

A világválság és Kelet-Európa

PAUL MARER

*A 2007-től 2009-ig tartó világválságot három, egymással kölcsönhatásban álló és egymást erősítő válságként értelmezi a szerző: pénzügyi, likviditási és reálgazdasági válságként, amelyek okait és következményeit tárgyalja a cikk. A kelet-európai reálgazdaságokat egyidejűleg – habár eltérő mértékben – három egymással összefüggő külső sokkhatás érte: a globális pénzügyi és likviditási válság, amely a vállalkozások és a háztartások számára folyósított külföldi és hazai hitelek súlyos korlátozásához vezetett; a tőkebeáramlás drámai csökkenése, amely mind a befektetéseket, mind a hiteleket visszafogta; és az exportjuk iránti csökkenő kereslet, amely igen gyors negatív hatást fejtett ki a kelet-európai országok GDP-jére és foglalkoztatottságára. Hogy e sokkok különböző módon és mértékben hatottak a tíz EU-tag kelet-európai országra, azt magyarázza a valutarendszerük különbsége, lakosságuk devizaeladósodásának mértéke és kormányaik krízis előtti fiskális és monetáris politikájának minősége. Mivel Nyugat-Európa gazdasági gyógyulása és középtávú növekedése valószínűleg lassú lesz, ezért a kelet-európai országoknak szükségük lesz arra, hogy a jövőben jobban támaszkodjanak olyan belső forrásból fakadó tényezőkre, melyek jobb kihasználásával tudják majd termelékenységük színvonalát és nemzetközi versenyképességüket erősíteni.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G01, G15, G21.

* A cikk *Magas István* (szerk.): Világgazdasági válság 2008–2009 című tanulmánykötetben megjelent írás átdolgozott változata. (AULA, Budapest, 2009)

Hálás köszönettel tartozom e tanulmány korábbi változatához fűzött értékes megjegyzéseierért a CEU Business Schoolban dolgozó kollégáimnak: *Bögel Györgynek, Búti Krisztinának, Numan Ulkunak és Urbán Lászlónak*, valamint *Oblath Gábornak* (Költségvetési Tanács), *Árvai Zsófiának* (World Bank) és *Prof. Hans-H. Bleuelnek* Düsseldorfban. A fordításhoz nyújtott segítségért *Jakab Enikőnek* és *Landau Editnek* hálás vagyok. Az esetlegesen előforduló ténybeli vagy értelmezési tévedésekért a szerző vállalja a felelősséget.

Paul Marer, PhD, az International Economics and Business, CEU Business School professzora, Budapest. E-mail cím: Marerp@ceubusiness.org

E cikk vizsgálatának középpontjában Kelet-Európa áll. Először mégis azt foglalom össze, hogyan látom a világválság okait és a kilábalást elősegítő intézkedéseket (amelyeket az USA-ban, illetve Európában már bevezettek, vagy még szükség lenne bevezetésükre. Ez a rövid elemzés önmagában is hasznos lehet, valódi célja azonban az, hogy a kelet-európai események elemzéséhez háttérinformációként szolgáljon. További háttérrel jelent a kelet-európai országok néhány alapvető hasonlóságának és különbségének elemzése; ez különösen ahhoz fontos, hogy megértsük, miért hatott a válság eltérően ezekre az országokra. Ezután azokkal a csatornákkal foglalkozom, amelyek közvetítésével a világválság a kelet-európai országokba eljutott. Megvizsgálom azt is, hogy mit tettek a régió országai e hatások enyhítése érdekében. Az utolsó részben a régióra vonatkozó prognózis, illetve az ezen alapuló, főként a kelet-európai hatóságoknak szóló javaslatok találhatóak.

HÁROMFÉLE VILÁGVÁLSÁG: OKOK ÉS MEGOLDÁSOK

A 2007-től 2009-ig tartó világválságot három egymással kölcsönhatásban álló és egymást erősítő válságként kell kezelni. Egyrészt *pénzügyi válságként* (a pénzügyi intézmények hirtelen tömegesen nem teljesítő eszközöket találtak a mérlegükben), másrészt *likviditási válságként* (a hitelezés hirtelen megszűnt, vagy a hitelek jelentősen megdrágultak), végül *realgazdasági válságként* (a termelés jelentősen csökkent és a munkanélküliség növekedett). Az áttekinthetőség érdekében a háromféle válság okait és következményeit egymás után tárgyalom, annak ellenére, hogy valójában a folyamatok időben átfedik egymást.

A globális pénzügyi válság

A globális pénzügyi válság létrejöttében három egymással összefüggő tényező játszott fő szerepet.

1. *Tartós globális egyensúlyhiány egyrésztől Ázsia, másrésztől Észak-Amerika és Európa megtakarításaiban, amelyet az Egyesült Államok alacsony, illetve negatív reálkamatai tovább fokoztak.*

A tartós egyensúlyhiány ebben az évtizedben alakult ki Kína és a többi ázsiai fejlődő gazdaság gyors növekedésének és a lakosság egyre növekvő jövedelméből származó szokatlanul nagy megtakarításainak következtében. Németország és Japán szintén nettó megtakarítók voltak. Ehhez a folyamathoz hozzájárult a világgazdaság 1992 óta tartó zavartalan növekedése és a természeti erőforrásokból (például az olajból és nyersanyagokból) származó új vagyonok létrejötte. Összességükben ezek a tervezett globális befektetésekhez képest a tervezett globális megtakarítások többletéhez vezettek, ami a hosszú távú kamatlábak drasztikus csökkenését okozta. Az Egyesült Államokban ezt a folyamatot még erősítette, hogy a jegybank monetáris

politikájának köszönhetően a bankok igen alacsony vagy negatív reálkamatokkal tudtak forráshoz jutni.¹

A többletmegettarítás jelentős részét elnyelték azok a fejlett nyugati országok, ahol az igények azonnali kielégítésére épülő szemlélet arra ösztönözte a társadalmat, hogy többet fogyasszon, mint amennyit megtermel. Ennek egyik jelentős megnyilvánulása az USA óriási és tartós folyó fizetésimérleg-hiánya. Kelet-Európa is hasonlóan viselkedett, mivel mind a lakosságot, mind a kormányokat erősen motiválta a nyugat-európai életszínvonalhoz való gyors felzárkózás igénye, amelyet termelékenységük növekedési üteme nem indokolt.

2. A fejlett nyugati országokban olyan új bank típusú pénzügyi eszközök és ösztönzők jelentek meg és terjedtek el nagy tempóban, amelyek egyes személyeket, illetve pénzügyi intézményeket nagy vagyonokhoz juttattak, miközben az egész pénzügyi rendszert fenyegető, időzített bombát hoztak létre.

Amikor a kötvényhozamok, majd ezt követően a részvényhozamok is csökkentek, a befektetők olyan lehetőségeket kerestek, amelyeket képesnek vélték a korábbi magas hozamok produkálására. Megoldásként kínáltak az úgynevezett „alternatív befektetések” (például az ingatlanok és az ehhez kötött értékpapírok, a hedge fundok, a kockázati tőke, a derivatív pénzügyi termékek és a határidős nyersanyagpiacok). A pénzügyi guruk átláthatatlan, szabályozatlan pénzügyi eszközöket hoztak létre, ezeket becsomagolták, majd kereskedtek velük, gyakran igen magas tőkeáttétellel, amely elérte vagy meg is haladta a 30:1 arányt.² A kereskedőket pedig a bankokban, a hedge fundokban, illetve más pénzügyi intézetekben olyan bónuszokkal ösztönözték a spekulációra, amelyek siker esetén jelentős pénzügyi nyereséggel kecsgettettek, bukás esetén viszont csak mérsékelt személyes kockázatot jelentettek. Mindezek hatására a pénzügyi rendszert széles körben jellemezte az ún. „erkölcsi kockázat” (Binder, 2009).

Az új spekulációs eszközök, a magas tőkeáttétel és a kereskedelmi ösztönzők egy ideig valóban magas nyereséget hoztak a pénzügyi szektornak, ugyanakkor közrejátszottak a pénzügyek történelmének egyik legnagyobb eszkozbuboréka kialakulásában. Egy találó megfogalmazás szerint: „[E folyamatot] támogatták például azoknak a jelzáloghiteleknek a kibocsátói, akiknek nem számított a hitelek minősége; a befektetési bankok, akik becsomagolták és értékpapírosították ezeket a hiteleket; a hitelminősítők, akik megfeledeztek a gravitáció alapvető törvényeiről; és a vásárlók, akik olyan értékpapírokat vettek, amelyek rizikóit nem is voltak képesek megérteni”. (Golub, 2008, A17. o.)

¹ Amikor az internetbuborék kipukkant 2000 végén, a Fed 6,5 százalékról 3,5 százalékra csökkentette a kamatlábat. A 2001. szeptember 11-i terrortámadást követően a Fed folytatta a kamatlábak csökkentését, amely 2002 júliusában elérte az 1 százalékot, és még egy évig tartotta az elmúlt 50 év legalacsonyabb szintjét. Az elkövetkező 31 hónapban az inflációhoz igazított rövid távú kamatláb negatív maradt (Soros, 2008, xiv–xv. o.).

² A tőkeáttétel a kockázatos eszközök – többnyire hitelek – aránya a saját tőkéhez képest. Például a 25 az 1-hez arány azt jelenti, hogy 25 dollár értékű hitelt 1 dollár saját tőke fedez.

3. Az 1. és 2. pontban említett események kibontakozása közben a szakpolitikusok és a felügyeleti szervek nem léptek közbe. Az Egyesült Államok kormánya például az ingatlanpiaci konjunktúra egyik előmozdítója volt, és a felügyeleti szervek sem állították meg a buborék növekedését. A kamatok pedig túl sokáig voltak túlságosan alacsonyak, ami túlzott hitelfelvételhez vezetett. Az ún. bázeli nemzetközi szabályozás nem írt elő megfelelő tőkekövetelményeket a bankok jelzáloghitelezéshez kapcsolódó kötvénykötelezettségeire, így azok hatalmas portfóliókat halmoztak fel, amelyek nagy része a buborék kipukkanása után fertőzött eszközzé vált. Az amerikai pénzügyi intézményeket kilenc, egymástól függetlenül működő felügyeleti szerv ellenőrzi, azonban ezek egyike sem felelős az átfogó és a pénzügyi rendszer egészét érintő kockázatokért. A banki szabályozás Európában pedig országonként különbözik, és annak ellenére sincs összehangolva, hogy a legfontosabb pénzügyi intézmények regionálisak vagy globálisak. Mivel sem az Egyesült Államokban, sem Európában nem készült vészforgatókönyv egy pénzügyi válság kezelésére, az első reakciók esetlegesek és *többnyire a helyzetnek nem megfelelő* próbálkozások voltak.

A globális likviditási válság

A gazdaság egészére nézve a likviditási válság két tényező együttes megjelenését jelenti. Az egyik az, hogy egyes komplex hitelek megtestesítő értékpapírok piacai eltűnnek, vagyis a *piaci likviditás* megszűnik. A másik, hogy a hitelezők sokkal kevesebb hitelt nyújtanak, vagy a hitel kamata hirtelen megugrik, vagy akár le is áll a gazdaság hitelezése, vagyis a *hitelezési likviditás* kiszárad. Nagyon sok bank függ a bankközi hitelpiacról, ahonnan rövid távú tartozásaik fedezéséhez szükség esetén forráshoz jutnak. A vállalatok is számolnak rövid távú kötelezettségeik teljesítéséhez mindkét hiteltípus elérhetőségével. A hitelezés radikális csökkenése ezeken a piacon az egész gazdaságra kiterjedő hullámokat indított el, amelyek először a vállalatok sokaságánál okoztak likviditási válságot, később pedig a háztartásokra, majd a reálgazdaságra hatottak.

A globális pénzügyi válság – amelynek hatására nagynevű pénzintézetek sorának kellett szembenéznie a bukott hitelek és egyéb, úgynevezett „nem teljesítő eszközök” tömegével – automatikusan gyengítette a pénzügyi rendszer likviditását. A problémát azonban tovább súlyosbította, hogy 2008 szeptemberében az USA pénzügyminisztériuma és jegybankja együttesen egy a helyzetnek nem megfelelő döntéssel hagyta, hogy a Lehman Brothers – a pénzügyi rendszer szempontjából meghatározó jelentőségű befektetési bank – csődbe menjen. Mindez nem sokkal az után történt, hogy a kormány a Bear Sterns – egy másik befektetési bank –, valamint a világ legnagyobb biztosítási cége, az AIG megsegítésére sietett. A Lehman bank csődjét megengedő döntés következményei azért bizonyultak rendkívül súlyosaknak, mert nemcsak a Lehman tulajdonosait és befektetőit érte hatalmas veszteség, hanem ügyfeleik ezreit is.

Az a döntés, hogy a Lehman csődjét nem akadályozták meg egy olyan pillanatban, amikor a pénzügyi válság hatására a világ pénzintézetei meginogtak, jelentős

bizonytalanságot teremtett a hitelkockázatokat illetően, és a hitelpiacok befagyásához vezetett. E válsághelyzetben senki nem akart bankokba befektetni, sem ezeknek kölcsönözni, és a bankok sem kölcsönöztek egymásnak. Így indított el a Lehman összeomlása súlyos globális likviditási válságot, amely kritikussá tette a hitelre támaszkodók 2007 augusztusa után már amúgy is nehéz helyzetét.

A globális gazdasági válság

Ebben a helyzetben a bankok és a pénzügyintézetek gyakorlatilag leállították a magánszektor hitelezését, holott a hitel a reálgazdaság lételeme. Ahol pedig folytatódott a hitelezés, ott az csak megszigorított feltételek és jóval magasabb kamatok mellett történt. Ez egyike volt azoknak a folyamatoknak, amelyeken keresztül a globális pénzügyi válság megfertőzte a globális reálgazdaságot. A másik az a hatalmas vagyronveszteség volt, amely a magánszektorra érte a tőzsdék és más értékpapírpiacok összeomlásával: a nyugdíjalapok elvéreztek, az ingatlanárak pedig zuhantak. A gyengülő hitelezés és a vagyronveszteség kombinációja a fogyasztás és a beruházások csökkenését, a GDP zuhanását, valamint a munkanélküliség növekedését eredményezték, ezek pedig együttesen *globális reálgazdasági válsághoz* vezettek.

A háromféle – pénzügyi, likviditási és reálgazdasági – válság együtt és egymás hatását felerősítve vezetett az elmúlt hat évtized legsúlyosabb világméretű gazdasági kríziséhez.

Az alkalmazott válságkezelési módszerek

A 1929–1931-es évek válsága óta tapasztalt legsúlyosabb gazdasági krach arra kényszerítette a kormányokat, hogy egyszerre három fronton lépjenek: vállaljanak *nagyméretű költségvetési többletkiadásokat* (amíg a magánszektorban meg nem indul a fellendülés), *lazítsanak a monetáris politikán*, valamint *helyreállítsák a pénzügyi szektor stabilitását*.

A gazdaságot *költségvetési többletkiadással* támogatni aránylag könnyű, legalábbis azokban az országokban, amelyek elég nagyok és stabilak, valamint azokban a kisebb országokban, amelyek kormányai a konjunktúra idején nem rontották hitelképességüket folyamatos túlköltekezéssel. Nagy gazdasági visszaesés idején a szavazók többsége mindig is támogatta a deficit általi kereslet- és foglalkoztatásélénkítést.

Azt azonban tisztán kell látni, hogy az állami deficit és az államadósság rohamos növekedését 2008–2010 között mielőbb vissza kell majd fordítani. Ez pedig a költségvetési kiadások lefaragását és az adók emelését fogja jelenteni, amelyek viszont lelassítják a gazdasági növekedés ütemét.

A jegybank *monetáris politikájának lazítása* elsősorban azt jelenti, hogy csökkentik a jegybanki alapkamatot, hogy így ösztönözzék a hitelezést. A monetáris politikát azok az országok tudják felelősségteljesen lazítani, amelyek nem küzdenek erős inflációs nyomással vagy nagyméretű külső finanszírozási problémákkal. Amennyi-

ben a kamatlábakat már a 0 százalék közelébe csökkentették, és mégsem sikerült a kívánt hatást elérni, a jegybankok az ún. „mennyiségi lazításhoz” folyamodhatnak. Ennek keretében a pénzüzetektől vásárolhatnak eszközöket (például állampapírokat és vállalati kötvényeket) annak érdekében, hogy a pénzkínálat többlete a betétek növelésével serkentse a bankok hitelezési aktivitását, és ezzel élénkítse a gazdaságot. Tény azonban, hogy sok bank az ily módon könnyen megszerezhető forrásokat nem hitelek nyújtására, hanem tartalékai emelésére fordítja. Ez mindaddig így lesz, amíg a bankok mérlegében túl sok a fertőzött eszköz és ameddig a pénzüzetek komoly gazdasági bizonytalanságnak vannak kitéve. A recesszió elleni harmadik módszer problémája is korlátozza annak lehetőségét, hogy a monetáris politika lazításával a gazdaságot élénkíteni lehessen.

A *pénzügyi szektor egyensúlyának helyreállítása* szintén sürgős, végrehajtása azonban nehéz feladat. A második világháború óta 122 országban tapasztalt bankválság fő tanulsága az, hogy sem a fiskális élénkítés, sem a monetáris politika jelentős lazítása – akár külön-külön, akár együtt – nem tudja újraindítani a fenntartható növekedést anélkül, hogy a hatóságok helyre ne állítanák a pénzügyi szektor stabilitását.³ Ennek oka, hogy a bankok általában vonakodnak új hiteleket nyújtani mindaddig, amíg még vannak valós vagy potenciális nem teljesítő, illetve rossz hitelek a mérlegeikben. *Nouriel Roubini* [2009] szerint „[...] az igazi tőkeáttétel csökkentése még nem kezdődött meg, mert sok pénzüzet fertőzött hiteleit a kormányok ideiglenesen átvállalták, ami korlátozza a bankok hitelezési képességét, a háztartások vásárlói kapacitását, valamint a vállalatok befektetési lehetőségét”.

A pénzüzetek egyensúlyának helyreállítása nehéz, ennek egyik oka az, hogy a kormányoknak az adófizetők pénzéből nagy összeget kellene költeniük arra, hogy gyenge (fertőzött) eszközöket vásároljanak, valamint újratőkésítsék a bankokat és a többi pénzüzetet – amelyeket a lakosság a válság fő okozóinak tart –, ez pedig ellentmondásos és politikailag is nehéz művelet. Mivel a lakosság nagy része számára nem egyértelmű, hogy miért elkerülhetetlen a bankok és más pénzüzetek megsegítése, a törvényhozók inkább meghátrálnak attól, hogy megszavazzák azokat a hatalmas összegeket, amelyekre szükség lenne. Sok kormány ezért nem reagál azonnal vagy maradéktalanul. Azok viszont, amelyek cselekszenek, gyakran olyan terveket dolgoznak ki, amelyeknek megkérdőjelezhető aspektusai is vannak.⁴ A hatóságok ezért is nyomást gyakorolnak a magánbefektetőkre, hogy erősítsék a pénzüzetek tőkealapjait.

³ A közelmúltból a legjobb példa Japán egy évtizedig tartó stagnálása, amely az 1990-es években addig tartott, amíg a kormány meg nem tisztította a bankrendszert.

⁴ Egy példa erre az USA-ban az ún. „public/private partnership” befektetési program, ez azt jelenti, hogy a pénzügyminisztérium az adófizetők 100 milliárd dollárját, magánpénzekkel növelve, a fertőzött eszközök felvásárlására fordítja oly módon, hogy a kormány viseli a kockázat nagy részét, a magánbefektetők pedig jelentős nyereségre tehetnek szert. Egy másik példa a Németország által javasolt ún. „rossz bank” terv, amelynek célja, hogy „megvédje az adófizetőket”, de ami a *Financial Times* szerint „egyelőre úgy tűnik, hogy nem nagyon működik”. (*Financial Times*, 2009. május 12.)

KELET-EURÓPA: HASONLÓSÁGOK ÉS KÜLÖNBSÉGEK

Bár e cikk célja azon tíz posztszocialista ország vizsgálata, amelyek már az EU tagjai (EU-10), néhány esetben a régió más országait is bevonjuk az összehasonlításba; ezek illusztrálhatják a hasonlóságokat és a különbségeket az EU-10, illetve a régió többi országa között.

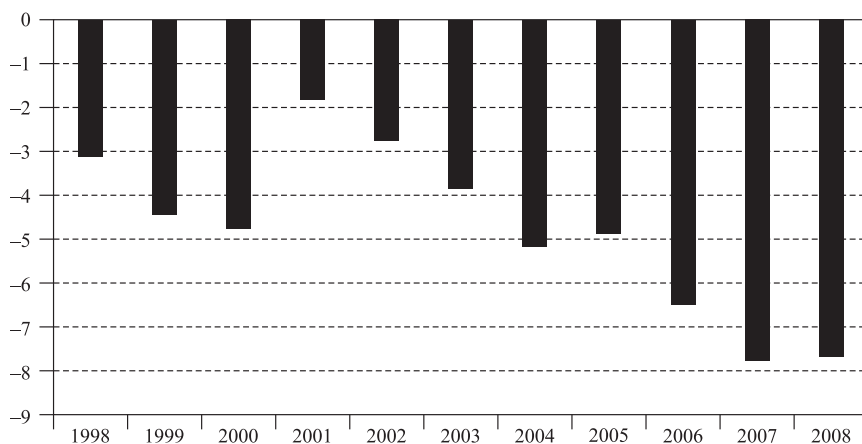
Hasonlóságok

Növekedési stratégiák

A kelet-európai országok sok tekintetben hasonló *növekedési stratégiát követtek*. 2008 őszéig az volt az általánosan elterjedt nézet, hogy a fenntartható növekedési/felzárkózási stratégia a kis és nyitott kelet-európai gazdaságok számára az export gyors növekedésén alapul, amelyet a folyamatos nettó tőkebeáramlás támogat. Ez a növekedési/felzárkózási modell azonban állandó folyó fizetésimérleg-deficittel jár (lásd az *1. ábrát*). Ez szükségképpen azt jelenti, hogy a nemzeti beruházások és megtakarítások egyenlege negatív. 2008 őszéig a deficiteket lelkesen finanszírozta a külvilág. Kelet-Európa a nagyméretű nettó működőtőke-beáramlás (FDI), portfólióbefektetéseken, valamint magán- és állami kölcsönökön keresztül jutott tőkéhez a likvid globális hitelpiacokról, a regionális és nemzetközi pénzintézetektől és az EU-támogatásból.

1. ábra

A tíz kelet-európai ország folyó fizetésimérleg-hiánya 1998–2008 között
(A GDP százalékában)



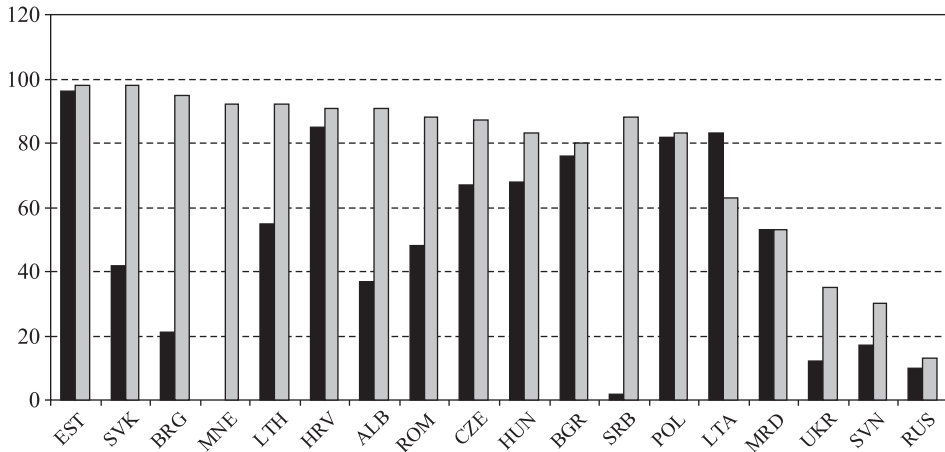
Forrás: Surányi [2009].

Ennek a növekedési stratégiának szerves része volt Kelet-Európa növekvő integrációja a globális gazdaságba. Az integráció Nyugat- és Kelet-Európa között azt jelentette, hogy egy tőkével relatíve szűkösen, de olcsó és jól képzett munkaerővel relatíve bőségesen rendelkező országcsoport integrálódik egy olyan régióba, amelyben relatíve bőségesen áll rendelkezésre a tőke és drága a munkaerő. Ezért gazdasági szempontból logikusnak tűnt a nyugatról keletre irányuló nagyfokú nettó tőkebeáramlás. Ennek eredményeként a termelékenység keleten gyorsabban nőtt, ami a reálkereseteket is növelte.

A régió bankszektora a tőkebeáramlás egyik jelentős közvetítőjeként működött, egyben Kelet-Európa nyugat-európai integrálódása példajaként is szolgált. Ezt jelzi, hogy a kelet-európai országokban a bankok nagyrészt külföldi, elsősorban nyugat-európai anyavállalatok tulajdonában állnak. 2006 végén a külföldi tulajdonú bankok részesedése az ország összes banki eszközének több mint kétharmadát tette ki a 2. ábrán bemutatott tizennyolc kelet-európai országból tizennégyben; több kelet-európai országban a részesedés megközelítette a 100 százalékot. Az EU tíz kelet-európai országa közül csak Szlovéniában volt a külföldi tulajdonú bankok részesedése 30 százalék körül.⁵ (Ukrajnában a részesedés megközelítette a 40 százalékot; Oroszországban 10 százalék körül volt.)

2. ábra

A külföldi tulajdonban lévő bankok követelése 2000–2006
(Az összes bankkövetelés százalékában)



Forrás: Árvai Zsófia et al. [2009], 6. o.

⁵ 2008 végétől a piaci részesedés aránya (az eszközök összessége) az állami többségű bankok, a külföldi tulajdonú bankok és a helyi magánbankok rendre 48, 30 és 22 százalékát tette ki. (Lásd: IMF Country Report on Slovenia. IMF, No. 09/160., 2009. május, 12. o.)

Az a tény, hogy a kelet-európai bankrendszer külföldi tulajdonban volt és van, fontos előnyökhöz juttatta ezeket az országokat (például: fejlett technológia, kockázatkezelési technikák és növekvő pénzügyi közvetítés), és ami a legfontosabb, könnyű hozzáférést biztosított a külföldi finanszírozáshoz. A külföldi bankok a tőkeáramlás fontos csatornáit voltak azzal, hogy a helyi bankokat felvásárolták vagy újakat alapítottak, majd később az anyabankok befektettek leányvállalataikba, vagy újabb összegeket folyósítottak, amelyeket fel tudtak használni a helyi magánszektor hitelezésére. Az ebből származó hitelkonjunktúra hozzájárult a kelet-európai jövedelmek gyors növekedéséhez, és ez elősegítette a konvergenciafolyamatot. A hitelek gyors növekedése jelentős profitot termelt az anyavállalatoknak 2007-ig, de 2008 óta sebezhetővé is tette őket; erre később még visszatérek.

Másik hasonlóság, hogy az elmúlt évtizedben a tízből kilenc kelet-európai ország többnyire felelősségteljes fiskális politikát folytatott, Magyarország és Lettország voltak a főbb kivételek. Magyarország költségvetési hiánya a fellendülés éveinek nagy részében – 2001 és 2007 között – magasabb volt a GDP százalékában, mint a régió többi országáé. 2007-re Magyarország államadóssága a GDP arányában elérte a 66 százalékot, 2009 elejére pedig 75 százalék körül volt. Magyarország konszolidált államadóssága (a sztenderd maastrichti kritérium alapján) a legmagasabb Kelet-Európában és egyike a legmagasabbaknak az EU-ban.⁶ Ez a helyzet jól mutatja, hova vezetett az ország politikusainak vonakodása a már régóta esedékes és égetően szükséges reformok folytatásától a szociális, a nyugdíj-, az egészségügyi, az oktatási, illetve az adórendszerek területén. (Ezzel szemben 1998-ig még Magyarország volt a régió vezető reformere.) Részben e megtorpanás következtében az állam GDP-arányos – legfőbbképpen jóléti – kiadásai sokkal magasabbak Magyarországon, mint amit az ország fejlettségi szintje indokolna: 50 százalék szemben a 40 százalék alsó feléhez közelítő Cseh Köztársaságéval, Lengyelországéval és Szlovéniáéval. Kelet-Európa többi országában az arány még alacsonyabb. Az egyik fő probléma Magyarországon, hogy a foglalkoztatottak arányszáma hivatalosan a munkaképes dolgozók csupán 57 százalékát teszi ki. Ez azt jelenti, hogy akik hivatalosan nincsenek állásban, azokat valamilyen formában a költségvetés támogat.

Különbségek

A helyszűke miatt a kelet-európai országok közötti két különbségre hívom fel csak a figyelmet: az árfolyamrendszerekre, különös tekintettel az euró bevezetésének időzítésére, illetve a devizában felvett belföldi kölcsönök eltérő jelentőségére.

⁶ Lásd: Regional Economic Outlook for Europe. IMF, 2009. május, 11. táblázat.

Árfolyamrendszer alatt azokat a szabályokat értjük, amelyek alapján egy adott ország eldönti, hogy a devizaárfolyam szintjét miként határozzák meg, milyen legyen az árfolyam flexibilitása, illetve hogy legyen-e formális vagy informális elkötelezettsége az árfolyam alakulását illetően.

Amíg egy országnak van saját valutája, annak árfolyama az egyik legfőbb csatorna, amelyen keresztül egy külső esemény – mint például a világválság – a hazai gazdaságra hat. Az ország árfolyamrendszere és árfolyam-politikája kulcsszerepet játszik a monetáris politika meghatározásában, és ezek befolyásolják a világválságra adható válaszlépéseket is.

Az EU-ba való belépéskor a tíz kelet-európai országnak alá kellett írnia az euró egy későbbi időpontban történő bevezetéséről szóló megállapodást. Az euró bevezetése azt jelenti, hogy attól a ponttól kezdve az országnak nincs sem független árfolyam-politikája, sem független monetáris politikája. Mivel az árfolyamrendszer és az euró bevezetése ily módon szorosan kapcsolódik egymáshoz, e két témát együtt tárgyalom.

2009 novemberében a tíz kelet-európai ország a következő három típusú valutaárfolyam-rendszer egyikét használta: 1. már bevezette az eurót; 2. az árfolyamot az euróhoz kötötte az ún. valutatábla-rendszer alapján; valamint 3. az árfolyamot részben a piac határozta meg, részben a monetáris hatóságok irányították az ún. „irányított lebegés” gyakorlata alapján.

Euró bevezetése: Szlovénia (2007), Szlovákia (2009).

Valutatábla-rendszer: Bulgária, Észtország, Lettország, Litvánia.

Irányított lebegés: Cseh Köztársaság, Magyarország, Lengyelország, Románia.

A régió többi országának nagy része – Oroszország, Ukrajna, Kelet-Európa többi országa, a Nyugat-Balkán, a Kaukázus és Közép-Ázsia – szintén különböző fajta „irányított lebegés” árfolyamrendszert alkalmazott.

Az euró bevezetése. Ennek olyan megkérdőjelezhetetlen előnyei vannak, mint a világ egyik vezető valutájának a stabilitása, alacsonyabb kamatok, hitelekhez való könnyebb hozzáférés, a pénzváltás költségeinek megszűnése az euróvezeti országokkal való tranzakciókban, az árak könnyebb összehasonlíthatósága és az ezzel együtt járó nagyobb verseny. A gyengébb országok számára a lehetséges előnyök sokkal fontosabbak lettek a jelenlegi válság idején, mert ahol az eurót már bevezették, ott nem kell aggódni az árfolyam gyengüléséből vagy ingadozásából adódó problémák miatt. A tagság mindemellett hozzáférést biztosít az Európai Központi Bank (ECB) hiteleihez is.

Az euró bevezetésének azonban ára is van. A legfontosabb, hogy az ország automatikusan elveszti monetáris politikájának egy kulcsfontosságú eszközét, az árfolyam-kiigazítást (például leértékelés a versenyképesség növelésére, vagy felértékelés az infláció megfékezésére). Az árfolyam-kiigazítás eszközeinek elvesztése

különösen fájdalmas lehet, ha a fő versenytársak pénze leértékelődik, amint az meg is történt 2009-ben: azon országok versenyképessége csökkent, amelyek bevezették az eurót, vagy ahhoz kötöttek árfolyamukat. E probléma mérséklődik azzal, hogy újabb versenytársak csatlakoznak az euróövezethez.

Az „optimális valutaövezet” elmélete felsorolja azokat a feltételeket, amelyeknek teljesülniük kell ahhoz, hogy egy csatlakozni kívánó ország feladja saját pénzét és ezzel együtt a független monetáris politikát. Az elmélet szerint akkor van értelme csatlakozni, ha a következő feltételek az adott ország és a monetáris unió többi tagországában hasonlóak: *a)* a várható külső gazdasági sokkok típusa és intenzitása, *b)* a konjunktúraciklusok természete, *c)* a gazdaság és a külkereskedelem szerkezete. Ezeknek a feltételeknek nagyjából megfelel a tíz kelet-európai ország, bár vannak területek, amelyek okot adnak az aggodalomra, ilyen például a munkaerő- és más piacok merevsége.

Az euró bevezetésében talán a legnagyobb nehézséget az a néhány évig tartó szűk ösvény jelenti, amelyen az adott országnak haladnia kell az euró bevezetésének feltételes engedélyezése (az EU és az ECB részéről) és a belépés között. Az euró bevezetésének feltétele az ún. maastrichti kritériumok teljesítése: az éves költségvetési hiány nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát, az államadósság nem lépheti túl a GDP 60 százalékát, az infláció nem lehet 1,5 százaléknál több a három legalacsonyabb áremelkedést felmutató tagállam inflációs rátájának átlagánál, valamint a hosszú távú hitelek kamatlába legfeljebb 2 százalékkal lehet magasabb, mint a három „legárstabilabb” tagállamé. E négy kritérium egyidejű teljesítése nehéz feladat. Ezen kívül az eurózónába való belépés előtt egy országnak két évet kell eltöltenie az európai árfolyam-mechanizmus (ERM 2) keretében, ami azt jelenti, hogy az ország devizájának a központi paritás körüli ± 15 százalékos árfolyamsávban kell maradnia az euróhoz képest. Abban az esetben, ha a piaci körülmények arra kényszerítenék, hogy kitérjen a sávból, az adott ország jegybankja és az ECB vagy beavatkoznak a sáv megtartása érdekében, vagy új árfolyam-megállapodást kötnek.

Sokan állítják, hogy a maastrichti kritériumok túl mechanikusak ahhoz, hogy minden ország körülményeinek megfeleljenek. Ugyanakkor ellenérvként felhozható, hogy a felelős gazdaságpolitikához alaposan kidolgozott utat biztosítanak. Ha a kritériumokat az országok egyéni igényeihez igazítanák, az nem lenne fair a jelenlegi tagokkal szemben, és a jelölt országok beláthatatlan alkudozására adna lehetőséget.

Mind a tíz jelölt kelet-európai országban komoly szakmai vita folyik arról, hogy mi a legalkalmasabb időpont a belépésre, milyen sebességgel haladjanak a kritériumok teljesítésében, továbbá milyen árfolyamot határozzanak meg az euróval szemben a belépéskor.

Szlovénia a régióból elsőként vezette be az eurót 2007-ben. Általában kedvező feltételekkel és megfelelő gazdaságpolitikával indult, és már korábban jelentős és folyamatos növekedést ért el, csak csekély volt az egyensúlyhiánya, ugyanakkor sikerült fokozatosan lenyomnia az inflációt az euróövezeti szintre. Az euró bevezetése

után 2007–2008 között az infláció növekedése gyorsult (ennek fő oka a költségoldali, illetve keresletoldali infláció volt, az euró bevezetése csak kisebb hatású volt), majd 2009-ben mérséklődött.⁷

Sokkal komolyabb probléma, hogy a szerkezeti merevségek fennmaradtak, nevezetesen a rugalmatlan költségvetés; a túlméretezett szociális, munkanélküliségi és nyugdíjrendszer, amelyek nem ösztönözték a munkaerő-piaci részvételt; valamint a rugalmatlan munkaerőpiac és a kevésbé vállalkozásbarát üzleti környezet. E tényezők mind hozzájárultak ahhoz, hogy a működőtőke-beáramlás a legtöbb kelet-európai országhoz képest alacsony volt.

Az árfolyam-mechanizmus elvesztése a külső versenyképesség megtartása szempontjából felértékeli a szerkezeti rugalmasság fontosságát. A tanulság a többi kelet-európai ország számára az, hogy a versenyképesség megtartása vagy növelése szükségessé teszi, hogy a hatóságok egyidejűleg és egyforma buzgalommal folytassanak prudens gazdaságpolitikát és hajtsák végre a szükséges gazdasági szerkezeti reformokat.

Szlovákia másodikként, 2009 elején vezette be az eurót. A többiektől eltérően már a csatlakozás előtt prudens gazdaságpolitikát folytatott, valamint hozzálátott az átfogó szerkezeti reformok végrehajtásához is, például a szociális, nyugdíj- és az adórendszer területén. Ennek következtében hasznot tudott húzni a jelentős működőtőke-beáramlásból, különösen az exportorientált autó- és elektronikai iparágakban, így éveken keresztül jelentős növekedést tudott produkálni. 2006 és 2008 között, az ERM 2-ben eltöltött időszakban a valuta központi paritása az euróval szemben kétszer is, majdnem 30 százalékkal felértékelődött. Ez tükrözte Szlovákia jó gazdasági teljesítményét, valamint a hatóságok azon törekvését, hogy mind a lakosság, mind az üzleti szféra relatíve „gazdagnak” érezze magát az euróövezetbe való belépéskor.

A valutatábla. Ennek létrehozása egyértelmű törvényi elkötelezettséget jelent arra nézve, hogy a helyi pénznemet rögzített árfolyamon lehet átváltani egy meghatározott devizára. Ez azt is jelenti, hogy a hazai pénz csak külföldi valuta ellenében bocsátható ki, így az ország pénzmennyiségét teljes mértékben külföldi eszközök fedezik. A valutatábla létrehozása a hagyományos jegybanki feladatok megszűnését is jelenti, így csaknem olyan csekély a mozgástér a diszkrecionális monetáris politikára, mint azokban az országokban, amelyek már beléptek a monetáris unióba.

A három balti ország már évekkal ezelőtt elkötelezte magát az euró mielőbbi bevezetése mellett. Részben ezért mindegyikük az euróhoz kötötte a devizáját a valutatábla-rendszere alapján. *Bulgária* hasonlóan cselekedett. Eddig egyikük sem kapta meg a csatlakozás jogát. 2006-ban Litvánia csak az inflációs kritériumnak nem felelt meg, attól is csak 0,1 százalékponttal tért el, de – az alacsony infláció fenntarthatatlanságára hivatkozva – visszautasították.

⁷ Lásd: Slovenia: IMF Country Report. IMF, No. 09/160. (2009. április 28.), I. rész.

Ezek az országok gazdasági, történelmi és politikai okokból is fontosnak tartották, hogy erőfeszítéseket tegyenek az euró mielőbbi bevezetésére és arra, hogy addig is az ehhez legközelebb álló árfolyamrendszert alkalmazzák. A hiperinfláció olyan történelmi tapasztalat, amelynek hatására ezen országok számára vonzó perspektíva a világ egyik tekintélyes pénznemének átvétele. A balti országok számára a politikai ok is erős: országukat így is igyekeznek a Nyugathoz kapcsolni.

Az irányított lebegés. Ez azt jelenti, hogy a monetáris hatóság specifikus árfolyamcél nélkül próbálja meg befolyásolni az árfolyamot, bár lehet, hogy meghatároz egy sávot, amelyen belül az árfolyam alkalmazkodhat a piaci hatásokhoz. Az árfolyam irányításának többféle indikátora lehet: a nemzetközi tartalékok, az inflációs cél, illetve más, az adott ország számára fontos árfolyamok mozgása. A befolyásolás módja lehet közvetlen (a hazai deviza vásárlása és eladása devizáért), illetve közvetett (például a jegybanki kamatláb változtatása).

A devizaadósság

Kelet-Európa növekedési modelljének – amely az export és a befektetések gyors expanziójára és a tartósan nagy tőkebeáramlásból finanszírozott folyó mérleghiányra épül – természetes következménye, hogy az adóssággal finanszírozott külső egyensúlyhiány fedezetlen devizapozíciókat generál.

A devizaadóssággal kapcsolatban két kulcsfontosságú kérdés említendő. Az első, hogy a kumulatív folyó mérleghiány és az ehhez társuló devizaadósság nem túl nagy-e ahhoz, hogy fenntartható legyen? A második, hogy mely szektorokat terhel a devizaadósság: milyen arányban részesedik az állam, a vállalati és a háztartási szektor, és ebből adódnak-e speciális sérülékenységek?

2008 harmadik negyedévéig az egész régióra vonatkozóan az első kérdésre az általánosan elfogadott válasz nemleges volt, mivel a folyó mérleg finanszírozása könnyű volt. 2008 utolsó negyedévében sok országban a válasz egyik napról a másikra „igenre” változott; erről részletesebben később még lesz szó.

A nagy külső adóssággal rendelkező kelet-európai országoknak (Lettország, Észtország, Bulgária és Magyarország) – Magyarország egyedüli kivételével – nagyon kicsi volt az államadóssága 2008-ig, így a négy közül háromban a kormányzati szektort nem terheltek a külső finanszírozás komoly problémái. 2008 szeptemberében Magyarországnak még nem voltak nehézségei jelentős államadóssága finanszírozásával, majd hirtelen elapadtak a finanszírozás forrásai. (Részletesen lásd később.)

A vállalkozói szektorról mindenhol feltételezhető, hogy kezelni tudja devizaadósságát, mivel az exportot általában euróban számlázzák és/vagy a helyi deviza az euróhoz van kötve (a balti államokban, illetve Bulgáriában), vagy pedig eléggé felkészültek arra, hogy kezeljék az árfolyamkockázatot (Cseh Köztársaság, Magyarország, Románia, Lengyelország).

Aggodalomra leginkább az adott okot, hogy a háztartások gyors ütemben adósdottak el devizában. A helyi pénznemnek jelentős mértékű és tartós leértékelése nagy pénzügyi terhet róhatott volna a kölcsönt felvevőkre. Attól lehetett tartani, hogy a jelzáloghitellel rendelkezők közül sokan fizetéseképtelenné válnak, mint az amerikai „subprime” kölcsönt felvevők jó része, és ezért a hitelező bankok, főleg a nyugat-európai bankok helyi leányvállalatai súlyos veszteségeket szenvednek el.

Néhányan azt állítják, hogy a hitelezők és a kölcsönt felvevők részéről is megfontolatlan volt azt feltételezni, hogy a konvergencia folyamatos lesz, hogy nem lesznek devizaleértékelődési periódusok és recessziók, amelynek során a fizetési terhek megnőnek, és amelynek eredményeként néhány (sok) kölcsönt felvevő nem lesz képes fizetni a havi törlesztőrészeket. Ez még akkor is igaz, ha egy 15-20 éves jelzáloghitel élettartama alatt a kölcsönt felvevő sokkal jobban jár a devizahittel, mint a helyi pénznemben felvett. Mindenesetre egyik oldal sem volt felkészülve azokra a problémákra, amelyeket a globális pénzügyi és likviditási válság okozott Kelet-Európának. Ez érthető, hiszen ki számol világválsággal pénzügyei tervezésekor, amikor ennek bekövetkeztét még a szakértők sem látták előre. A bankok gyorsan terjeszkedtek a régióban, devizahiteleket ajánlottak, mivel ezekhez könnyen és olcsón hozzá tudtak jutni (gyakran a nyugat-európai anyavállalatoktól), és mivel ezek a hitelek (amelyek felvételét gyakran „erőltették”) komoly nyereséggel is kecsgettettek.

Minden kelet-európai országban, főleg ott, ahol kialakultak az ingatlanbuborékok (például a balti országokban, Romániában, Ukrajnában), voltak olyan kölcsönt felvevők, akik – bármilyen devizáról is legyen szó – jelentősen túlvállalták magukat. Ez a probléma azonban a túl nagy mennyiségű hitelnek tudható be, nem pedig speciálisan a devizahiteleknek.

Melyek azok a tényezők, amelyek több kelet-európai országban szerepet játszottak a háztartások devizában felvett hiteleinek gyors elterjedésében?

1. Amikor egy jegybank Kelet-Európában megemeli a kamatlábat – ezt több okból is megteheti (például, hogy ellensúlyozza a fiskális politika hatását, megállítsa az inflációt, vonzóbbá tegye külföldiek számára az államkötvények megvásárlását) –, akkor megnöveli a kamatkülönbséget a hazai pénz javára az ugyanolyan típusú külföldi eszközökkel szemben. Ez ösztönzi a helyi lakosságot arra, hogy alacsonyabb kamatú devizahiteleket vegyen fel, ami növeli a fogyasztást és az egyéb kiadásokat, amelyeket a jegybank restriktív pénzügyi politikájával igyekszik visszafogni.

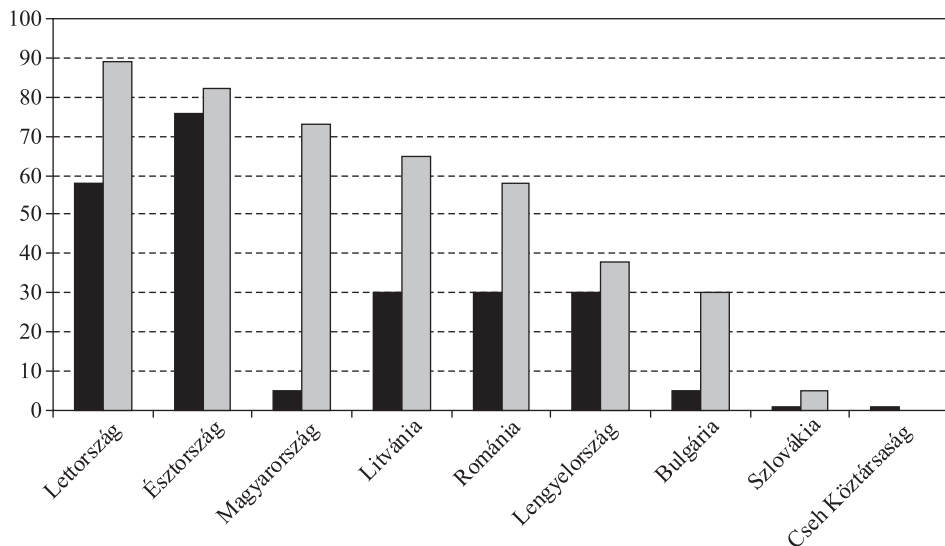
2. 2002 és 2008 között a „lebegő” kelet-európai devizák nominális és reálértékben is jelentősen felértékelődtek. A közgazdasági elméletek a feltörekvő országokra nézve – amelyekben a termelékenység gyorsabban nő, mint azokban az országokban, amelyekhez felzárkóznak – jelzik ezt a hosszú távú tendenciát. Az árfolyam felértékelődése az infláció csökkentésének egyik fő eszköze, amelyet prioritásnak tekintettek azokban az országokban, amelyek be kívánták vezetni az eurót. Bár az árfolyam leértékelődésének lehetősége rövid távon felmerülhetett (azon országokban, ahol

lebegő árfolyamot alkalmaztak), addig hosszú távon sokkal valószínűbbnek látszott az árfolyam folyamatos felértékelődése. Mivel a legtöbb devizában felvett kölcsön többnyire 15-20 éves jelzáloghitel, a kölcsönöket felvevő háztartások joggal feltételezték, hogy a devizahitelek sokkal előnyösebbek lesznek a helyi pénzben felvettéknél, mivel a kamatlábak alacsonyabbak voltak, és a jelzáloghitel futamideje alatt a helyi deviza felértékelődésére is lehetett számítani.

3. Kelet-Európa volatilis gazdasági és politikai környezetében fix kamatlábú jelzáloghitelek nem léteznek; csak változó kamatlábúak. Ezért az árfolyamkockázat a kamatkockázat tükörképe. Bárki, aki aggódik a devizában felvett jelzáloghitelek árfolyamkockázata miatt, jobb, ha figyelemmel kíséri a hazai pénzben felvett jelzáloghitelek kamatlábukockázatát is (Surányi, 2009).

3. ábra

A devizahitelek részaránya a lakossági hitelportfóliókban néhány kelet-európai országban 2003 és 2008 között



Forrás: Surányi [2009].

A 3. ábra a devizahitelek megoszlását mutatja a háztartások hitelportfóliójának arányában kilenc kelet-európai országban 2003 és 2008 között. Az országok között lényeges különbségek vannak mind a devizahitelek arányában, mind a növekedés ütemében. 2008-ban a devizahitelek aránya közel volt a 90 százalékhoz Lettországban, 70 százalékhoz Magyarországon, körülbelül 60 százalékhoz Litvániában és Romániában, körülbelül 40 százalékhoz Lengyelországban; 30 százalék körül Bulgáriában; és a nullához közelített Szlovákiában és a Cseh Köztársaságban.

Az arány relatíve magas volt azokban az országokban, ahol nagy a kamatláb-különbség (vagyis olcsóbbak a külföldi pénzben felvett hitelek): Magyarországon, Romániában, Lengyelországban; és azokban az országokban, ahol rögzített az árfolyam: a balti államokban és Bulgáriában, ahol úgy tűnt, hogy nincs árfolyamkockázat. Szlovákiában és Csehországban a prudens fiskális politika folytán a kormányok nem halmoztak fel jelentős államadósságot, így a hazai kamatlábak – és ezzel a hazai és a devizakamatok különbsége – sokkal alacsonyabbak voltak, mint más országokban, ezért sokkal kisebb volt az ösztönzés arra, hogy devizában vegyenek fel kölcsönöket. Emellett a csehek a pénzügyeket illetően hagyományosan sokkal konzervatívabbak, mint szomszédaik.

A VILÁGVÁLSÁG HATÁSA KELET-EURÓPÁRA

Ez a fejezet a globális válság Kelet-Európára gyakorolt hatásait vizsgálja időrendi sorrendben, kitérve a témával kapcsolatos nyugati értelmezésekre és félreértelmezésekre is. A fejezet a „három válság” koncepció korábban bemutatott keretére épül.

A globális likviditási krízis

2007 második felében és 2008 elején az általános vélekedés az volt, hogy a kontinentális Nyugat-Európát és talán Kelet-Európát is elkerülheti a pénzügyi viharfelhő, mivel a kontinentális Európa pénzügyei mindig is konzervatívabbak és jobban szabályozottak voltak, mint az Egyesült Államoké, és Kelet-Európa bankrendszere összefonódott Nyugat-Európával.

A Lehman 2008. szeptemberi összeomlása által elindított globális likviditási válság azonnal súlyos hatással volt Kelet-Európára, főleg a leginkább sebezhető országokra (Magyarországra, Bulgáriára, Romániára és a balti államokra). A válság kisebb mértékben érintette a régió többi országát (Szlovéniát, Szlovákiát, a Cseh Köztársaságot és Lengyelországot).

Először is azok a hitelkonstrukciók, amelyek korábban – egyszerűen és elfogadható áron – elérhetőek voltak, egyszerűen megszűntek a kelet-európai kormányok, bankok és a magánszektor többi szereplői számára. Eközben a Kelet-Európába irányuló működőtőke-beáramlás is csökkent. Bár később a hitellehetőségek némileg megnyíltak néhány kölcsönvevő számára (kormányoknak és nagybankoknak), a hitelszükséglet ára az egekbe emelkedett. Ennek gyorsan tovagyűrűző negatív hatásai voltak a reálgazdaságra.

Röviddel a globális likviditási válság bekövetkezte után a lebegtetett kelet-európai devizák árfolyama zuhanni kezdett, növelve az aggodalmakat a devizahitelek törlesztetőségével kapcsolatban azokban a kelet-európai országokban, ahol ezek

aránya jelentős volt. Nagy nyomást gyakorolt sok kelet-európai országra, hogy új hitelekhez nem lehetett hozzájutni, és a valuták számottevően leértékelődtek. Ilyen helyzetbe kerültek azok az országok, amelyek nagy külső adóssággal rendelkeztek (például Magyarország), és azok is, amelyeknek kötött árfolyamuk és nagy külföldi magánadósságuk volt (a balti államok és Bulgária). Kétséges volt: lesz-e a kormánynak elegendő devizatartalékuk és hitelességük az adósság refinanszírozásához, illetve ahhoz, hogy fenntartsák a kötött árfolyamot, miközben a külföldi hitelek megszűnnek és az exportból származó bevételek csökkennek.

Az események sorozatát és ennek következményeit két esettel illusztrálom. Az egyik az a drámai lépés, amelyet Magyarország 2008 októberében tett, hogy visszaszerezze a nemzetközi piacok bizalmát, a másik Lettország kétségbeesett próbálkozása, hogy fenntartsa a fix árfolyamot az euróval szemben, miközben erre minimálisnak látszott az esélye.

Magyarország szuverén adóssága és a nemzetközi befektetők

A likviditási válság következményeként 2008. október elején a külföldi befektetők több mint 2 milliárd dollár értékű magyar állampapírt adtak el. 2007 végén Magyarország bruttó devizaadóssága 100 milliárd euró (kb. 135 milliárd dollár) volt. Ebből 34 milliárd euró (kb. 45 milliárd dollár) a kormány és az önkormányzatok adóssága volt; 66 milliárd euró (89 milliárd dollár) pedig nagyrészt a bankoké, valamint a vállalatoké és a háztartásoké.⁸ Így néhány napon belül Magyarország külföldi tulajdonban lévő értékpapírjainak 5 százalékát dobták piacra. Ennél fontosabb, hogy a nemzetközi tőkepiacokon az újonnan kibocsátott és vonzóan árazott államkötvények iránt nem volt kereslet. Kelet-Európában Magyarország GDP-arányos szuverén adóssága volt a legnagyobb, így a külső finanszírozás és refinanszírozás megoldása életfontosságúvá vált.

Eközben – többéves viszonylag stabil, majd egy gyors felértékelődési periódus után – 2008 októberében a forint az euróval szemben 17 százalékkal leértékelődött (240-ről 280-ra).

Az MNB Monetáris Tanácsa október 20-án tartott ülésén úgy döntött, hogy változatlanul 8,5 százalékon tartja a kamatot. Október 22-ének reggelén a Monetáris Tanács rendkívüli ülést tartott, amelyen drasztikus mértékben 3 százalékponttal, 11,5 százalékra emelte az irányadó kamatot, bár a középtávú inflációs előrejelzés változatlanul évi 3 százalék maradt. A lépés kettős célja az volt, hogy megfékezze az árfolyamcsökkenést és Magyarország szuverén adóssága iránt külső keresletet generáljon.

⁸ Lásd: MNB: Fizetésimérleg-statisztika.

A globális likviditási és pénzügyi válság jelentősen csökkentette a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát. A válság előtt kevésbé kockázatosnak tartott országok szuverén adósságához a befektetők most hirtelen „pánikkockázati felárat” csaptak. Ennek terhé az ún. nemfizetés elleni biztosításban (*credit default swap*, rövidítve *CDS*) fejezik ki. Az éves költség (a felár) a *CDS*-en bázispontban van kifejezve (100 bázis pont = 1 százalék). 2005 és 2007 között például Magyarország 5 éves szuverén adósságának nemfizetés elleni biztosítása tartósan 50 bázispont, vagyis 0,5 százalék alatt maradt (*Varga*, 2009). E rendszeresen fizetett felárat tekinthetjük a kifizetett nominális kamatláb egy részének, amelyet a kötvénykibocsátó fizet annak a félnek, akinek a birtokában van az eszköz, amelyet ez utóbbi továbbadhat annak, aki ennek fejében fedezeti garanciát vállal, vagyis vállalja a kibocsátóhoz kapcsolódó hitelkockázatot.

Az egyes országok *CDS*-felára azt tükrözi, hogy egy adott ország fiskális és/vagy monetáris politikáját, valamint az ország speciális körülményeit a piac hogyan ítéli meg. Magyarország és Románia fiskális politikáját például kevésbé prudensnek ítélték, így a pánik hatására a kockázati felár kb. 6 százalékra emelkedett, majd 2009 júniusára visszaállt 4 százalék körüli szintre; azóta a felárak tovább csökkentek. Lettország szuverén kötvényeinek hitelkockázati felára ugrott a legmagasabbra, 2009 márciusában 12 százalékra, amelynek okát később kifejtem. Mivel a Cseh Köztársaság gazdaságpolitikáját tartották a legprudensebbnek a régióban, ez ország szuverén kockázati felára emelkedett legkevésbé. Ugyanezen okból Lengyelország *CDS*-felárai is elég alacsonyak maradtak.

Annak az országnak a kormánya, amelyik viszonylag magas *CDS*-felárral szembesült, kénytelen relatíve magas kamatlábat ajánlani kötvényei után, hogy kompenzálja a külföldi vevőket a szuverén hitelbiztosítás magas költségeiért. Ez indokolta 2008 októberében a kamat 11,5 százalékra való emelését is Magyarországon.

Mivel 2008 októbere és 2009 márciusa között Magyarország szuverén *CDS*-felára 4 és 6 százalék között alakult, az összefüggések illusztrálásához tekintsük az átlagos 5 százalékot. Ebben a periódusban Magyarország rövidebb és hosszabb lejáratú kötvényeket is kibocsátott 11,5 százalékon. A magyar kötvények lehetséges *külföldi vevőinek* háromféle kockázattal kellett számolniuk: Magyarország inflációs rátájával, az államcsőd kockázatával és a forint/euró árfolyamkockázatával a befektetés és a konvertálás időpontja között.

Magyarországon a közép- és hosszú távú infláció a hivatalos előrejelzések szerint évi 3 százalék körüli. A nemfizetési biztosítás a magyar kötvényeken évi 5 százalék (500 bázispontnyi *CDS*-felár). Így a fennmaradó 3,5 százaléknak (11,5 – 3 – 5) kellett fedeznie mind a reálkamatot (amely Nyugaton nagyon alacsony volt abban az időben a jegybankok különösen laza monetáris politikája miatt), mind a forint/euró árfolyamváltozásának kockázatát.

Mivel a magyar államkötvények után (amelyeknek a hazai befektetők szempontjából nincs árfolyamkockázata és alacsony a nemfizetés kockázata is) 11,5 százalé-

ket fizettek, a bankoknak legalább hasonló kamatot kellett fizetniük a lekötött betétekért. Azokat a kockázatokat és költségeket tekintve, amelyekkel a hitelezés jár, nem meglepő, hogy még a legjobb vállalkozásoknak is a *forintban felvett hitelek*re kb. 15 százalékot számoltak fel, a jelzáloghitelekre kb. 20 százalékot, a fedezetlen fogyasztói hitelekre pedig kb. 30 százalékot. Ezek a magas kamatok visszafogták a belföldi pénzben való hitelezést. Ugyanakkor ösztönözték a devizahitelek gyors növekedését, amelyek felvétele – amint azt korábban bemutattam – gazdasági szempontból érthető volt.

Ezek a tényezők azt mutatják, hogyan gyakorolt a globális pénzügyi és likviditási válság, valamint Magyarország felelőtlen gazdaságpolitikája együttesen fokozottan negatív hatást a magyar gazdaságra (mind a befolyásolhatatlan külső, mind az ellenőrizhető belső tényezők jól tükröződtek Magyarország magas szuverén CDS-rátájában). Szerencsére, amint a likviditási válság enyhült és a Bajnai-kormány 2009. április és november között sikeresen megoldott jó néhány olyan alapvető problémát, mint a költségvetés túlköltekezése, az ország szuverén CDS-rátája 2 százalékra csökkent, megközelítve Csehország és Lengyelország szintjét.⁹

Azon kelet-európai országok számára, amelyek még nem vezették be az eurót, az a tanulság, hogy a gazdaságpolitikuskoknak arra kell törekedniük, hogy a belföldi kamatok ne legyenek sokkal magasabbak az eurókamatoknál. Felelős fiskális és monetáris politikára van szükség ahhoz, hogy a relatíve magas infláció és a kamatlábak csökkenjenek. Ezek a lépések ugyanakkor csökkentik az ország hitelkockázatát (amit a CDS-rata tükröz), és így közelebb hozzák az ország monetáris unióba való belépésének időpontját, ez pedig csökkenti a devizahitelezésből adódó problémákat.

Lettország harca a devizarögzítés fenntartásáért

Az 1990-es évek második fele óta tartó gyors növekedési periódus után 2008-ban mindhárom balti ország – hasonló okok miatt – komoly nehézségekkel szembesült. Lettország került a legsúlyosabb helyzetbe, ahol a 2004-es EU-csatlakozást követően hirtelen fellendült a gazdaság, a GDP-növekedés mértéke a 10 százalékot is meghaladta. Időközben azonban a külső és belső egyensúlyhiány növekedett: a hitelállomány fenntarthatatlan mértékben nőtt; a GDP 130 százalékát is elérő *magán külföldi adósság* halmozódott fel; valamint 2007-re a folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya majdnem 25 százalékot ért el, amely Kelet-Európában és Európában is az egyik legmagasabb volt.

Lettország magas inflációja (amelyben jelentős szerepet játszott az elmaradott gazdasági struktúra) és a rögzített árfolyam a növekedés éveiben csökkentette az or-

⁹ Ez tette lehetővé a magyar és néhány más kelet-európai jegybanknak, hogy fokozatosan csökkentsék a kamatlábakat. 2009. novemberben a kamatláb már csak 6,5 százalékos volt Magyarországon.

szág versenyképességét. Mivel a termelékenységi mutatók magasabbak voltak, mint sok nyugat-európai országban, a nominális árfolyamnak fel kellett volna értékelődnie (mint ahogy ez meg is történt a lebegő árfolyamokat alkalmazó kelet-európai országokban), és ez megfékezhetette volna az inflációt. De az árfolyam felértékelődésére nem volt lehetőség, mivel az ország pénze az euróhoz volt kötve. Lettország versenyképességének gyengülése ahhoz is kapcsolódott, hogy a tőkebeáramlás nagy része – bár élénkítette a gazdaságot – olyan belföldi szektorokba irányult, mint az ingatlan és a kiskereskedelem, ahol a keresetek gyorsan növekedtek. Ez viszont megemelte a béreket a többi szektorban is, anélkül hogy ennek megfelelő mértékű termelékenységjavulás következett volna be.

Amikor 2008 végén, 2009 elején a magyar, lengyel, cseh, román, ukrán és a régió számos más országának valutája jelentősen leértékelődött, a *lat*-ra és a többi balti devizára fokozódott a nyomás, mivel a piac arra számított, hogy előbb vagy utóbb ezek az országok elvesztik a rögzített árfolyam megvédésére alkalmas eszközeiket.

2008 decemberében az IMF, a Világbank, az EU és a skandináv országok meg egyeztek abban, hogy 10,5 milliárd dolláros kiegészítő hitelt nyújtanak Lettországnak, hogy támogassák a szerkezeti reformok véghezvitelét, és az ország koncentrálni tudjon az infláció csökkentéséhez szükséges fiskális megszorításokra, s mindezekkel fenn tudja tartani a rögzített árfolyamot. (Az EU része volt a legnagyobb, 4,3 milliárd; az IMF-é pedig 2,4 milliárd dollár.) A folyósítás megkezdésének egyik feltétele az volt, hogy a 2009-es költségvetési hiány ne növekedjen 5 százalék fölé.

2009 elején a gazdaság teljesítménye tovább romlott, sőt még rosszabb lett, mint amivel a decemberi programban számoltak. A 2009-es előrejelzések azt jelzik, hogy Lettország GDP-je – Európában a legnagyobb mértékben – 18 százalékot zuhan 2009-ben. Az év közepén a kormány megbukott.

A válság miatt csökkenő adóbevételek következtében megnőtt a 2009-re becsült költségvetési hiány, kezdetben csak a GDP 9 százalékára, majd később két számjegyre. Ez azonban már sokkal magasabb volt, mint amelyben a leendő hitelezőkkel a mentőcsomag tárgyalásakor megállapodtak. A kormány azonnali feladata volt, hogy a bevételek drámai csökkenése miatt keletkezett helyzetet kezelje, és kiigazítsa a költségvetés kiadási oldalát úgy, hogy a deficit azon a szinten tudjon maradni, amely megfelel az euróhoz rögzítettség fenntartásának. Vagyis meg kellett felelnie a mentőcsomag feltételeinek, hogy megkaphassa azokat a forrásokat, amelyek nélkül Lettország nem tudta volna megvédeni rögzítettségét. Ennek következtében az új kormány kénytelen volt nagymértékben csökkenteni többek között az állami tisztviselők fizetését is, és erős nyomást gyakorolt, hogy a magánszektor is kövesse e példát. A logika az, hogy az így radikálisan csökkenő kereslet majd lefaragja az inflációt az eurózóna országainak színvonalára. Lettország stratégiája tehát *belföldi leértékelés*, nem pedig valutaárfolyamának a leértékelése.

Miért olyan elkötelezett Lettország (és a többi balti ország, valamint Bulgária) az euróhoz való rögzítettségének fenntartása mellett? Ennek egyik oka, hogy a devi-

za leértékelésének nagy gazdasági ára lenne: a vállalkozásoknak és háztartásoknak, amelyek sok kölcsönt vettek fel – főként külföldi pénzben, miközben jövedelmüket helyi pénzben kapják –, hirtelen sokkal nagyobb adósságszolgálati terhei lennének. Nagyon sokan ezt nem tudnák fizetni akkor, amikor a GDP majd egyötödével zuhan, a munkanélküliség nő és a keresetek csökkennek. De egyéb ok is van: a rögzítettség az ország stabilitásának és függetlenségének szimbóluma lett Lettország 1991-es függetlenségének elnyerése óta. A hatóságok által 2014-re tervezett euróbevezetés legmeggyőzőbb eszköze a rögzített árfolyam fenntartása. Ez a cél, úgy gondolják, megéri a jelenlegi áldozatokat.

A globális pénzügyi válság

Visszatérve a globális krízis kelet-európai hatásának időbeli leírására, 2009 első félévében Nyugaton az volt a vélemény, hogy nemcsak Nyugat-Európa bankrendszere küzd alapvető problémákkal, hanem problémáik egyik (vagy fő) forrása Kelet-Európában lévő súlyos kitettségük (a 2. ábrán látható, hogy a nyugat-európai bankok leányvállalatai dominánsak a kelet-európai bankszektorban). A nyugati sajtó aggodalmának adott hangot, hogy a kelet-európai leányvállalatok különösen sérülékenyek a folyósított devizahitelek nagy száma miatt; a keleti sajtó pedig azért aggódott, hogy az anyavállalatok otthoni nehézségeik miatt radikálisan csökkenthetik keleti kitettségüket, illetve teljes mértékben kivonulhatnak.

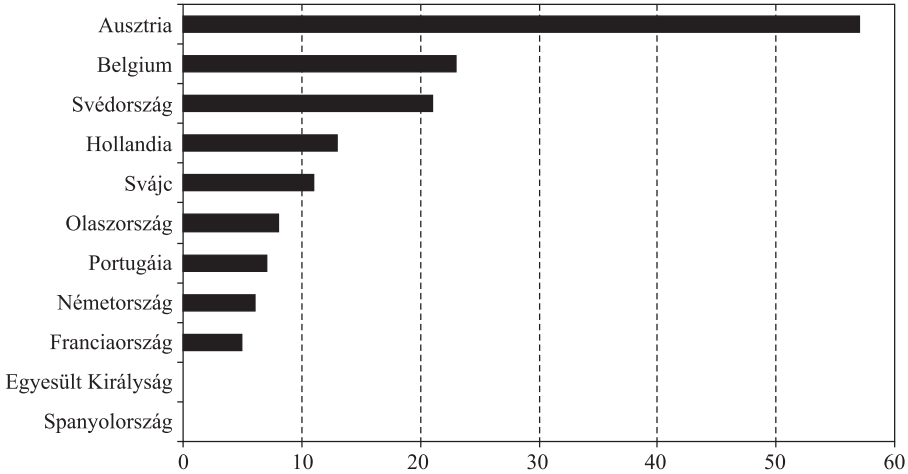
Devizaalapú jelzáloghitel: kétféle értelmezés

2009 elején, a Lehman Brothers összeomlása után a *Financial Times* és más vezető nyugati médiumok figyelmeztettek, hogy Nyugat-Európa banki kitettsége Kelet-Európában hasonló az amerikai „subprime” hitelválsághoz, főleg a túl nagy számban folyósított devizaalapú jelzáloghitel miatt.¹⁰ Arra utaltak, hogy ezek relatíve nagy veszteségeket okozhatnak mind Kelet-Európában, mind a nyugati anyavállalatok számára. Ausztria bizonyult a legsérülékenyebbnek, majd Belgium, Svédország és Hollandia következett a sorban (lásd a 4. ábrát).

Azokat a kelet-európai hangokat, amelyek arra hívták fel a figyelmet, hogy a régióban elterjedt devizaalapú jelzáloghiteleknek a „subprime” jelzáloghitekkel való azonosítása nem helytálló, kezdetben nem hallották meg. A félelemkeltés hozzájárult a lebegtetett kelet-európai devizák nagy leértékelődéséhez 2008 végén, valamint azon balti országok devizái ellen intézett támadásokhoz, amelyek az euróhoz voltak kötve.

¹⁰ Lásd: Subprime Eastern Europe to Bankrupt Western European Banks. *The Market Oracle*, 2009. március 4.

Nyugat-európai bankok kelet-európai kitétsége 2008-ban
(Az adott ország GDP-jének arányában)



Forrás: *Financial Times*, 2009. április 5.

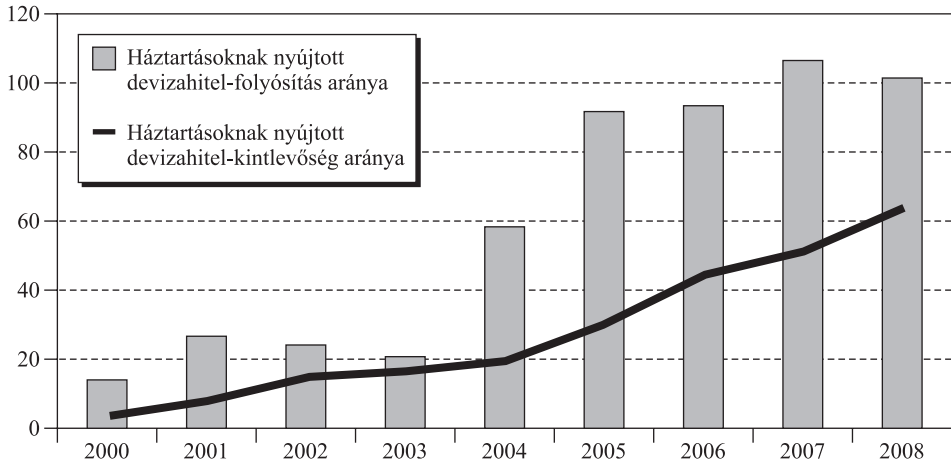
Több oka is van annak, hogy a kelet-európai devizában felvett jelzáloghiteleket nem lehet összehasonlítani a nyugati „subprime” jelzáloghitelekkel.

1. A Cseh Köztársaságban és Szlovákiában gyakorlatilag nem voltak ilyen jelzáloghitelek (lásd a 3. ábrát), Szlovéniában – ahol már korábban bevezették az eurót – pedig nem okozott problémát. Abban a négy kelet-európai országban, amelyben az euróhoz rögzítették az árfolyamot, az ilyen típusú hitelek nem okoztak volna problémát, ha a rögzített árfolyamokat fenn lehetett tartani, ahogyan ezt 2008 végéig mindenki egyértelműnek tekintette. A maradék három kelet-európai EU-tagországban a háztartások által felvett devizahitelek különböző arányúak (3. ábra); a legmagasabb Magyarországon volt. Természetesen Ukrajnának és néhány nyugat-balkáni államnak (ezeket nem mutatja a 4. ábra) is voltak ilyen hitelei, ez mind az adóssokat, mind a hitelezőket sérülékennyé tette az árfolyam-leértékelődéssel szemben.

Az 5. ábra a magyar kereskedelmi bankok háztartásoknak devizában nyújtott, főként jelzáloghiteleit mutatja. A továbbiakban Magyarország példáján mutatom be, hogy miért nem lehet párhuzamot vonni a kelet-európai devizahitelek és a nyugati „subprime” jelzáloghitelek között.

2. Nyugaton a háztartások GDP-arányos adóssága a következő volt: az euróövezetben kb. 60 százalék, az USA-ban és Nagy-Britanniában kb. 100 százalék, és jóval 100 százalék felett van Hollandiában, Dániában, valamint Izlandon. A magyarországi összehasonlítható adat 36 százalék. Ez azt jelenti, hogy ebben az évtizedben a jelzáloghitelek jelentős növekedése (akár hazai, akár devizában felvett) főleg az alacsony kiinduló szintre vezethető vissza.

**Magyarország: kereskedelmi bankok háztartásoknak
nyújtott devizahitelei 2000–2008 között**



Forrás: OTP Bank (személyes közlés alapján). 2007-ben a devizahitel-folyósítás az összes hitel százalékában meghaladta a 100 százalékot, mert a törlesztések forintban nagyobbak voltak, mint a devizában nyújtott új hitelek.

3. Az Egyesült Államokban, Nagy-Britanniában, Írországban és Spanyolországban sok jelzáloghitelt felvevő személy valóban „subprime” kölcsönfelvevő volt. Magyarországon azonban (és feltehetően a legtöbb kelet-európai országban) a jelzáloghiteleket – akár hazai pénzben, akár devizában – többnyire a kialakuló középosztály tagjai vették fel.

4. Nyugaton a hitelek aránya a biztosíték értékéhez viszonyítva magas volt. Magyarországon a hitelek aránya a biztosíték értékéhez viszonyítva sokkal alacsonyabb, mint az USA-ban (2008 végén kb. 65 százalék, az amerikai 95 százalékkal szemben).

5. Nyugaton a jelzáloghitelezés gyorsan nőtt, mert az ingatlanárak emelkedése volt várható, ez ösztönözte a spekulatív céllal felvett kölcsönöket. Amikor a buborék kipukkant, a biztosíték értéke összeomlott, és sok hitelező fizetésképtelenné vált. Magyarországon nem volt valódi ingatlanspekuláció (a balti államokban, Romániában és Ukrajnában igen), így nem is volt buborék, ezért ki sem tudott pukkanni.

6. Nyugaton a jelzáloghiteleket nyújtó pénzintézetek általában becsomagolták, és több, hasonlóan szabályozatlan pénzügyi eszközzel együtt újra eladták az ilyen típusú eszközöket, gyakran igen magas (akár harmincszoros) tőkeáttétellel. Magyarországon és a térség többi országában azonban a jelzáloghiteleket nyújtó bankok nem adták tovább a jelzáloghiteleket, így a kockázat a hitelező mérlegében maradt. Továbbá a jelenlegi helyzetben a bankok próbálnak kedvező fizetési feltételeket nyújtani a fizetőképes, de – a helyi pénz értékvesztése vagy egyéb ideiglenes prob-

lémák miatt – átmeneti nehézségekkel küzdő ügyfeleknek. A bankok tőkeáttételei Kelet-Európában sokkal alacsonyabbak – átlagban körülbelül a harmaduk –, mint amilyenek az USA-ban, illetve Nagy-Britanniában.

7. A kelet-európai bankokban nem fektettek be olyan szuperbonyolult (és mint később kiderült, mérgezett) eszközökbe, mint az Egyesült Államokban és jó néhány nyugat-európai országban, amelyek a világ más táján akkora veszteségeket okoztak (például a németországi Landesbanken számára).

8. Végül a rugalmas árfolyamokkal és nagy mennyiségű devizahittel rendelkező országokban az árfolyamok nemcsak lefelé, hanem felfelé is változhatnak, ahogyan az meg is történt 2009 júniusa után.

Ezen okoknak köszönhető, hogy a jelzáloghitelek okozta veszteségek és csődök mértéke alacsonyabb volt és lesz Magyarországon és túlnyomóan a régió többi EU-tagországában is, mint például az USA-ban vagy Nagy-Britanniában.

Természetesen Kelet-Európában is vannak bankcsődök, egyes országokban (például Ukrajnában) több és súlyosabb, mint máshol.

Miközben bebizonyosodott, hogy a túlzott félelmek Nyugat-Európa kelet-európai banki kitettségét illetően megalapozatlanok voltak, a bankok külföldi tulajdona, a hazai hitelezés gyors terjedése és a globális válság hatásai sebezhetővé tették mind az anya-, mind a leányvállalatok országait. A devizában leginkább eladósodott európai országokban pedig ezek a tényezők különösen megnehezítették a válságkezelést.

Egyes kelet-európai országok bankrendszerének tényleges sebezhetősége olyan tényezőktől függ, mint a globális válság hatása az anyabankokra, az anyabank kelet-európai leányához való viszonya, a kelet-európai ország makrogazdasági jellemzői, a kapitalizáció mértéke, a likviditás és a kelet-európai bankrendszer általános stabilitása, az adott országgal szembeni külföldi követelések mértéke és esedékességük szerkezete, végül az anyabank és a kelet-európai érdekeltségek kapcsolatát befolyásoló intézményi szabályozás jellege (Árvai et al. 2009, 6. o.).

Félelem, hogy a nyugati leányvállalatok magukra hagyják Kelet-Európát

A legaggasztóbb talán az a lehetőség volt, hogy a globális pénzügyi válság Kelet-Európára gyakorolt negatív hatásai miatt az anyabankok – otthoni problémáik közepette – nagymértékben csökkentik keleti kitettségüket, vagy teljesen kivonulnak, ami súlyos pénzügyi válsághoz vezetett volna a régióban. A nyugat-európai kormányok globális likviditási válságra adott kezdeti és nem összehangolt reakciói azt sugallták, hogy a nyugat-európai bankok felelőtlenül fognak fellépni Kelet-Európában. Ilyen lépés volt például, hogy magasabb betéti garanciákat jelentettek be Nyugat-Európa hatóságai saját országaikban, tekintet nélkül arra, hogy ez a határokon túl ún. „biztonságba menekülés” típusú átutalások sorozatát eredményezhette volna.

2009. október végéig ezek a félelmek nem váltak valóra, és úgy látszik, egyre kevesebb az ok az aggodalomra, a következők miatt:

1. A nyugat-európai bankok hosszú távú stratégiai befektetésekkel vannak jelen Kelet-Európában, amelyeket nem akarnak elveszíteni, különösen azért, mert a kelet-európai növekedés várhatóan megindul. A bankok figyelnek hírnevükre, ez pedig romlana, ha Kelet-Európában felelőtlenül cselekednének.

2. Az európai kormányok és az EU sem akarja, hogy bankválság és ebből adódóan gazdasági válság legyen Kelet-Európában, mivel ez társadalmi és politikai instabilitást okozna a határaikon, illetve fokozná a migrációt. Ezért sok nyugat-európai kormány egyértelművé tette, hogy a bankjaik számára nyújtott válságkezelési támogatás meghatározott részét kelet-európai érdekeltségeire kell fordítani.

3. Számos kelet-európai országot – mint például a balti országokat, Magyarországot, Romániát, Ukrajnát, Szerbiát és Boszniát – különösen nehéz helyzetbe hozott a világválság. Az IMF kezdeményezésére ezen országok fontosabb anyabankjainak vezéregazgatóit, a Világbank, az ECB és az EU képviselőit, kormányhivatalnokokat és a monetáris hatóságok képviselőit összehívták mind a kelet-európai országokból, mind az anyabankok országaiból. E találkozók fő célja a nyomásgyakorlás volt a banki vezetőkre, hogy azok nyilvános ígéretet tegyenek kelet-európai működésük folyamatosságáról. Azt is demonstrálni kívánták, hogy ezek az ígéretek a nemzetközi pénzügyi intézetek és az illetékes nemzeti hatóságok támogatását élvezik. Az egyik Romániával foglalkozó találkozó részletei jól illusztrálják a folyamatot.¹¹

4. Végül, a jól időzített és tekintélyes összegű mentőcsomagok – amelyeket számos kelet-európai országnak az IMF 2008 végén és 2009 elején nyújtott – nagyban segítették a bankrendszer stabilizálódását. Számos esetben az IMF-kölcsönök célja az volt, hogy a kelet-európai hatóságoknak forrásokat biztosítsanak a helyi bankok kiségitésére, függetlenül attól, hogy azok milyen tulajdonban vannak.

¹¹ 2009. március 26-ára az IMF elnökségével találkozót szerveztek a kilenc legnagyobb külföldi tulajdonú román bank anyavállalatainak. A találkozón részt vettek a Világbank, az Európai Bizottság, az Európai Központi Bank, az Európai Befektetési Bank, a Román Nemzeti Bank, valamint Ausztria, Franciaország, Görögország és Olaszország banki felügyeleti szerveinek és pénzügyminisztereinek képviselői. A tárgyalás végén hivatalos közleményt adtak ki, amelyben az állt, hogy „Romániában jelenleg minden bank jó pénzügyi helyzetben van, és a külföldi tulajdonú bankok (amelyek piaci részesedése az eszközök 70 százalékát teszi ki) anyavállalatai eddig felelősen viselkedtek, román leányvállalataikat tőkével és forrásokkal látták el [...], amikor arra szükség volt.” (Lásd: Financial Sector Coordination Meeting on Romania: Concluding Statement. IMF, 2009. március 26.) Ezt egy másik találkozó követte 2009. május 19-én – ugyanazokkal a résztvevőkkel –, ekkor megállapodtak, hogy az anyabankok egy konkrét, a kétoldalú kötelezettségvállalásról szóló dokumentumot jelentenek meg az elkövetkező hetekben, miszerint „[...] általános kitettségüket Romániában fenntartják, valamint növelik leányvállalataik tőkéjét, amennyiben erre szükség lesz”. Megállapodás született a „[...] minden leányvállalat esetében a minimális tőkemegfelelési mutató növeléséről, óvatossági szempontból, 8 százalékról 10 százalékra [...], hogy segítsék Románia bankrendszerét a jelenlegi válságban”. (Lásd: IMF–European Commission Press Release, No. 09/178, 2009. május 20.) Szerbia esete is jó példa: „[...] a fő külföldi anyabank önként vállalta, hogy kint lévő hiteleit megújítja Szerbiában, és biztosítja leányvállalatai megfelelő tőkésítését”. (Lásd: IMF Press Release, No. 09/169, 2009. május 20.)

A fentiekből azt a következtetést lehet levonni, hogy Kelet-Európa EU-tagállamainak bankrendszer-problémái – figyelembe véve, hogy a globális pénzügyi, likviditási és gazdasági válság hatásai összeadódnak és egymástól nem elválaszthatók – komolyak, azonban általában nem annyira súlyosak, mint az USA-ban vagy Nyugat-Európában. Kelet-Európában a bankok jóval kevesebb fertőzött eszközzel rendelkeznek, és nem működtek olyan magas tőkeáttétellel, hogy létrejőjenek azok a problémák, amelyek az USA-ban, illetve több nyugati országban komoly veszteséget és gondot okoztak. A devizaalapú jelzáloghiteleket (amelyeket csak néhány kelet-európai országban folyósítottak) nem lehet összehasonlítani a nyugati „subprime” jelzáloghitelekkel. A jól időzített IMF-mentőcsomagok – azon kelet-európai országoknak, amelyeket a világválság a legsúlyosabban érintett – segíteni tudták a hatóságokat bankrendszerük problémáinak menedzselésében. Ezek alapján úgy tűnik, hogy a régiónak tulajdonképpen előnyös volt és marad is, hogy a bankrendszerben túlnyomó a külföldi tulajdon.

A globális reálgazdasági válság hatásai

Rövid ideig tartott a remény, hogy Európát elkerüli vagy csak kisebb mértékben érinti az Egyesült Államokból kiinduló pénzügyi és gazdasági válság. 2008 utolsó négy hónapjában a világméretű és több területen egyszerre zajló recesszió mégis elérte Európát, és Kelet-Európa országait legalább annyira súlyosan érintette, mint Nyugat-Európát. A kelet-európai reálgazdaságokat egyidejűleg – habár eltérő mértékben – *három egymással összefüggő külső sokkhatás érte: a globális pénzügyi és likviditási válság, amely a vállalkozások és a háztartások számára folyósított külföldi és hazai hitelek súlyos korlátozásához vezetett; a tőkebeáramlás drámai csökkenése, amely mind a befektetéseket, mind a hiteleket visszafogta; és az exportjuk iránti csökkenő kereslet, amely igen gyors negatív hatást fejtett ki a kelet-európai országok GDP-jére és foglalkoztatottságára.*

Természetesen nem lehet külön-külön megbecsülni a három egymással összefüggő és egymást erősítő külső sokk hatásait, néhány észrevétel azonban tehető.

Először is, mind a tíz viszonylag kis kelet-európai országban nagyon fontos a külkereskedelem szerepe, és ez 2007-ig fokozatosan nőtt a globális gazdaságba, illetve az EU-ba való integrálódás eredményeként. Ezért az import csökkenése világszerte súlyosan gyengítette ezeket az országokat. Másodsor, bár sok olyan, többnyire országspecifikus tényező érvényesült, amely befolyásolta a világválság hatását a kelet-európai reálgazdaságokra, *ceteris paribus* a világválság relatíve jobban sújtotta azokat a gazdaságokat, amelyek kevésbé prudens, kevésbé felelős gazdaságpolitikát folytattak a konjunktúra idején.

A gazdaságpolitika minőségének egyik mércéje lehet az ún. „szuverén felárban” mutatkozó eltérés, amely a válság idején felhívta a figyelmet Magyarország és Lettország kedvezőtlen helyzetére.

A gazdaságpolitika másik mércéje az lehet, hogy egy ország mennyiben tartja be az euró bevezetésének feltételeként előírt maastrichti konvergenciakritériumokat. A vizsgált tíz kelet-európai EU-tagország lényegesen különbözik ezen a téren. Szlovénia és Szlovákia egyértelműen élen jártak, amikor beléptek az euróövezetbe. A többi nyolc ország meg tudott felelni néhány kritériumnak, de eddig még nem tudták mindet teljesíteni. 2007-től a Cseh Köztársaság és három balti ország az ötből négyet teljesített; Magyarország azonban csak egyet.¹²

KILÁTÁSOK ÉS JAVASLATOK

Ez a befejező rész a régió várható gazdasági fejlődéséről nem jósol számokat. E helyett azt fejtjük ki, hogy a következő években – különösen Nyugat-Európában – milyen globális gazdasági környezet lesz valószínű, valamint azt is, hogy a kelet-európai gazdaságok krízis előtti növekedési modelljét miként kell majd adaptálni a krízis után.

Lassú gazdasági növekedés az EU-ban

2009 novemberében úgy tűnt, hogy a globális gazdasági tevékenység csökkenése véget ért. Ez kedvező jel Kelet-Európa középtávú gazdasági jövőjére nézve. Ha azonban az alapvető fundamentumokat vesszük figyelembe, a fellendülés ideje és a formája még nagyon bizonytalan.¹³

1. Nyugat-Európában középtávon több okból is lassú növekedésre lehet számítani. A fejlett gazdaságok közül eddig csak néhánynak sikerült helyreállítania a pénzügyi szektor egyensúlyát, ami tovább akadályozza a hitelezést és ezáltal a növekedést.

2. A költséges gazdaságok – mint az USA és Kelet-Európa – folyó fizetésimérleg-hiánya továbbra is csökkenni fog, és nem valószínű, hogy a nagy megtakarítási többlettel rendelkező országok belföldi kereslete (Kína és más növekvő gazdaságok Ázsiában, valamint Japán és Németország) eléggé gyorsan nő majd ahhoz, hogy pótolni tudja a kieső keresletet. Ennek fő oka, hogy a fogyasztási és megtakarítási hajlandóságot részben kulturális tényezők határozzák meg. Nem valószínű, hogy ezekben az országokban a fogyasztói hajlandóság épp egy súlyos válságból való kiemelkedés közben ugrik meg.

3. Az a várható alternatíva, amelyet Észak-Amerikának és Nyugat-Európának a masszív monetáris és fiskális lazítást követően alkalmaznia kell, alááshatja a fellendülést. Ezek a lépések a következők: a kormányok csökkentik kiadásait, és

¹² Lásd: Regional Economic Outlook for Europe. IMF, 2009. május, 51. o.

¹³ Lásd: Regional Economic Outlook for Europe. IMF, 2009. május, 1. o.

adókat emelnek, valamint a monetáris politika szigorodik, hogy fel tudja szívni a többletlikviditást. Ha azonban a nagy költségvetési hiány folytatódik, és az inflációs várakozások és a kamatlábak jelentősen emelkednek, az megfojthatja a fellendülést.

Ha Nyugat-Európa fellendülése és növekedése valóban lassú lesz, az Kelet-Európának sem rövid, sem hosszú távon nem jelent jót, mert így az előbbi csak csökkenő mértékű külső támogatást tud nyújtani Kelet-Európa további növekedéséhez.

Gazdasági növekedés Kelet-Európában: a régi és az új modell

A világválság bekövetkezte előtt a kelet-európai országoknak egy évtizedig sikerült komoly növekedést felmutatniuk. A növekedés a következő három tényezőre támaszkodott (*Fabrizio–Leigh–Mody, 2009*).

1. A globális és az EU gazdaságába történt kiemelkedően gyors kereskedelmi és pénzügyi integráció, amelyet jól mutatott a GDP-ben mért külkereskedelmi és pénzügyi tranzakciók arányának gyors növekedése.

2. A jelentős tőkebeáramlás, amely lehetővé tette a termelékenység gyors növekedését és a magasabb életszínvonalat, valamint segítette finanszírozni a nagyméretű folyó fizetésimérleg-hiányt.

3. A felértékelődő reálárfolyamok, amelyek segítettek megfékezni az inflációt és (vitathatóan) a magasabb életszínvonalat is támogatták. E modell jellemzője, hogy *a régió növekedésének jelentős része külső tényezőkre, illetve forrásokra támaszkodott: az EU-ba való növekvő kereskedelmi és pénzügyi integrációra, valamint a nagy összegű működőtőke- és hitelbeáramlásra.*

Ha Nyugat-Európa fellendülése és növekedése valóban lassú lesz, az azt jelenti, hogy Kelet-Európa korábbi gyors kereskedelmi és pénzügyi integrációja az EU-ba szintén lassulni fog. A nettó tőke- és működőtőke-beáramlás is valószínűleg kisebb lesz, részben Kína és Ázsia többi fejlődő országának növekvő vonzereje miatt.

Ha ezek a feltételezések helyesek, akkor Kelet-Európának a jövőben a termelékenység és a versenyképesség növekedéséhez szükséges források relatíve nagyobb részét kell belső forrásokból fedeznie.

Félreértés ne essék: ez az állítás nem azt javasolja, hogy a kelet-európai országok befelé forduljanak, hogy protekcionista vagy importhelyettesítő gazdaságpolitikát kövessenek. A régió kis országainak nincs más választásuk, mint hogy globálisan versenyképesek legyenek vagy maradjanak. A fenti állítás csupán azt mondja, hogy a globális versenyképességet elősegítő források növekvő részét kell majd inkább belső erőből létrehozni. *Belső forrásokon* alapuló növekedési forrásoknak tekinthetők azok a tényezők, amelyek egy ország *kormányzatának, vállalatainak és dolgozóinak tevékenysége minőségétől függenek.* Hogy csak négy, egymással összefüggő tényezőt említsek a sok közül: 1. a munkaerő jobb kihasználása a „nem aktívák” részarányának csökkentésével; 2. a nagyméretű adóelkerülés lefaragása (amely szükségessé

teszi az adóstruktúra reformját); 3. a kormányzat (minden szintjének) hatékony működése; és 4. a széles körre kiterjedő és jelentős korrupció komoly visszaszorítása.¹⁴

E tényezők helyzete és javításának esélye gyakran kulturális, vagyis gondolkodásmód- és értékrendbeli tényezőkre vezethető vissza. De éppen e tényezők javítása – amelyek általában nem igényelnek nagy forrásokat, csak a megoldás keresésére irányuló politikai szándékot és elkötelezettséget – lehet a kelet-európai országokban a nagyobb termelékenység és versenyképesség új, fontos és belföldön generált forrása.

Hivatkozások

- Árvai Zsófia et al. [2009] Regionális pénzügyi összefonódások és pénzügyi fertőzés Európán belül. IMF Working Paper, No. 09/6., január.
- Binder, Alan S. [2009]: Crazy Compensation and the Crisis. *The Wall Street Journal*, május 28.
- Fabrizio, S. – Leigh, D. – Mody, A. [2009]: The Second Transition: Eastern Europe in Perspective. IMF Working Paper, No. 09/43., március.
- Golub, Harvey [2008]: Getting Out of the Credit Mess. *The Wall Street Journal*, december 9.
- Roubini, Nouriel [2009]: The risk of a double-dip recession is rising. *Financial Times*, augusztus 23.
- Soros, George [2008]: The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means. New York, Public Affairs.
- Dr. Surányi György [2009]: Fedezetlen devizapozíciók – Súlyos gazdaságpolitikai hiba vagy természetes folyamat? *Portfolio.hu*, augusztus 5.
- Varga Lóránt [2009]: The Information Content of Hungarian Sovereign CDS Spreads. National Bank of Hungary, Occasional Paper, No. 78., Chart 2, május.

¹⁴ Lásd az összehasonlítható mutatókat több mint 130 országra az éves *Global Competitiveness Reports*-ban, amelyet a World Economic Forum ad ki (Lásd: World Economic Forum, Geneva, 2008). A legújabb, 2009–2010-es jelentés 2009 szeptemberében jelent meg.