

KISS ÁRON–SZILÁGYI KATALIN

Miért más ez a válság, mint a többi?

Az adósságleépítés szerepe a *nagy recesszióban*

A szakirodalom áttekintésével bemutatjuk az adósságleépítés (mérlegalkalmazkodás) jelenségét és gazdaságpolitikai következményeit. A jelenség nagy figyelmet kapott az utóbbi években, mivel magyarázatot ad arra, miért mélyebb ez a mostani (az angol nyelvű szakirodalomban *nagy recesszió*nak nevezett) válság, mint a szokványos ciklikus visszaesések. Először azt az állítást vizsgáljuk, hogy a pénzügyi válságokat követő recessziók mélyebbek és elhúzódóbbak, mint a többi. Ezután leírjuk, hogyan alakul a pénzügyi válságokat követő adósságleépítés a háztartások, a pénzügyi és más vállalatok, valamint az állam esetében. Végül azt vitatjuk meg, hogyan korlátozzák ezek a folyamatok az állam által bevethető gazdaságpolitikai eszközöket a válságkezelés során. A válság egyik fontos tanulsága, hogy a fejlett és feltörekvő országokat ugyanazok a globális folyamatok teljesen eltérő gazdaságpolitikai kihívások elé állították.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E32, E52, E63, E65, F32, F42.

Ez az írás az adósságleépítés fogalmát járja körül a szakirodalom áttekintésével. Az adósságleépítés jelensége magyarázatot ad arra, miért mélyebb ez a válság, mint a szokványos ciklikus visszaesések. Az adósságleépítés szinonimájaként használjuk a mérlegalkalmazkodás fogalmát, ami arra utal, hogy a folyamat a gazdasági szereplők vagyommérlegének (a vagyoneszközeinek és adósságállományainak) átrendeződésével jár együtt.¹

Először bemutatjuk, hogy a pénzügyi piacokon induló, az eszközárak drámai átrendeződésével járó válságok mélyebbek és hosszabbak, mint a többi válság. A pénzügyi

* A tanulmány a szerzők véleményét tükrözi, nem pedig azon intézményekét, ahol dolgoznak vagy dolgoztak. A kutatás még azelőtt zárult le, hogy Kiss Áron az Európai Bizottságnál kezdett volna dolgozni. A szerzők köszönetet mondanak *Csermely Ágnes*nek és az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés (MSK) területe munkatársainak az írás létrejöttében nyújtott segítségükért és támogatásukért, valamint a bírálónak hasznos észrevételeiért.

¹ A cikkben használt vagyommérleg kifejezés állományokra (a gazdasági szereplők reál-, illetve nettó pénzügyi vagyónára) utal, a mérlegalkalmazkodás tehát az állományok változását jelenti, és nem szabad összetéveszteni a makrogazdasági elemzésekben gyakrabban használt folyó szemléletű mérleggel (külkereskedelmi mérleg, folyó fizetési mérleg).

válságokat a gazdasági szereplők vagyonomérlegének hirtelen romlása kíséri, ez pedig beindítja a mérlegalkalmazkodás folyamatát, amely évekig, egyes esetekben több mint egy évtizedig is eltarthat.

Ezt követően leírjuk, hogy milyen gazdasági mechanizmusok szerint zajlik az adósságleépítés a háztartások, vállalatok és pénzüzetek esetében. A folyamatot általában az ingatlan- vagy részvényárak jelentős esése indítja el, vagy – amennyiben a gazdaság szereplőinek külföldi devizában fennálló adóssága van – az ország fizetőeszközének jelentős leértékelődése. Ilyenkor a gazdaság szereplőinek vagyona hirtelen csökken, fizetőképességük kétségessé válik. A mérlegpozíció javítása (az adósság leépítése) a háztartásoknál a fogyasztás, a vállalatoknál a beruházások vagy a bérek visszafogásával érhető el. Ezek a folyamatok egymást erősítve húzzák vissza a növekedést. A pénzüzetek mérlegét rontja a háztartások és vállalatok fizetőképességének megingása. Ők a mérlegüket a hitelezés visszafogásával tudják kiigazítani. A mérlegalkalmazkodással járó recessziókban tehát egyszerre esik vissza rendkívüli mértékben a hitelkínálat és a hitelkereslet.

A továbbiakban azokat a gazdaságpolitikai eszközöket tekintjük át, amelyeket a különböző országok az elhúzódó válság kezelésében alkalmaztak. Ezeket az eszközöket négy csoportra osztjuk: a közvetlen pénzügyi válságkezelés (bankmentés, pénzpiaci beavatkozás) eszközeire, a monetáris és költségvetési politikára, valamint egyéb eszközökre.

A lehetséges gazdaságpolitikai eszköztárat több tényező befolyásolja. Az egyik az adott válság kiterjedtsége: a 2008-as válság abban különbözik a legtöbb válságtól, hogy globális, tehát a válságkezelés az érintett országokban nem hagyatkozhat egyedül a külső konjunktúrára.

Az egyes országok gazdaságpolitikai lehetőségei közötti legfontosabb különbséget az a jelenség okozza, hogy pénzügyi turbulenciák idején a tőke a „minőségbe”, vagyis az alacsony kockázatú eszközökbe menekül. Ez azt jelenti, hogy a piaci bizonytalanság jelentős növekedése idején a tőke a biztonságosnak tekintett befektetések, illetve országok felé áramlik. A megnövekedett tőkekínálat a piacok által biztonságosnak tekintett országokban jelentősen megnöveli a gazdaságpolitika mozgásterét, lehetőséget teremt arra, hogy a jegybanki kamat nulla közelébe csökkenjen, hogy a jegybank a nulla közeli kamatszint mellett további, úgynevezett nem konvencionális jegybanki eszközöket vessen be, illetve az alacsony kamatok mellett finanszírozhatóvá teszi a jelentős költségvetési élénkítő csomagokat is.

Ezzel szemben azokban az országokban, amelyeket a piacok kevésbé biztonságosnak tekintenek, a jegybankok nem képesek olyan alacsony szintre csökkenteni a kamatokat, mint a fejlett országokban; egyes esetekben a tőke menekülését megelőzendő még kamatemelésre is kényszerülhetnek. Eközben a költségvetési politika mozgásterét is szűkebb, mint a legfejlettebb országokban. Egyes országok, amelyek költségvetési fenntarthatóságában a piacok kételkednek, akár megszorításokra is kényszerülhetnek, amelyek válság idején fokozottan visszahúzzák a gazdaság teljesítőképességét.

Összességében elmondható, hogy a mérlegalkalmazkodással járó válságokban (különösen feltörekvő piacokon) nagy nehézségekbe ütközik a válságkezelés. Ha a

magánszektor mérlege jelentősen sérült a válság alatt, akkor a kereslet növekedését csak a kormányzati költségvetési politikától, a külföldtől, illetve a külföldi beruházások emelkedésétől lehet várni. A költségvetési politika mozgásterét a korábbi eladósodás korlátozhatja, a monetáris politikáét a devizaadósság: ha egy feltörekvő gazdaság a devizaadósság miatt sérülékeny – ahogy az számos feltörekvő gazdaságra igaz volt az elmúlt évtizedekben –, akkor a háztartások és vállalatok fizetőképességének védelmében indokolt lehet az árfolyamot védő monetáris politika.

A tanulmány a válság és a gazdaságpolitika hazai tanulságainak összefoglalásával zárul.

A pénzügyi válságok jellemzése

A következőkben összefoglaljuk azokat a megfigyeléseket, amelyeket a pénzügyi válságok irodalma ezen eseményekről összegyűjtött.²

Legalább négyféle eseményt hívnak „pénzügyi válságnak”, bár a különböző típusok jelentkezhetnek egyszerre, és lehetnek egymás okai is. A következő definíciók lazán követik *Reinhart–Rogoff* [2009] tárgyalását.

Bankválság olyankor történik, amikor egy ország fontos pénzintézetei közül egyet vagy többet – akár befektetések rosszra fordulása, akár lakossági bankpánik miatt – a fizetéseképtelenség fenyegeti. A bankválságok járhatnak bankpánikkal, és általában állami beavatkozást váltanak ki.

Árfolyamválság olyankor történik, amikor egy ország fizetőeszköze rövid időn belül jelentősen veszít értékéből, gyakran annak ellenére, hogy az állam korábban elköteleződött a kötött árfolyam mellett. *Reinhart–Rogoff* [2009] a 15 százalékos éven belüli leértékelődést tekinti jelentős mértékűnek; más elemzések – így például *Frankel–Rose* [1996] – 25 százaléknál húzzák meg a határt.

Adósságválság olyankor történik, amikor egy állam nem törleszti külföldi vagy hazai adósságát. Csődeseménynek számít egy törlesztési határidő elmulasztása vagy az államadósság (a hitelező szempontjából rosszabb feltételekkel történő) újratárgyalása.

Rendkívül magas inflációval járó események az adósságválság egyik súlyos esetének tekinthetők, hiszen azzal járnak, hogy a hitelező már egy sokkal kevesebbet érő fizetőeszközben kapja vissza a kölcsönt az adóstól (például az államkötvény tulajdonosa az államtól). *Reinhart* és *Rogoff* a 20 vagy 40 százaléknál magasabb éves ütemű inflációs időszakokat tekinti válságjelenségnek, a hiperinflációt pedig a 40 százalékos *havi* ütemet meghaladó inflációként határozza meg.

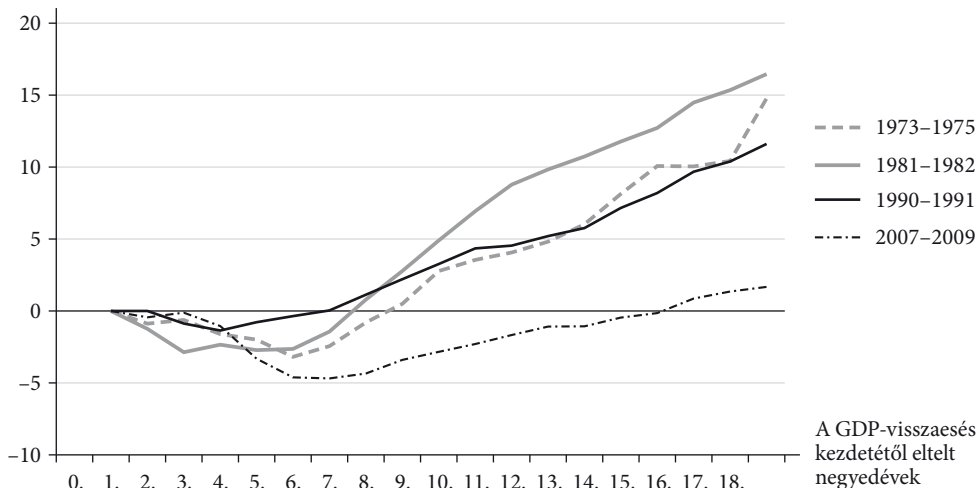
² A válság kitörése után több nemzetközi intézményben végeztek kutatást a bankválságok utáni recessziók és kilábalások tapasztalatairól: lásd például *Abiad és szerzőtársai* [2009], *Cerra–Saxena* [2008], *Furceri–Mourougane* [2012] és *Kannan és szerzőtársai* [2009] tanulmányát. E tanulmányok eredményei megerősítik és kiegészítik *Hutchison–Noy* [2005], valamint *Boyd és szerzőtársai* [2005] válság előtt megjelent elemzéseit. Az Egyesült Államok pénzügyi történetét *Bordo–Haubrich* [2010, 2012] vizsgálta a hitelválságok és az őket követő kilábalások összefüggésének szempontból. A magyar szakirodalomban *Felcser–Körmendi* [2010] tekintette át a bankválságok nemzetközi tapasztalatait.

Három általánosan érvényes empirikus megfigyelést foglalunk össze. Az *első* az, hogy a pénzügyi válságok mélyek, és tartós visszaeséssel járnak. A legutóbbi válságból való kilábalás mind a fejlett világ legnagyobb gazdaságaiban, mind pedig Magyarországon elmaradt a szokásos gazdasági visszaesések után általában várhatótól. Hogy ezt illusztráljuk, az 1. ábrán az Egyesült Államok válságainak összehasonlítását mutatjuk a GDP alakulása szempontjából. Látható, hogy a jelenlegi válság mélyebb és elnyújtottabb, mint az elmúlt évtizedekben megfigyelt többi visszaesés.

1. ábra

A GDP alakulása az Egyesült Államokban a gazdasági válságok során (változás a visszaesés előtti utolsó negyedévhez képest)

A GDP változása a visszaesés előtti utolsó negyedévhez viszonyítva (százalék)



Forrás: saját számítás az IMF International Financial Statistics adatai alapján.

Hasonló mintát figyelhetünk meg más országokban is. *Reinhart-Rogoff* [2009] 14. fejezetének számításai szerint a munkanélküliség átlagban 7 százalékponttal emelkedik az átlagosan négy évig tartó hanyatlásban; a kibocsátás rövidebb idő – mintegy két év alatt – éri el mélypontját, s átlagosan 9 százalékot esik.

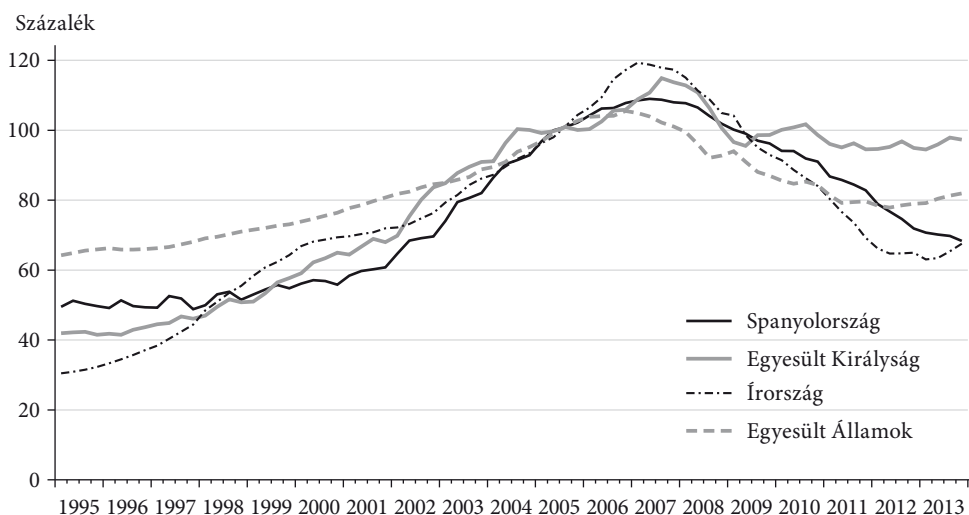
Az empirikus eredmények alapján nem egyértelmű, hogy jár-e a recesszió tartós szintbeli veszteséggel. A legtöbb országban általában a modern pénzügyi válságokat követően – annak ellenére, hogy a növekedés átlagosan két-három év alatt újra eléri a válság előtti ütemet – a kibocsátás szintje középtávon nem tér vissza a válság előtti trendhez (*Abiad és szerzőtársai* [2009], *Boyd és szerzőtársai* [2005], *Cerra-Saxena* [2008]). Az egyes országok tapasztalatai között azonban nagyok az eltérések. Van, ahol a kibocsátás szintje néhány éven belül utoléri a válság előtti trendet (*Abiad és szerzőtársai* szerint ez történt Mexikóban az 1994-es válság után és Törökországban a 2000-es válság után). Más országokban nemcsak szintbeli lemaradás figyelhető meg a pénzügyi válság után, hanem tartósan alacsonyabb növekedési ütem is (*Abiad és szerzőtársai* szerint ez történt Japánban és Thaiföldön a

1997-es válság után). Svédország 1991-es és Korea 1997-es válsága eközben a kibocsátás szintbeli visszaesésére ad példát.

A pénzügyi válságokkal kapcsolatos *második* megfigyelés az, hogy az összeomlást mindig valamiféle eszközárborék előzi meg, és a válság során a vagyoneszközök drámaian átértékelődnek. A válság előtti túlfűtöttség kialakulásában fontos szerepet játszik a hitelezés felfutása, és a szereplők beruházási és megtakarítási viselkedésének megváltozása. Carmen Reinhart és Kenneth Rogoff már 2008 elején rámutatott, hogy a 2000-es években az Egyesült Államokban megfigyelhető hitelfellendülés és ingatlanár-emelkedés igencsak hasonlított a fejlett országokban megfigyelt súlyosabb bankválságok előtti fellendülésekhez (lásd *Reinhart–Rogoff* [2008] és [2009] 13. fejezet). Az öt legsúlyosabb ilyen bankválság – a „nagy öt” – Spanyolországban (1977), Norvégiában (1987), Finnországban (1991), Svédországban (1991) és Japánban (1992) játszódott le. A válságok összehasonlításából megállapítható, hogy az Egyesült Államokban nagyobb egyensúlytalanságok alakultak ki a válság 2007-es kitörése előtt, mint a „nagy öt” válság előtt. Az ingatlanárak 2007 előtti emelkedése az Egyesült Államokban meghaladta az ezek előtt megfigyelhető ingatlanár-emelkedést (a 2. ábra mutatja az ingatlanárak emelkedését az Egyesült Államokban és három másik országban, ahol a 2000-es években ingatlanbuborék alakult ki).

2. ábra

Inflációval igazított ingatlanárak olyan országokban, amelyek 2007 óta bankválságot szenvedtek el (2005 = 100)



Forrás: Federal Reserve Bank, Dallas.

Reinhart–Rogoff [2009] 14. fejezete azt dokumentálja, hogy a pénzügyi válságok után az eszközárak esése mély és tartós. Az általuk elemzett mintegy húsz pénzügyi válság átlagában az ingatlanárak 35 százalékkal csökkennek hat év alatt; a részvényárak 56 százalékkal esnek másfél év alatt.

Kannan és szerzőtársai [2009] vizsgálata arra irányult, hogy miben tértek el a pénzügyi válságok előtti fellendülések az egyéb válságokat megelőzőktől, és miben tért el a kilábalás a válságok két csoportjában. A szerzők eredményei azt mutatják, hogy a pénzügyi válságok előtti fellendülés tipikusan a hitelezés jelentős fellendülésével jár, amit általában ingatlanár- és részvényár-emelkedés, magas ár- és béralakulás, a megszokottnál magasabb fogyasztás és alacsonyabb megtakarítási ráta kísér. A pénzügyi válság során ezek a folyamatok az ellenkezőjükbe fordulnak.

Ezek a megfigyelések arra utalnak, hogy a pénzügyi válságok tipikusan eszközár-buborékkal kísért jelentős hitelfellendülés után alakulnak ki. A fellendülés időszakában a gazdaság minden szektorát a növekedési kilátásokra vonatkozó túlzott optimizmus jellemzi. Amikor kiderül, hogy ezek a kilátások nem igazolódnak be, a szereplők vagyonmérlege hirtelen átértékelődik, adósságállományuk felduzzad, így mérlegalkalmazkodásra (adósságleépítésre) kényszerülnek. A *Kannan és szerzőtársai* [2009] által feltárt legbeszédesebb stilizált tény a megtakarítási rátát érinti: szokványos recessziók esetén a megtakarítási ráta sem a válság kitörése előtt, sem lezajlásuk után nem mutat semmilyen elmozdulást. A pénzügyi válságokat megelőző években ezzel szemben a megtakarítási ráta csökkenő tendenciát mutat, míg a pénzügyi válság kitörésével egy időben a megtakarítási ráta emelkedni kezd. Fokozottan érvényes ez a tendencia a modern, fejlett országokban megfigyelt „öt nagy” bankválságban.

Ezt a feltételezést megerősíti *Abiad és szerzőtársai* [2009] egy kiegészítő elemzése. Ebben szétválasztják azokat a pénzügyi válságokat, amelyeket kiugróan magas beruházási ráta előzött meg, azoktól, amelyekben a beruházási ráta alacsonyabb volt. Elemzésük megmutatja, hogy az alacsonyabb beruházási rátákat követő pénzügyi válságok után a kibocsátás átlagosan felzárkózik a válság előtti trendhez, míg a magas beruházási rátákat követő pénzügyi válságok után az elmaradás jelentős mértékű: hét év után átlagosan 20 százalékos.

Harmadik megfigyelésünk úgy szól, hogy bár az alapjellelmzőkben sok a közös vonás, *a pénzügyi válságok igen heterogén következményekkel járnak*. Egyrészt a válság különböző típusai különböző súlyosságú hatásokkal járnak együtt. *Abiad és szerzőtársai* [2009] számításai szerint árfolyamválságok után a kibocsátás szintje hét év után átlagosan mintegy 3 százalékkal marad el a válság előtti trendtől; bankválságok után azonban a trendtől való elmaradás közel 10 százalékos. *Cerra–Saxena* [2008] számításai igen hasonló eredményt mutatnak: ők az árfolyamválságok esetében átlagosan 4, a bankválságok esetében átlagosan mintegy 7,5 százalékos elmaradást számszerűsítene a korábbi trendhez képest. Mindkét tanulmány eredményei azt mutatják, hogy a kibocsátási veszteség még súlyosabb olyan esetekben, amikor a bankválság és a valutaválság egyszerre jelentkezik (ezek az úgynevezett ikerválságok).³

Másrészt van némi heterogenitás a válságok országok közötti alakulásában is. Bár az elemzések azt mutatják, hogy a különböző fejlettségi szinten lévő országcsoportok

³ Az ikerválságok elemzéséhez lásd *Kaminsky–Reinhart* [1999] tanulmányát.

(fejlett, felzárkózó és fejlődő országok) nem különböznek lényegesen a bankválságok utáni visszaesés és kilábalás lefutását illetően (*Abiad és szerzőtársai* [2009], *Cerra–Saxena* [2008]),⁴ ez utóbbi szerzőpáros eredményei alapján úgy tűnik, a jelentős árfolyamgyengülések a fejlett országokban nem járnak olyan súlyos következményekkel, mint a feltörekvő országokban.

A szakirodalomból összességében tehát az a kép bontakozik ki, hogy a 2008-as válság mélységének legfontosabb magyarázója a 2000-es évek ingatlanpiaci buboréka, az ebből kiinduló pénzügyi válság, majd végül az azt követő kényszerű mérlegalkalmazkodás. A válság csak az 1930-as évek világgazdasági válságához hasonlítható a sokk nagyságában és a kilábalás lassúságában; igaz ugyanakkor, hogy az erélyes és összehangolt nemzetközi válságkezelés miatt a gazdasági visszaesés mértéke csak a töredéke az 1930-as években megfigyeltnek. A 2008-as válság abban is hasonlít az 1930-as évek „Nagy Válságához” (és eltér a második világháború óta megfigyelt pénzügyi válságoktól), hogy globális, vagyis az egyes országok a kilábalásnál nem tudnak a zavartalan világkonjunktúrára támaszkodni.

A válság több okból globális. Egyrészt több régióban hasonló folyamatok zajlanak le. Az ingatlanbuborék globális jelenség volt, és az ingatlanárak csökkenése minden érintett régióban rosszul érinti a háztartások, vállalatok vagyoni helyzetét és a pénzügyi intézetek mérlegét. Másrészt a világ nagy régióinak egyes problémái átgyűrűznek más régiókba, és így ezek egymást „fertőzik”. A régiók közötti fertőzés egyszerre számos csatornán történik. Először is, az egyes régiók válsága keresletkiesést jelent más régiók exportálóinak. Másodszor, pénzügyi fertőzés történik akkor, amikor egyes egyesült államokbeli értékpapírok értékvesztése európai bankokat sodor a fizetéseképtelenség határára (például 2007–2008-ban), vagy amikor egy bankcsőd (történjen bár az Egyesült Államokban, Írországból vagy Izlandon), vagy államcsőd magával rántja más országok pénzügyi intézeteit.

Mi a mérlegalkalmazkodás?

A stilizált tények ismertetése után rátérünk arra, hogy milyen magatartási változások zajlanak az egyes gazdasági szereplőknél a válság során. A válság által kiváltott kényszerű alkalmazkodás folyamatai segítenek megérteni, hogy miért súlyosabb és hosszabb a mostani válság, mint a piacgazdaságokban szokásos ciklikus visszaesések.

A pénzügyi válságot követő időszak kulcsfogalma a mérlegalkalmazkodás. Mérlegalkalmazkodásról beszélünk, ha a gazdaság szereplői a változó gazdasági körülmények miatt úgy ítélik meg, hogy eladósodottságuk túlzott mértékűvé vált, és aktuális döntéseiket úgy hozzák meg, hogy adósságukat le tudják építeni, vagyonmérlegüket át tudják rendezni, ki tudják igazítani. A mérlegalkalmazkodást tehát legtöbbször az adósságkezelés szinonimája (a mérlegalkalmazkodás ettől eltérő módjaira a pénzügyi intézetek elemzésénél térünk ki).

⁴ Ez egybevág *Reinhart–Rogoff* [2009] 10. fejezete azon megfigyelésével, hogy a bankválság egyenlő eséllyel (és súlyossággal) sújt le a fejlettebb és kevésbé fejlett országokra.

A „mérleg” kifejezés a számvitelből származik: a mérleg egy vállalat vagyónáról készített kimutatás, amelyben a vállalat által birtokolt vagyontárgyak (eszközök) vannak felsorolva az egyik oldalon, a másik oldalon pedig a vállalat tartozásai (források). Ilyesfajta mérlegről ténylegesen csak a vállalatok készítenek kimutatást, sem a nemzetgazdaság egészére, sem a fő jövedelemtulajdonosokra nem áll rendelkezésre olyan összevont statisztikai kimutatás, amely a reálvagyont (eszközoldal) és a nettó pénzügyi vagyont (forrásoldal) megjelenítené. Ebben az értelemben a mérlegalkalmazkodás nem egy konkrét makrostatisztikai mutatóban érhető tetten, hanem egyfajta képes beszéd, amely a nettó vagyoneszközöket, illetve a nettó pénzügyi vagyont érintő követelések és kötelezettségek változását érintő folyamatokat foglalja magában.

A feltörekvő piaci válságok elemzésében az 1997-es ázsiai válságok után terjedt el a „mérlegválság” fogalma (*Krugman* [1999], *Rosenberg és szerzőtársai* [2005]). A mérlegválság-magyarázatot az árfolyamválságokról szóló elméletek harmadik generációjának is nevezik. A mérlegválság mechanizmusa arra épül, hogy feltörekvő gazdaságok szereplőinek mérlegében olyan kockázatok keletkeznek, amelyek a piaci hangulat gyors változása (például egy árfolyam-leértékelés) esetén súlyos válságba sodorhatják az országokat. Ezek a mérlegekben lévő kockázatok mindig az eszköz- és forrásoldalnak valamilyen eltéréséből (illeszkedési probléma – angolul: *mismatch*) indulnak ki. Ez az eltérés lehet időbeli (hosszú távú vállalati hitelek finanszírozása rövid távú külföldi forrásokból) vagy fizetőeszközökhöz kötődő (hazai beruházások finanszírozása devizahitelből). Az ázsiai válságok esetén ez a kockázat a vállalatok devizaadóssága volt: az árfolyam jelentős leértékelődése azzal járt, hogy a vállalatok csődbe mentek.

Magyarországon 2008–2009-ben „harmadik generációs” árfolyamválság alakult ki. Bár a válságot megelőzően a vállalati szektor is vett fel devizahitelt (lásd erről *Endrész és szerzőtársai* [2012] elemzését), a gazdaság szereplőinek mérlegében a legjelentősebb kockázatot a háztartások devizahitelei jelentették.

Az árfolyamválságok (a bankválságokhoz hasonlóan) azzal járnak, hogy a gazdaság szereplői mérlegalkalmazkodásra kényszerülnek: az adósság, illetve az illeszkedési problémák leépítésére. Ezek az alkalmazkodási folyamatok lassíthatják a válságból való kilábalást. Ezért egyes elemzők a mérlegalkalmazkodással járó gazdasági visszaeséseket „mérlegrecesszióknak” nevezték el. *Koo* [2003] és [2011] alkalmazta először ezt a fogalmat Japán 1990-es évekbeli tapasztalatára. Elemzése szerint a fejlett országok 2008 után egy éppen ilyen recesszióban találták magukat.

A következőkben azt mutatjuk be, hogyan játszódhat le a mérlegalkalmazkodás a háztartások, vállalatok és pénzügyintézetek körében.

Háztartások

A háztartások fogyasztási-megtakarítási döntései nem kizárólag az egyidejű jövedelem függvényében születnek meg. Amikor a háztartás kiadásairól dönt (tartós és nem tartós fogyasztási cikkek vásárlásáról, ingatlan bérletéről vagy vásárlásáról,

illetve megtakarításról), akkor figyelembe veszi, mekkora a vagyona, mekkora az adóssága, és jelenlegi jövedelme mellett figyelembe veszi azt is, mekkora jövedelemre számít a jövőben. Ebből az is következik, hogy a háztartások vagyonának leértékelődése esetén, illetve a hosszabb távú gazdasági kilátások romlásával, a háztartások csökkentik fogyasztásukat és növelik folyó megtakarításukat, mivel csökken az a fogyasztási szint, amelyet tartósan fenntarthatónak látnak.

A fogyasztási–megtakarítási döntés nemcsak a jövedelem várható átlagos lefutásától függ, hanem a jövőben várható jövedelem körüli bizonytalanságtól is. Minél nagyobb a bizonytalanság a jövőbeli jövedelmet illetően, annál inkább érdemes a háztartásoknak biztonsági tartalékokat képezni (*precautionary saving, buffer-stock saving*). Mivel a gazdasági válságok a makro- és egyéni szintű bizonytalanság növekedésével is járnak, visszaesések idején az elővigyázatossági megfontolás is növeli a megtakarítási hajlandóságot.

Válságok idején a háztartások körütekintő, megtakarításokat növelő viselkedése azzal jár, hogy a gazdaságban megtermelt termékek és szolgáltatások iránti kereslet csökken, ami a válságot tovább súlyosbítja. (Keynes óta ezt a hatást „takarékosági paradoxonnak” hívjuk.) Ez a hatás a kisebb konjunkturális ingadozások idején csekély mértékű. Tekintélyes mértéket olyankor ölt, ha a háztartások vagyona vagy adóssága jelentősen átárazódik, vagyis ingatlanbuborékok emelkedő és hanyatló szakaszaiban, valamint – elsősorban olyan feltörekvő gazdaságokban, ahol az adósság egy része devizában denominált – az árfolyam jelentősebb változásai esetén. Ez a folyamat nagyon jól megfigyelhető a 2007–2009-es válság előtt és alatt az Egyesült Államokban: a háztartások nagymértékben növelték fogyasztásukat ingatlanvagyonuk felértékelődésével. Elbeszélések szerint bevett gyakorlat volt a lakáshitelt az ingatlan felértékelődésekor nagyobb jelzáloghitelre kiváltani, és az ebből származó egyszeri többletbevételt fogyasztási kiadásokra költeni. Ez a viselkedés arra az elképzelésre épült, hogy az ingatlanárak emelkedése tartós, sőt akár a közelmúlthoz hasonló ütemben folytatódni is fog. Egyes fogyasztói döntések talán még a túlzottan optimista várakozások mellett is megfontolatlanok voltak, de kevésbé kedvező külső környezetben katasztrofális következményekkel jártak: túlzott eladósodással, az ingatlan értékénél nagyobb jelzáloghitellel. Az érem másik oldala, hogy a pénzügyi felügyelet szervei lassíthatták vagy talán meg is akadályozhatták volna a fenntarthatatlan folyamatokat, ha időben felismerik a helyzetben rejlő veszélyeket.

Vállalatok

Bár a 2008-as válság kialakulásában a vállalati szektor eladósodottsága nem játszott jelentős szerepet az Egyesült Államokban, más országokban (így Írországban és Spanyolországban), illetve korábbi válságokban (így Japánban az 1990-es években) a vállalatok eladósodottsága játszotta a főszerepet.

A vállalatok projektjeiket több forrásból finanszírozhatják: visszatartott nyereségből, részvény- vagy kötvénykibocsátásból, illetve bankhitelekből. Gazdasági fellendülések idején a vállalati eladósodást növelhetik a laza hitelkondíciók, illetve az

adott ország vagy régió növekedési kilátásaival kapcsolatos piaci optimizmus. Az emelkedő részvény- és ingatlanárak mellett a vállalatok adóssága indokolt mértékűnek tűnhet. Az eladósodás mértéke a vállalatok esetében is olyankor tűnik túlzottnak, amikor a vállalat ingatlanvagyonra vagy jövőbeli kilátásai jelentősen átértékelődnek. Bármilyen tényező váltja is ki a gazdasági visszaesést, a vállalat csökkenő jövőbeli várható bevételei és csökkenő értéke mellett az eladósodottság mértéke elérheti azt a szintet, amelynél a csőd kockázata megnő, ami drágítja a vállalat számára elérhető hiteleket. Ha a vállalat tulajdonában lévő ingatlanok ára csökken, ezzel az a jelzőérték is csökken, amelyet a vállalat hitelfedezetként fel tud mutatni, ami tovább rontja hitelképességét. Mindezt súlyosbítja, ha a pénzügyi intézetek a válság hatására általánosan is szigorítják hitelfeltételeiket.

A vállalatok adósságkezelése két csatornán keresztül fogja vissza a makrogazdasági szintű keresletet: a beruházási csatornán és a jövedelemcsatornán keresztül. A beruházási csatorna azt jelenti, hogy a vállalat adósságának leépítésére visszafogja beruházásait. A másik, ritkábban elemzett csatorna a jövedelemcsatorna: ez arra utal, hogy a vállalat a mérlegalkalmazkodás folyamán visszafoghatja a béreket, illetve egyes szolgáltatások iránti keresletét, amivel szintén csökken a gazdaság szereplőinek rendelkezésre álló jövedelme.

A nem pénzügyi vállalatok mérlegalkalmazkodásáról kevesebb elemzés született, mint a háztartásokéiról vagy a pénzügyi vállalatokéiról. A kevés elemzés egyikét *Ruscher–Wolff* [2012] készítette. A szerzők mindkét csatorna működésére találtak bizonyítékot statisztikai elemzésükben, amelyben harminc ország mintegy három évtizedre kiterjedő makrogazdasági adatai szerepelnek. A tanulmány azokat az eseteket azonosította vállalati mérlegalkalmazkodással járó eseményként, amelyekben egy ország vállalati szektorának nettó hitelállománya legalább a GDP 2 százalékával csökkent egy év alatt, és ez a következő évben nem fordult vissza. Az ilyen események átlagában a tőkeáttétel (a vállalat értékéhez viszonyított adósság) 100 százalékról 85 százalékra csökken négy év alatt, vagyis az adósságkezelés csakugyan jelentős. Ezenkívül megfigyelhető, hogy az alkalmazkodás első évéhez képest négy év elteltével a hozzáadott érték arányában számított beruházás 26 százalékról 23 százalékra csökken, míg a bértömeg a hozzáadott érték 60 százalékáról 56 százalékára. Ez azt jelenti, hogy mind a beruházási, mind a jövedelemcsatorna jelentős szerepet játszik a vállalatok mérlegalkalmazkodásában, de azt is megerősíti, hogy a mérlegalkalmazkodási folyamatok a vállalatok esetében is csak lassan zajlanak le.

Pénzügyi intézetek

A pénzügyi intézetek esetében a mérlegalkalmazkodás másképpen történik, mint a vállalatok és a háztartások esetében, mivel esetükben az „eladósodás” is mást jelent: a pénzügyi intézetek azért vonnak be forrásokat, vagyis azért adósságnak el, hogy abból hiteleket nyújthassanak. A pénzügyi intézeti mérleg egészségének legegyszerűbb mutatója a tőkeáttétel: a teljes eszközállomány (amelynek részét képezik a kihelyezett hitelek) saját tőkéhez viszonyított aránya. Példaként: ha egy bank saját tőkéje 20 egység, és

kihelyezett hiteleinek összege 200 egység, akkor a tőkeáttétele 10. A mérlegalkalmazkodás (illetve az annak szinonimájaként használt adósságleépítés) angol megfelelője a *deleveraging*. Ez utóbbi a tőkeáttétel angol megfelelőjéből, a *leverage* kifejezésből ered, tehát szó szerint a tőkeáttétel csökkentését jelenti.

A pénzügyi vállalatok tevékenységétől elválaszthatatlan, hogy a mérlegüket aktívan igazgatják: amikor egy bank a nála elhelyezett új betétekből (vagy egyéb adósságjellegű forrásból) hitelt helyez ki, akkor megnöveli eszközeinek összegét és ezzel a tőkeáttételét. Mivel a pénzintézetek tevékenységük természetéből adódóan nagyobb tőkeáttétellel működnek, mint a nem pénzügyi vállalatok, az eszközár-ingadozások érzékenyebben érintik a mérlegüket, így a gazdasági ingadozásokra is érzékenyebben reagálnak.

A pénzintézet mérlegalkalmazkodását egy egyszerű példán szeretnénk bemutatni *Adrian–Shin* [2010] alapján. Tegyük fel, hogy egy pénzintézet eszközeinek értéke 100, míg adósságaié 90. Saját tőkéje ezek különbségeként adódik: $100 - 90 = 10$. Nincs okunk feltételezni, hogy az eszközárak változása hatna a pénzintézet adósságának mértékére. Abban az esetben, ha a pénzintézet eszközei leértékelődnek 99 egységre, a saját tőke $99 - 90 = 9$ egységre csökken, a tőkeáttétel pedig $99/9 = 11$ -re emelkedik. Ha a pénzintézet csökkenteni szeretné tőkeáttételét (és nem tud saját tőkét bevonni), akkor ezt a mérlegfőösszeg csökkentésével tudja megtenni: eszközök eladásából adósságot fizet vissza. Eszközeiből és forrásaiból 9 egységet kell leépítenie, hogy tőkeáttétele ismét 10 legyen (9 egység tőkéhez 90 egységnyi teljes eszközérték).

A pénzintézetek úgy igazgatják portfóliójukat, hogy a tőkeáttételük egy megcélzott érték közelében legyen (*Devlin–McKay* [2008]). Ennek két oka van. Egyrészt a pénzintézet érdeke, hogy hitelbesorolása magas maradjon, és így olcsón jusson a piacon forrásokhoz. A tőkeáttétel jelentős megnövekedése megnöveli a pénzintézet kockázatoknak való kitettségét, így rontja a pénzintézet hitelbesorolását, ami azzal jár, hogy a pénzintézet csak magasabb kamat ellenében tud tőkéhez jutni. Másrészt a tőkeáttételre vagy annak finomított változatára, a tőkemegfelelési mutatóra állami szabályozás is vonatkozik a pénzügyi rendszer kockázatainak csökkentése érdekében.

Ha egy bank eszközeinek értéke csökken, mechanikusan nő a tőkeáttétel (lásd az előző példát). Az eszközárak és a tőkeáttétel kapcsolata tehát negatív lenne, ha a bankok nem kezelnék aktívan portfóliójukat. A fenti okokból azonban a bankok igyekeznek kiegyenlíteni az eszközársokkrok tőkeáttételükre gyakorolt hatását. Sőt – statisztikai vizsgálatok szerint – a tőkeáttétel számos bank esetében „prociklikus”, vagyis pozitívan függ össze a konjunktúrával (és az eszközárakkal).⁵ Ennek oka egyrészt az, hogy nagyobb mértékű a hitelezés, ha a vállalatok nagyobb értékű biztosítékot tudnak hiteleik fedezetéül felmutatni. Mivel fellendülések idején az eszközárak magasabbak, a vállalatok vagyona ilyenkor nagyobb értékű, és így a vállalatok hitelképesebbek. Ez a mechanizmus felnagyítja a gazdasági fellendülések és visszaesések hatását a hitelezésre, ezért a szakirodalomban „pénzügyi akceleratornak”, vagy

⁵ Ezt az összefüggést *Adrian–Shin* [2010] mutatta ki az Egyesült Államok öt legnagyobb befektetési bankjára, Spanyolország esetében pedig *Ayuso és szerzőtársai* [2004] jutott hasonló eredményre.

„pénzügyi felerősítésnek” nevezték el.⁶ A tőkeáttétel és a gazdasági ciklus pozitív összefüggésének másik okát abban azonosították, hogy a gazdaság szereplői nem megfelelően reagálnak a kockázatok időbeli változására: a kockázatokat fellendülések idején alá-, míg recesszióban felülbecsülik.⁷

A fentiekből következik, hogy az eszközárak csökkenése után a pénzügyi intézetek igyekeznek ellensúlyozni (vagy több mint ellensúlyozni) tőkeáttételük mechanikus megnövekedését. A tőkeáttételt három módon lehet csökkenteni: egyrészt új tőke bevonásával, másrészt a nyereség visszatartásával (csökkentett osztalékfizetéssel), harmadrészt pedig eszközök eladásával és adósságtörlesztéssel (*Devlin–McKay* [2008]). Mérlegalkalmazkodásra válsághelyzetekben van szükség: ilyen helyzetekben általában nehéz olyan befektetőket találni, akik tőkét bocsáthatnának rendelkezésre (bár az állami bankmentési programoknak ez az egyik lehetséges eszköze). A második eszköz, a mérlegpozíció nyereség visszatartásával való javítása működhet, de lassú folyamat, amire egy pénzügyi válság nem feltétlenül ad lehetőséget. Így a pénzügyi szervezetek mérlegalkalmazkodása általában az eszközök leépítésével és adósságtörlesztéssel, vagyis a mérleg leépítésével történik.

Miközben az egyes pénzügyi intézetek szempontjából a mérleg leépítése racionális lépés, a folyamat veszélyessé válhat, ha minden pénzügyi intézet ehhez folyamodik. Ha minden piaci szereplő eszközöket szeretne eladni, az árak esnek, ami tovább rontja a gazdaság szereplőinek mérlegét, és további mérlegalkalmazkodást tesz szükségessé. Ez piaci pánikhoz vezethet – és vezetett is – a válság első hónapjaiban; az állam és a jegybank beavatkozása a 2008 szeptemberét követő hónapokban elsősorban az öngerjesztő pánik megelőzésére irányult.⁸

A bankok mérlegalkalmazkodása azonban nem csak rövid távon befolyásolja a makrogazdaságot.⁹ Ha a mérlegalkalmazkodás azzal jár, hogy a bankok szűkítik hitelkínálatukat, ez tovább csökkentheti a makrogazdasági aggregált keresletet, hiszen visszafogja a vállalatok és háztartások beruházásait. Természetesen nem könnyű eldönteni, hogy válságok után elsősorban azért esik-e vissza a hitelezés, mert a háztartások és a vállalatok csökkenteni szeretnék eladósodottságukat, vagy azért, mert a bankok szűkítik hitelkínálatukat. Minden bizonnyal mindkét folyamat lejátszódik.¹⁰

⁶ A pénzügyi akceleratorról való gondolkodás legalább *Fischer* [1933] munkájáig megy vissza. A kérdés modern elméletét *Bernanke–Gertler* [1989], *Bernanke és szerzőtársai* [1996], valamint *Kiyotaki–Moore* [1997] alapozta meg. Lásd még *Bernanke és szerzőtársai* [1999] áttekintését.

⁷ Erről lásd *Borio és szerzőtársai* [2001] tanulmányát.

⁸ A bankok mérlegalkalmazkodásának ezt az oldalát és az erről szóló közgazdaság-tudományi munkákat *Shleifer–Vishny* [2011] tekinti át.

⁹ A pénzügyi intézetek mérlegalkalmazkodásának makrogazdasági hatásairól lásd *Devlin–McKay* [2008] és *Adrian–Shin* [2010] munkáját.

¹⁰ Az előzőkben hivatkoztunk a vállalatok és a háztartások viselkedésének empirikus elemzéseire. A bankok mérlegének hitelezésre gyakorolt hatását korábban *Bernanke–Blinder* [1988], *Kashyap–Stein* [2000], valamint *Van den Heuvel* [2002] vizsgálta. Utóbbi szerző ezt a hatást „sajáttőke-csatornának” (*bank capital channel*) nevezte el. *Dell’Ariccia és szerzőtársai* [2008] elemzése talált bizonyítékot arra, hogy a jobban hitelre szoruló iparágak teljesítményét jobban visszavetik a bankválságok, ami arra utal, hogy a bankok mérlegalkalmazkodása valóban lassíthatja a bankválság utáni kilábalást.

A pénzügyi intézetek mérlegalkalmazkodásának nemzetközi következményei is vannak. Elemzések kimutatták, hogy válságok során az országok közötti hitelezés visszaesik, illetve hogy a feltörekvő piacok felé irányuló tőkeáramlások lelassulnak vagy vissza is fordulhatnak a globális kockázatvállalási kedv csökkenésével (*Devlin-McKay* [2008]). Az európai pénzügyi intézetek mérlegalkalmazkodása azzal járt, hogy az új EU-tagországokban működő leánybankok a válság kitörése óta jelentősen csökkentették hitelállományukat (*Vienna Initiative* [2013]).

A válságkezelés gazdaságpolitikai eszközei

Milyen gazdaságpolitikai eszközök állnak az országok rendelkezésre a válságból való kilábalás során? Milyen tényezők határozták meg, hogy mely országoknak mely eszközök tűntek lehetségesnek és kifizetődőnek? Ezekre a kérdésekre a gazdaságpolitika területei szerint igyekszünk választ adni: először a közvetlen pénzügyi válságkezelés eszközeit tekintjük át, majd a monetáris és költségvetési politikát, végül az egyéb gazdaságpolitikai eszközöket.

A pénzügyi válság kezelése és bankmentés

Bár jelen írásunk középpontjában nem a 2007–2008-as pénzügyi válság áll, hanem az utána következő kilábalás, ezt a témát is röviden érintenünk kell, mivel az egyes országok válság utáni helyzetét jelentősen befolyásolja, hogy milyen jellegű és mennyire súlyos pénzügyi válsággal szembesültek. A Lehman Brothers összeomlása után kialakult pénzpiaci pánik egyes piacok összeomlásával, a pénzügyi intézetek fizetőképességével szembeni bizalmatlanság dominóelvszerű terjedésével járt. A piaci bizalmat a fejlett országok kormányzatai egyebek között hitelgaranciákkal és a bankok közvetlen feltőkésítésével igyekeztek helyreállítani. A feszültséget mutató piacokon a jegybankok nyújtottak áthidaló likviditást. Lakossági bankpánikok kialakulását a betétbiztosítás kiterjesztésével előzték meg.

A különböző országok eltértek abban a tekintetben, hogy milyen mértékben kellett beavatkozniuk a pénzügyi piacok működésébe, és abban is, hogy milyen hatással tudták ezt megtenni. Az euróövezet tagországai (így a kelet-közép-európai régióból Szlovákia is) közvetlenül részt vehettek az Európai Központi Bank programjaiban. Más kelet-közép-európai országoknak, így Magyarországnak is, csak közvetve lehetett segíteni.

Az országok eltértek abban a tekintetben is, hogy a bankrendszernek mekkora segítségre volt szüksége. Írországban és Spanyolországban a vállalati hitelek rosszra fordulása miatt jelentős bankmentési programokra volt szükség, amelyek nagymértékben megemelték az országok GDP-arányos adósságát. A bankmentések hátterében nem kis részben az ezen országokban keletkezett, az átlagosnál jelentősebb mértékű ingatlanbuborék áll, de több elemző felhívta a figyelmet a bankok és hazai vállalatok közti összefonódásokra és a hitelezés ezzel összefüggő túlzott kockázatosságára is.

A kelet-közép-európai feltörekvő piacokon jelentős bankcsődökre és bankmentési programokra nem volt szükség, mivel a bankrendszer számottevő része nyugat-európai bankok tulajdonában volt, amelyek (az anyaországi állami szervek felügyelete mellett) biztosítani tudták leánybankjaik tőkeigényét.

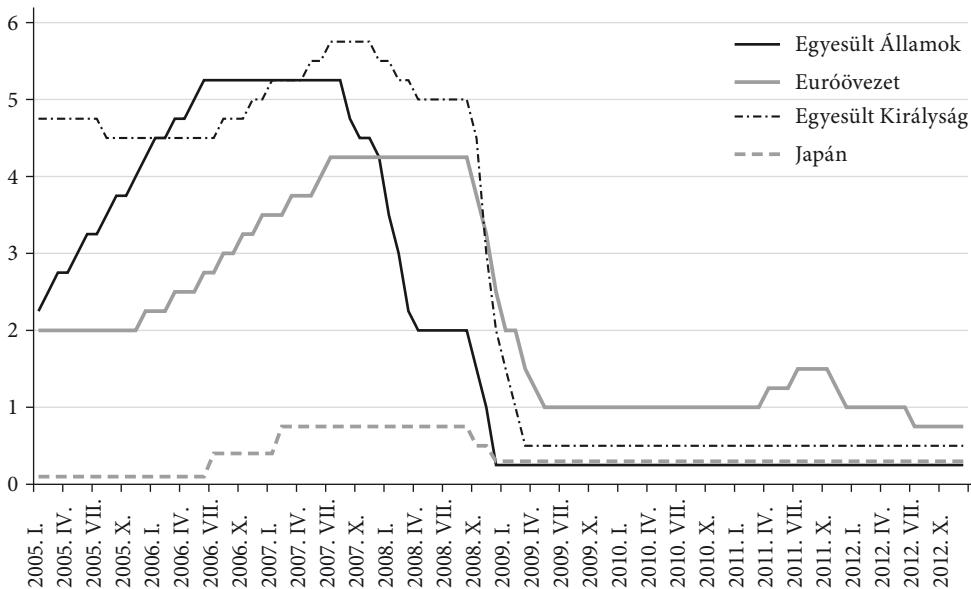
Monetáris politika és árfolyam-politika

A monetáris politika területén a fejlett és feltörekvő gazdaságok teljesen eltérő kihívásokkal találták magukat szemben. A fejlett országok jegybankjai a gazdasági válságra kamatcsökkentéssel válaszoltak. A válság mélysége miatt azonban számos fejlett országban még a nulla közeli kamatszintek sem tudták kellően élnékíteni a gazdaságot: a növekedés és az infláció igen alacsony maradt. A jegybanki alapkamat azonban nem csökkenhet a nulla szint alá,¹¹ így ezekben az országokban a jegybankok nem konvencionális eszközökhöz fordultak.¹² A 3. ábra mutatja egyes fejlett országok és az euróövezet jegybanki alapkamatának alakulását.

3. ábra

Jegybanki kamatok egyes fejlett országokban, 2005–2012

Százalék



Forrás: az egyes országok jegybankjai.

¹¹ Az angol nyelvű szakirodalom a nulla körüli kamatszintre mint alsó korlátra a *zero lower bound* megnevezéssel hivatkozik (rövidítve: ZLB).

¹² A monetáris politika nem konvencionális eszközeit *Krekó és szerzőtársai* [2012] és *Lehmann* [2012] tekintik át. A nem konvencionális eszközök magyarországi alkalmazását *Fábián–Mátrai* [2012] mutatja be.

A nem konvencionális jegybanki eszközök egy része a pénzpiaci zavarok oldását szolgálta a Lehman Brothers bukása után. A hagyományos jegybanki célok elérésében akkor jutnak szerephez nem konvencionális eszközök, amikor a jegybankok már kimerítették a kamatcsökkentésben rejlő lehetőségeket. Hasonlóan a hagyományos kamatcsökkentéshez, céljuk az, hogy a piaci kamatlábakat csökkentsék. A Fed, az Európai Központi Bank és a Bank of England programjainak tapasztalatai azt mutatják, hogy ezek a programok pozitív, de méretükhöz képest viszonylag kis reál-gazdasági hatással jártak (*Krekó és szerzőtársai* [2012]).

A monetáris politikai élénkítés (akár a kamatcsökkentés, akár a nem konvencionális eszközök formájában) több csatornán keresztül élénkíti a gazdaságot. Az egyik legfontosabb a kamatsatorna: a jegybanki alapkamat csökkenése átgyűrűzik a gazdaság szereplői által a piacon elérhető hitelek kamataiba, és ezzel vonzóbbá teszi a jelenbeli fogyasztást és beruházást a megtakarítás helyett. Válságban a kamatsatorna két okból lehet gyengébb, mint szokványos körülmények között. Egyrészt a pénzpiaci feszültségek és a bizonytalanság miatt a jegybanki kamatok kisebb mértékben gyűrűznek át a piaci kamatokba. Másrészt a gazdaság szereplőinek mérlegalkalmazkodása azzal járhat, hogy a fogyasztási–megtakarítási döntések kevésbé érzékenyek a kamatok változásaira.

A nemzetközi pénzügyi válságok a tőke biztonságos befektetésekre való menekülésével (*flight to quality*) járnak, vagyis a feltörekvő piacok finanszírozása ilyen esetekben gyakran hirtelen leáll.¹³ A feltörekvő gazdaságok jegybankjai számára ez azt jelenti, hogy (piaci megítélésüktől függő mértékben) csak a fejlett országokénál magasabb kamatszintek mellett tudják megvédeni árfolyamaikat és fenntartani a pénzügyi stabilitást biztosító piaci kondíciókat. A feltörekvő gazdaságoknak tehát kevésbé van lehetőségük olyan aktív anticiklikus (a konjunkturális visszaesés hatáseit ellensúlyozó, stabilizáló) monetáris politikát folytatni, mint a legnagyobb hitelességű fejlett gazdaságoknak.¹⁴

A 4. és 5. ábra mutatja egyes kelet-közép-európai és Európán kívüli feltörekvő gazdaság jegybanki alapkamatának alakulását 2005 óta. Az ábráról leolvasható, hogy a legtöbb feltörekvő gazdaság kisebb mértékben tudta csökkenteni alapkamatát, vagyis kevésbé tudott anticiklikus monetáris politikát folytatni, mint a legfejlettebb gazdaságok. Csehország és Chile kivételével a bemutatott országok nem érték el a nulla közeli alapkamat szintjét (ezt a minőségbe való menekülésen kívül a magasabb infláció is okozza).

A feltörekvő piaci jegybankok dilemmáját a „minőségbe való menekülés” idején több hatás eredőjeként írhatjuk le. A monetáris politikának kis, nyitott gazdaságokban különösen jelentős hatásmechanizmusa az árfolyamcsatorna. Ezek a gazdaságok jobban függenek a világszerte zajló folyamatoktól, mint a világ legnagyobb gazdaságai. A jegybanki kamat az árfolyamra azáltal hat, hogy a belföldi befektetések hozamát a külföldi befektetésekéhez képest módosítja. A kamat változása után a külföldi

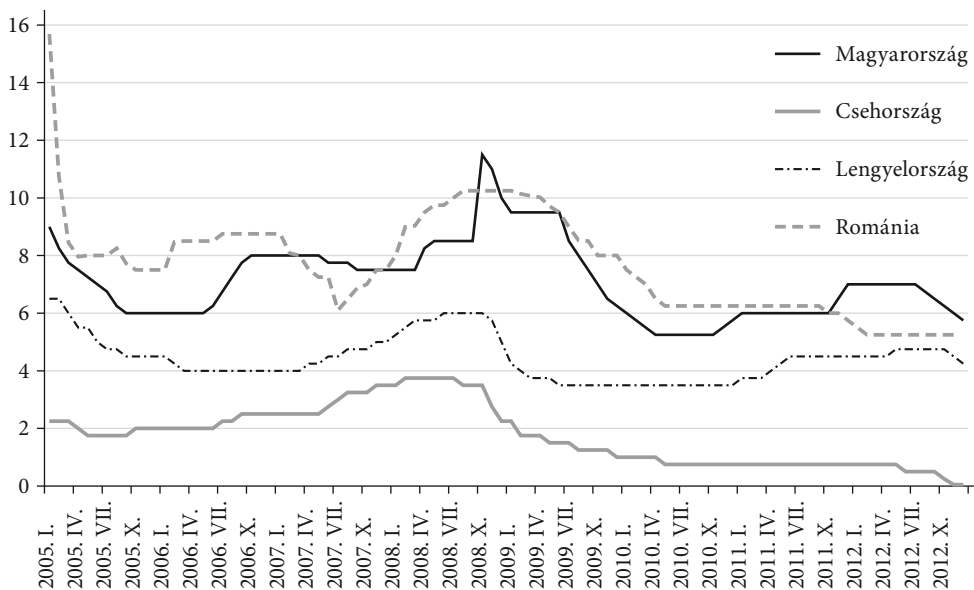
¹³ Ezt a jelenséget nevezte *Calvo* [1998] hirtelen leállásnak (*sudden stop*).

¹⁴ A feltörekvő gazdaságok monetáris politikájának kérdéseit *Frankel* [2010], valamint *Végh–Vuletin* [2012] tekinti át.

4. ábra

Jegybanki kamatok egyes régiós országokban, 2005–2012

Százalék

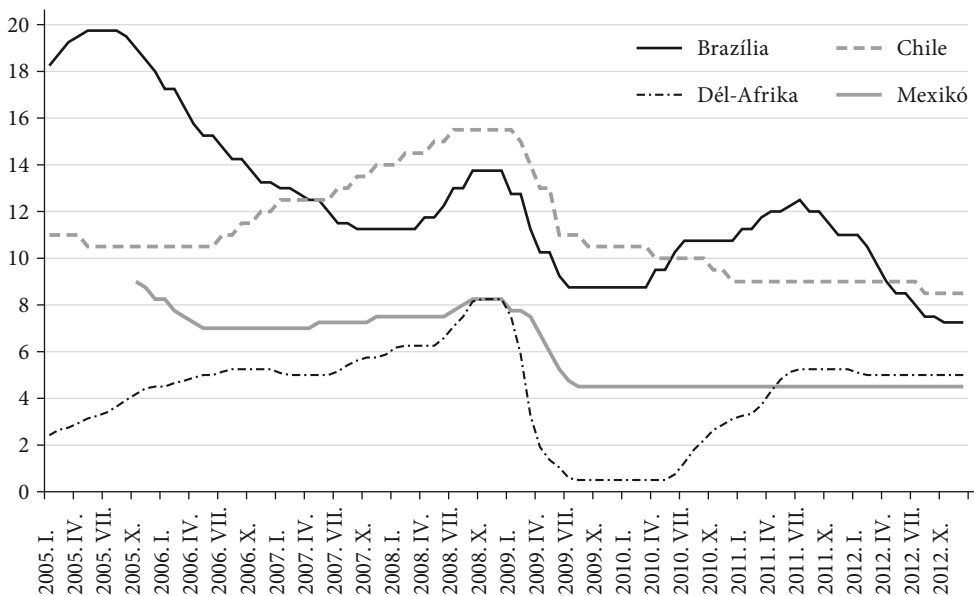


Forrás: az egyes országok jegybankjai, saját számítás.

5. ábra

Jegybanki kamatok egyes feltörekvő piaci országokban, 2005–2012

Százalék



Forrás: az egyes országok jegybankjai, saját számítás.

és belföldi befektetések hozama közötti viszony az árfolyam módosulása által áll helyre: egyéb tényezők változatlansága mellett az árfolyam leértékeléséhez vezet, ha a befektetők belföldi kamatokról alkotott várakozásai csökkennek. A gyengébb árfolyam drágítja az importtermékek hazai árát, és csökkenti az exporttermékek árát külföldön, így (a belföldi infláció emelkedése mellett) élénkíti az exportot, és a hazai termékek felé tereli a belföldi fogyasztást. Ez az árfolyam klasszikus, kiadásátterelő (*expenditure switching*) hatása.

Az árfolyamváltozás kiadásátterelő hatását tompítja, ha a gazdaság szereplőinek devizaadóssága van, mégpedig éppen azokon a mechanizmusokon keresztül, amelyeket a gazdaság szereplőinek mérlegalkalmazkodása elemzésekor bemutattunk. Az árfolyam ilyenkor egy további mechanizmuson, a mérlegcsatornán keresztül is hat a gazdaság szereplőinek viselkedésére. Az árfolyam gyengülése felértékeli a devizaadósságot, rontja a gazdaság szereplőinek mérlegét, és ezáltal visszafogja az érintettek fogyasztási és beruházási tevékenységét. Ezen túlmenően, amennyiben növeli az érintett vállalatok és háztartások fizetéképtelenné válásának esélyeit, annyiban rontja a bankok mérlegpozícióját, és az ő mérlegalkalmazkodásukon keresztül is visszafoghatja a kilábalást. Ha az állam is rendelkezik devizaadóssággal, akkor a kormányzat mozgásterese is csökken a GDP-arányos hiány árfolyamváltozás miatti növekedésével.

A gyengébb kamatcsatorna és a felerősödő mérlegcsatorna dilemma elé állítja a devizában eladósodott feltörekvő gazdaságok jegybankjait: a monetáris politikai lazítás egyszerre jelent élénkítést (a kamatcsatornán és a kiadásátterelésen keresztül) és szigorítást (a mérlegcsatornán keresztül), és ezek eredőjeként elképzelhető, hogy összességében nem élénkíti a gazdaságot. Magyarország monetáris politikája is ennek a dilemmának volt kitéve a válság kezdete óta, amikor nem éppen az akut nemzetközi pénzügyi piaci feszültségek jelentették a legnagyobb veszélyforrást.

Az eddigiekben az olyan országok rendelkezésére álló eszközöket és az azokkal kapcsolatos dilemmákat elemeztük, amelyek önálló monetáris politikával rendelkeznek. Ettől eltérő helyzetben vannak azok az országok, amelyek valutaunió (az euróövezet) tagjai, valamint azok, amelyek kötött árfolyamrendszer mellett kötelezték el magukat (Lettország, Litvánia, Bulgária). Az euróövezet tagjai közös monetáris politikájukat az Európai Központi Bankon keresztül alakítják ki. A kötött árfolyam mellett egyoldalúan elköteleződött országok ezzel szemben önálló monetáris politikájukat teljesen az árfolyam fenntartásának rendelik alá, így azt visszaesés esetén sem állíthatják az élénkítés szolgálatába. A válság során mindkét országcsoport alkalmazta (különböző mértékben) a versenyképesség visszanyerése érdekében az úgynevezett belső leértékelést, vagyis az árak és elsősorban a bérek csökkentését. Az alkalmazkodásnak ezt a formáját azért hívják belső leértékelésnek, mert ugyanazt a hatást éri el, mint a nominális árfolyam leértékelése, vagyis a külső leértékelés, amennyiben úgy módosítja a belföldi és külföldi árarányokat (a reálárfolyamot), hogy az ország versenyképessége javul. A belső leértékelés szükséges lehet ezen országok külső egyensúlyának visszanyerésében (és a rögzített árfolyam fenntartásának érdekében), de meg kell jegyezni, hogy ebben az esetben éppúgy működésbe lép a mérlegcsatorna: a külföldi devizában (vagy euróövezet-tagország esetében euróban) felvett hitel reálértéke megnő, ha a hazai árak és bérek csökkennek.

Költségvetési politika

A monetáris politikához hasonlóan a költségvetési politikának is egyik legfontosabb célja a stabilizáció, vagyis a konjunktúraciklusok simítása. Az elmúlt évtizedekben kialakult gazdaságpolitikai konszenzus szerint kisebb konjunktúraingadozások esetén elsősorban a monetáris politika felelős a ciklus simításáért, de a ciklus simítását a költségvetési politika is támogatja, elsősorban az úgynevezett automatikus stabilizátorok segítségével. Az automatikus stabilizátorok azokra a költségvetési kiadásokra és bevételekre vonatkoznak, amelyek külön kormányzati döntés nélkül is a konjunktúrát ellensúlyozzák: válságokban ugyanis automatikusan nő a munkanélküli-segélyre és egyéb ellátásokra költött állami kiadás, míg arányosnál jobban esnek vissza az adóbevételek, különösen a progresszív adók esetén.

A 2008-as válság kitörésére az Egyesült Államok, az Európai Unió és sok más ország is költségvetési élénkítéssel válaszolt: a költségvetési élénkítés részét képezték az automatikus stabilizátorok mellett a törvényhozók által elfogadott élénkítő csomagok is. A válság első időszaka után azonban jelentős eltérések mutatkoztak az egyes országok költségvetési politikájában. Ezek a különbségek egyrészt azzal magyarázhatók, hogy az országok különböző korlátokkal szembesültek, másrészt azonban az egyes országok döntéshozói által kívánatosnak tartott gazdaságpolitika is eltért egymástól. Így például az Egyesült Királyságban a 2010-es kormányváltás után az új kormány programjának megfelelően szigorúbb költségvetési politika érvényesült.

A költségvetési élénkítés hatásosságát a közgazdaságtan az úgynevezett költségvetési multiplikátor mutatójával foglalja össze. A költségvetési multiplikátor azt méri, hogy egy pénzegységnyi költségvetési kiengedés hány pénzegységgel növeli az adott évben a gazdaság kibocsátását, vagyis a GDP-t. A költségvetési multiplikátor értéke a mai gazdaságelméleti megközelítések szerint függ a gazdaság általános feltételeitől (IMF [2012a] 41–43. o.). Ha az állami kiadások növelése csak a gazdaság többi szereplőjének kiadását szorítja ki, de a gazdaság teljes kibocsátását nem növeli, akkor a multiplikátor értéke nulla. Standard elméleti megközelítések szerint ez a helyzet hosszú távon, illetve akkor, ha a gazdaság kapacitáskorlátainak közelében működik. Ilyenkor az állami kiadások növekedése emeli a kamatokat, és visszafogja a versenyszféra kiadásait. Az állami kiadások ilyenkor csak magánkiadásokat szorítanak ki.

Ha a gazdaság többi szereplője egyáltalán nem fogja vissza a kiadásait, és így a megnövelt állami kiadások teljesen növelik az aggregált keresletet, akkor a multiplikátor értéke egy, vagy akár egynél magasabb is lehet. Egynél magasabb azért lehet a multiplikátor, mert az állami kiadás a megbízott cégeknek és azok alkalmazottainak bevételt jelent: ezek megnövekedett jövedelme más szolgáltatók termékei iránt fokozza a keresletet, és így tovább. (Ez a folyamat adta eredetileg a „multiplikátor” kifejezés nevét: ilyen körülmények között egy egységnyi kiadás többszörösen hat a gazdaság kibocsátására.) Standard elméleti megközelítések szerint a valóság ehhez áll közelebb gazdasági visszaesések idején, és különösen olyan mély visszaesések idején, amikor a nulla közeli kamatszintek sem képesek a teljes kapacitáskihasználtság közelébe juttatni a gazdaságot.

Az Egyesült Államokban mind a 2009 tavaszán elfogadott élénkítő csomag vitájakor, mind a csomag utólagos értékeléseiben, mind pedig a további élénkítés szükségességéről szóló vitákban fontos kérdésként vetődik fel, mely intézkedések élénkítik a gazdaságot a leghatékonyabban, vagyis melyeknek legnagyobb a multiplikátora.¹⁵

Az egyes intézkedések multiplikátoráról Mark Zandi, a Moody's vezető közgazdásza és az Egyesült Államok Kongresszusának költségvetési tanácsa is készített becsléseket (Zandi [2009], [2010], CBO [2012]). Ezekből a becslésekből két, más országok számára is érdekes következtetés vonható le. Egyrészt mindkét becslés szerint a válságban az állami beruházásoknak jelentős élénkítő hatásuk van. Így a CBO szerint a legnagyobb élénkítő hatásuk a kormányzati vásárlásoknak van (a multiplikátort egy széles intervallumon 0,5 és 2,5 közé helyezik el) és a helyi infrastruktúra-beruházások támogatásának (0,4 és 2,2 közötti multiplikátor). Ezzel összemérhető Zandi becslése, amely szerint az infrastruktúra-beruházások multiplikátora 1,6 körüli.

A másik tanulság, amelyben a két becslés megegyezik, hogy az adó- és támogatási rendszeren keresztüli élénkítés sokkal hatásosabb, ha az alacsonyabb jövedelmű rétegeket támogatja, mint ha a magas jövedelműeket. Így például a CBO szerint a magas jövedelműek adói átmeneti csökkentésének multiplikátora 0,1 és 0,6 közé tehető, az alacsony és közepes jövedelműek átmeneti adócsökkentésének multiplikátora 0,3 és 1,5 közé, miközben az alacsony jövedelműek transfereinek (munkanélküliségé, szociális támogatások) multiplikátora 0,4 és 2,1 közé eshet. Ezzel egybevág Zandi becslése, aki szerint a magas jövedelműek adócsökkentésének multiplikátora 0,3 körüli, az alacsony és közepes jövedelműek adócsökkentésének multiplikátora 1-1,3 körüli, a transfereké pedig 1,6-1,8 körüli. (Zandi nem intervallumokat közöl, hanem több hasonló intézkedéshez különböző pontbecslést rendel.)

Ezekből a becslésekből az is következik, hogy ha egy országban nincs lehetőség nettó költségvetési lazításra, akkor is lehet mód olyan költségvetési szempontból semleges csomag összeállítására, amelynek gazdaságélénkítő hatása van. Természetesen ezeknél a becsléseknél figyelembe kell venni, hogy a rövid távú gazdaságélénkítésre vonatkoznak. A hosszú távú – jobb konjunktúra melletti és a gazdaság szereplőinek alkalmazkodása utáni – hatások ettől minőségileg eltérhetnek.

A költségvetési élénkítés hatásosságában a gazdaság ciklikus pozícióján kívül egyéb tényezők is szerepet játszanak. Így az élénkítés hatásosabb nagy gazdaságok

¹⁵ Az amerikai élénkítő csomaggal (*stimulus*) kapcsolatos vitát végigkísérte egy, a téma átpolitikáltságát tükrözően túlfűtött, személyeskedésig menő, elsősorban a napilapok véleményrovatóiban, illetve a blogszférában folytatott diskurzus. Az élénkítő csomag hatástalanságát hirdetőik (Robert Barro, John Cochrane, Arthur Laffer) meredeken emelkedő kamatokat és gyors költségvetési katasztrófát vizionáltak a válságot enyhítő fiskális élénkítés nyomán. Cochrane [2011] tanulmánya példa ezen érvek formálisabb kifejtésére. A vita másik oldalán álló hangadó közgazdászok (többek között Paul Krugman és Brad DeLong) az ilyesféle félelmeket eltúlzottnak, míg az élénkítő csomagot szükségesnek, vagy éppen a szükségesnél kisebbnek tartották. A csomag kidolgozásában is részt vett Christina Romer, tanulmánya (Romer [2011]), valamint a DeLong-Summers [2012] példa az élénkítés mellett érvelők érveinek alaposabb kifejtésére. Az óvatoskodók félelmei mindmáig valóban nem tűnnek megalapozottnak.

esetében, mint kisebbékében. Mivel a kisebb gazdaságok kereskedelmének nagyobb hányada nemzetközi, a költségvetési élénkítés pozitív hatásai nagyobb arányban gyűrűznek át az országhatárokon. Ebből az is következik, hogy egy sok kis ország alkotta közös piacon, mint az Európai Unió, a költségvetési politikák koordinációjával hatásosabb élénkítés alakítható ki.

Az országok költségvetési politikája természetesen nemcsak a döntéshozók preferenciáitól függ, és nem is csak attól, hogy az adott helyzetben mennyire hatásos a költségvetési élénkítés, hanem attól is, hogy a külső adottságok milyen politikára adnak lehetőséget. Külső adottságok általi korlátozást jelenthetnek alkotmányos költségvetési szabályok, egyéb intézményi adottságok, az államadósság mértéke és nem utolsósorban a piaci bizalom az állam jövőbeli fizetőképességében.

A válság előrehaladtával jelentős különbségek alakultak ki az országok fizetőképességének piaci megítélése között. Egyes országok, mint az Egyesült Államok, Japán és Németország, korábban ritkán látott alacsony kamatok mellett képesek megújítani adósságukat, míg elsősorban egyes euróövezeti tagországok az adósságspirál közelébe kerültek. Ez a folyamat egyrészt a minőségi befektetésekbe való menekülést tükrözi, másrészt pedig az országok adóssága, valamint az intézményi és politikai feltételek közti különbségeket. A legfontosabb tényező az, hogy az euróövezet tagországaiban kétséges, hogy létezik-e „végső hitelező” (*lender of last resort*). Azokban az országokban, ahol van lehetőség saját monetáris politika folytatására, ezt a szerepet a jegybank látja el. Az euróövezet intézményi felépítésében az Európai Központi Bank ezt a szerepet csak korlátozottan látja el, így egy potenciális adósságválság esetén a válságkezelésre ezeknek az országoknak kevesebb eszközük van, mint a saját monetáris politikával rendelkező országoknak (*Greenlaw és szerzőtársai* [2013]).

Számos tanulmány elemezte, hogy a feltörekvő és fejlődő országok költségvetési politikája (a fejlettekével ellentétben) prociklikus, vagyis nem tompítja, hanem felerősíti a gazdasági ingadozásokat. Ezt a jelenséget az elemzők kétféle okkal magyarázták. Az egyik ok ebben az esetben is a minőségbe való menekülés: a feltörekvő országok számára éppen válságok idején nehezül meg a tőkepiacokhoz való hozzáférés, és így válságok idején megszorításra kényszerülnek. A prociklikus költségvetési politika másik okát az elemzések a fejlődő és feltörekvő országok gyengébb intézményeiben, illetve a gazdaságpolitika hibáiban keresték. Eszerint ezekben az országokban fellendülés idején, amikor magasak az adóbevételek, a politikai nyomás miatt ezeket állami többletkiadásokra fordítják, és nem arra, hogy nehéz időkben megkönnyítsék a gazdaság alkalmazkodását.

Frankel és szerzőtársai [2013] azt a kérdést vizsgálta, hogy kinövik-e a fejlődő és feltörekvő gazdaságok a prociklikus költségvetési politikát. Elemzésük szerint 2000 előtt csaknem minden fejlett ország anticiklikus, és csaknem minden fejlődő ország prociklikus költségvetési politikát folytatott. A 2000 óta eltelt évtizedben viszont a szerzők szerint a fejlődő és feltörekvő országok mintegy egyharmada „kinötte” a prociklikus, destabilizáló költségvetési politikát, s az országok sikerét elsősorban az intézmények minősége magyarázza. Ezt az összefüggést Chile esetén *Frankel* [2011] elemzi részletesen. Szerinte Chile 2000-ben és 2006-ban meghozott költségvetési reformjai teremtették meg a változás lehetőségét. Ezekben a reformokban Chile a

hivatalos gazdasági előrejelzést független intézményre bízta, és olyan költségvetési szabályt foglalt törvénybe, amely maga is anticiklikus, vagyis visszaesések idején nagyobb mozgásteret enged, mint fellendülések idején.

Egyéb gazdaságpolitikai eszközök

A gazdaságpolitika egyéb eszközeit csak vázaltszerűen tekintjük át.

1. *Rendkívüli és ideiglenes munkahelymegtartó intézkedések.* Számos ország élt a válság első időszakában olyan eszközökkel, amelyek azt célozták, hogy a vállalatok visszafogják az elbocsátásokat. Ezeket az eszközöket gyakran a munkaadók és munkavállalók képviselőivel egyeztetve hozzák meg. Az ilyen eszközök értelme, hogy a legmélyebb visszaesés hónapjaiban megkímélik a gazdaságot a további elbocsátások okozta lavinahatástól. Ezek az eszközök általában nem alkalmazhatók egy-két éves időtávon túl, mert ennyi időre a vállalatoknak már nem éri meg elhalasztani a szükségesnek tűnő alkalmazkodási lépéseket. Az ilyen intézkedésekről *Elek-Scharle* [2010] nyújt rövid áttekintést.

2. *Adósmentés a jelzáloghitellel rendelkező háztartások körében, az ingatlanpiac megtámasztása.* Az adósmentés célja kettős lehet: egyrészt az érintett háztartások terheinek könnyítése, aminek hatása többletfogyasztásban jelenhet meg, másrészt az ingatlanpiaci áresés lassításán vagy megállításán keresztül a közvetlenül nem érintett háztartások mérlegének javítása. (Az ingatlanárak megtámasztását a program azáltal érheti el, ha csökkenti a kényszerárverések számát.)

Az ilyen programok megalkotásánál kihívást jelent a programok célzottságának meghatározása: a programnak akkor van a legnagyobb hatása, ha olyan háztartásokra összpontosít, amelyek a fizetőképesség határán vannak. Ezzel szemben nem jól célzott az a program, amely azoknak is segít, akik az adósságterhüket amúgy is viselni tudnák, illetve azoknak, akik a program ellenére sem tudják visszafizetni adósságukat (vagy akiknek nem érdemes, mert az ingatlanjuk áránál jóval többel tartoznak). Az Egyesült Államokban 2009-ben készült program a fizetőképesség és megmenthetőség határán lévő jelzáloghitelek megsegítésére, de a programot igen kevesen vették igénybe.

3. *A potenciális növekedés ütemének emelését célzó strukturális reformok.* A válság által legjobban érintett országokban igen szűk tere maradt a válságkezelésnek. Ezekben az országokban, elsősorban az euróövezet peremén, a költségvetésnek (akár bankmentések költsége, akár korábbi kiköltekezés miatt) alig maradt mozgáster, hogy a mérlegalkalmazkodás terhét viselő háztartások és vállalatok kieső keresletét pótolja. A gyenge külső kereslet és a valutaövezeti társakhoz képest a 2000-es években romló árversenyképesség mellett az export sem jelenthetett könnyű kiutat.

Ezekben az országokban – részben a nemzetközi mentőcsomagok feltételeként – számos strukturális reformot vezettek be, amelyektől a termelékenység és versenyképesség hosszú távú javulását várják. A strukturális reformok egyik csoportját a termékpiaci reformok jelentik: a verseny erősítése olyan szektorokban, ahol az adott országban piaci kudarcok figyelhetők meg (monopólium, túlzott reguláció).

A strukturális reformok másik csoportját a munkapiaci reformok jelentik: ez a dél-európai országokban elsősorban a munkapiac szegmentáltságának (a rövid távú és állandó szerződéssel rendelkező munkavállalók jogai közti jelentős különbség) csökkentését jelenti.

A reformok további csoportja a költségvetés fenntarthatóságát célozza: ez számos esetben a nyugdíjazás szabályainak vagy a munkanélküli-ellátás szigorítását jelentette. Az ilyen strukturális reformokról heves viták zajlottak mind a közgazdászok között, mind pedig a nyilvánosság előtt. Az intézkedések kritikusai azzal érvelnek, hogy bár az intézkedések javíthatják a hosszú távú foglalkoztatást, rövid távon megszorító hatásúak, és csak mélyítik a válságot. A különböző szempontok mérlegeléséhez az euróövezet válságkezelésének szemszögéből lásd például *Barkbu és szerzőtársai* [2012] tanulmányát.

A pénzügyi válság és a mérlegalkalmazkodás hazai tanulságai

A magyar növekedési kilátásokra és a hazai gazdaságpolitika lehetőségeire vonatkozóan a következő tanulságokat vonhatjuk le.

1. A magyar gazdaság növekedési kilátásai sokáig visszafogottak maradnak. A pénzügyi válságok tapasztalatai alapján arra számíthatunk, hogy a kibocsátás tartósan elmarad a válság előtti trendtől, azaz a magyar gazdaság kibocsátása tartós szintbeli veszteséget szenvedhet el.

2. A belső kereslet tartós gyengülkedése az adósságleépítés természetes velejárója, ahogyan a tartósan visszafogott hitelezés egyensúlyi jelenség. A háztartások válság előtti túlzott eladósodása miatt a hitelkereslet középtávon is rendkívül alacsony szinten alakulhat.

3. A háztartások adósságállományának leépítését célzó kormányzati eszközök a nemzetközi példák alapján akkor tekinthetők sikeresnek, ha kellően célzottak, és nem okoznak túlzott terheket a pénzügyi közvetítőrendszernek. Ebből a szempontból a végtörlesztés nincs összhangban a legjobb nemzetközi gyakorlattal,¹⁶ az árfolyamgát-konstrukció pedig némiképp megkésettnek tekinthető, és egyelőre kevesen veszik igénybe.

4. A ciklikus visszaesés tompítását célzó gazdaságpolitika lehetőségei erősen korlátozottak. A globális pénzügyi válság egyik markáns velejárója, hogy a tőke a biztonságosnak ítélt eszközök felé fordul. Ebben a helyzetben a monetáris politika kamatemeléssel, illetve a magas kamat tartásával ellensúlyozhatja a hazai fizetőeszközre nehezedő nyomást (ezt figyelhettük meg többek között Magyarországon is a válság első szakaszában). Erre nálunk azért is volt szükség, mert a hazai szereplők magas devizaadósága miatt az árfolyam hirtelen és erőteljes gyengülése óriási nyomás alá helyezte volna a háztartásokat és a vállalatokat, valamint a bankrendszert. Így a magyar monetáris politika akkor is kamatemelésre kényszerült (2009-ben és 2011 végén is), amikor a ciklikus helyzet stabilizálása a kondíciók lazítását indokolta volna.

¹⁶ A végtörlesztés tapasztalatait nemzetközi összehasonlításban elemzi az IMF [2012b].

5. A magyar monetáris politikai lehetőségeit a globális likviditás számottevő bővülése igencsak kitágította. 2012-től úgy kerülhetett sor érdemi kamatcsökkentésre, hogy az árfolyam drasztikusan nem gyengült. Mivel azonban az árfolyam a válság előtti időszakhoz képest tartósan és érdemben leértékelődött, a devizahitelek problémája a kormányzat eddigi adósmentő intézkedései mellett is súlyos teher maradt.

6. A költségvetési politika szintén nehéz helyzetben volt. Egyfelől a válságot megelőző időszak erősen „prociklikus” (a kedvező konjunktúrát nem ellensúlyozó, hanem túlköltekező) gyakorlata nem teremtett tartalékot az „anticiklikus”, stabilizáló politikához. A magyar gazdaságot magas adósságszinttel és rossz folyó államháztartási mutatókkal érte el a válság, és ez erősen korlátozta a költségvetési kiengedés lehetőségét.

7. A 2010 óta megvalósított erőteljes költségvetési lépések a nemzetközi empirikus irodalom alapján a lehető legkevésbé lehetnek alkalmasak a gazdaság élénkítésére. Ennek elsősorban az az oka, hogy a jövedelmi újraelosztás mértéke csökkent, az adó- és támogatási rendszeren keresztül kiengedések elsősorban az alacsony fogyasztási határhajlandóságú magas jövedelműeket célozták, míg a visszafogások és megszorítások a magas fogyasztási rátával rendelkező szegényebbeket.

8. A nemzetközi irodalom tapasztalatai alapján a hosszú távú fenntarthatóságot célzó, úgynevezett strukturális (kínálatoldali) politikák alkalmasak lehetnek a jövőbeli sokkokkal szembeni ellenálló képesség fokozására, de a válságban (a keresleti korlátok dominanciája mellett) viszonylag kevésbé képesek a gazdasági teljesítmény ösztönzésére. A magyar munkapiac a válságban rugalmasabbá vált az elmúlt években, ez azonban nem vezetett el sem a foglalkoztatás emelkedéséhez, sem a bérversenyképesség látható javulásához. A termékpiaci intézkedések pedig összességében nem javították a magyar gazdaság versenyképességét.

9. A stabilizáció során mind a költségvetési, mind a monetáris politika mozgásterét, mind pedig a külföldi beruházásokat növelheti a gazdaságpolitika kiszámíthatósága. A kiszámíthatóság érdekében a válságban számos ország alakított ki független költségvetési tanácsot. A legjobb nemzetközi gyakorlat szerint e független intézményeknek nincsenek jogkörei, de elemzői kapacitásaik igen erősek – így például lehetőség nyílik arra, hogy független intézmény készítse a költségvetés alapjául szolgáló gazdasági előrejelzéseket. Magyarországon a gazdaságpolitika kiszámíthatósága és a független intézmények hitelességet is célzó megerősítése egyelőre inkább a kihívások, mint az eredmények közé sorolandó.

Hivatkozások

- ABIAD, A.–BALAKRISHNAN, R.–BROOKS, P. K.–LEIGH, D.–TYTELL, I. [2009]: What's the damage? Medium-term output dynamics after banking crises. IMF Working Paper, No. 09/245. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09245.pdf>.
- ADRIAN, T.–SHIN, H. S. [2010]: Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 19. No. 3. 418–437. o.
- AYUSO, J.–PÉREZ, D.–SAURINA, J. [2004]: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13. No. 2. 249–264. o.

- BARKBU, B.–RAHMAN, J.–VALDÉS, R. [2012]: Fostering Growth in Europe Now. IMF Staff Discussion Note, 12/07.
- BERNANKE, B. S.–BLINDER, A. S. [1988]: Credit, Money, and Aggregate Demand. *American Economic Review*, Vol. 78. No. 2. 435–439. o.
- BERNANKE, B. S.–GERTLER, M. [1989]: Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*, Vol. 79. No. 1. 14–31. o.
- BERNANKE, B. S.–GERTLER, M.–GILCHRIST, S. [1996]: The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 78. No. 1. 1–15. o.
- BERNANKE, B. S.–GERTLER, M.–GILCHRIST, S. [1999]: The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Megjelent: *Taylor, J. B.–Woodford, M.* (szerk.): *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier, Amszterdam, Vol. 1. 1341–1393. o.
- BORDO, M. D.–HAUBRICH, J. G. [2012]: Deep recessions, fast recoveries, and financial crises: evidence from the American record. NBER Working Paper, No. 18194.
- BORIO, C.–FURFINE, C.–LOWE, P. [2001]: Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. BIS Background Paper, 1.
- BOYD, J. H.–KWAK, S.–SMITH, B. [2005]: The real output losses associated with modern banking crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37. No. 6. 977–999. o.
- CALVO, G. A. [1998]: Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics* 1. No. 1. 35–54. o.
- CBO [2012]: Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from January 2012 to March 2012. Congressional Budget Office (CBO), május, <http://www.cbo.gov/publication/43274>.
- CERRA, V.–SAXENA, S. C. [2008]: Growth dynamics: the myth of economic recovery. *American Economic Review*, Vol. 98. No. 1. 439–457. o.
- COCHRANE, J. [2011]: Understanding policy in the Great Recession: Some unpleasant fiscal arithmetic. *European Economic Review*, Vol. 55. No. 1. 2–30. o.
- DELL'ARICCIA, G.–DETRAGIACHE, E.–RAJAN, R. [2008]: The real effect of banking crises. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17. No. 1. 89–112. o.
- DELONG, J. B.–SUMMERS, L. H. [2012]: Fiscal policy in a depressed economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 44. No. 1. 233–297. o.
- DEVLIN, W.–MCKAY, H. [2008]: The macroeconomic implications of financial 'deleveraging'. *Economic Roundup*, Australian Treasury. http://archive.treasury.gov.au/documents/1451/PDF/05_Financial_deleveraging.pdf.
- ELEK PÉTER–SCHARLE ÁGOTA [2010]: Válságintézkedések a munkapiacra. Megjelent: *Fazekas Károly–Molnár György* (szerk.): *Munkaerőpiaci tükör 2010*. MTA KTI–Országos Foglalkoztatási Közalapítvány, Budapest, 78–80. o.
- ENDRÉSZ MARIANN–GYÖNGYÖSI GYŐZŐ–HARASZTOSI PÉTER [2012]: Currency mismatch and the sub-prime crisis: firm-level stylised facts from Hungary. MNB Working Paper, 2012/8.
- FÁBIÁN GERGELY–MÁTRAI RÓBERT [2012]: A nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazása. MNB Szemle, június, 14–23. o.
- FELCSER DÁNIEL–KÖRMENDI GYÖNGYI [2010]: Bankválságok nemzetközi tapasztalatai: kezelési eszközök és makrogazdasági következmények. MNB Szemle, június, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_201006/felcser_kormendi_mnbszemle_0623.pdf.
- FISHER, I. [1933]: Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, Vol. 1. No. 4. 337–357. o.

- FRANKEL, J. A. [2010]: Monetary policy in emerging markets: A survey. NBER Working Paper, No. 16125.
- FRANKEL, J. A. [2011]: A Solution to Fiscal Procyclicality: The Structural Budget Institutions Pioneered by Chile. NBER Working Paper, No. 16945.
- FRANKEL, J. A.–VÉGH, C. A.–VULETIN, G. [2013]: On graduation from fiscal procyclicality. *Journal of Development Economics*, Vol. 100. No. 1. 32–47. o.
- FRANKEL, J. A.–ROSE, A. K. [1996]: Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal of International Economics*, Vol. 41. Vol. 3–4. 351–368. o.
- FURCERI, D.–MOUROUGANE, A. [2012]: The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 34. No. 3. 822–832. o.
- GREENLAW, D.–HAMILTON, J. D.–HOOPER, P.–MISHKIN, F. S. [2013]: Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy. Kézirat, http://econweb.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF13_final.pdf.
- HUTCHISON, M. M.–NOY, I. [2005]: How Bad Are Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37. No. 4. 725–752. o.
- IMF [2012a]: World Economic Outlook, October 2012. International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx>.
- IMF [2012b]: Hungary: 2011 Article IV Consultation and Second Post-Program Monitoring Discussions. IMF Country Report, No. 12/13.
- KAMINSKY, G. L.–REINHART, C. M. [1999]: The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, Vol. 89. No. 3. 473–500. o.
- KANNAN, P.–SCOTT, A.–TERRONES, M. [2009]: From recession to recovery: How soon and how strong? *World Economic Outlook*, 103–138. o.
- KASHYAP, A. K.–STEIN, J. C. [2000]: What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy? *American Economic Review*, Vol. 90. No. 3. 407–428. o.
- KIYOTAKI, N.–MOORE, J. [1997]: Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, Vol. 105. No. 2. 211–248. o.
- KOO, R. C. [2003]: Balance sheet recession: Japan's struggle with uncharted economics and its global implications. Wiley, Hoboken, NJ.
- KOO, R. C. [2011]: The world in balance sheet recession: Causes, cure, and politics. *Real-world Economic Review*, No. 58. 19–37. o.
- KREKÓ JUDIT–BALOGH CSABA–LEHMANN KRISTÓF–MÁTRAI RÓBERT–ULAI GYÖRGY–VONNÁK BALÁZS [2012]: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. MNB-tanulmányok, 100.
- KRUGMAN, P. [1999]: Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*, Vol. 6. No. 4. 459–472. o.
- LEHMANN KRISTÓF [2012]: A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai. MNB Szemle, június, 24–30. o.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2008]: Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison. NBER Working Paper, No. 13761.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2009]: This time is different: Eight centuries of financial folly. Princeton University Press, Princeton NJ.
- ROMER, C. D. [2011]: What do we know about the effects of fiscal policy? Separating evidence from ideology. A Hamilton College-ban 2011. november 7-én tartott előadás írott változata, <http://eml.berkeley.edu/~cromer/Written%20Version%20of%20Effects%20of%20Fiscal%20Policy.pdf>.

- ROSENBERG, C.–HALIKIAS, I.–HOUSE, B.–KELLER, C.–NYSTEDT, J.–PITT, A.–SETSER, B. [2005]: Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises. IMF Occasional Paper, 240. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- RUSCHER, E.–WOLFF, G. B. [2012]: Corporate balance sheet adjustment: stylized facts, causes and consequences. EC DG ECFIN, European Economy, Economic Papers, 449. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/ecp449_en.htm.
- SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [2011]: Fire Sales in Finance and Macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25. No. 1. 29–48. o.
- VAN DEN HEUVEL, S. J. [2002]: Does bank capital matter for monetary transmission? *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 8. No. 1. 259–265. o.
- VÉGH, C. A.–VULETIN, G. [2012]: Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets. NBER Working Papers, No. 18175.
- VIENNA INITIATIVE [2013]: CESEE Deleveraging Monitor, január. <http://vienna-initiative.com>.
- ZANDI, M. [2009]: The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act. Október 29. <https://www.economy.com/mark-zandi/documents/JEC-Fiscal-Stimulus-102909.pdf>.
- ZANDI, M [2010]: Using Unemployment Insurance to Help Americans Get Back to Work: Creating Opportunities and Overcoming Challenges. Testimony Before the Senate Finance Committee. Április 14. <http://www.finance.senate.gov/hearings/hearing/?id=868a8e37-5056-a032-5297-a991437cea80>.