátások drasztikus romlását, a hivatalos előrejelzések egyre rövidülő érvényességi idejét és az ország növekvő finanszírozási problémáit is az elemzők a távozó kormány magas eladósodáshoz vezető gazdaságpolitikájának tulajdonították. Kétségtelen, hogy a piaci szereplők szemében alacsonyabb adósság és magasabb növekedési képesség mellett a magyar gazdaság sokktűrő képessége jobbnak minősült volna, de a 2008 végén, 2009 elején tapasztalt Magyarország iránti bizalomvesztésben nagy szerepet játszottak a Lehman Brothers bukása utáni európai likviditási és piaci zavarok, amelyek hatását akkor sem tudta volna elkerülni az ország, ha adósságmutatói jobbak.¹⁸

Az egyre mélyülő magyar gazdasági recesszió és a jövőbeli bizonytalanság elsősorban azzal magyarázható, hogy a magyar termékek iránti külpiazi kereslet minden elképzelést meghaladóan zuhan, és a magyar gazdaság partnereinek (fejlett országokbeli – legfőképpen Németország –, a kelet-közép-európai régióbeli külföldi tulajdonosoknak és befektetőknek) a veszteségei nagyságrendileg eltérnek a korábban várttól. Ezt alátámasztják a nemzetközi konjunktúra-előrejelzések is, amelyek azt mutatják, hogy a fejlett országok egyre nagyobb visszaesése a reálgazdasági és a pénzügyi piacokon keresztül a legmeghatározóbb tényező a magyar gazdaság egyre gyengébb teljesítménye mögött (*1. táblázat*).

A külpiazi fertőzéses hatások hangsúlyozása a 2009 elejére kialakult helyzet magyarázatában nem mond ellent annak a ténynek, hogy az ország sérülékenysége miatt a válság nagyobb megrázkódtatást okoz a magyar gazdaságnak, mint a régió többi EU-tagországnak. A sérülékenység egyrészt a külföldi forrásokra való magas szintű ráutaltságból, másrészt a megelőző fél évtized növekedési kapacitásait elgyengítő gazdaságpolitikájából fakadt, és ennek a kezelésére a válságtól függetlenül halaszthatatlanul szükséges lett volna. A rövid távú folyamatokat 2008 őszi azonban az ország nagyfokú integráltságából, a külkereskedelmi szerkezeti jellemzőiből és a piacok fejlettségéből adódó érzékenység, valamint a spekulációs törekvéseknek való kiszolgáltatottság határozta meg.

¹⁸ Hasonló külső eredetű fertőzés kedvezőtlen hatásait kellett kivédeni Magyarországon az 1998. évi orosz válságot és a kilencvenes évek végének más feltörekvő piaci válságait követően. Ekkor a magyar gazdaság példamutatóan teljesített, kilátásai is kedvezőek voltak, és az összes sérülékenységi mutató javult. Ennek ellenére jelentősen csökkentek a külföldi befektetések, és a negatív keresleti hatás is érvényesült. Az ország fizetőképessége azonban nem kérdőjeleződött meg, mert az állami eladósodottság határozottan csökkenő pályán mozgott.

1. táblázat

A nemzetközi szervezetek és a magyar konvergenciaprogramok
2009-re vonatkozó növekedési előrejelzései
(GDP éves növekedési ütem, százalék)

	2008. október –november	2009. január	2009. március	Eltérés: 2009. március – 2007. október
IMF előrejelzése				
világgazdaság	3,0	0,5	(–1)–(–0,5)	–4
Fejlett országok	0,5	–2	(–3,5)–(–3)	–4
Németország	0	–2,5	n. a.	n. a.
Kelet–Közép–Európa	5,1	2,5	n. a.	n. a.
EU Bizottság előrejelzése				
EU–27	0,2	–1,8	n. a.	
Euróövezet	0,1	–1,9	n. a.	
Németország	0,0	–2,3	n. a.	
OECD előrejelzése				
OECD-országok	–0,4	n. a.	–2,7	–2,3
Euróövezet	–0,6	n. a.	–4,1	–3,5
Németország	–0,8	n. a.	–5,0	–4,2
EKB előrejelzése				
Euróövezet	1,3–2,3*	(–1)–0	(–3,2)–(–2,2)	
Magyarország előrejelzése				
Konvergenciaprogram	–0,9	–3,5**	(–5)–(–6)***	(–4)–(–5)

* Az Európai Központi Bank 2008. tavaszi előrejelzése. EKB havi jelentés.

** Az MNB 2009. februári előrejelzése.

*** Nem hivatalos sajtóértesülések a Bajnai-kormányprogram során figyelembe vett számokról.

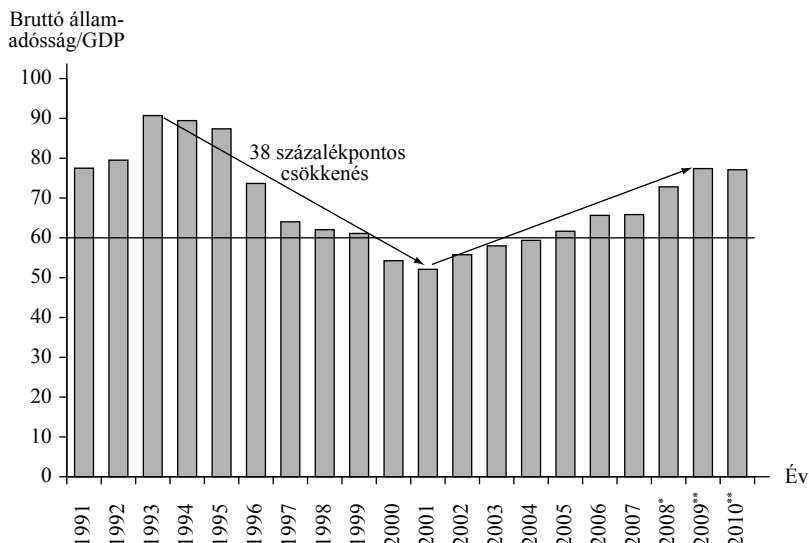
Forrás: IMF World Economic Outlook, EU Bizottság előrejelzései (EC [2009]), magyar konvergenciaprogramok, Pénzügyminisztérium.

A paradox helyzet az, hogy miközben a külső (folyó fizetési mérleg) és belső (államháztartási hiány) finanszírozási igényt tekintve, 2009-re Magyarország – a kiigazítás és a gazdaság lassulása miatt – az európai középmezőnybe került, a felhalmozott adósság, az eladósodási mutatók terén a legmagasabb adósságrátájú öt ország közé tartozik, mert az elmúlt évek nagy hiányai nem múltak el nyomtalanul. A kilencvenes évek második felének sikeres eladósodottságsökkentését a kétezres évek fiskális lazítása szinte teljes mértékben erodálta (4. ábra).

Magyarország adósságcsapdában van, akárcsak az Európai Unió egésze és sok euróövezeti tagország. A GDP csökkenése és az adósságra fizetendő reálkamat növekedése beindította az adósságrátát növelő „hólabdahatást”. Hiába következett be 2008-ra az adósságspirál ellen ható pozitív változás – az, hogy újra többletet mutat a költségvetés elsődleges egyenlege –, más tényezők rövid távon mind az adósság súlyának emelkedése irányába hatnak.¹⁹ Ilyenek a költségvetési hiányon kívüli adósságot maguk után vonó kötelezettségvállalások, és a devizaadósság átértékelődésén keresztül a forint 2008 nyaratól bekövetkezett nagy-mértékű reálleértékelődése is hozzájárult az eladósodottság növekedéséhez.

¹⁹ A magyar adósságráta alakulásában szerepet játszó tényezőket vizsgálta Halpern–Neményi [2001].

4. ábra
Az állam eladósodása Magyarországon



* Előzetes adat.

** Előrejelzés.

Forrás: Pénzügyminisztérium.

Az egyik legfontosabb probléma Magyarországon az, hogy a válságkezelés és a szerkezeti problémák, valamint reformprogramok kérdései nem válnak el kellőképpen egymástól, illetve viszonyuk tisztázatlan.²⁰ A monetáris politika számára éppen az teremtene nagyobb mozgásteret, ha ebben a kérdéskörben megszűnne az elmúlt időszakot jellemző zűrzavar, és ez a kockázati felárak csökkenésében is tükröződne.

A kelet-közép-európai régió belüli kimagaslóan magas magyar kamatprémiumnak – ami a válságkezelést megnehezítő egyik legfőbb tényező – csupán egyik eleme a finanszírozási igény (deficit) nagysága, ami 2008-ra már európai összehasonlításban elfogadható mértékűre csökkent. A magas adósságrata mérséklésére csak néhány éves horizonton nyílik lehetőség, amikor a növekedés újból beindul, de ez igaz majdnem minden országra. A permanens magas belpolitikai kockázat, a jövőbeli változások kiszámíthatatlansága azonban kiemelkedő szerepet játszik a finanszírozási költségek folyamatos emelkedésében.

A válságkezelésnek ezekre kellene összpontosítania: a piaci zavarok oldása, a finanszírozási igény kézben tartása és a kiszámíthatóság növelése szükséges a Lehman Brothers bukása utáni sokk hatásainak semlegesítéséhez. A versenyképességi és a többi, a tartós fellendülést befolyásoló tényező hosszabb távon játszhat szerepet, az egyensúlyi felzárkózási pályára való visszatérés gyorsaságát és e pálya meredekségét befolyásolhatja.

A globális visszaesés körülményei közepette lehetetlen feladat hatékonyan előrehaladni a nagy elosztórendszerek (nyugdíjrendszer, egészségügy stb.) átalakításával és a fiskális politikai reformhoz szükséges többi lépéssel, bármennyire is világosan bizonyítható, hogy a nagy elosztórendszerek hosszú távra előretételezve nagymértékű latens államadóssággal

²⁰ A magyar közgazdászok körében viszonylag széles körű támogatottságot kapó reformszövetségi program (lásd http://www.reformszovetseg.hu/reformszovetseg_gazdpol.pdf), amelyre a Bajnai-kormány is építeni kíván megválasztása esetén, éppen ezt a feladatot tűzte ki. A javaslat elemzése ebből a szempontból külön cikket igényelne.

járnak, s csak átalakításukkal biztosítható a tartós költségvetési konszolidáció. A reformok első lépcsője azonban általában többletköltséget okoz, amit a válságban megcsappant költségvetési bevételekből még akkor sem lehet jól kigazdálkodni, ha a kiadások mérséklése terén a kritikus helyzet segítheti a kormányzatot ebben a döntésben. A lehetetlen feladatok kitűzése rombolja a bizalmat, növeli a társadalmi feszültségeket, pedig éppen az ellenkezőjére – bizalomteremtésre és a feszültségek enyhítésére – lenne a legnagyobb szükség. A társadalmi ellenállás és a politikai erők minimális együttműködési hajlandóságának a hiánya az elmúlt években ellehetetlenítette a reformkezdeményezéseket. A válság mélyülő szakaszában a válságkezelő intézkedéseknek kell elsőbbséget élvezniük, de a szükséges reformok alapvetéseiről és időzítéséről is célszerű lenne megegyezésre jutni (kormánynak és ellenzéknek, döntéshozóknak és a döntések következményeit viselőknak). Ha megfelelő a támogatottságuk, akkor önmagukban ezek a tervek már kedvezően hathatnak a piaci hangulatra. A reformtervek mielőbbi kialakítása és elfogadtatása ily módon lehet hatékony eleme a válságkezelő programnak.

A válságkezeléshez elengedhetlenül hozzátartozik az állami finanszírozási igény szigorú keretek között tartása. E keretek kijelölése azonban nem egyszerű gazdaságpolitikai feladat. A magas eladósodottság miatt a magyar fiskális politika már 2007 őszétől folyamatosan éppen ellentétes, prociklikus lépésekre kényszerült, mint amivel kezelni kellene a magyar gazdaságnak a világgazdasági kereslet összeesését követő zsugorodását. Tekintve, hogy a fiskális kiigazítás miatt a magyar gazdaság növekedése a válságot megelőző két évben már erőteljesen lassult, a belső kereslet további visszafogása miatt továbbgyengülő növekedés elsődleges kockázati tényezővé lépett elő, felváltva a korábbi „ikerdeficit-problémát”. Minden további fiskális megszorító törekvés valójában nagyfokú gazdaságpolitikai eszköztelenséget, egy nagyon nehéz „csapdahelyzetet” fed: míg ugyanis a kormányok világszerte a költségvetés automatikus stabilizáló hatását és az addicionális fiskális élénkítést használják fő eszközként a gazdasági visszaesés fékezésére és a pénzügyi stabilitás érdekében, Magyarországon erre nincs „keret” a kétezres évek állami költelezése és az ország eladósodottsága miatt. A mai szorult helyzetben a befektetők sem konkrét anyagi, de legfőképpen bizalmi hitelt nem adnak többet, illetve csak más feltétellel hajlandók adni.²¹

A külső kereslet esése és a piaci finanszírozás elapadása miatt a magyarországi válság is egyre mélyül. Ha a kormány további fiskális szigorítást hajt végre, a belső kereslet elnyomásával felerősíti a kedvezőtlen külső indíttatású folyamatokat. A lefelé vezető spirálban a költségvetési megszorítás a GDP nagyobb visszaeséséhez, kevesebb állami bevételhez és így a tervezettnél nagyobb hiányhoz vezet, kivéve ha újabb megszorítások következnek, és így tovább. Ha viszont a kormány egy ponton túl, a nemzetközi szervezetek jóváhagyásával engedné működni az automatikus stabilizátort (magasabbra engedi a hiányt), akkor az állami eladósodás mértéke és a későbbi kiigazítási költségek nőnek, még akkor is, ha a piacok nem büntetnék ezt a lépést a kockázati felárak növelésével.

A felpörgő eladósodás és a növekedési kilátások romlása azonban manapság egyaránt sújtja a világot és Európa nagy részét. A finanszírozási válság azért vált fenyegetővé Magyarországon, mert a fejlett világ finanszírozási szükségletének a megugrása a feltörekvő országoktól elszívja a forrásokat, és ez a viszonylag nagy lejáró adósságállományú feltörekvő piacokon – közöttük Magyarországon is – szokatlan mértékben növeli meg a megújítási kockázatot.²² Ebből a helyzetből a tanulmány megírásának időpontjáig nem látszik kiút.

²¹ A válság hatására a magyar államadósság minősítése 2009 elejére a legalsó befektetési kategóriába süllyedt, ami azt jelenti, hogy innen már nagyon nagy kockázat vállalni a további, spekulatív kategóriába való leminősítés veszélyét.

²² Az adósságkezelésben az az alapfeltevés, hogy a túlzott nettó finanszírozási igényt kell elkerülni, mert a lejáró adósság megújítása normál piaci viszonyok közepette nem okozhat problémát. A lejárat éppannyira gond

Monetáris politika Magyarországon a Lehman Brothers bukása után

A Lehman Brothers bukása utáni finanszírozási nehézségek és a Magyar Nemzeti Bank (MNB) válságkezelés érdekében tett intézkedései felerősítették a hazai monetáris rendszerrel és főleg a monetáris politikával szembeni kételyeket. Ezek a kétezres években mindvégig jelen voltak, de a pénzügyi világválság kibontakozásával egyre élesebb hangúvá váltak a szakértők és politikusok részéről megfogalmazott bírálatok.²³ Nem kis számban voltak olyanok is, amelyek (politikai hovatartozástól függetlenül) minden bajért – a kritikus finanszírozási helyzetért és a mélyülő recesszióért – kizárólag az MNB-t tették felelőssé.²⁴ Az ellenvetések többsége a magas kamatszintet kérte számon, alacsonyabb kamatot és gyengébb árfolyamot követelve a reálgazdasági hatások enyhítésére. Később, 2009 első negyedében, amikor a jegybanki alapkamat 9,5 százalékra csökkent, de a forintárfolyam jelentősen gyengült (alapvetően regionális tényezők hatására), a drasztikus kamatszőkentes és az erősebb árfolyam követelése együtt is megfogalmazódott. Némelyek megpróbálkoztak azzal is, hogy egy esetleges kormányváltás hatását beárazzák, s az (el)várt jelentős kamatkiadás-csökkenés ebben a megközelítésben a költségvetési kiadások visszafogásának legfontosabb elemévé vált.²⁵

A zaklatott hangú és sokszor e miatt nehezen értékelhető érvelések azért érdemelnek említést egy, a folyamatok elemzésével foglalkozó tanulmányban, mert a sajtóban közzétett vélemények pszichológiai nyomása a piaci, gazdasági és társadalmi szereplők magatartását, várakozásait a válságkezelést megnehezítő irányba terelheti. Ez a negatív hatás kimutatható volt.

Az MNB monetáris politikája védelmében könnyű lenne idézni a mondást, miszerint: „felelőtlenül laza fiskális politika esetén nincs jó monetáris politika”. Tény, hogy a fiskális politika és a növekvő eladósodottság miatt a monetáris politika 2001 óta szinte mindvégig a nemzetközi trendeknek és az üzleti ciklusnak megfelelővel ellentétes működésre kényszerült. Lehetne hivatkozni arra is, hogy a problémák az alacsony magyar megtakarítási hajlandóságból, a kétezres években eltorzult magyar (túl)fogyasztási modellből, nem pedig az ennek ellensúlyozására hozott monetáris politikai döntésekből származnak.²⁶ Bár ezek a tényezők kétségtelenül megnehezítették (sok esetben szinte ellehetetlenítették) a monetáris döntéshozatalt, illetve a monetáris politika hatásmechanizmusának az érvényesülését, azonban tárgyilagosan visszatekintve, nem lehet azt állítani, hogy az MNB politikájától teljesen függetlenül került az ország nehéz helyzetbe.

A továbbiakban a monetáris politika és a válságkezelés összefüggéseit vizsgáljuk. Azt tekintjük át, hogy mi az, ami a monetáris politikán számon kérhető az ország nehéz finanszírozási helyzetbe kerülésével kapcsolatban, illetve hogy a válságkezeléshez mivel járult hozzá – és járulhat hozzá a jövőben – a monetáris politika.

a pénztulajdonosnak, mint a hitelfelvevőnek. A pénzügyi befektetések elapadása alapvetően ezt változtatta meg. Az államháztartás éves hiánya lecsökkent, de az csupán töredéke a bruttó finanszírozási igénynek.

²³ A Lehman előtti korszakban a monetáris politikai kereteket érintő kritikákkal foglalkozik *Neményi* [2008].

²⁴ Az egyszerűség kedvéért az MNB rövidítést használjuk, de természetesen a monetáris politikai döntésekért a Monetáris Tanács visel felelősséget.

²⁵ Figyelmen kívül hagyták azt a tényt, hogy a magyar államadósság nagy része éven túli lejáratú és fix kamatú. Egy hiteles kormány és kormányprogram esetén is hosszabb időt venne igénybe, hogy a hozamok csökkenése a kamatkiadások jelentős csökkenésében is megmuatkozzon. A növekedést ösztönző hatás – a külső fellendüléstől függően – sokkal előbb jelentkezhet.

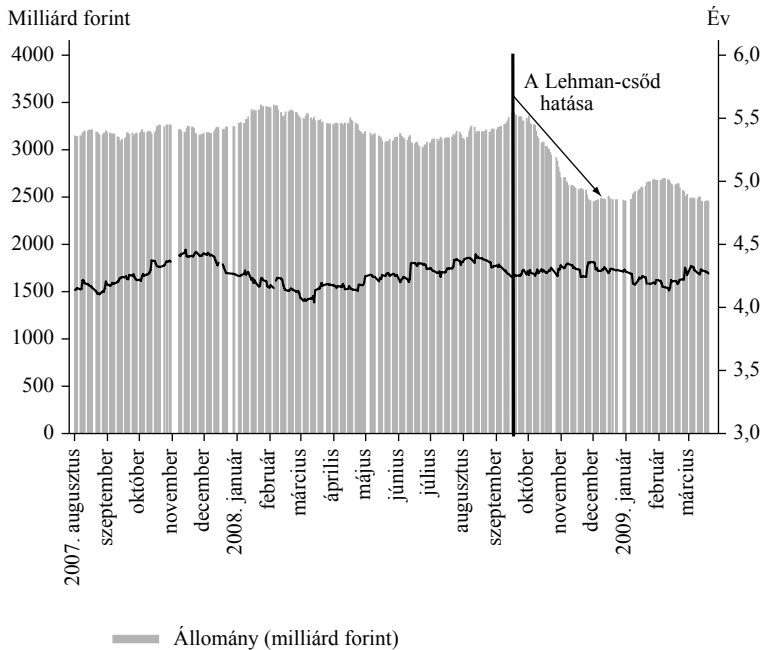
²⁶ Ennek a modellnek a kétezres évek elején elindított minimálbér-emelési programok és a túlzottan kedvezményes lakásfinanszírozási rendszer adta az első impulzust, majd erre következett a „jóléti rendszerváltás” téveszméje, aminek keretében a nagymértékű bér- és nyugdíjmelés további alapot adott a lakossági magatartás változására. Hozzá kell fűzni, hogy az egész világ is kénytelen szembe nézni a fogyasztásmodell-változtatás feladatával, de országonként teljesen más az indíttatás, és másfajta változásra van szükség. Az EU új tagországai esetén a viszonylag dinamikusabb fogyasztásnövekedés összhangban állna a felzárkózó gazdaság jellemzőivel, de a magyar modell túlfutott a megengedhető mértéken, amit az ország eladósodása egyértelműen bizonyít.

A 2008. októberi magyarországi finanszírozási válság kiváltó okai

A nemzetközi összehasonlításban is erősnek hitt magyar pénzügyi rendszert megrengető erejű likviditási sokk érte a Lehman Brothers bukását követően. Az anyabanki források kétségessé váltak a piacok befagyása miatt, és egyidejűleg felerősödött a tőkekivonás a „biztonságba” menekülés, illetve a veszteségek fedezetének kényszere miatt. A Lehman összeomlását követő napon a külföldiek tulajdonában lévő forintban denominált állampapírok állománya azonnal zuhanni kezdett, amire sem a másodrendű ingatlanpiaci válság kitérése óta jellemző turbulencia közepette visszatérően jelentkező piaci megtorpanások idején, sem az azt megelőző, fundamentálisan sokkal kétségesebb helyzetben nem volt példa. A hirtelen zuhanást nem indokolta fundamentális változás (5. ábra).

5. ábra

A külföldiek tulajdonában lévő forintban denominált állampapír-állomány



Forrás: Államadósság Kezelő Központ.

Magyarország a nemzetközi tapasztalatokból ismert *hirtelen tőkemegtorpanás*²⁷ és a likvid eszközöket kereső befektetők kivonás romboló hatásával szembesült. A forráshiány és a lejáratok lerövidülése bénító hatást és extranyomást váltott ki Magyarországon minden piaci szegmensben. Az túlnyomórészt külföldi tulajdonú bankszektor forrásai egyik napról a másikra elapadtak, és ez a finanszírozhatóságot kétségessé tette. A magyar állam-

²⁷ A 3S (*systemic sudden stop*) fogalmán a tőkemérleg hirtelen és nagyméretű összehúzódását érti a szakirodalom, amely akkor fordul elő, amikor a pénzügyi rendszerben turbulencia keletkezik. A 3S és a hazai magán-szektor devizában történő eladósodásának (*DLD, domestic liability dollarisation*) problematikája jól ismert a latin-amerikai országok tapasztalataiból. Válságkezelésük tanulságai sok tekintetben felhasználhatók a kelet-közép-európai régiót a Lehman-bukás után ért hatások kezelésében is. Lásd például Calvo [2005] és [2006], Eichengreen és szerzőtársai [2003].

papírpiac külföldi befektetői között többen sürgőssé vált pozíciózársai és veszteségfedezeti műveleteket hajtottak végre.²⁸

A magyar kockázati mutatók [a nemfizetési kockázat – határidős hitelbiztosítási ügyletek CDS (*credit default swap*) – felárai] 2008 őszén, a Lehman Brothers bukása után szinte az egyik napról a másikra megugrottak, majd azt követően hektikusan ingadoztak (lásd *I. b. ábra*), amelyben már egyfajta válságpszichózis is egyértelműen szerepet játszott. Magyarországot tekintette a piac az Izland utáni következő lehetséges célpontnak, ahol országcsőd következhet be. Az eladósodottsági mutatók, a források összeszűkülése mellett ehhez hozzájárult az is, hogy a piac elbizonytalanodott a magyar költségvetés helyzetét illetően.

A korábbi válságok tapasztalatai és az empirikus elemzések azt mutatták, hogy a pénzügyi integráció csökkenti a hirtelen tőkemegtorpanás esélyét, de azt is kimutatták, hogy egy bizonyos fokon túl ez az összefüggés előjelet vált (lásd *Calvo és szerzőtársai* [2008]). A kelet-közép-európai régiót a Lehman csődje után nem védte meg az európai integrációbeli tagság a tőkeáramlások irányának megfordulásától. Ebben közrejátszhatott, hogy a sokk a fejlettebb országoknak váratlanul nagy veszteségeket okozott. Tovább fokozta a tőkekiáramlást, hogy az euróövezeti bankközi piacok befagyása után az euró likviditását biztosító EKB-intézkedések kedvezőtlen mellékhatásokkal jártak az euróövezeten kívüli tagokra nézve. Az EKB az egyre jobban kiszélesített fedezeti körbe (szemben például dán koronában denominált állampapírokkal) nem vette be a kelet-közép-európai régió euróövezeten kívüli tagországainak hazai valutában denominált állampapírjait, ami elsősorban a legfejlettebbnek tartott magyar és lengyel állampapírpiacra gyorsította fel a kötvényeladásokat. A megnőtt nyugat-európai finanszírozási igény „kiszorító” hatása mellett a „menekülés a likvid eszközökbe” hatást is el kellett szenvednie a magyar piacnak. Az államkötvény-kibocsátásokat fel kellett függeszteni, a külföldiek tulajdonában lévő kötvényállomány a 2004. eleji szintre esett vissza.

A befektetők elpártolása és a kockázati felárak emelkedése negatív kölcsönhatásban egymást erősítette, amit még tovább fokozott az ezekre a kedvezőtlen folyamatokra felépített spekuláció. A támadások több esetben nem riadtak vissza a piaci szabályok megsértésétől sem, s a piaci spekulatív pozíciók kiépülése mellett a legnagyobb magyar kereskedelmi bank, az OTP ellen is spekulatív támadás bontakozott ki. Ezeknek az akcióknak utólag sem különíthető el a hatása az többi negatív folyamat okozta hatástól, de valószínű, hogy a kritikus Lehman-bukás utáni időkben más hasonló törekvések is belejátszottak az állampapírpiaci folyamatok és a forintárfolyam alakulásába. A spekulációs támadások felgyorsították a tőkekivonást. Az, hogy erről csak több hónapos késéssel értesült a publikum, közrejátszott a forint árfolyamának gyengülésében és a volatilitás növekedésében (*6. ábra*). Mindez a befektetőknek, valamint a magyar gazdaságnak is súlyos kárt okozott. A gyengülő árfolyam további leértékelődési várakozást generált, s az egyre erősödő leértékelődési várakozások szinte kiprovokálták az október 22-i 300 bázispontos jegybanki kamatemelést.²⁹

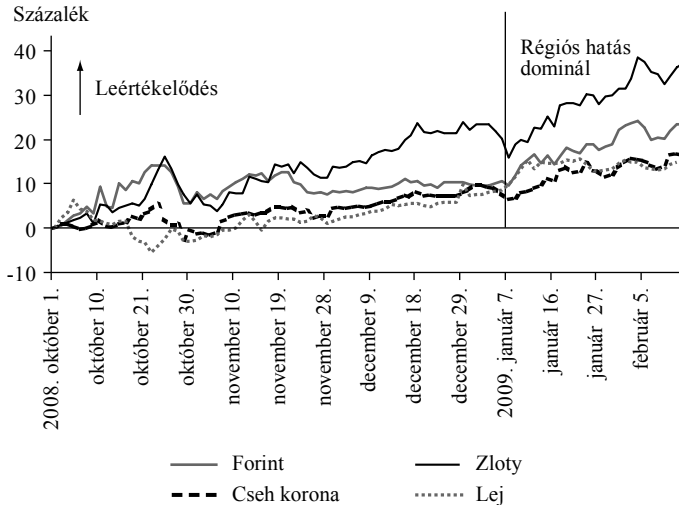
A fizetési válság fenyegető közelségét, a befektetők elfordulását, valamint azt, hogy Magyarország az IMF-hez fordult segítségért 2008 októberében, az elemzések alapvetően az ország sérülékenységi mutatóival (az adósság és devizaadósság magas szintje, a finanszírozás lejáratának drasztikus rövidülése) magyarázták, s egyre erőteljesebben hívták fel a figyelmet a gyengülő növekedési képességre. Az előzőekben sorra vett külső tényezők szinte teljesen hiányoztak az elemzésekből (kivételek például *Darvas–Pisani–Ferry* [2008]).

²⁸ Erre az időszakra esik a kockázatfedezeti alapok veszteségrealizálása (lásd *Economist* [2008]) és a német befektetési alapokból való tőkekivonás.

²⁹ 2008. október 9-én a PSZÁF a „törvénytelen eszközöket felhasználó, piacbefolyásoló” OTP elleni támadásért 489 millió forint felügyeleti bírság megfizetésére kötelezte a Soros Fund Management LLC-t. 2008. október 10-én a PSZÁF a magyar államkötvények másodlagos piacán kiprovokált hozamemelkedésért bírság megfizetésére kötelezte a HSBC-t.

6. ábra

A valutaárfolyamok alakulása a kelet-közép-európai régióban
a Lehman Brothers bukása utáni időszakban



Forrás: MNB

Az októberi sokkot követő rövid konszolidációs időszakot 2009 januárjától a kelet-közép-európai régiós valuták gyengülésének trendje váltotta fel. Csak kevés elemzés merete megállapítani, hogy a kockázati felárak és a forint árfolyamának leértékelődése annak ellenére sem vezethetők le a magyar gazdaság fundamentumaiból (*IIF* [2009]), hogy mind a magyar állam, mind pedig a magánszektor eladósodása – s így az ország külső forrásszükséglete – nemzetközi összehasonlításban magasra emelkedett a kétezres évek során. Az ország egyensúlyi mutatói ugyanis a 2006-ban elindított kiigazítás és a gazdasági visszaesés miatt is javultak: a 2008. évi államháztartási hiány az előirányzott 4 százalékhelyett a GDP 3,4 százaléka csökken, ³⁰ s a külső finanszírozási igény jelentős mérséklődését mutatták az előrejelzések. A GDP korábinál jóval alacsonyabb várható növekedése pedig a magyar exportszerkezet sajátosságaival (erős németországi orientáció és a fejlett gépipari termékek nagy súlya) és a külső konjunktúra esésével álltak elsősorban összefüggésben. A legfőbb félelem nem következett be, ugyanis az anyabankok a lejáró források megújítását éppen annyira fontosnak tartották, mint a kelet-közép-európai országok főhatóságai.

Az „eredendő bűn” a devizaeladósodás

A nemzetközi tapasztalatok rámutattak, hogy a feltörekvő piacokon a tőkemegtörpanás/tökemenekítés akkor járt igazán súlyos következményekkel, amikor az adott országban jelentős volt a devizahitelek súlya. Az úgynevezett „tartozásdollarosításként” ismert prob-

³⁰ Ezzel Magyarország kikerülhet a túlzott deficit eljárása alól, tekintve, hogy az európai uniós szabály szerint a magánnyugdíjpénztárakba áramló bevételek 20 százalékát beszámítják, és ezzel a hiány a referencia 3 százalék alá, 2,8 százalékra csökken. A nemzetközi helyzet furcsaságát mutatja, hogy a jelentős javulás hivatalos (a Központi Statisztikai Hivatal adataira alapozott) bejelentése előtti napon minősítette le Magyarországot a Standard & Poors.

léma kialakulásához vezető folyamat országonként nagyon különböző lehet.³¹ Azokban a feltörekvő országokban, ahol a mérlegekben jelentős a külföldi devizában jegyzett tartozások/követelések súlya, a tőkeáramlásokban bekövetkezett hirtelen változás, illetve a külső környezetből érkező fertőzés hatására a valutaárfolyam nagymértékű leértékelődése a pénzügyi stabilitást erősen megingathatja. A probléma súlyosságát és az ország sérülékenységét tovább növeli, ha nem csupán a magánszektor, hanem az állam adósságának nagy része is devizában jegyzett, és így árfolyamkockázatnak van kitéve.³²

Magyarországon „csak” a magánszektorban ment végbe a dollárosítás (egészen pontosan a svájci frankban jegyzett hitelezés terjedt el). Az államadósságon belül – a 2008. őszi sokkokat megelőzően – az Államadósság Kezelő Központ a kétezres években mindvégig arra törekedett, hogy tartsa a kockázatok alapján felállított adósságkezelési modellel meghatározott 25–30 százalékos devizaadósság-arányt. A külföldiek részaránya azonban a forintban denominált állampapír-állományon belül folyamatosan emelkedett, és 2008-ra meghaladta a 30 százalékos, ami egyfelől nagy előrelépést tükrözött az intézményi fejlődésben, másfelől azonban megnövelte a külföldi befektetői hajlandóságnak és a nemzetközi likviditási helyzetnek való kiszolgáltatottságot. A magyar állampapírpiacon likviditását – mint általában a viszonylag kis méretű piacokon – a külföldi befektetők jelenléte biztosította, ugyanakkor pedig a magyar intézményi befektetők (nyugdíjalapok, biztosítók, nagyvállalatok stb.) számára is lehetővé tette a diverzifikáltabb és hatékonyabb portfóliókezelés lehetőségét. A kétezres években nem okozott problémát a külföldi befektetésekre fordított hazai megtakarítások helyébe külföldi források bevonása sem a bankszektorba, sem az állampapírpiacon. A helyzet a Lehman-bukás után alapvetően megváltozott.

Magyarországon a devizahitelek aránya a magánszektorban folyamatosan emelkedett a 2004–2008 közötti időszakban. A hitelbővülés mértékét európai összehasonlításban nem lehetett túlzottnak tekinteni, különösen ha figyelembe vesszük, hogy az EU-tagság elnyerése a felzárkózás és az integrálódás felgyorsulásának lehetőségét jelentette. A vállalati szektor hitelei mérsékelten növekedtek [7. ábra a) része]. A lakossági hitelek bővülése dinamikusabb volt a devizahitelezés egészen 2008 utolsó negyedévéig tartó térnyerése mellett [7. ábra b) része]. A GDP-hez viszonyítva ez azt jelentette, hogy egy rendkívül alacsony szintről emelkedett a lakossági hitelállomány negyven százalék közelébe, ami még mindig jelentősen alatta marad az euróövezeti átlagnak.

A lakosság hitelkeresletének felfutása részben az EU-csatlakozás miatt felgyorsuló felzárkózási folyamat következménye volt, de nem állt ellentétben a 2006–2007-ben folytatott költségvetési kiigazítás céljaival sem. Hisz a lakosság a jobb jövőben bízva hitelfelvétellel simította a visszaeső jövedelme miatt kieső fogyasztását. Ha a világválság később tör ki, akkor ez a lakossági magatartás – különösen, hogy a fogyasztás dinamikája még ennek ellenére is jelentősen gyengült 2006–2008-ban – hozzájárulhatott volna ahhoz, hogy a kiigazítást kisebb növekedési áldozattal vészelje át az ország. Ha a bankrendszer vállalja az árfolyamkockázatot, és forintban hitelez, akkor biztosan kisebb lett volna a hitelbővülés és a bankok profitja is.

A Lehman-csőd után a külső források elapadása és a forint leértékelődése a lakossági hitelek adósságszolgálatát – ami rendelkezésre álló jövedelem arányában már ezt megelőzően is valamivel az európai átlag fölé került – tovább emelte. Mindez a pénzügyi helyzetét is – a korábban várható meghaladó mértékben – rontotta.³³

³¹ Az úgynevezett „eredendő bűn” azt jelenti, hogy az adott ország nem tud a saját valutájában hosszú lejáratra eladósodni, s az eladósodás ekkor devizában és rövid lejáratra következik be (*Eichengreen és szerzőtársai* [2003]).

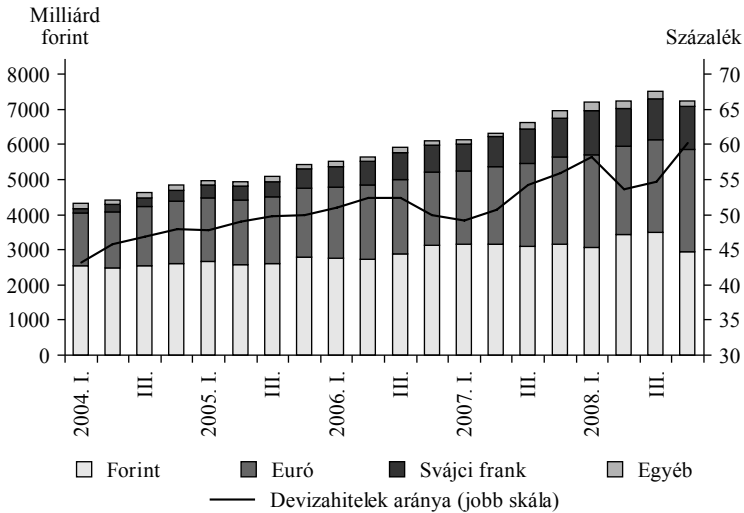
³² A latin-amerikai tapasztalatokat többek között *Calvo és szerzőtársai* [2008] ismerteti.

³³ Lásd részletesebben az MNB [2009b].

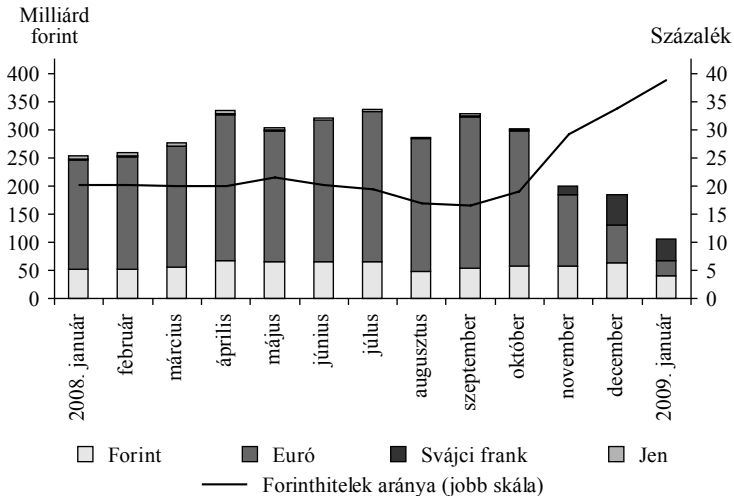
7. ábra

A magánszektor devizaadósságának emelkedése Magyarországon
(az árfolyamváltozástól megtisztítva)

a) A vállalati szektor hiteleinek devizanemenkénti szerkezete



b) A lakosság új hiteleinek devizanemenkénti szerkezete



Forrás: MNB.

Magyarország esetén néhány olyan tényezőt is figyelembe kell venni, ami más megvilágításba helyezi a devizában való eladósodás bővülését. A magánszektor devizahitelek iránti fokozott igénye egy euróövezetbe tartó ország esetén elvileg nem értékelhető ugyanolyan alapon, mint például a latin-amerikai hasonló nagyságú mutatók. A devizaforrások bevonása az új EU-tagországok esetén annak az európai integrációnak a bankjain keresztül történt, amelynek tagjai, illetve az euróövezet pénzügyi intézményeiből, ahová belátható időn

belül csatlakozni kívánnak. Erre való tekintettel a hirtelen tőkemegtorpanás esélye igen kicsi volt, hisz arra a likviditássokkra, amit a Lehman Brothers bukása hozott, korábban senki nem számított.

Az is tény azonban, hogy nem minden euróövezeten kívüli új EU-tagországban került sor a devizahitelek felfutására. Az, hogy Magyarországon 2004-től a hitelkereslet és a hitelkínálat egyaránt egyre inkább a devizahitelek felé tolódott el, a magyar magánszektor (hitelfelvevők és adósok) racionálisnak tekinthető döntése volt, ami részben az adósságszolgálati megfontolásokon, részben pedig az euróövezethez való konvergenciába vetett hiten alapult.

Az inflációs célt követő rendszer 2001. évi bevezetése óta az MNB a nemzetközi trendek ellenében manőverezett. Ez azzal is járt, hogy a kamatfelár mindvégig magas volt, s az MNB időről időre a jegybanki alapkamat drasztikus felemelésével kezelte a piaci feszültséget. A vaskos kamatfelár [8. ábra a) része] kétségkívül szerepet játszott abban, hogy Magyarországon a magánszektor a devizahitelek felé fordult. A monetáris politika bírálói azt vetik fel jogosan, hogy szükségszerű volt-e ekkora kamatkülönbszet a felelőtlen állami eladósodás miatt. Ezt a vitát nem lehet egyértelműen eldönteni, mert a hektikus piaci folyamatok egyetlen modellel sem szimulálhatók jól. Valószínűsíthető azonban, hogy volt, amikor elkerülhetetlen volt a magas kamatfelár megfizetése (például az árfolyamsáv 2003-ban történt leértékelése után), és volt, amikor túlfeszített volt a monetáris szigor (2002 végén). Joggal vetődik fel a kritikákban, hogy a 2006 második felében elkezdett költségvetési szigorítással párhuzamosan erőteljes monetáris szigorítás is végbement, holott közben már a nemzetközi válság is kiteljesedett [8. ábra b) része]. A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a devizaalapú belföldi hitelezés felfutásában az esetek többségében szerepet játszott a hosszabb időszakon keresztül folytatott nem megfelelő (túlfeszített) monetáris politika (Calvo [2006]). Magyarországon sem történt ez másképpen, még akkor sem, ha a megnőtt eladósodás negatív hatása kétségtelenül még a kiigazítás időszakában is ellene hatott a jegybanki kamatesökkentésnek.

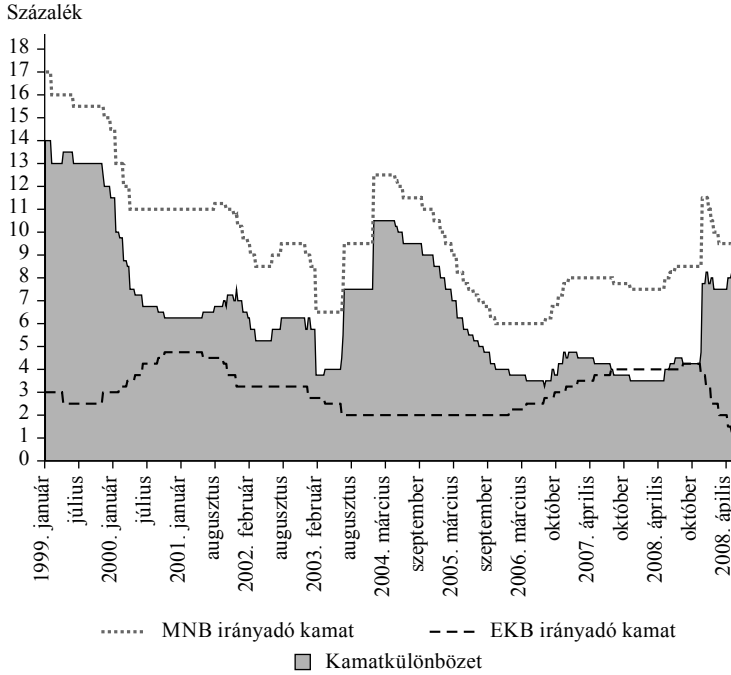
A devizakockázat fontosságára az MNB a stabilitási jelentéseiben a kezdetektől felhívta a hitelezők és a hitelfelvevők figyelmét. De e tekintetben nem folytatott következetes politikát. Magyarországon a kétezres években szinte mindvégig nagyon magas kamatkülönbszet érvényesült (8. ábra), amely mind a hitelező bankok, mind pedig a hitelfelvevők számára még az elképzelhető legnagyobb árfolyamgyengülés esetén is vonzóvá tette a devizahiteleket. A magas kamatkülönbszet részben a fellazult költségvetési politika elkerülhetetlen következménye volt, ugyanakkor mértéke több esetben is meghaladta a piaci elvárások alapján indokolhatót.³⁴ Valahányszor a forint a széles árfolyamsáv közepe felé vette az irányt (282 forint/euró) az MNB kamatemelési ciklussal vagy egyszeri nagyobb lépéssel terelte vissza az árfolyamot a sáv erős szélé felé. Ez a devizahitelek és devizahitelezők számára egyaránt erős biztosítékot jelentett az árfolyamkockázat ellen. Ez a jegybanki gyakorlat a 2007. évi másodrendű hitelpiaci válság kibontakozását követően is folytatódott. Konkrét döntéseivel és közleményeiben az MNB határozottan a „magas kamatkülönbszet” és az ezzel fenntartott „erős forint” politikáját hirdette meg még 2008 első félévében is. A Monetáris Tanácson belül ennél sokkal árnyaltabb volt a vélemény, amit a tagok publikált szavazatainak megoszlása³⁵ és a rövidített jegyzőkönyvek is tükröztek, de ez nem készítette óvatosságra a piaci szereplőket.

³⁴ Ez vezetett például 2003 januárjában az árfolyamsáv erős oldala elleni támadáshoz, és a 2003 végére kialakult 12,5 százalékos jegybanki kamat is túlzottnak mondható, ha az akkori bőséges nemzetközi likviditási és általános finanszírozási körülményeket tekintjük.

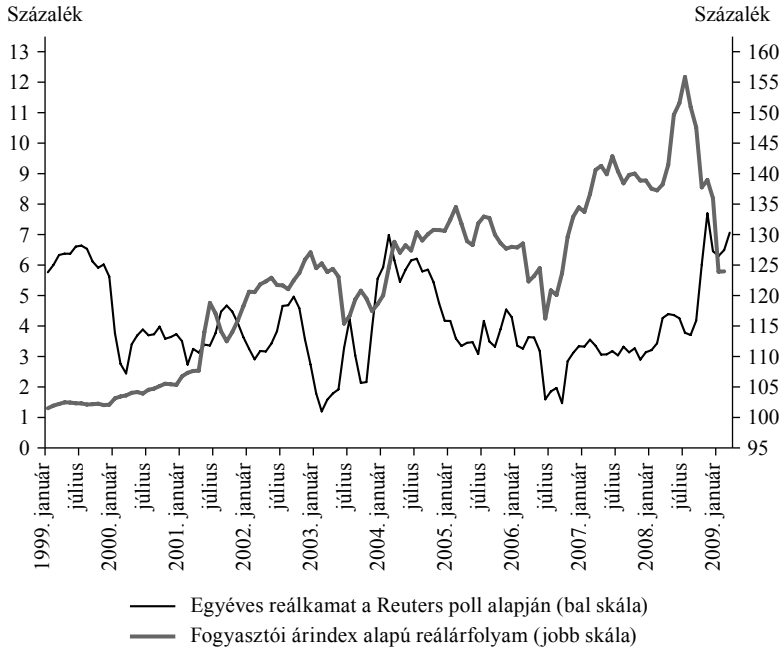
³⁵ Az árfolyamsáv eltörlésével együtt indított kamatemelési ciklus során, 2008 elején, a kamatemeléseket nagyon feszes szavazati arányok mellett hozta a Monetáris Tanács (az ellenszavazatok az összes szavazat több mint 45 százalékát tették ki).

8. ábra

A monetáris politika jellemzői
a) A kamatkülönbözet alakulása



b) A reálárfolyam és a reálkamat alakulása



Forrás: MNB

A Lehman-bukást nem lehetett ugyan előre látni, de ha nincs, akkor sem kedvezett volna a magyar gazdaság számára a kamatkülönbözet növelésével túlerősített forint. Ez hosszabb távon a dezinflációt sem szolgálta volna hatékonyan. Éppen úgy nem, mint ahogy a reálárfolyam azóta bekövetkezett közel 30 százalékos leértékelődése sem szükséges a magyar gazdaság talpon maradásához a válság közepette. A reálárfolyam bármely irányba tartó „túllövése” egy rossz egyensúly irányába lökheti el a gazdaságot, ami alacsony növekedéssel és fájdalmas kiigazítási kényszerrel jár.

A magas kamatkülönbözet, miközben ösztönözte a magánszektor devizában való eladósodását, egyben leszűkítette a kamatpolitika hatókörét. Olyannyira, hogy a monetáris politika alakításakor azzal is számolni kellett, hogy a kamatdöntés hatása akár a szándékok szerinti ellenkezőjébe is fordulhat: például a kamatemelés hatására felértékelődő árfolyam a devizaadósok terheit csökkentette, és ezzel a monetáris szigorítás belföldi keresletet visszafogó hatását gyengítette. Az árfolyamgyengülés pedig a válság miatt összehúzódó belföldi keresletet még jobban visszafogja, mert az adósok terhei nőnek, fogyasztási lehetőségeik mérséklődnek.

A devizahitelek elterjedésének másik érdekessége Magyarországon az volt, hogy a kereskedelmi bankok nem eurót, hanem svájci frankot (majd később japán jent is) kínáltak ügyfeleiknek. E mögött feltehetően költségmegtakarítások álltak, de közrejátszhatott az is, hogy a két valuta árfolyamának viszonylag szoros együttmozgásával kalkuláltak, s a források folyamatos rendelkezésre állásában bíztak. Mindenesetre az árfolyamkockázatot a hitel felvevői viselték. A hitelezési feltételek ugyanakkor egyre lazábbá váltak. A kereskedelmi bankok közötti verseny annyira felerősödött, hogy a hirdetések nyíltan tartalmazták: jövedelemigazolás nélkül is hitelhez lehet jutni. Mindez a bankok üzletpolitikáját is megkérdőjelezi, aminek elemzése azonban túlmutat ennek a cikknek a keretein. A hatóságok – mai szemmel és a válság eddigi tapasztalataival felvértezve – ennek a gyakorlatnak a megváltoztatására rendelkeztek volna eszközökkel, s nem is feltétlenül új szabályokra lett volna szükség, csak a meglévők szigorúbb betartatására.

Ki a felelős a devizahitelek felfutásáért? A fentiek alapján az MNB monetáris politikája kétségkívül közrejátszott, de a többi szereplőről sem szabad elfeledkezni. Ahhoz, hogy a mai helyzet kialakuljon, kellett a túlnyomórészt külföldi tulajdonban lévő bankszektor téves helyzetfelmérése és üzletpolitikája, valamint a felnőtt magyar lakosság és vállalkozók túlzott kockázatvállaló befektetési és megtakarítási döntései is. Valószínűleg minden szereplő követett el hibát, de némi felmentést ad, hogy a pénzügyi válság Lehman-bukás utáni piaci fejleményei kívül voltak a józanul várható események körén.

A monetáris rezsim működtetése a válság időszakában

Az inflációs célt követő monetáris rendszert sok támadás érte, holott annak rugalmas működtetése a magyar körülmények között is kellő mozgásteret biztosíthat a monetáris politika számára. A merev értelmezés és a mechanikus működtetés azonban valóban okozhat károkat (Neményi [2008]).

Ugyanakkor a nemzetközi tapasztalatokból az szűrhető le, hogy nagyobb turbulenciák, fertőzések, sokkok esetén a feltörekvő országokban nem igazán tudnak hatékonyan stabilizálni azok az inflációs célt követő rendszerek, amelyekben a monetáris politika a jegybanki irányadó kamat meghatározásával operál az inflációs cél elérése érdekében (Calvo [2006]). Részben azért, mert az inflációs cél mint nominális horgony nem kellően hiteles, másrészt pedig azért sem, mert a hirtelen és nagymértékű tőke kivonás miatt leértékelődő, illetve túlzottan ingadozó valutaárfolyam nagyon érzékenyen érintheti a gazdaságot. Amennyiben az adósságok „dollárosítása” is jelentős, a fundamentálisan nem alátámasz-

tott árfolyamgyengülés a bankrendszer és az adósok számára egyaránt megnöveli a költségeket, és egy határon túl a pénzügyi stabilitást is veszélyeztetheti. A gyenge árfolyam ugyanakkor a reálgazdaság számára sem hoz versenyelőnyt, ha a válság miatt a külső kereslet visszaesése más tényezőktől függ. Magyarország 2009 elejére ilyen helyzetbe került (részletesen lásd az *MNB* [2009b]).

Az inflációs célt követő rezsim stabilizáló szerepének meggyengülésekor célszerű lenne átmenetileg átváltani egy, a valutaárfolyam eltévelyedését (túlzott leértékelődését), illetve a volatilitását kivédő másik rezsimre, amelyben az árfolyam iránti elkötelezettség valamilyen formában kifejezésre jut. A spekulatív tőke mozgások miatt azonban a feltörekvő országokban egy nyílt árfolyamcél-követés nem látszik vállalhatóknak, bármennyire is ezt igényelné az egyre mélyülő válság. Széles árfolyamsáv bevezetését is csak akkor lehet vállalni, ha a devizatartalékok nagyon bőségesen állnak rendelkezésre. Egy hiteles sáv, amely mozgásteret ad, és kijelöli azt a mezsgyét, amelyen belüli árfolyam nem sérti a gazdaság és a pénzügyi szektor érdekeit, jól szolgálhatja a stabilitás megőrzését, ha a turbulencia nagyon megnő, és állandósul. De még ez is veszélynek lehet kitéve, ha nagyon nagyfokú a spekulatív vagy sokkindukált tőkeáramlás. Éppen a spekulációs nyomás erősödése teszi kérdésessé, hogy lehetséges-e a jelenlegi válság körülményei között egyáltalán egy árfolyamsávot hitelesen működtetni. A válasz attól is függ, hogy milyen támogatásra számíthat az adott ország (és a sáv) a nemzetközi intézmények részéről. A fokozódó turbulencia közepette a hazai jegybankok egyre nehezebben tudják betölteni a végső hitelező funkcióját, különösen ha az országnak nincs kellően bőséges devizatartaléka. Egy európai ország esetében elvileg az IMF (devizatartalék-növelő hitel) és az EU (hitel), illetve az EKB (elvi intervenciós hajlandóság, illetve az ország valutájára nehezedő nyomást csökkentő egyéb intézkedések) támogatása jöhetne szóba. Valójában a hitelesség importálása egy nagyon kemény rögzítéssel (euró bevezetése) segíthetne egy súlyos válság esetén a kis, nyitott gazdaságokon, de ennek is lehetnek hátrányai (lásd a következőkben).

Magyarországon a széles árfolyamsávot – hat év működtetés után – éppen 2008 februárjában számolták fel a hatóságok (a kormány és az MNB), amit az IMF régóta nyíltan javasolt, a szakma pedig jó döntésnek tartott. Az árfolyam(sáv) közbülső célként való alkalmazása Magyarországon ezért nem járható út a Lehman Brothers bukása utáni rendkívül nehéz időszakban. Egy újabb toleranciasáv kijelölését az is ellehetetleníti, hogy a korábbi 30 százalékos széles árfolyamsáv eltörlését követően, annak szinte teljes szélességét – a túlzott felértékelődéstől (230 forint/euró) a túlzott leértékelődésig (310 forint/euró) – bejárta a forintárfolyam. Ilyen körülmények között nehéz lenne hitelesen meghatározni egy új sáv közepet.

Első ránézésre az árfolyam 2009 első negyedévében bekövetkezett gyengülése láttán azt mondhatnánk, nagy szerencse, hogy még idejében sor került a sáv eltörlésére, hisz most a régi sáv gyenge széle és az ország devizatartaléka került volna veszélybe. Ez azonban egyáltalán nem állítható biztosan, ugyanis az árfolyamsáv fennmaradása esetén feltehetően 2008 első felében és közepén elmaradt volna a forint fundamentálisan nem indokolható, túlzott erősödése és a felpörgő felértékelődési várakozás. Összességében egy hiteles sáv sok szempontból jelenthet és jelenthetett volna visszatartó erőt, többek között a most legsúlyosabbnak tartott sérülékenységi probléma – a túlzott devizahitelezés – kifejlődését fékezhetné volna.

A nemzetközi példák közül az is ismeretes, hogy a hirtelen tőkekiáramlás (megtorpanás), illetve a tartozások „dollárosítása” esetén a központi bankok elsősorban nem a kamatpolitikával tudnak hatékonyan fellépni az árfolyam védelmében. Természetes, hogy a kamatprémium-követelmény nagyobb eltéréseit valamennyire követni kényszerülnek. De az összes korábbi hasonló válságok esetén az volt a fő tapasztalat, hogy nagyobb devi-

zatartalék szükséges, amit be kell vetni, ha ilyen sokk éri a gazdaságot. A devizapiaci intervenció sem kizárt,³⁶ de hatásossága változó. A recesszió és a hosszú források hiánya esetén a gazdaságban kell elsősorban pótolni a kiszáradt devizalikviditást. Különösen, ha valamilyen külső fertőzés és elsősorban nem az ország fundamentumai miatt pártol el a tőke az országtól. Ekkor a nemzetközi intézményektől kapható közvetlen hitelfelvételi lehetőség különösen hasznos lehet.³⁷ A piaci szereplők számára azonban világossá kell tenni, hogy az ebből a forrásból vagy már előzőleg feltöltött devizatartalékok apadása nem a válság következménye, hanem a kezelésének a hazai hatóságok által eldöntött és alkalmazott módja.

Minderre tekintettel a válság kiteljesedése óta az MNB egyfajta rezsimváltást hajtott végre, amit a Monetáris Tanács közleményeiben az inflációs célkövetés és a pénzügyi egyensúly szempontjai közötti átváltásként/választásként hozott a piac tudomására. A Monetáris Tanács azt hangsúlyozta, hogy döntései meghozatalakor a stabilitási szempontokra helyezte (átmenetileg) a hangsúlyt, ami azt fedi, hogy az árfolyam alakulásának deklaráltan is megnőtt a szerepe. Erre a váltásra további készletet adott a régió valutái ellen 2009 első negyedévében kibontakozó túlzott leértékelődési nyomás, aminek megfékezésére közös szóbeli intervenciót alkalmazott a cseh, a lengyel és a magyar jegybank. Ugyanakkor célszerű azt is hozzátenni, hogy az inflációs cél és a pénzügyi stabilitás fenntartása a monetáris politika két olyan célja, ami nem képes egymás kárára teljesülni. Amikor az MNB a pénzügyi stabilitás érdekében lép, akkor valójában az árstabilitási célért is tesz a gazdaság összeomlása, illetve az inflációs/deflációs hatások ellenében.

Az elemzők a Lehman Brothers bukását követő piaci sokk után Magyarországot a súlyosan eladósodott külföldi országok listáján közvetlenül Izland³⁸ után sorolták. Ebben közrejátszott, hogy a források lerövidülése miatt – a szokásos mércét alkalmazva (Guidotti–Greenspan-szabály, amely szerint a tartaléknak el kell érnie az éven belül lejáró kötelezettségek értékét) – elégtelennek tartották a devizatartalékok mértékét. A részletes elemzés számos enyhítő tényezőt tudott felmutatni a két ország közötti alapvető különbség érzékeltetésére, de amikor a piaci erők céltáblául választanak egy országot, akkor a magyarázkodás még ront is a helyzeten.

Az októberi nehéz finanszírozási helyzetben – elemezve a nemzetközi tapasztalatokat és a hazai lehetőségeket – a kormány és az MNB a nemzetközi intézmények, a Nemzetközi Valutaalap és EU Bizottság segítségét kérte. Ezek a források lehetővé tették 1. a devizatartalékok megnövelését a Guidotti–Greenspan-szabálynak megfelelő szintre, 2. a blokkolt (állami és magánszektorbeli) finanszírozási formák pótlását szükség esetén, 3. a bankrendszer sokktűrő képességének a megerősítését szolgáló garanciaalap létrehozását.³⁹ Az MNB a deviza- és forintlikviditás pótlására számos új instrumentummal bővítette az eszköztárát.⁴⁰ Sajnálatos tény, hogy a nemzetközi intézményektől kapott IMF- és EU-hitelkereteket, amelyek az adott helyzet kezelésére a megfelelő és hatékony eszközt jelentettek, a piacok csak átmenetileg tekintették az ország sérülékenységét csökkentő tényezőnek. Ebben szerepet játszott a hatóságok felhasználás körüli tétovasága és az is, hogy a hitelfelvétel is a belső politikai harcok céltáblájává vált. A mai napig folyik a vita, hogy mire elég a rendelkezésre álló hitelkeret.

³⁶ A központi bankok a nem nyílt formában történő beavatkozást részesítik előnyben, ami azonban az empirikus vizsgálatokkal kimutatható (*Calvo–Reinhart* [2000]).

³⁷ Ez a felismerés indokolja az IMF hitelezési lehetőségeinek a megerősítését a G–20 találkozáson.

³⁸ Izland bankrendszere összeroppant, amiről részletes elemzés található *Buiter–Sibert* [2008] cikkben.

³⁹ A nemzetközi intézményektől származó források összetételéről és felhasználásáról lásd bővebben az *MNB* [2009b].

⁴⁰ A részletekről lásd az *MNB* [2009a], [2009b].

Van kiút? Az euró bevezetésének kilátásai

A történetek hatására egyre többen az euró mielőbbi bevezetését tartják megoldásnak Magyarország számára. Hivatalosan csak a szabályok valamivel rugalmasabb alkalmazására történt kezdeményezés, a miniszterelnök az EU hatóságainak az euró előszobájának számító ERM-2-ben eltöltendő kétéves időszak lerövidítését javasolta. Az IMF nemzetközi sajtóban kiszivárogtatott belső anyaga az euró euróövezeten kívüli bevezetésének a lehetőségét is felvetette. Ez az álláspont Magyarországon is elvezet a korábban már megfogalmazott gyors megoldások felelevenítéséhez (lásd *Mihályi* [2005]).⁴¹

Az eurót sürgetők példaként általában Szlovákiát említik, ahol 2009 januárjában bevezették az eurót, s jó ideig úgy tűnt, hogy a közös valuta védőpajzsot jelenthet a világgazdasági visszaesés ellen. 2009. április elejére azonban a legfrissebb előrejelzések már a szlovák gazdaságra is recessziót prognosztizálnak, ami mögött az áll, hogy az autópárt nagyon súlyosan érinti a válság. Ugyanakkor az euróövezet mintaoszágai (Írország, Spanyolország) is minden eddiginél súlyosabb visszaesésnek néznek elébe. Elkerülhetetlenné vált, hogy az ír kormány a tartósan kétszámjegyűnek mutakozó államháztartási hiány mérséklésére kemény adónövelő intézkedéseket hozzon, ami a tradíciókkal szöges ellentétben álló kényszerintézkedés. Az is figyelmet érdemel, hogy a portugál és a görög kiigazítás 2000 óta nem volt képes előrehaladni a közös valutaövezetben, ahol az árfolyam már nem segítheti a korrekciót.

Az összes körülményt áttekintve, a mielőbbi euróbevezetés Magyarországon most is éppen annyira pártolható, mint öt-hat évvel ezelőtt. Akkor és, azóta is az árfolyamkockázat kiiktatása lett volna/lenne a fő előnye (egyebek mellett).⁴² Ez az előny a most felborult viszonyok között sokak szemében túlzottan felértékelődött. Pedig az euró bevezetésének többi feltétele sokkal kevésbé egyértelmű, mint volt a kétezres évek elején.

Változatlanul igaz, hogy az euróvezeti csatlakozáshoz tartozó maastrichti kritériumok teljesítése Magyarország esetén nagyjából egybeesik a tartós felzárkózáshoz tartozó makrogazdasági követelményekkel. A minél alacsonyabb államháztartási hiány és az államadósság GDP-hez mért csökkentése Magyarország számára hosszabb távon a dinamikus növekedési pálya feltétele. A fiskális kritériumok teljesítése nem jelenti azt, hogy az összes lehetséges reformot még az euró bevezetése előtt végre kellene hajtani, vagy el kellene kezdeni. Arra vonatkozóan azonban határozott elképzelésre van szükség, hogy milyen ütemezésben hajthatók végre a tartós stabilizációt biztosító átalakítások. A hosszú távú kamatszint mérséklése a tartós stabilizációt tükrözi, az árfolyam relatív stabilitása nélkül pedig elég nehéz megállapítani azt a paritást, amely hosszabb távon összhangban áll a magyar gazdaság egyensúlyi fejlődésével, amin véglegesen rögzíteni lehetne az árfolyamot. Változatlanul hangsúlyozni kell, hogy az alul-, illetve felülértékelttség egyaránt súlyos gondokkal járhat, és kerülendő, mert a kiigazítás költségei sokkal nagyobbak lehetnek a közös valuta bevezetése után.

Ugyanakkor a válság következtében az EU-országok többsége a közös szabályrendszer megsértésére kényszerül. A mély recesszió megkérdőjelezi a számszerű értékek betartásának célszerűségét, és el is lehetetleníti azok betartását. Az inflációs kritérium célszerűtlenségére többen is rámutattak már, mert a gazdaság felívelésekor nem ismeri el a felzárkózó országok egyensúlyi többletinflációját, recessziós ágban pedig deflációhoz közeli cél teljesítését kérheti számon, ha mereven alkalmazza. A kelet-közép-

⁴¹ Ilyenkor elő szokott kerülni a valutatábla bevetésének lehetősége vagy a kettős valutarendszer működtetése, ami a spontán eurósítás térnyerésével lenne megvalósítható. Az egyoldalú eurósítás már nem lehetséges opció, mert az EU-tagság elnyerésével Magyarország kötelezettséget vállalt arra, hogy az eurót a közösségi szabályok előírásainak teljesítésével vezeti be.

⁴² Az euró bevezetésének feltételeit részletesen tárgyalja *Neményi* [2003].

európai régió euróövezeten kívüli országainak valutaárfolyamait nagyfokú volatilitás jellemzi. Ebben a helyzetben nagyon nehéz lenne megbízhatóan kijelölni egy fenntartható, a magyar gazdaságot segítő árfolyamot. A válságból való kilábalás pedig még sem a világgazdaság, sem az Európai Unió, sem Magyarország számára nem mérhető fel 2009 elején.

Mindez azt valószínűsíti, hogy amíg a válság tart, az euróövezet további bővítésének esélye nem nagy. Azért sem, mert az EU főhatóságai semmi hajlandóságot nem mutatnak arra, hogy rugalmasabban kezeljék az euróövezeten kívüliek csatlakozását, ugyanis féltik az euróövezet hitelességét. Pedig a kelet-közép-európai régió stabilizálása az EU egészének az érdeke. Hivatalosan nem vetődik fel a spontán eurósítás térnyerésével történő olyan *de facto* euróbevezetés, amikor az adott ország nem lép be az euróövezetbe, de a saját valutájának használata egyre inkább háttérbe szorul. Ez azonban az euróövezeten kívüli kelet-közép-európai EU-országok számára – ha a kettős árfolyamrendszerekkel való tapasztalatokat figyelembe vesszük – nem feltétlenül lenne jó megoldás (bár spontán kialakulhat).

Mindezek alapján nem valószínűsítő, hogy az euró bevezetésére Magyarország esetében valamiféle egyszerűsített módon sor kerülhetne. Erre csak akkor lenne érdemes törekedni, ha a válság minden eddigi elképzelést felülmúló károkat okozna a magyar gazdaságnak. Az euróövezet stabilitása ugyanis erős sokkokat kapott, mivel egyes tagjai nehéz finanszírozási helyzetbe kerültek. A stabilizálódás folyamata kivárára inthetne még akkor is, ha a magyar gazdasággal minden rendben lenne, és már most teljesítené a belépés maastrichti kritériumait.

Következtetések

Bár a külső és belső hiány – részben a költségvetési kiigazítás, részben a recesszió miatt – jelentősen mérséklődött, a magas eladósodottság, a fejlett országok megnőtt forrásigénye miatti „kiszorító hatás”, valamint a globális visszaesést és a pénzügyi konszolidációt illető bizonytalanság következtében Magyarországnak hosszabb időn keresztül kell berendezkednie arra, hogy az ország finanszírozásához szükség van a pénzügyekért és a finanszírozásért felelős főhatóságoknak (Pénzügyminisztériumnak és az Államadósság Kezelő Központnak) és a monetáris politika alakítóinak (Monetáris Tanácsnak) körültekintő és összehangolt együttműködésére. A válságkezelésben a finanszírozást biztosító piacok (államkötvénypiac) újraélesztésének még akkor is kiemelt fontosságot kell adni, ha a teljes rehabilitáció nagyrészt a fejlett piacokon végbemenő konszolidációtól függ.

Magyarország azok közé az országok közé tartozik, amelyek a felhalmozott államadósság miatt nem képesek a mélyülő világgazdasági válság hatását anticiklikus költségvetési politikával ellensúlyozni. A vállalatok és különösen a lakosság dinamikus hitelfelvétele mérsékelte a 2006 óta tartó kiigazítás növekedési áldozatát, de a devizaadósság magas részaránya a likviditási válság kibontakozása után az ország sérülékenységének első számú tényezőjévé vált. A pénzügyi szektor helyzete is romló pályára került annak ellenére, hogy Magyarországon a dinamikus hitelnövekedés nem párosult ingatlanár-buborék kifejlődésével, és számottevő mértékben az úgynevezett toxikus eszközök sem voltak jelen a magyar bankrendszerben.

A válságkezelés számára a legnagyobb akadályt a fiskális politikai mozgástérnek az ország magas eladósodottságából fakadó hiánya és a politikai bizonytalanság (kormányválság és a hiteles gazdaságpolitikai program hiánya) jelenti. Ezek a tényezők állnak a kiemelkedő magyar kockázati felár mögött.

A monetáris politika előterében kettős feladat áll: biztosítani kell a likviditást és megőrizni a pénzügyi rendszer stabilitását. Ugyanakkor ez a kötelezettség nem mond ellent

sem a monetáris politika alapfeladatának (az árstabilitás fenntartása), sem pedig a recesszió tompításáért való felelősségnek, ellenkezőleg, annak megvalósítását támogatja. Rövid távon azonban adódhatnak ellentmondások, kedvezőtlen átváltási hatások: 1. az országkockázat növekedése miatti magas kamatszint késleltetheti mind a reálszféra, mind pedig a bankszektor válságból való kilábalását; 2. a reálszféra érdekében történő túl korai (a kamatprémium-követelmények csökkenésének elébe menő) kamatszintmérséklés tovább fokozhatja a már eddigiekben is túlzottnak tekinthető forintleértékelődést, ami megingathatja a devizaadósok és a pénzintézetek helyzetét.

Amíg a turbulencia tart, a monetáris döntések során az árfolyam-alakulásnak megnő a jelentősége, elkerülendő, hogy az árfolyam túlzott (fundamentumokkal nem alátámasztott) gyengülése az adósok és a hitelezők helyzetét megrendítse. Ha azt a gazdaság finanszírozása vagy a piaci súrlódások megkövetelik, az MNB kibővített eszköztárát célszerű további elemekkel is bővíteni. A nemzetközi hitelkeretek adta lehetőséget is felhasználva, a magyar hatóságok együttes fellépése megelőzheti azt, hogy a gazdaság hitelkeresletének a kielégítése akadályokba ütközzön.

A magasra emelkedett devizahitel-állomány leépítése még akkor is hosszabb időt vesz igénybe, ha a devizaforrások szűkössé válása az új kihelyezéseken belül a devizahitelek drasztikus esésével jár. Egyidejűleg ugyanis a hitelnyújtás is visszaesik a gazdaságban. A devizahitelek forinthitelekkel való átalakítása nem járható út, az erre született javaslatok nem veszik figyelembe azt, hogy az árfolyamvesztést valakinek ki kell fizetni, s ennek áthárítása az adófizetőkre nem lehetséges opció. A forintban történő hitelfelvétel költség-hátránya a nagymértékű árfolyamgyengülés miatt nagyjából kiegyenlítődjött (a korábban egyidejűleg felvett forint és svájci frank alapú hitelek adósságszolgálatát közel azonossá vált), de a forintban való eladósodás – a magas kamatok miatt – változatlanul magában rejti a kontraszelekciónak és az erkölcsi kockázat veszélyét. Mindez súlyos hitelvisszaesést okozhat. Ezért az előttünk álló időszakban a monetáris politikának arra célszerű törekedni, hogy ha a fiskális politika fegyelmeltsége fennmarad, és a kormány reformtörekvései megalapozzák az alacsony állami finanszírozási igény fenntartását, akkor a kamatszínvonalban is mielőbb tükröződjön a országkockázat javulása. Ahhoz azonban, hogy ez bekövetkezhesen a belpolitikai kockázat jól érzékelhető csökkenésére és a hitelminősítők értékítéletében jelentős fordulatra van szükség. Jelenleg ennek a fordulatnak a bekövetkezése még nem mérhető fel.

Az európai integráció kérdéseiben is szükség van egy sor kérdés áttekintésére, ami megakadályozhatja, hogy az Európai Unión belül a pénzügyi válság által felszínre hozott működési elégtelenségek máskor is előforduljanak. A válság a makrogazdasági szabályrendszer felülvizsgálatát éppúgy előtérbe hozta, mint a pénzügyi szektor szabályozása és felügyelete új alapokra helyezésének szükségességét és a működés áttekinthetővé tételét.⁴³

Az euróövezeti és azon kívüli EU-tagok integrációjának további elmélyítése azt igényli, hogy a válság hatására a két országcsoport közötti feszültséget, az „egymás kárára” kialakuló negatív mellékhatásokat, a fertőzés különböző csatornáival kapcsolatos tapasztalatokat az illetékes európai főhatóságok oly módon dolgozzák fel, hogy a jövőbeli hasonló sokkok veszélye csökkenjen.

Az euróövezeti csatlakozás mint gyógyír sürgetése Magyarország esetén nem tekinthető átgondolt megoldásnak. Való igaz, hogy az árfolyamkockázat kiiktatása minden kis és

⁴³ Bár a túlzottdeficit-eljárás paramétereit az EU hatóságai változatlan formában kívánják megőrizni, kérdéses lesz, hogy mit ér egy olyan szabály, ami alól az illetékesek akár egy fél évtizedre is felmentést adhatnak. Több tagország esetén annyira súlyosnak látszik az eltérés, hogy a 3 százalék alatti deficit elérése reálisan nem tervezhető néhány éven belül.

nyitott gazdaság számára nagy megkönnyebbülést jelenthet. De csak akkor, ha előzőleg minden feltételt megteremt ahhoz, hogy a csatlakozáskor megállapított paritás nagy biztonsággal az egyensúlyi árfolyam közelében lehessen.

Hivatkozások

- ÁRVAI ZSÓFIA–DRIESSEN, K.–ÖTKER-ROBE, I. [2009]: Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe. IMF Working Paper, 09/6. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0906.pdf>.
- BUIITER, W. [2009a]: The Unfortunate Uselessness of Most 'State of the Art' Academic Monetary Economics. Willem Buiiter blogja, Maverecon, 2009. március 3.
- BUIITER, W. [2009b]: Fiscal Dimensions of Central Banking. The Fiscal Vakuum at the Heart of the Eurosystem and the Fiscal abuse by and of the FED. Willem Buiiter blogja, Maverecon, 2009. március 21.
- BUIITER, W.–SIBERT, A. [2008]: The Collapse of Iceland's Banks: the Predictable End of a Non-Viable Business Model. www.voxeu.com. 2008. október 30.
- DARVAS ZSOLT–PISANI-FERRY, J. [2008]: Avoiding New Europe Divide. Breugel Policy Brief Issue, 2008/10.
- DE GRAUWE, P. [2008]: Why Should we Believe the Market this Time? 2008. február 7. <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/3009>.
- CABALLERO, R. [2008]: A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions. Vox, 2009. január 23. <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/2828>.
- CALVO, G. A. [2005]: Sudden Stops, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile. NBER Working Paper, 11153.
- CALVO, G. A. [2006]: Monetary policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liabilities Dollarisation and Lender of Last Resort. NBER Working Paper, No. 12788.
- CALVO, G. A.–REINHART, C. M. [2000]: Fear of Floating. NBER Working Paper, No. 7993.
- CALVO, G. A.–IZQUIERDO, A.–MEJIA, L-F. [2008]: Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects and Financial Integration. NBER Working Paper, No. 7993.
- CARVAJAL, A.–DODD, R.–MOORE, M.–NIER, E.–TOWER, I.–ZANFORLIN, L. [2009]: The Perimeter of New Financial Regulation. IMF Staff Position Note. március 26. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0907.pdf>.
- EC [2009]: Interim Forecast. Press Conference. European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, január. http://ec.europa.eu/economy_finance/pdf/2009/interimforecastjanuary/interim_forecast_jan_2009_en.pdf
- ECONOMIST [2008] Hedge Funds in Trouble, The Incredible Shrinking Funds. The Economist, október 23. http://www.economist.com/finance/displayStory.cfm?story_id=12465372,
- EICHENGREEN, B.–HAUSMANN, R.–PANIZZA, U. [2003]: Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin. Why they Are Not the Same and Why It Matter. NBER Working Papers, 10036.
- HALPERN LÁSZLÓ–NEMÉNYI JUDIT [2001]: A konvergencia fiskális feltételei, és az Európai Unióhoz való csatlakozás. Közgazdasági Szemle, 47. évf. 2. sz. 116–135. o.
- IIF [2009]: Emerging Europe: A Need for Better-Differentiated Assessment. Background Press Briefing Note, Institute Of International Finance, március 3.
- IMF [2009]: Global Economic Policies and Prospects. Note by the Staff of the International Monetary Fund. Group of Twenty. Miniszterek és jegybankvezetők találkozója, London, március 13–14. <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909a.pdf>.
- JOHNSON, S. [2009]: The Quiet Coup. Atlantic, <http://www.theatlantic.com/doc/print/200905/imf-advice>.
- KELLER, C.–MASLOVA, S. [2009]: Western European Banks in Eastern Europe. Some Perspective on 'Exposure', Spillover Risk and Need for EU Support. Emerging EMEA Strategy, Barclay Capital Research, március 11.
- KIRÁLY JÚLIA [2008]: Likviditás válságban, Lehman előtt – Lehman után. Hitelintézeti Szemle, 6. sz. 598–612. o.

- MIHÁLYI PÉTER [2005]: Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája. *Közgazdasági Szemle*, 52. évf. 7–8. sz. 712–731. o.
- MISHKIN, F. S. [2008]: Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruption. Federal Reserve Bank of New York, előadás, elhangzott: 2008. január 8-án.
- MNB [2009a]: Jelentés az infláció alakulásáról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, február.
- MNB [2009b]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, április.
- NEMÉNYI JUDIT [2003]: Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, évf. 6. sz. 479–504. o.
- NEMÉNYI JUDIT [2008]: A monetáris politika keretei Magyarországon. *Hitelintézet* Szemle. 4. sz. 321–335. o.
- SPILIMBERGO, A.–SYMANSKY, S.–BLANCHARD, O.–COTTARELLI, C. [2008]: Fiscal Policy for the Crisis. IMF Staff position note 2008 december. SPN/08/<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2008/spn0801.pdf>.