

**A pénzügyi válság és a magyar vállalati szektor  
reagálása**

*Készítették:*

**Bod Péter Ákos, Németh András, Pellényi Gábor, Szaniszló Bálint,  
Szebeni Dávid**

*Szerkesztette: Bod Péter Ákos, egyetemi tanár  
Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdaságpolitika Tanszék*

**Budapest, 2009. január**

## 1. fejezet

### Összefoglaló

1.

2008 során a világ pénzügyi folyamataiban és gazdasági viszonyaiban hirtelen, törésszerű változás állt be. A megelőző évben, 2007 nyarától mind több szó esett az Egyesült Államok ingatlanpiacának és ingatlan-hitelezésének gondjairól, azonban 2008 őszére vált világossá, hogy ami amerikai belső ügynek indult, különféle áttételeken eléri a fejlett világ pénzügyi rendszerének egészét, majd tovaterjedő hatásokat idéz elő a kapcsolódó gazdasági térségekben is. A pénzügyi zavarok kibontakozása általános – bár szektoronként igen eltérő jellegű és ütemű – recesszióba viszi a magyar gazdaságot. Makrogazdasági és pénzügyi helyzetünk gyors változása roppant megnehezíti a vállalkozások, gazdasági szereplők előrelátását, márpedig a piacgazdaság hatékony működéséhez a gazdasági döntéshozók megalapozott kalkulációja szükséges.

Ebben a fejezetben összefoglaljuk *a kutatás főbb megállapításait és ajánlásait*, támaszkodva a munkacsoport saját kutatásaira, a magyar vállalati körben elvégzett felmérésekre, az új szakirodalomra. A 2. fejezet a *politikai – ezen belül elsősorban a fiskális politikai – folyamatoknak a gazdaságra gyakorolt hatásait* mutatja be, széleskörű szakirodalmi források alapján. A 3. fejezet *a pénzügyi válsághoz elvezető utat és annak nemzetgazdasági következményeit* veszi számba. A 4. fejezet tárgya *a vállalati és banki kör között létrejövő új helyzet*. Az 5. fejezetben bemutatjuk a magyarországi vállalkozások két körében, két mintáján elvégzett *véleménykutatás* főbb eredményeit, és ismertetjük *főbb javaslatainkat*, amelyek révén új módon, innovatív eszközökkel képesek a vállalkozások reagálni a válságos körülményekből fakadó kihívásokra.

2.

A világméretű pénzügyi turbulencia első szakasza 2007 elejétől 2008 nyaráig tartott, amikor Amerika ún. *sub-prime jelzálogpiaci válságának* a következményei kezdtek

megjelenni a fejlett országok pénzügyi intézeteiben is. A második szakasz 2008 augusztusában kezdődött: olyan pénzügyi pánik kezdett kialakulni, ami a pénzügyi rendszer összeomlásának rémképét vetítette elénk. A nemzetközi turbulenciák következtében a pénztulajdonosok hirtelen érzékenyebbek váltak a kockázatok iránt, óvatosabban ítélték meg korábban elfogadhatónak tartott kockázatokat. A tőkeáramlások elakadása és a gyakori tőke kivonás a tanulmányban elemzett okok és tényezők következtében válságba sodort több *nyitott fejlett* gazdaságot is, először Izlandot, valamint számos ún. *feltörekvő és piacgazdasági átmenetben* levő országot, közöttük hazánkat.

3.

A magyar gazdasági életet az általános nemzetközi folyamatok váratlanul súlyosan érintették. Rövid időn belül az *ország fizetőképessége* iránti bizalom is megrendült, néhány nap alatt meglepően komoly zavarok álltak be a pénzügyi rendszerben, a nemzeti fizetőeszköz nagyot veszített az értékéből, a magyar állampapír-piacon a hozamok meredek emelkedésnek indultak, sőt a piac egy időre befagyott.

A magyar hatóságok nemzetközi intézményekhez fordultak *készenléti hitelért*. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) és az Európai Unió (EU) gyors döntésekkel nagyarányú hitelcsomagot állított össze a magyar hatóságok kérésére. A hitelek elnyeréséhez a kormánynak költségvetési szigorítást, a pénzügyi szektort illető jogszabály-alkotást és egy sor egyéb gazdaságpolitikai intézkedést kellett vállalnia.

4.

Bár az események meglepetésszerűen fejlődtek ki, a józan értékelők elismerik, hogy a magyar *nemzetgazdasági fundamentumok* a nemzetközi válság kibontakozása idején nem számítottak kielégítőnek. Hazánk úgy lépett be az Európai Unióba, hogy azonnal az ún. *túlzott deficit eljárás* indult ellene a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megszegéséért (hiszen a GDP-hez mérve jóval a határértéknek számító 3% feletti volt az államháztartási hiány 2004 nyarán, a belépéskor, és azt követően is). Az EU-nak átadott első két konvergencia-programot - és annak részeként a költségvetési kiigazítást - nem tartotta be a kormány. Akkor mindennek közvetlen következményei

még nem mutatkoztak, ám mint utólag bebizonyosodott, a gazdaságpolitika hitelessége súlyosan és tartósan sérült.

5.

Mіндеzen hatások következtében 2008 őszén hetek alatt átalakultak Magyarország makrogazdasági működési keretei, és minden felmérés az üzleti konjunktúra-kilátások gyors romlását mutatta. A romlásban szerephez jutnak általános (európai) tényezők, és sajátos magyar komponensek. Ami a gazdaságpolitikai mozgásteret illeti: különös helyzet jött létre hazánkban azzal, hogy a megelőző években kialakult tartós és nagyarányú államadósság miatt a romló konjunktúra ellenére a magyar állam nemcsak hogy nem élhet a recessziós időkben kézenfekvő állami élénkítési eszközökkel, amelyek alkalmazására az Egyesült Államok és Európa legtöbb országa számos példát mutatott fel 2008 őszén-telén. Éppen ellenkezőleg: a korábbi költségvetési kiigazítás (megszorítás) folytatására kényszerül a magyar kormány. Míg a szomszédos országokban állami gazdaságélénkítő programokat indítottak, több helyen mérsékeltek az adóelvonásokat, számos központi bank (illetve az euró-zóna országaiban az Európai Központi bank) mérsékelte az irányadó kamatok szintét, addig hazánkban jellegét tekintve ezzel ellentétes gazdaságpolitikai klíma érvényesül 2009-ben.

6.

Ilyen körülmények között a magyar gazdasági élet legtöbb szereplője számára nagymértékben és igen gyorsan romlottak a növekedés, fejlődés kilátásai: sok ágazatban már 2008 őszén visszaesett a rendelésállomány, jelentősen estek az értékesítési előrejelzések. Sok gazdasági szereplőt pedig az árfolyam- és kamatkockázat megnövekedése és a pénzügyi kapcsolatrendszerben beálló ingadozások vagy éppen romlások sújtanak.

Ezek miatt feltételezhetjük, hogy a magyarországi vállalatok többségének felül kell vizsgálnia éves tervét és – ha van – középtávú stratégiáját. A nemzetgazdasági keretfeltételek kevésbé gyors változása esetén a vállalati tervkészítés a maga szokásos éves ciklusában különösebb törések nélkül vezethetné át az adott iparágra, földrajzi térségre vonatkozó újabb ismereteket; most azonban nem ez a helyzet. A makrogazdasági körülmények jelentősen változtak meg az év vége felé, éppen akkor,

amikor az esztendő várható teljesítménye alapján már gyakorlatilag körvonalazódtak a termelési, értékesítési, HR, beruházási, pénzügyi keretszámok, a beszállítókkal és a vevőkkel kialakítandó megállapodások. A naptári év vége előtt bekövetkező világgazdasági változások (kilátásbeli romlások) és a magyar kormányzat óvatoskodó, karakter nélküli reagálása (a 2009-re szóló adószabályok és a 2009-es költségvetési törvény elfogadtatása 2008 legvégén) nem sok jót nem ígért a legtöbb cég számára. Így nem is csoda, ha a jellegzetes vállalati stratégiai válasz a visszafogás, óvatosság, védekezés lenne.

7.

Látni kell, hogy a magyar gazdaságban, különösen az iparban, építőiparban már a pénzügyi turbulencia kifejlődése, majd pedig az állam fizetőképessége körüli aggodalmak megjelenése előtt is lanyha volt az üzletmenet, és erre az állapotra rakódott rá az októberi-novemberi monetáris politikai és általános gazdaságpolitikai krízis. Következésképpen ilyen helyzetben nem megoldás a korábban kikristályosodott üzleti terv némi korrekciója, lefele simítása, mert minőségileg új viszonyok állhatnak elő a cég számára. Ha a vállalatvezetés mégis követné az akárcsak szeptemberben végigtárgyalt és helytállónak gondolt tervét, akkor lehet, hogy igen hamar veszedelmes pénzügyi tartományba juttatná a céget.

8.

A tanulmány alaposan dokumentálja azokat a tényezőket, amelyek miatt a nemzetközi pénzügyi világ zavarai ilyen gyorsan és erőteljesen kifejlődtek nálunk, annak ellenére, hogy maga a magyar pénzügyi rendszer a „sub-prime” válság közvetlen hatásainak valójában nem is volt kitéve. Ám látható volt már jó ideje, hogy a magyar gazdaságot különösen erősen érintik az állami politika döntési ciklusai, a parlamenti választások által kijelölt időbeliség gazdasági következményei.

A 2006 ősztől bekövetkező gazdasági ütemcsökkentés megértéséhez utalni kell a gazdaságpolitika hirtelen korrekciójára, amihez az Európai Unió nyomására 2006 nyarán elfogadott ún. *konvergencia-program* szolgált keretül. A világ pénzügyi krízise előtt tehát a magyar gazdaságpolitika kényszerű okokból restriktívra váltott; azt megelőzően viszont éppen a nagy állami költelekezések és a közszektorban végrehajtott

fizetésemelések teremtettek mesterséges konjunktúrát, legalábbis azoknak a gazdasági szereplőknek a számára, amelyek kötődnek az állami piachoz.

9.

Meglepő a magyar gazdasági élet ilyen mértékű függése a politikai ciklustól, hiszen azt lehetett feltételezni a rendszerváltozás kibontakozását követően, hogy a piacgazdaságra való gyors áttéréssel a gazdasági folyamatok immár nem függenek annyira szorosan a politikától, az államtól, mint a köz-szektor hatalmas túlsúlyával jellemezhető szocializmus évtizedeiben. A szocialista tervgazdaságok ugyan elvileg a tudományos tervezésre alapozták a gazdaságpolitikák, de a valóságban éppen az államszocialista gazdaságok mutattak fel meghökkentősen erős ciklikus ingadozást, ha így teszük: tervszerűtlenséget.

Ami nem is annyira meglepő, ha arra gondolunk: a gazdaság abban a rendszerben alig rendelkezett önállósággal, az állam anyagi eszközeivel pedig a nem-demokratikus rendszerben a politikai erőközpont rendelkezett, amely - legalább is a belső gazdasági folyamatok terén – alkotmányos korlátok nélkül diktálhatott a gazdaságnak, társadalomnak. Kifeje, a világpiac és a nemzetközi pénzvilág felé természetesen nem érvényesülhetett a pártpolitikai akarat. Vagy ha mégis felülkerekedett egy tervgazdaságban a politikai voluntarizmus, akkor annak hamarosan súlyos ára lett: lásd a kommunista párt uralma alatt álló ún. tervgazdaságok szinte menetrendszerű külkereskedelmi, finanszírozási válságát.

10.

Ez azonban a múlt. Remélni lehetett, hogy a rendszerváltozás menetében az üzleti világ kellő autonómiára tesz szert, és így a politika élet ciklikus alakulása, a választások jogi-politikai tényezőktől függő ritmikussága nem gyakorol különösebb hatást a gazdaságra. Nem így történt. Különösen nem így lett hazánkban, ahol az utóbbi tucatnyi év során igen markáns ciklikusság fejlődött ki és – a jelek szerint – rögzült.

Tudjuk, hogy a fejlett piacgazdaságokban – amelyek jórészt demokráciák – szintén jelen vannak és érvényesülnek politikai ciklusok, és nemcsak a közélet világában, hanem a gazdasági folyamatokban is. Ez nem meglepő: szinte minden fejlett piacgazdaságban igen jelentős az állami szektor megrendelő, pénzköltő, szabályozó, munkaerőt igénylő szerepe, azaz a közszektor erősen és közvetlenül kihat a teljes gazdasági életre. Idővel komoly ismeretanyag állt elő azzal kapcsolatban, hogy a politika saját belső ritmusa, szakaszossága miként hat ki a gazdasági ciklusra, azaz arra a felívelő-visszahanyatló aktivitás-ingadozásra, amely olyan régóta jellemzi a piacgazdaságot.

11.

A tanulmány ezért összefoglalja és értékeli azt a komoly szakmai ismeretet, amely a politikai ciklus és a gazdasági ciklus (ingadozás) kapcsolatrendjében kialakult a fejlett piacgazdaságokban. Az ún. *politikai üzleti ciklus* rendszerint úgy jön létre, hogy a kormánypárt az újraválasztása esélyeinek növelése érdekében oly módon befolyásolja a gazdaságot, hogy a választások előtt *expanzív* gazdaságpolitikát folytat a gyorsabb növekedés, nagyobb jövedelmek és kisebb munkanélküliség reményében. Majd a választásokat követően *restriktív* politikára tér át, megpróbálva visszaszorítani a költségvetési expanzió hatására időközben megugró államháztartási hiányt és az inflációt.

Csak akkor működhet mindez, ha a kormánynak közvetlen vagy közvetett ráhatása van a választók szempontjából különösen fontos változók alakulására, mint amilyen a munkanélküliségi ráta vagy a reálbérszint. A gazdaság választási célú manipulálása azonban kockázatos játék, ha a választók felismerik a jelenbeli költségek jövőbeli hatásait. Feltehetjük, hogy a fejlett gazdaságokban és kiforrott demokráciákban az emberek nagy része átlát a megvásárlásukra irányuló politikai manipuláción, és a szavazók elutasítanak olyan kormányprogramot, amely a nem túl távoli jövőben nagy adóemelésekkel fogja megfizettetni velük a bőkezű állami pénzosztogatás költségeit. A független sajtó megléte is fékként hat a rövid távú politikai akciókkal szemben, és az üzleti élet szereplői is felemelik a hangjukat az ilyen kísérletek láttán.

Hazánk átmeneti, sajátos állapota abban is megnyilvánul, hogy nálunk a voks-vásárló, populista gazdaságpolitikával szemben gyenge az ellenállás. Az adatok tanúsága szerint a választási években nagyfokú az államháztartási deficit növekedése, azt követően pedig – és ez a jobbik eset – jelentős a kiigazítás. A gazdaság politikai okozatú „rángatózása” hazánkban különösen nagy mértékű; mindenesetre erőteljesebb, mint azt gondoltuk és reméltük korábban.

12.

Nálunk nemcsak a folyó költségvetés válhat a politikai időszámítás áldozatává: a *privatizációra* és a *közösségi beruházásokra*, a *közbeszerzésre* is rányomhatja a bélyegét a közvetlen politikai, politikusi érdek. Mégis legfőképpen a költségvetési bevételek (adók) és kiadások (költekezések) valamint a költségvetés hiánya mutatja különös erővel a magyar gazdaságban a politikai szempontok túlzott érvényre jutását. Az állampapírok és egyéb hasonló aktívák hozama érzékeny indikátor, emellett az áremelkedések mértékére hat ki erőteljesen a politikai ciklus (főként az állam által megszabott árak alakulásán keresztül).

13.

A gazdaságpolitikai tényezők mellett az üzleti klíma szempontjából igen fontos a *pénzügyi közvetítő rendszer* állapota. Az elemzők többsége azon a véleményen volt, hogy a magyar bankrendszer a térségben határozottan stabilnak és fejlettnak számít. Azonban a 2008-re új kockázatok is kifejlődtek: ilyen a hazai megtakarítási aktivitás gyengülése, majd a háztartások nettó megtakarítói helyzetének hirtelen megszűnése. Mivel a vállalatok szektora sem takarít meg, az állam pedig krónikusan deficites, így törvényszerű lett a külföldi forrásokra való ráutaltságunk. 2008 szeptemberében a magyarországi betétekhez képest a hitelek aránya már 170 százalékra rúgott. A bankrendszer likviditási helyzetét megrendítette az, hogy a nyugat-európai pénzpiacokon hirtelen megnőtt a kamatszint, és a kockázatkerülés miatt rövidebbek lettek a futamidők. Különösen a magyar bankrendszer eszközeinek negyedét kitevő OTP helyzete lett nehezebb, mivel az intézmény mögött nem áll külföldi anyabank.



A gazdasági szereplők számára az egyik legsúlyosabb kérdés 2009-re nézve az, hogy a bankok milyen hitelezési politikát folytatnak. A bankköltség amúgy is nagy költségtétel a gazdasági életben, és a hitelhez jutás ingadozása, bizonytalansága különösen a beruházási tevékenységet képes ellehetetleníteni. A forint-kamatok prohibítív mértéke súlyos gátja lett a normális vállalati gazdálkodásnak. Ha pedig a bankok a rendelkezésükre álló szűkös devizaforrásokból a lejáró vállalati hiteleket nem újítják meg, az súlyos következményekkel járhat a nemzetgazdaságra nézve. A bankszektor felelősségének taglalásakor azonban tudni kell, hogy a hazánkban működő bankok négyötöde külföldi tulajdonú. E bankok anyabankjai nincsenek tekintettel Magyarország hosszabb távú gazdasági érdekeire. Sőt a saját országuk bankmentő csomagja esetleg nem is engedélyezi nekik a leányvállalataik felé történő finanszírozást – így viszont sok jóra nem számíthatunk.

14.

A gazdasági szereplők joggal várnak olyan kormányzati intézkedésekre, amelyek a gazdaság várható visszaesését tompítják. Születtek újabb bejelentések 2008 novemberében és decemberében, bár több elemző szerint csupán a már ismert, közzétett állami akciók újrafogalmazásáról, újracsomagolásáról van szó. Ilyen a kis- és középvállalkozásoknak nyújtott hitelekre adott *állami garanciavállalás* kiszélesítése, EU források terhére pedig a Magyar Fejlesztési Bank által folyósított *forgóeszköz-hitelek* nyújtása. Az állami garanciavállalás azonban csak akkor képes ténylegesen hatni, ha vannak finanszírozható üzleti projektek, és mögöttük bankképes vállalkozások, valamint hitelnyújtásra kész bankok, kellő tőkével. Ami talán valóban segíthet a vállalatok likviditási gondjain: az uniós fejlesztési források kifizetésének felgyorsítása az előlegfizetés részarányának növelésével.

A legjobb vállalkozásösztönzés azonban maga a növekvő, fejlődő gazdaság, amelyben az áruk és szolgáltatások fizetőképes keresletre lelnek. E téren azonban a magyar kilátások hirtelen nagyot romlottak 2008 októberének közepén, amikor még az állam fizetéseképtelenségének lehetősége is felmerült.

15.

Az államcsőd veszélye a 17 hónapra szóló nagyarányú külső hitelfelvétel következtében mérséklődött 2008 legvégén. Azt lehetett remélni, hogy az államkötvények piacára visszatér az élet, a kötvény-hozamok csökkennek, a forint árfolyama és a tőzsdeindex stabilizálódik. Ugyanakkor a nemzetközi hitelminősítők másként ítélték meg a helyzetet, és leminősítették Magyarország kockázati besorolását vagy kilátásba helyezték a leminősítést. A magyar állampapírok iránti éhség nem állt helyre, a forint sem erősödött vissza a krízis előtti szintre. *A pénzügyi krízis nem múlt el, csak elnapolódott.*

16.

A vállalati vezetőknek, a stratégiai tulajdonosoknak nyilván reflektálniuk kell minderre. A magyar cégeknek most olyan helyzetben kell új stratégiákat alkotniuk, amikor nagyon nehéz előre jelezni a nemzetközi környezetet, ráadásul a magyar állam gazdaságpolitikai mozgásteret különféle okok miatt igencsak szűk. Az állam kiskorú mozgási szabadsága akár stabilizáló tényező is lehetne a vállalati működés szempontjából: a kormány 2009-ben nem teheti meg, hogy - mint korábban olyan sokszor - év közben deficitnövelő intézkedésekkel nyúljon bele a gazdasági életbe. Csak hogy az IMF/EU hitelek elnyeréséhez vállalt kiszámítható pálya kiszámíthatóan előnytelen a legtöbb vállalkozás számára, mind adófizető minőségében, mind a közszektor által támasztott kereslet felől.

17.

A jelenlegi romló körülmények közepette a tanulmány készítése során felkeresett cégek vezetői általában nem az agresszív piacszerző magatartást választják, inkább a *piacmegtartó* és a *szigorú költségcsökkentő* eljárásokat követik. Jellemző a létszámleépítés, a béremelés elhalasztása vagy éppen bércsökkentés, a munkafelvétel szüneteltetése, a természetes fogyás (kilépés) fel nem töltése, 32 órás munkahét bevezetése.

A meginterjúvált vállalatoknál több példa adódik az alkatrészrendelések felülvizsgálatára vagy elhalasztására, készletcsökkentésre (ahol a készletben jelentős a banki finanszírozás), a karbantartások elhalasztására, a cégautók eladására. Nyomás

alá helyezik a beszállítóikat és a szolgáltatást nyújtókat (az épületörzési költségek vagy a takarítási költségek csökkentése, az informatikai kiadások lefaragása, az energia-takarékosság komolyan vétele formájában). Keményebbek a tárgyalások a beszállítókkal az árakat illetően.

18.

A megvizsgált vállalatok mintáján jól látszik, hogy a vállalatvezetés a gyorsan változó helyzetre legtöbbször a döntéshozatali időtáv lerövidítéséhez reagált. Vagy felfüggesztették korábbi több éves termelési és jövedelmi terveiket, vagy azokat lényegében félretéve néhány hónapos (3 illetve 6 havi) tervet állítanak össze. Különösen akkor alkalmazzák ezt a megoldást, ha az új rendelkezések állománya nagymértékben visszaesett, és egyszerűen nem látják 2009 második felét. Ugyanakkor maguknak az adott vállalkozásoknak is fel kell adni alkatrész-beszállítóik, a nekik szolgáltatást nyújtók számára a megrendelést, mégpedig kellő időben. Ezért a tervezési időtáv lerövidítése csak kényszermegoldás.

Adódnak továbbá olyan azonnali üzletviteli kérdések, amelyekre már most választ kell adni, és nem lehet a döntést a következő naptári év közepére tolni. Ilyen a vállalási árak meghirdetése, vagy a munkaerő-foglalkoztatás és a vállalati bérpolitika meghatározása.

19.

**Javaslatok a vállalati döntéshozók számára.** A vállalatvezetői, cégvezetői munka súlypontját át kell helyezni *a cég környezetében lezajló folyamatok elemzésére*. Új pontokon léphetnek fel bajok, mint pl. a vevők fizetési képességének romlása, vagy a bevált beszállító csődbe menetele miatt.

A tervezési, stratégia-alkotási eljárások terén kerülendő a szokásos *éves* (és jellemzően top-down felfogású) üzleti és pénzügyi terv elkészítése. Az egyik alkalmazható megoldás: *a tervezési időtáv lerövidítése*. A másik az *alternatívában* elkészített és elfogadott terv. Az előző választ ad az erőforrások összerendezésének feladata során elkerülhetetlenül felmerülő kérdésekre: mekkora munkaerő-létszámot kell megtartani

rövidtávon; mi legyen az elindított beruházásokkal (leállítás, lassítás, törlés, változatlan ütemű folytatás, felgyorsított folytatás), milyen konkrét beszállítói szerződéseket kell megkötni. Hátránya az, hogy hamarosan előről kell kezdeni a tárgyalásokat az érintettek. A több változatban jóváhagyott tervbe sokkal több szellemi munkát kell beletenni, ha viszont megvan az egyetértés a tervváltozatok körül, akkor a körülmények alakulásától függően elő lehet venni az arra az esetre szóló verziót. Fontos azonban azt tudatosítani, hogy csak akkor lehet sikerrel áttérni az egyik tervváltozatról a másikra, ha a kulcsfontosságú partnerekhez fűződő szerződések azt lehetővé teszik.

20.

A cégvezető stratégia munkájában különösen fontossá válik a *banki kapcsolatok* intézése. A pénzügyintézetek jó ideig óvatosak, sőt gyanakvóak maradnak az ipari ügyfelek iránt, azonban nekik is szükségük van kamatjövédelmet hozó aktívákra, így lesz kulcskérdés az, hogy a partner vállalat képes-e meggyőzni a pénzügyintézetet a cég fejlődőképességéről.

2009 során a beruházásokat konzervatívan szabad csak megtervezni. Ugyanakkor éppen a szokásosnál több csőd, cégeknek a piacról való kivonulása nyithat meg akár már az év közepén fúziós, cégfelvásárlási és egyéb piacszerzési lehetőséget.



## 2. Fejezet

### A politikai üzleti ciklusok

Magyarországon a rendszerváltozás kezdete óta a választási években rendszeresen megugrik a költségvetési hiány. Ennek legegyszerűbb magyarázata az, hogy a hivatalban levő kormányzat a választások közeledtével expanzióba kezd annak érdekében, hogy a költségekkel „szavazatokat vásároljon”. A taktika általában nem járt sikerrel, hiszen az első négy választáson az aktuális ellenzék nyert. A választások után viszont az új kormány mindig a hiány lefaragására kényszerült.<sup>1</sup>

Az 1. táblázat tartalmazza a magyar költségvetés hiányadatait a bruttó hazai össztermék százalékában. A vastagon szedett választási években az átlagos költségvetési hiány a GDP 8,3 százaléka volt, szemben a nem választási évek 5,3 százalékos hiányával. Vagyis a választások átlagosan 3 százalékponttal megemelték a magyar államháztartási hiányt.

**1. Táblázat: A magyar költségvetés hiánya a GDP százalékában (1993-2007) -  
Forrás: PM**

Év	Hiány	Év	Hiány	Év	Hiány
1993	6,6 %	<b>1998</b>	<b>6,6 %</b>	2003	7,2 %
<b>1994</b>	<b>8,4 %</b>	1999	3,7 %	2004	6,4 %
1995	6,4 %	2000	3,6 %	2005	7,8 %
1996	3,0 %	2001	4,0 %	<b>2006</b>	<b>9,3 %</b>
1997	4,8 %	<b>2002</b>	<b>9,0 %</b>	2007	5,0 %

Az ilyen szerkezetű adatok értelmezésénél tekintettel kell lenni a gazdasági ciklus állapotára, hiszen a hiány/gdp mutató például a bruttó hazai termék stagnálása vagy éppen csökkenése esetén akkor is nő, ha a számlálóban szereplő hiány mutatója nem vesz fel különösen nagy értéket. Mivel 1993 volt a tranzíciós válság utolsó éve (amikor még csökkent a GDP), és 1994 a trendforduló esztendője, így az idősor eleje sajátos viszonyokra esik, de ezt követően 2009-

<sup>1</sup> Ez a hiánylefaragás egyedül a 2002-es választások után nem valósult meg, amikor is a Medgyessy-kormány választási ígéreteit betartva tovább folytatta a költségek csökkentését.

ig gazdaságunk több-kevesebb növekedési többletet mutatott fel, és erre a korszakra valóban igaz a fenti megfigyelés a politikai ciklus és a GDP-arányos hiány alakulása között.

Vajon mennyire tekinthető általánosnak a deficit-mutató „átpolitizáltsága”? A 2. táblázat megmutatja, hogy nem kifejezetten magyar jelenségről van szó: az EMU tagországaiban is megfigyelhető hasonló választási ciklikusság a költségvetésben, bár az ingadozások mértéke jóval kisebb. Az euróövezet tagországai közül egyedül Portugáliában nem eredményeznek expanzívabb fiskális politikát a választások<sup>2</sup>, minden más országban rosszabb a kormányzati szektor egyensúlyi helyzete választási években, függetlenül attól, hogy ez kisebb többletet vagy nagyobb hiányt jelent.

**2. Táblázat: Az EMU-tagállamok kormányzati szektorának nettó finanszírozási képessége (1999-2004) - Forrás: Mink és de Haan (2006)**

	Választások száma	Átlagos egyenleg választási évben	Átlagos egyenleg nem választási évben
Ausztria	2 (1999, 2002)	-1,3 %	-0,9 %
Belgium	2 (1999, 2003)	0,0 %	0,3 %
Finnország	2 (1999, 2003)	2,4 %	4,7 %
Franciaország	1 (2002)	-3,2 %	-2,5 %
Görögország	2 (2000, 2004)	-5,1 %	-4,1 %
Hollandia	2 (2002, 2003)	-2,6 %	0,1 %
Írország	1 (2002)	-0,4 %	1,9 %
Luxemburg	2 (1999, 2004)	1,2 %	3,8 %
Németország	1 (2002)	-3,7 %	-2,1 %
Olaszország	1 (2001)	-3,0 %	-2,2 %
Portugália	2 (1999, 2002)	-2,8 %	-3,3 %
Spanyolország	2 (2000, 2004)	-0,6 %	-0,4 %
Összesen	20	-1,4 %	-0,5 %

<sup>2</sup> Ha alaposabban szemügyre vesszük a portugál adatokat, azt láthatjuk, hogy a kormányzat nettó finanszírozási igénye meglehetősen állandó, egyedül a 2001-es év mutat kiugró adatot, ez rontja le a nem választási évek átlagát: 1999: -2,8 %, 2000: - 2,8 %, 2001: -4,4 %, 2002: -2,7 %, 2003: -2,9 %, 2004: -2,9 %. 2002-ben ugyan voltak (rendkívüli) választások, de ez a 2001-es hiány valószínűleg nem ennek köszönhető.

A költségvetési expanzió nyomán nem csak növekvő jövedelmekkel, illetve ennek hatására nagyobb aggregált kereslettel kell számolnia a vállalati szektornak, hanem magasabb inflációval, illetve a beruházási hitelforrások megrágulásával is. A választásokat pedig általában restrikció követi, ami a gazdasági növekedés visszafogását eredményezi. Ezt a politika által generált gazdasági ingadozást *politikai üzleti ciklusnak* (*political business cycle*) nevezzük.

A politikai üzleti ciklusok elméletéről több kiváló összefoglaló munkát találhatunk a közgazdasági szakirodalomban (Alt és Chrystal [1983], Mosley [1984], Hibbs [1987], Mellár [1997], Acocella [1998], Drazen [2000], Gautier [2003], Benczes és Ürögdi [2008]). Az alábbiakban részben ezek nyomán, részben a téma kutatásában megjelent kulcsfontosságú cikkek alapján foglaljuk össze a politikai üzleti ciklusokkal kapcsolatos főbb elméleti és empirikus eredményeket. A főszövegben mindig csak a lényegi mondanivalóra koncentrálnunk, a teoretikus modellek formális felvázolása a lábjegyzetekbe került.

### **A keynesi gazdaságpolitika és a politikai üzleti ciklusok**

*A politikai üzleti ciklus a kormányzati gazdaságpolitika és a gazdasági folyamatok együttmozgását, a kettő kapcsolatát jelenti.* Többnyire ez úgy valósul meg, hogy a kormányzat az újraválasztása esélyeinek növelése érdekében igyekszik befolyásolni a gazdasági tevékenységeket, méghozzá oly módon, hogy a választások előtt expanzív gazdaságpolitikával felfűti a gazdaságot (a nagyobb növekedés, magasabb jövedelmek és alacsonyabb munkanélküliség reményében), míg a választásokat követően restriktív politikát folytat, hogy lefaragja az expanzió hatására időközben megugró hiányt és inflációt. Ahhoz, hogy ez a ciklikus gazdaságpolitika működőképes legyen, értelemszerűen szükséges, hogy a kormányzat közvetlen módon tudjon hatni az olyan – a választók szempontjából is különösen fontos – változók alakulására, mint a munkanélküliség, vagy a gazdasági növekedés. Ennek elméleti megalapozása a keynesi gazdaságpolitikához nyúlik vissza.

Tobin (1985) így foglalja össze a *keynesi gazdaságpolitika* fő alapelveit: reálváltozókra (foglalkoztatás, gazdasági növekedés) fókuszáló makrogazdasági irányítás; aktivista keresletszabályozás (természetesen automatikus stabilizátorok alkalmazásával együtt); a



fiskális és monetáris politikai eszközök együttes alkalmazása a makrogazdasági célok elérése érdekében; annak fel- és elismerése, hogy a teljes foglalkoztatás csak inflációs áldozatokkal érhető el. Eszerint a kormányzat képes arra, hogy monetáris és fiskális eszközökkel befolyásolja a gazdaság működését, keresletélénkítéssel alacsonyabb munkanélküliséget érjen el. Ahogy a keynesianizmus egyik kritikusja megfogalmazta: a keynesi közgazdászok „sikeresen meggyőzték a politikusokat – és a média hathatós közvetítésével a teljes közvéleményt –, hogy a kormányzat képes, sőt valójában köteles a gazdaság irányítására azáltal, hogy fiskális és/vagy monetáris eszközökkel alakítja az aggregált keresletet.” (Ture [1985], 48. old.) Innen már csak egy lépés, hogy mindezt annak érdekében is teheti, hogy növelje újraválasztásának esélyeit.

Kalecki (1943) bevezette a politikai üzleti ciklusok fogalmát is, igaz, ő valamelyest más értelemben használta, mint a vizsgált elmélet későbbi kutatói. Kaleckinél a politikai üzleti ciklusok fogalma a keynesi keresletszabályozással függ össze, nála nincs kapcsolat a gazdasági folyamatok alakulása és a választások között. Cikluselmélete szerint a visszaesések idején a kormányzat – részben a tömegek nyomására – keresletélénkítésbe kezd (például állami beruházásokkal vagy a tömeges fogyasztás ösztönzésével), hogy leküzdje a válság nyomán kialakuló munkanélküliséget. Kalecki szerint ez viszont ellenérzéseket szül a tőkések körében, hiszen a csökkenő munkanélküliség elmozdítja az alkupozíciókat a munkások és a tőkések között, a munkások „kikerülnek a tőkések kezei közül”. Az üzleti érdekcsoportok ezért kikényszerítik a kormányzattól a restriktív gazdaságpolitikát, ami stabilizál, de egyben újabb visszaesést hoz, a munkanélküliség újbóli növekedni kezd. Vagyis Kalecki elmélete szerint a kormányzat a tömegek és az üzleti érdekcsoportok között ingadozik: hol egyik, hol másik kedvében igyekszik járni, ami gazdasági ingadozást okoz. Választásokról viszont nincs szó: nála a kormányzat inkább kényszerpályán mozog, semmint opportunista módon manipulálná a gazdaságot.

### **A politikai üzleti ciklusok első opportunistá modellje**

A gazdaságpolitika és az üzleti ciklusok együttmozgása természetesen korábban is foglalkoztatta a közgazdászokat, azonban az első formális modellekre, amelyek a választási esélyek befolyásolására irányuló kormányzati viselkedést, illetve a választási ciklikusság okozta gazdasági ingadozásokat próbálták leírni, az 1970-es évekig kellett várni. A két

alapmodell Nordhaus (1975)<sup>3</sup> és Hibbs (1977) nevéhez fűződik. A modellek közötti fő különbség az, hogy Nordhausnál a politikusok egyforma, pusztán szavazatmaximalizálásra törekvő szereplők, míg Hibbs megkülönbözteti a jobb- és baloldali pártokat, amelyek eltérő gazdaságpolitikai célokkal rendelkeznek. Előbbi az „opportunista”, utóbbi a „politikai elkötelezettség”<sup>4</sup> modell nevet kapta.

Nordhaus *opportunista modellje* a közgazdaságtanban jól ismert Phillips-görbén alapszik: *átváltás figyelhető meg a munkanélküliség és az infláció között.*<sup>5</sup> Ha növekszik a kereslet a munkaerő iránt, vagyis csökken a munkanélküliség, akkor a munkaerő ára, vagyis az egyensúlyi reálbér emelkedik. A munkások nagyobb reálbére megnöveli fogyasztásukat, vagyis a javak iránti kereslet is növekszik, ami általános inflációt eredményez.

A modell szavazói csak a gazdasági teljesítményt értékelik, ennek mutatói közül is kiemelt szerepet kap a munkanélküliség és az infláció. Nincs szerepe a politikai ideológiáknak, illetve más olyan szempontoknak, amelyek befolyásolják egy-egy szavazó döntését. Nordhaus úgy érvel, hogy természetesen vannak (ideológiai vagy gazdasági okokból) elkötelezett szavazók, azonban az ő viselkedésük egyértelmű, a szavazások kimenetele tehát a nem elkötelezett „ingaszavazók” döntésén múlik. Ez azonban csak akkor lenne igaz, ha mindenki elmenne szavazni, ugyanis ha az elkötelezett szavazók pártválasztását nem is, de az aktivitásukat befolyásolhatja a pártok gazdasági és politikai eredményessége, ami nyilván hatással van a választások kimenetelére. Mindenesetre a modell ezt nem veszi számításba, itt a szavazók számára *csak a gazdasági teljesítmény számít*, a pártok közötti ideológiai különbségektől eltekint.

A szavazók a korábbi kormányzatok teljesítménye alapján határozzák meg várakozásaikat, elvárásaikat a regnáló kormánnyal szemben, vagyis *adaptív várakozások* jellemzik a modellt. Ha a kormány jobban teljesít az egyes állampolgár várakozásainál, akkor megkapja a szavazatát, ellenkező esetben a szavazó az ellenzékre voksol. A hatalmon lévő kormányzat akkor nyeri meg a soron következő választást, ha több szavazó várakozásait teljesítette felül, mint ahány választópolgár várakozásaitól elmaradt.

<sup>3</sup> Érdemes megemlíteni, hogy hasonló feltételezésekkel alkotott modellt MacRae (1977) is.

<sup>4</sup> A modellcsoport angol neve „partisan model”, emiatt a magyar szakirodalomban elterjedt a „partizánmodell” név is (pl. Benczes és Ürögdi [2008]), noha ebben az értelemben a „partisan” szó inkább „pártosságot”, vagyis politikai elkötelezettséget jelent. Ezért a továbbiakban a Mellár (1997) által is használt politikai elkötelezettség névnél maradunk.

<sup>5</sup> A klasszikus cikk Phillips (1958).

A kormányzat célja a szavazatok maximalizálása, vagyis olyan inflációs és munkanélküliségi szint meghatározása, amely kedvezőbb a lehető legtöbb választó várakozásainál. A gond természetesen abból fakad, hogy átváltás figyelhető meg a két változó között: a munkanélküliség csökkentése növekvő inflációt eredményez. Viszont ha a szavazókat adaptív inflációs várakozások jellemzik, akkor a jelenben kisebb lesz ez az inflációnövelő hatás, mint a jövőben, hiszen a most megugró árak módosítják a következő időszakok várakozásait, ami ezekben a periódusokban tovább növeli az inflációt. Ez praktikusán annyit jelent, hogy a választások előtti expanzióval csökkentett munkanélküliség inflációs költségeinek jelentős része a választások utánra halasztható, vagyis – ha a választók kellően rövidlátók – nagyobb az alacsonyabb munkanélküliséggel szerzett szavazattöbbség, mint az infláció okozta szavazatvesztés. Emiatt a választások felé közeledő kormányzatok az optimálisnál nagyobb inflációt és az optimálisnál kisebb munkanélküliséget fognak meghatározni.

Nordhaus annak bemutatásához is a választók rövidlátását (miópiáját) és adaptív várakozásait hívja segítségül, hogy ennek hatására hogyan alakul ki a gazdasági ciklikusság. A választások után a kormányzatok restriktív politikával igyekeznek csökkenteni az inflációt, ezzel viszont megemelik a munkanélküliséget. Ezt két okból is megtehetik: egyfelől a szavazók ezt nem látják előre a választások előtt, vagyis „büntetlenül” lehet erre a stratégiára építeni, másfelől a következő választások idejére a szavazók „elfelejtik” ezt, az akkori döntésük idején már relatíve kis súllyal veszik ezt számításba, fontosabb számukra, hogy a választásokig újra a munkanélküliség csökkenő tendenciáját figyelhetik meg.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Gautier (2003) jelölései és csoportosítása segítségével a következőképpen foglalhatók össze a tradicionális oportunistá modell jellemzői:

1. A gazdaságot a várakozásokkal kiegészített Phillips-görbe írja le:  $y_t = \bar{y} + \gamma \cdot (\pi_t - \pi_t^e)$ , ahol  $y_t$  a gazdaság t-edik időszaki összteljesítménye,  $\bar{y}$  a potenciális GDP,  $\pi_t$  a t-edik időszaki infláció,  $\pi_t^e$  pedig a t-edik időszaki inflációs várakozás. A pozitív  $\gamma$  paraméter gyakorlatilag a Phillips-görbe meredeksége. (Az eredeti Nordhaus-cikkben a Phillips-görbe valójában a munkanélküliségre és inflációra van felírva, de a megfeleltetés egyértelmű.)
2. A szavazókat adaptív inflációs várakozások jellemzik:  $\pi_t^e = \pi_{t-1} + \lambda \cdot (\pi_{t-1}^e - \pi_{t-1})$ , ahol a 0 és 1 közé eső  $\lambda$  paraméter azt mutatja, hogy mennyire befolyásolja az előző időszak „várakozási hibája” a jelenbeli várakozásokat, vagyis mennyire tanulékonyak a szavazók.
3. A politikusok egyformák, céljuk a hatalom megtartása/megszerzése.  $AV_t = \sum_{i=0}^t [\beta^{t-i} \cdot g(y_t, \pi_t)]$  szavazatfüggvényt igyekeznek maximalizálni, amelyben a  $g$  függvény az egyes választók preferenciáit jelképezi,  $\beta$  pedig a 0 és 1 közé eső diszkontfaktor.
4. Két jelölt van, a választók (ideológiai stb. okból) nem kötődnek egyikhez sem.

A Nordhaus-féle modellel szemben három alapvető kritika fogalmazható meg. Egyrészt a *választók nem racionálisak a modellben*, rövidlátásuk és adaptív várakozásaik azt eredményezik, hogy a politikusok a gazdasági folyamatok manipulálásával újra és újra képesek befolyásolni a választásokat, holott joggal feltehetjük, hogy idővel a szavazók megtanulják a demokratikus választások működését, és „átlátnak a szitán”. A második fő kritika az, hogy *a modellben a monetáris politika eszközein keresztül hat a gazdasági mutatókra a kormányzat*. Ez a feltevés a kormánytól független jegybankok korában nem reális. A jegybanki függetlenség célja pontosan az, hogy az alacsony infláció ne essen áldozatul a reálgazdasági céloknak. A harmadik kritika: *a fiskális politikai eszközök hiánya a modellben*, holott a kormányzati kiadások alakulásában erőteljes ciklikusság figyelhető meg.

### **Az opportunisták modellek második generációja**

Az *opportunisták modellek második generációja* elsősorban az első kritikára próbált választ adni. Ezekben a modellekben a *választók racionálisan* (az összes rendelkezésre álló információ alapján) *formálják inflációs várakozásaikat*. A *választásokon előreteljesítő módon döntenek*, vagyis nem csak azt veszik figyelembe, hogy a hatalmon lévő kormányzat a múltban megfelelt-e elvárásaiknak.

A kormányzat által alkalmazott eszközök tekintetében viszont nem egységesek az elméletek. Persson és Tabellini (1990) modellje is ebbe a generációba tartozik: az inflációs várakozások racionálisak, a választók a jövőbe tekintenek, és a várható hasznosságukat maximalizáló jelöltre voksolnak. A szerzők bevezetnek a modellbe egy kompetenciaparamétert is, amely azt mutatja, hogy a kormányzat mekkora inflációs áldozattal képes növelni a gazdaság teljesítményét. Ez a véletlen paraméter nem állandó, ami azt kívánja szemléltetni, hogy a gazdasági környezet változásával változnak a vezetéshez szükséges gazdaságpolitikai képességek is.<sup>7</sup>

---

5. A szavazók nem szeretik sem a munkanélküliséget, sem az inflációt. Döntésüket csak a kormányzat múltbeli tevékenysége befolyásolja, a jövőt tekintve rövidlátók (a szavazatfüggvényben csak a múlt szerepel).

6. A kormányzat monetáris eszközökkel igyekszik elérni céljait.

7. A választások időpontja külső adottság, nem a hatalmon lévő kormányzat választja meg.

<sup>7</sup> Gautier (2003) jelöléseivel a következőképpen fogalmazhatók meg a Persson–Tabellini-modell fő változtatásai a Nordhaus-modellhez képest:

1. A Phillips-görbében szerepel egy kompetenciátényező is, ami azt mutatja, hogy a kormányzat mennyire képes növelni a gazdaság kibocsátási szintjét növekvő infláció nélkül:  $y_t = \bar{y} + \gamma \cdot (\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$ ,

A hatalmon lévő politikusnak érdeke az optimálisnál magasabb inflációt beállítani, hiszen az ennek hatására megnövekvő gazdasági teljesítményt meg tudják figyelni a választók, a nagyobb inflációt viszont csak késéssel, a választások után. A magasabb gazdasági tevékenységet megfelelő információ hiányában a kormányzat magas kompetenciaszintjének tulajdonítják, ezért rájuk fognak szavazni.

A második generációs modellekkel kapcsolatban Kenneth Rogoff munkássága is kiemelendő. Rogoff és Sibert (1988) kialakított egy modellt, amit aztán Rogoff (1990) fejlesztett tovább. Fontos különbség az eddigiekhez képest, hogy ez a modell *nem a Phillips-görbén, az infláción és a munkanélküliségen alapul, hanem a költségvetési politika manipulálásán.*<sup>8</sup>

A modellben a választók várható hasznosságukat maximalizálják, vagyis azt a jelöltet támogatják, amelynek megválasztása esetén a várható hasznosság nagyobb. Az egyének hasznossága függ a személyes fogyasztásuktól, a kormányzati fogyasztástól, a kormányzati beruházásoktól, illetve a kormányzat nem gazdasági jellemzőitől (például attól, hogy mennyire megnyerő a miniszterelnök). A kormányzat feladata az adók és a kormányzati vásárlások (fogyasztás és beruházás) szintjének beállítása. A kormányzat hozzáértésén múlik, hogy milyen az átváltás az egyes elemek között (mennyivel kell növelni az adókat adott kormányzati költségekhez, mennyivel kell csökkenteni a kormányzati fogyasztást bizonyos kormányzati beruházáshoz stb.), a választók viszont nem ismerik a jelenlegi kompetenciaszintet. A kormányzat múltbeli teljesítménye alapján van elképzelésük a hatalmon lévő párt kompetenciaszintjéről, az ellenjelöltéről azonban nincs. A politikusok célfüggvénye két elemet tartalmaz: egyrészt a társadalmi jólétet, másrészt saját presztízsüket, ami a hatalomban eltöltött idővel gyarapszik.<sup>9</sup>

---

ahol az  $\mathcal{E}_t$  képességparaméter elsörendű mozgóátlag folyamatot követ:  $\mathcal{E}_t = \phi_t + \phi_{t-1}$ , ahol  $\phi_t$  és  $\phi_{t-1}$  nulla várható értékű véletlen változók.

2. Az inflációs várakozások racionálisak, vagyis a választók az összes rendelkezésre álló információt felhasználják várakozásaik kialakításakor:  $\pi_t^e = E(\pi_t / I_{t-1})$ , ahol  $I_{t-1}$  a (t-1)-edik időszakban rendelkezésre álló összes információ.

3. A választók várható jövőbeli hasznosságukat maximalizálják.

<sup>8</sup> Rogoff (1990) ezért nem is a „political business cycle”, hanem a „political budget cycle” elnevezést használja.

<sup>9</sup> Rogoff (1990) modellje formálisan a következőképpen épül fel:

1. A szavazók a következő hasznosságfüggvény várható értékét maximalizálják:
- $$\Gamma_t = \sum_{s=t}^T \{ [U(c_s, g_s) + V(k_s) + \eta_s] \cdot \beta^{s-t} \}, \text{ ahol } c \text{ az egyéni fogyasztás, } g \text{ a kormányzati}$$

A modell a hatalmon lévő párt információs előnyével magyarázza a gazdaságpolitika ciklikusságát. Egy kompetens párt számára *célszerű a kellenél alacsonyabb szinten meghatározni az adókat és magasabb kormányzati fogyasztást kialakítani*, mivel ezt a jelenben érzékelik a választók, míg a beruházások visszaesését csak a választásokat követően. Kompetens kormány esetén a beruházásokat viszonylag kevésbé kell visszafogni a szavazat-szerzéshez. Egy kevésbé kompetens kormányzat számára ugyanekkor adócsökkentéshez vagy fogyasztásnöveléshez már nagyobb mértékben kellene csökkenteni a beruházások szintjét, ami viszont már nem éri meg a kormányzatnak, hiszen ez a társadalmi jólét jelentősebb mértékű csökkenését eredményezi.

Mivel a politikusok törődnek a társadalom jólétével is (nem csak a szavazatmaximalizálással, mint Nordhausnál), ezért az áldozatért már nem kárpótolja őket a hatalomban eltöltött hosszabb idő. Ez ráadásul úgy jelenik meg a modellben, hogy a hatalmon lévő párt a választások előtti költségekkel jelezheti magas hozzáértési szintjét a választópolgároknak, akik emiatt nagyobb eséllyel szavaznak rá. A modellnek ez a feltevése arra a nem túl valószínű következtetésre vezet, hogy a nem kompetens politikusok nem folytatnak ciklikus gazdaságpolitikát, azt csak a kompetens vezetők okozzák. Ráadásul eszerint a megközelítés szerint a gazdaságpolitika ciklikussága igazából nem is káros, hanem egy társadalmilag hatékony módja annak, hogy a kormányzat kompetenciájára vonatkozó információ eljusson a lakossághoz, és így a kompetens kormányzat hatalomban is maradjon.

---

fogyasztás,  $k$  a kormányzati beruházás,  $\eta$  a kormányzat nem gazdasági jellemzőiből fakadó hasznosság,  $\beta$  pedig a diszkontfaktor.

2. A szavazók rendelkezésre álló jövedelmüket fogyasztásra költik:  $c_t = y - \tau_t$ , ahol  $y$  az összjövedelem,  $\tau$  az egyösszegű adó.
3. A kormányzati vásárlások termelési függvénye a következő:  $g_t + k_{t+1} = \tau_t + \varepsilon_t$ , ahol  $\varepsilon$  a kormányzat kompetenciaszintje.
4. A kompetenciaparaméter egy elsőrendű mozgóátlag folyamatot követ:  $\varepsilon_t^i = \alpha_t^i + \alpha_{t-1}^i$ , ahol az  $\alpha$  paraméterek kétféle („alacsony” és „magas”) értéket vehetnek fel.
5. A nem gazdasági jellemzőkből fakadó hasznosság is elsőrendű mozgóátlag folyamatot követ:  $\eta_t^i = q_t^i + q_{t-1}^i$ , ahol a  $q$  paraméterek véletlen változók.
6. A kormányzat a következő célfüggvényt maximalizálja:  $E_t^I(\Gamma_t) + \sum_{s=t}^T [\beta^{s-t} \cdot X \cdot \pi_{s,t}]$ , ahol a

második tag reprezentálja a kormányzat presztízsét,  $X$  egy év hatalom presztízs-növelő hatása,  $\pi_{s,t}$  pedig annak a valószínűsége, hogy a  $t$ -edik időszakban hatalmon lévő párt lesz kormányon az  $s$ -edik időszakban is.

### A politikai elkötelezettség modelljei

A politikai és üzleti ciklusok kapcsolatával foglalkozó modellek másik típusa a *politikai elkötelezettség modelljeinek* csoportja. Ezeknek közös vonása, hogy a különféle pártok között különbségeket tételeznek fel, a jobboldali jelölt az alacsony inflációra, a baloldali inkább az alacsonyabb munkanélküliségre és a nagyobb gazdasági növekedésre helyezi a hangsúlyt. Ennek megfelelően ezek a modellek nem elsősorban a választások előtti manipulációval foglalkoznak, hanem azzal a kérdéssel, hogy *a hatalmon lévő politikai pártok ideológiájának függvényében hogyan alakulnak a gazdasági folyamatok.*

Hibbs (1977) empirikus eredményekre támaszkodva, formális elméleti modell nélkül fejt ki álláspontját a fő makromutatók (infláció, munkanélküliség) és a kormányzó erők politikai ideológiájának viszonyáról. A második világháborút követő időszak egyértelmű kapcsolatot mutat a kormányzatok politikai nézetei és a gazdasági mutatók között. Minél nagyobb volt a baloldali pártok kormányzati szerepvállalása az egyes országokban az 1945-1969 közötti periódusban, annál nagyobb volt az 1960-as évek átlagos inflációja, és annál kisebb az átlagos munkanélküliség ugyanebben az időszakban.<sup>10</sup> Ez annak köszönhető, hogy a baloldali pártok elsősorban a szegényebb rétegekre támaszkodnak, míg a jobboldali pártok szavazóbázisa a közepes és magas jövedelmi rétegekből kerül ki. Előbbieket a nagyobb munkanélküliség sújtja inkább, utóbbiakat a pénz elértéktelenedése, a nagyobb infláció, így érthető, hogy miért így választanak gazdaságpolitikai célt az egyes politikai erők.

Alesina (1987) formális modellt épített erre az elképzelésre. Modelljében két párt szerepel, egy jobb- és egy baloldali.<sup>11</sup> Mindkét párt egy sajátos költségfüggvényt minimalizál, mely költségfüggvényben az infláció és a gazdaság kibocsátása szerepel. Természetesen a két változónak eltérő a súlya az egyes pártok esetében, *a jobboldali párt számára az alacsony infláció a fontos, míg a baloldali párt a nagyobb gazdasági növekedésért (és az ezzel együtt csökkenő munkanélküliségért) nagyobb inflációt is felvállal.* A racionális inflációs várakozásokkal rendelkező szavazók a választások kimenetelének bizonytalansága miatt a két párt optimális inflációs szintje közötti inflációt várnak. Ha a baloldali párt nyer, ennél nagyobb lesz az áremelkedés, és a rövid távú Phillips-görbének megfelelően nőni fog a

<sup>10</sup> Alt és Chrystal (1983) megjegyzi, hogy noha ez a „nemzetközi Phillips-görbe” jellegű összefüggés (amely országokban nagyobb az infláció, ott átlagosan alacsonyabb a munkanélküliség) az 1960-as években fennállt, de az 1970-es évtizedben semmi hasonló tendencia nem figyelhető meg. (115. old.)

<sup>11</sup> Az eredeti cikkben *R* és *D* jelöli a két pártot, az amerikai Republikánus Pártra és Demokrata Pártra utalva.

gazdaság teljesítménye is, míg a jobboldali párt győzelme esetén az infláció a vártnál alacsonyabb lesz, ez viszont gazdasági visszaeséssel jár együtt. Ez magyarázhatja a kormányzat gazdaságpolitikai ideológiája és a gazdasági folyamatok alakulása közötti kapcsolatot. A fenti hatások csak rövid távon érvényesülnek, aminek az az eredménye, hogy a baloldali kormányok a ciklus második felében kénytelenek felhagyni a nagyszabású expanzióval az infláció visszafogása érdekében, míg a jobboldali pártok is élenkítésbe kezdenek a választási ciklus második felében. Emiatt ekkor már hasonló gazdasági növekedés várható mindkét típusú kormányzat esetén, csak baloldali vezetés esetén mindez nagyobb inflációval párosul.<sup>12</sup>

Fontos jellemzője a modellnek, hogy a kormányzat képes a monetáris politika befolyásolására, ami – mint azt korábban Nordhaus (1975) modellje kapcsán is említettük – a kormányzattól független jegybankok korában nem valószínű feltevés.

Érdemes azt is megemlíteni, hogy ha a társadalom szerkezete viszonylag stabil, akkor a modell alapján nem lenne politikai váltógazdaság, mindig ugyanaz az oldal nyerné meg a választásokat. A valóságban nem ez a helyzet, ami természetesen azt támasztja alá, hogy a

<sup>12</sup> Gautier (2003) átfogalmazásában a modell a következőképpen írható fel:

1. A két párt ( $L$  és  $R$ , vagyis baloldali és jobboldali párt) a következő célfüggvényt szeretné maximalizálni:  $u_L = -(\pi_t - \bar{\pi}_L)^2 + b_L \cdot y_t$ , illetve  $u_R = -(\pi_t - \bar{\pi}_R)^2 + b_R \cdot y_t$ , ahol  $\bar{\pi}_L > \bar{\pi}_R > 0$  a két párt kihirdetett inflációs célja,  $b_L > b_R > 0$  pedig a célfüggvényekben a reálgazdasági teljesítmény súlya.
2. A szavazók is hasonló célfüggvényekkel rendelkeznek:  $u_i = -(\pi_t - \bar{\pi}_i)^2 + b_i \cdot y_t$ , nyilvánvalóan akkor szavaznak a jobboldali pártra, ha az antiinflációs szempontokat tartják fontosabbnak, míg akkor voksolnak a baloldalra, ha a reálgazdasági célok súlya nagyobb számukra.
3. A gazdaságot a várakozásokkal kiegészített Phillips-görbe írja le:  $y_t = \bar{y} + \gamma \cdot (\pi_t - \pi_t^e)$ .
4. A Phillips-görbe egyenletét visszahelyettesítve a pártok célfüggvényébe, megkaphatjuk a célfüggvények értékét maximalizáló inflációs szinteket:  $\pi_L^* = \bar{\pi}_L + \frac{b_L \cdot \gamma}{2}$ , illetve  $\pi_R^* = \bar{\pi}_R + \frac{b_R \cdot \gamma}{2}$ , ahol a korábbi feltételeknek megfelelően  $\pi_L^* > \pi_R^*$ .
5. A szavazók ezzel tisztában vannak (a várakozások racionálisak), így a választásokat megelőzően a várt infláció a következő:  $\pi^e = P \cdot \pi_L^* + (1 - P) \cdot \pi_R^*$ , ahol  $P$  a baloldali párt győzelmének tulajdonított valószínűség.
6. Ha a baloldali párt nyer, akkor az infláció ennél nagyobb lesz, hiszen  $\pi_L^* > \pi_R^*$ , míg a kibocsátás meghaladja a potenciális GDP-t:  $y_L = \bar{y} + \gamma \cdot (1 - P) \cdot (\pi_L^* - \pi_R^*)$ . Ezzel szemben a jobboldali párt győzelme esetén a vártnál kisebb infláció és recesszió következik:  $y_R = \bar{y} + \gamma \cdot P \cdot (\pi_R^* - \pi_L^*)$ .



bizonytalan „ingaszavazók” szerepe megkerülhetetlen. Ez indokolja az opportunisták modellekben alkalmazott megközelítést.

### A politikai üzleti ciklusokkal kapcsolatos empirikus eredmények

A politikai üzleti ciklusok témakörében sok empirikus tanulmány született, az alábbiakban a legfontosabb eredményeket kívánjuk összefoglalni.

Nordhaus (1975) klasszikus cikkében empirikus adatokkal is igyekszik alátámasztani modellje helyességét. Az elmélet alapján azt várhatjuk, hogy a munkanélküliségi ráta a választások előtt csökkenő, a választásokat követően pedig növekvő tendenciát mutat. Ezt az állítást tesztelte Nordhaus kilenc fejlett ország 1947 és 1972 közötti adatai alapján. A 3. táblázat az elméletnek megfelelő megfigyelések arányát mutatja.<sup>13</sup> Azokban az országokban figyelhető meg a gazdaságpolitika ciklikussága, ahol az arány 50 százalék felett van, hiszen ciklikusság nélkül 50 százalék volna annak az esélye, hogy a munkanélküliek aránya a választások előtt, illetve után növekszik, vagy éppen csökken.<sup>14</sup> Azt láthatjuk, hogy amíg Franciaországban, Németországban, Új-Zélandon vagy az Egyesült Államokban megfigyelhető a hagyományos politikai üzleti ciklus, addig más országokban (Ausztráliában, Kanadában, Japánban vagy az Egyesült Királyságban) semmi ilyesmit nem tapasztalhatunk. *Vagyis általánosságban nem támasztják alá az adatok a tradicionális politikai üzleti ciklus modelljének predikcióit, bár egyes esetekben valóban érvényesnek tűnik.*<sup>15</sup>

### 3. Táblázat: A munkanélküliség alakulása választások előtt és után 9 fejlett országban (1947-1972), a Nordhaus-moddal egybehangzó megfigyelések aránya - Forrás: Nordhaus (1975)

A	C	F	G	J	N	S	G	U
---	---	---	---	---	---	---	---	---

<sup>13</sup> Itt egy „megfigyelés” a választások előtti, illetve utáni (növekvő vagy csökkenő) trendet jelent. Az adatok száma lehet páratlan is, ha az idősor elején vagy végén voltak választások.

<sup>14</sup> Ez az állítás természetesen nem teljesen pontos, hiszen a munkanélküliséget nagyban befolyásolja az üzleti ciklusok alakulása, és az a tény, hogy a fellendülési időszakok hosszabbak, mint a visszaesések, azt mutatja, hogy a munkanélküliség nagyobb eséllyel csökken, mint nő. De ettől függetlenül, ha nagymértékű eltérést tapasztalunk az 50 százaléktól, az a politikai üzleti ciklusok létre utalhat.

<sup>15</sup> Ahogy ráadásul Alt és Chrystal (1983) megjegyzi, a kilenc közül a két legalacsonyabb inflációjú ország (Németország és az Egyesült Államok) is ciklikus viselkedést mutat az adatok alapján, noha a Nordhaus-modell alapján a politikai üzleti ciklus az optimálisnál nagyobb inflációt eredményezne. Ez elképzelhető (hiszen nem lehet tudni pontosan, hogy az egyes országok esetében mekkora lenne az optimális infláció), de valószínűtlen, hogy pont azokban az országokban legyen az optimálisnál nagyobb az áremelkedés, amelyekben abszolút értékben a legkisebb. (112. old.)

US	AN	RA	ER	PN	ZL	WE	BR	SA
7/ 15	6/ 13	6/ 9	7/ 9	7/ 15	11 /14	7/ 12	5/ 10	9/ 10

Golden és Poterba (1980) ökonometriai modellel vizsgálta a politikai üzleti ciklusok elméletében szereplő változók alakulását az Egyesült Államok 1953 és 1978 közötti adatain. *Az eredményeik nem támasztják alá Nordhaus modelljét.* Bizonyos esetekben a változók nem az elméletnek megfelelően alakultak (például a munkanélküliség a választások utáni első években volt a legalacsonyabb, ami ellentétes az elmélettel). Más esetekben a kimutatott ciklikus viselkedés statisztikailag nem volt szignifikáns, vagyis nem zárható ki, hogy a véletlen műve volt az adott mutatók megfigyelt alakulása.

Hibbs (1987) valamivel hosszabb amerikai idősorok (1953 és 1984 közötti választások adatai) vizsgálata során szintén *nem talált szignifikáns politikai üzleti ciklust.* A választások nagy része esetében nem figyelhetünk meg az átlagostól jelentősen eltérő munkanélküliségi vagy inflációs adatokat, sok esetben a fiskális politikában sem volt nagy mértékű kilengés. *Fontos kivétel az 1972-es választás, Nixon második kampánya.* A korábbi republikánus elnököktől eltérő módon jelentős monetáris és fiskális expanziót hajtott végre az amerikai kormányzat a Federal Reserve-vel együttműködve.<sup>16</sup> Valószínűleg ez a választási expanzió keltette fel Nordhaus figyelmét, lehet, hogy nélküle nem is, vagy nem ilyenformán alakult volna ki a politikai üzleti ciklusok elmélete.

A hagyományos opportunistá modellekre tehát igaz Alt és Chrystal megállapítása, mely szerint „aki a politikai üzleti ciklusokkal kapcsolatos irodalmat olvassa, fenn kell, hogy akadjon az elméletet megtámogató empirikus bizonyítékok hiányán.” (Alt és Chrystal [1983], 125. old.)

Hibbs (1987) meggyőzőbb bizonyítékokat talál a politikai elkötelezettségből fakadó mellett: *a demokrata kormányzatok szignifikánsan kisebb munkanélküliséget és nagyobb jövedelemnövekedést produkáltak a republikánusokhoz képest.* Ezt támasztja alá Faust és Irons (1999) megjegyzése is: az a hüvelykujjszabály különbözteti meg a demokrata és a

<sup>16</sup> Annyit érdemes hozzátenni, hogy a fiskális expanzió jelentős részben a különféle szociális támogatások, nyugdíjak nagymértékű emelésének volt köszönhető. Erről a demokrata többségű Kongresszus döntött, majd 1972 szeptemberében – bár korábban elnöki vétóval fenyegetett – Nixon elnök is aláírta. (Hibbs [1987], 265. old.)

republikánus elnöki ciklusokat egymástól, hogy az utóbbiak első nyolc negyedében biztosan elkezdődik egy gazdasági visszaesés. (61. old.) A szabály alól egyedül Reagan elnök második elnöki ciklusa (1984-1988) a kivétel a második világháború óta eltelt időszakban. (61. old.) Részletesebb ökonometriai vizsgálatuk viszont *nem szolgál meggyőző bizonyítékokkal a politikai változók gazdasági hatásait, a politikai üzleti ciklusok modelljeinek helyességét illetően.* Főleg az az eredményük jelentős a hagyományos politikai üzleti ciklusok elmélete szempontjából, hogy *ha a politika hat is a gazdasági tevékenységre, akkor sem az eredetileg feltételezett monetáris politikai eszközökkel teszi ezt.*

Alesina és Roubini (1992) 18 OECD-országra vizsgálta az opportunisták és a politikai elkötelezettséggel magyarázó modelleket. Eredményeik így foglalhatók össze: a kibocsátás és a munkanélküliség tekintetében nem találtak bizonyítékot sem az opportunisták modellre, sem az eltérő politikai színezetű kormányzatok permanens különbségeire. Az infláció tekintetében ezzel szemben megfigyelhető némi ciklikusság (a választásokat követő négy negyedében szignifikánsan nagyobb az infláció az átlagnál, mintegy negyed százalékponttal), ez lehet a választások előtti expanzív gazdaságpolitika eredménye. A kétpártrendszerű országokban az infláció alakulását szignifikánsan befolyásolja, hogy melyik oldal van kormányon, illetve rövid távon a politikai különbségek a reálfolyamatokra is hatnak.

A fenti eredmények mind fejlett országokra vonatkoztak. A kevésbé fejlett gazdaságokkal és társadalmakkal kapcsolatos hasonló vizsgálatok egészen más eredményre vezettek: *ezekben az országokban megfigyelhető a politikai üzleti ciklusok jelensége.*

Block (2002) 44 fekete-afrikai ország 1980 és 1995 közötti adatait vizsgálta a politikai üzleti ciklusok létét. A 44 országban összesen 65 elnökválasztást tartottak a kérdéses időszakban (7 országban egyáltalán nem volt elnökválasztás). Az afrikai országokban nem jellemző a jegybanki függetlenség, így a fejlett országokhoz képest jóval nagyobb tér nyílik a monetáris politikai expanzió számára. Az adatok azt mutatják, hogy a kormányzatok élnek is ezzel az eszközzel, a választások évében átlagosan 4-4,5 százalékponttal magasabb a nominális pénzmennyiség növekedési üteme, ami a választások utáni 6-8 százalékpontos inflációnövekedésben csapódik le.<sup>17</sup> A fiskális politika terén is jelentős ciklikusság mutatkozik, a választási év és a következő év költségvetési egyenlege között átlagosan a GDP

---

<sup>17</sup> Az átlagos infláció a nem választási években 19 százalék volt, így ez azt jelenti, hogy a választási monetáris expanzió átlagosan harmadával növelte az áremelkedés ütemét.

5 százalékanak megfelelő különbség figyelhető meg. Az eltérést nagyrészt a kiadási oldal ingadozásai okozzák, az adóbevételekben nincs szignifikáns hatása a választási ciklusoknak.

Schuknecht (2000) hasonló eredményekre jutott 24 fejlődő ország 1973 és 1992 közötti adatainak vizsgálata során. *A szavazást megelőző évben fiskális expanzió figyelhető meg, amelyet a választásokat követően restriktív vált fel.* Az expanzió és a restriktív nagyobb részben az ő eredményei szerint is a kiadások ingadozásának tudható be. *A fejlődő országokban a politikai elkötelezettség modelljei kevésbé érvényesek,* hiszen ezekben a társadalmakban nem feltétlenül jelenik meg a baloldal-jobboldal ellentét, vagy legalábbis nem olyan formában, mint a nyugati, fejlett társadalmakban.

A fejlett országok tekintetében *nem csak a hagyományos, Phillips-görbére építő politikai üzleti ciklusok nem jellemzőek, hanem a fiskális politika által generált ingadozások sem.* Andrikopoulos, Loizides és Prodromidis (2004) 14 EU-tagország 1970 és 1998 közötti adatai alapján kereste az opportunistá vagy politikai elkötelezettségen alapuló politikai üzleti ciklusok nyomait. A fiskális politikai idősorokban mutatkozó ciklikus ingadozás és a választások közötti kapcsolatot vizsgálták, de nem találtak statisztikailag szignifikáns összefüggést. Ez részben bizonyára annak köszönhető, hogy a vizsgált időszakban az európai kormányzatok elsősorban stabilizációs célokat követtek, ami miatt nem mertek túlzottan expanzív intézkedéseket felvállalni az esetleges választási siker érdekében.

Mink és de Haan (2006) vizsgálata erősen árnyalja ezt a képet. A bevezetőben már idézett adatok arról tanúskodnak, hogy *az utóbbi években a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamaiban is megfigyelhető a választások előtti fiskális expanzió.* Mindemellett a politikai ideológia hatása is szignifikánsan megfigyelhető: minél jobbra helyezkedik el egy kormányzat az ideológiai palettán, annál szigorúbb fiskális politikát követett. Azt mindenképpen érdemes megemlíteni ezzel a vizsgálattal kapcsolatban, hogy meglehetősen rövid a vizsgált időszak, mindössze 6 év.

A fejlett és fejlődő országok kérdését helyezi némiképp más megvilágításba Brender és Drazen (2003, 2005). Elméletük szerint *nem a gazdasági fejlettség befolyásolja a politikai üzleti ciklusok létét vagy nemlétét, hanem az, hogy a választóknak mekkora rutinja van a demokratikus választásokban.* Az új demokráciákban a választók még nem ismerik fel az esetleges manipulatív ciklikusságot, míg az érett demokráciákban a szavazók már kitanulták a

választások és a választással kapcsolatos gazdasági manipulációk működését: a választópolgárok kevésbé csaphatók be, ezért a politikusok kevésbé próbálkoznak a választások előtti expanzióval. Sőt, a kellő információval és tapasztalattal rendelkező szavazók egyenesen büntethetik azokat a kormányzatokat, amelyek a gazdasági folyamatok manipulálásával próbálkoznak. A szerzők 68 demokratikus országra lefolytatott vizsgálata alátámasztja az érett és az új demokráciák megkülönböztetését: akár az OECD-tagországokat vizsgálták, akár a teljes mintát, csak akkor mutattak ki a választásokkal összefüggő ciklust, ha a mintában szerepeltek az új demokráciák. Ha ezeket eltávolították a mintából, a ciklikus viselkedés megszűnt.

Az érett és új demokráciák problémája *különösen fontos Kelet-Közép-Európában*, ahol az 1990-es évek elején egyszerre sok nemzet alakított ki demokratikus politikai berendezkedést. Ezekben az országokban a választóknak történelmi okokból nincsenek (vagy legalábbis sokáig nem voltak) meg a szükséges tapasztalatai a manipulációs gazdaságpolitikai ingadozások elkerüléséhez. Ennek ellenére jelentős különbségek mutatkoznak az országcsoporton belül a költségvetési fegyelem terén. Magyarország ebben a tekintetben kifejezetten rosszul teljesített a múltban. A következő évek alakulásánál ezért nehéz a értő, tájékozott magyar választópolgártól várni a költségvetési fegyelem javulását; ha lesz ilyen, az inkább a szükséges politikai akarat vagy a külső kényszerek (legfőképpen a jelen gazdasági válság) függvénye.

### **A fiskális szabályok szerepe**

A politikai üzleti ciklusok létéről és szerepéről láthatóan megoszlanak a vélemények. Rogoff (1990) szerint – mint korábban már idéztük – a ciklikus gazdaságpolitika akár hatékony jelzési forma is lehet a kormányzat kompetenciaszintjéről. Így elősegíti azt, hogy mindig kompetens vezetők legyenek kormányon, vagyis hosszabb távon a nagyobb jólétet mozdítja elő. Ez az állítás természetesen megkérdőjelezhető, hiszen többek között az következne belőle, hogy csak kompetens kormányzatok kezdenek nagymértékű expanzióba a választások előtt, a szavazók pedig ezt tudva mindig hatalmon is tartanák őket, hiszen jobban járnak kompetens kormányokkal, mint nem kompetensekkel. A tapasztalat azonban azt mutatja, hogy sok esetben megbuknak azok a kormányok is, amelyek költségekbe kezdenek a voksolás előestéjén, és másfelől igencsak inkompetens kormány is maradhat hatalmon.

Manapság szélesebb körben elterjedt az a felfogás, hogy *a választások előtt elindított erőteljes expanziótól generált növekedést nem lehet fenntartani*, a választásokat követően biztosan restrikcóra lesz szükség, így viszont *az ingadozás nagyobb károkat okoz*, mintha fenntartható gazdasági pályán haladt volna az adott ország. Természetesen a fenntartható pálya sem mentes ingadozásoktól (hiszen véletlen tényezők befolyásolják a növekedési lehetőségeket), de ezek az ingadozások jóval kisebbek, mintha még kormányzati manipulációval is súlyosbítjuk a helyzetet (Erdős [2000]).

Az aktív költségvetési politikával van egy nyilvánvaló alap-probléma. A kormányzatok különféle ösztönzők és meggondolások hatására a választások előtt vagy éppen a gazdasági visszaesésre tekintettel expanzív költségvetési politikába kezdenek, ám ugyanők sokkal kevésbé hajlamosak a kedvezőbb konjunktúris körülmények között vagy a választások után restriktív politikával visszaszedni a korábbi költségek fedezetét, hiszen ez mindig népszerűtlen. Emiatt folyamatosan növekvő államadósság alakulhat ki, ami egyre nagyobb és nagyobb terhet róhat a későbbi költségvetésekre. Ez tovább növeli az államadósságot, ami egy idő után már finanszírozhatatlanná válhat.

*A fiskális szabályok alkalmazása segíthet a probléma orvoslásában.* Ezen szabályok előnyei, hátrányai, hatékony alkalmazásuk feltételei, valamint a költségvetés transzparenciájának kérdése az utóbbi években széleskörű közgazdasági irodalom témájául szolgált (például Alesina és Perotti [1996a, 1996b], Kopits és Craig [1998], Drazen [2004], von Hagen [2004], Kopits [2007]).

A gazdaságpolitikai szabályok alkalmazása első ránézésre esetleg nem tűnik hasznosnak, hiszen korlátozza a kormányzat lehetőségeit. Ha a kormányzat a társadalmi jólét előmozdítására törekszik, akkor nyilvánvalóan (legalábbis rövid távon) jobb eredményeket érhet el, ha korlátozások nélkül optimalizálhatja teljesítményét, mintha meg kellene felelni egy szabályozás formájában megadott korlátnak is. Azonban ebben az esetben felmerülhet *az időbeli inkonzisztencia problémája*. Az idő-inkonzisztencia azt jelenti, hogy a jelenben optimális elkötelezettség (például az alacsony infláció vagy az egyensúlyi költségvetés mellett) a későbbiekben nem lesz optimális, így a döntéshozó arra lesz ösztönözve, hogy ésszerű okokból eltérjen ettől az elhatározott viselkedési modelltől.

A klasszikus példa az inflációs politikára vonatkozik. A jelenben az az optimális a kormányzat számára, ha alacsony inflációt tervez, így a gazdasági szereplők inflációs várakozásai erre az alacsony szintre állnak be. A későbbiekben azonban a kormányzat arra lesz ösztönözve, hogy ennél az elhatározott szintnél magasabb inflációt határozzon meg, hiszen így a Phillips-görbe összefüggésének megfelelő módon csökkenteni tudja a munkanélküliséget. Ez nem feltétlenül opportunistá viselkedés, a társadalmi jólétet is növelheti. Igen ám, de a racionális várakozásokkal rendelkező egyének tisztában vannak a kormányzatnak ezzel a kísértésével, ezt figyelembe veszik várakozásaik kialakításakor: arra a szintre állítják be az inflációs várakozásokat, amely szintre a kormányzat felemelné az áremelkedés ütemét az eredeti várakozások mellett. Így a kormányzatnak már nem lesz lehetősége az infláció-munkanélküliség átváltás kiaknázására, egyensúlyként pontosan ugyanakkora munkanélküliség alakul ki, mint az eredetileg eltervezett inflációs szint mellett. Csakhogy az infláció magasabb lesz az egyensúlyban, vagyis a társadalmi jólét csökken. A problémát feloldhatja a monetáris politika szabályokhoz kötése, a jegybanki függetlenség: így kikerül a kormányzat kezéből az infláció-munkanélküliség átváltás manipulálása, aminek eredményeként az eredeti (alacsonyabb) inflációs szint és a megfelelő munkanélküliség lesz az egyensúlyi állapot, hiszen a gazdasági szereplők várakozásaiba nem kell, hogy beépüljön az inflációnövelő kísértések lehetősége.

A fiskális politika esetében is megfigyelhető hasonló lehetőség. Bár a fiskális expanzió rövid távon növelheti a társadalmi jólétet, de a költségvetési expanzió által okozott inflációs nyomás beépülhet a várakozásokba, aminek következtében a költségvetési politika hatástalan lesz, viszont a kormányzat eladósodása károkat okozhat. Ráadásul a korábban elmondottak értelmében a költségvetési politika expanzív alkalmazása nem is feltétlenül a társadalmi jólétet mozdítja elő, hanem opportunistá célokat is szolgálhat. Ennek megfelelően *a fiskális politika szabályokhoz kötése javíthat a gazdaság helyzetén azáltal, hogy megköti a kormányzat kezét.*

Alapvetően kétféle fiskális szabálycsoportot különböztethetünk meg: *egyszerű numerikus szabályokat* (például a kiegyensúlyozott költségvetés előírását, vagy a 3 százalékos maastrichti hiánykritériumot), illetve *eljárási szabályokat*. Általában természetesen az eljárási szabályok a jobbak, hiszen a számszerű korlátok túlzottan rugalmatlanok lehetnek. Változó körülmények esetén, változó makrogazdasági helyzetben nyilvánvalóan nem lehet állandó az optimális költségvetési egyenleg, ezt a problémát nem (vagy csak nehézkesen) tudják

figyelembe venni az ilyen típusú szabályok. Ennek ellenére mégis nagyon elterjedt a numerikus szabályok alkalmazása, mert egyszerűbben ellenőrizhető a teljesülésük, a szélesebb közönségnek nagyobb rálátása van bizonyos egyszerű költségvetési céltértékek teljesülésére, mint bonyolultabb eljárási szabályok betartására. Az eljárási szabályok is felvetnek kérdéseket: a nagyobb fiskális fegyelmet eredményező szabályok (például az ún. hierarchikus költségvetés-összeállítás, amikor a pénzügyminisztérium kezében csoportosul a fiskális hatalom) figyelmen kívül hagyhatják a kisebbségi véleményeket, szempontokat.

A szabályok kényszerítő ereje természetesen kérdéses lehet abban az esetben, ha a szabályok által korlátozott kormánynak lehetősége van arra, hogy a későbbiek folyamán megváltoztassa a szabályokat. Ha ugyanis könnyedén (gyakorlatilag költségmentesen) megteheti ezt, akkor a fiskális szabályok semmivel nem hatásosabbak, mint a kormányzat szóbeli elköteleződése a fiskális fegyvel mellett. Ennek megfelelően a gazdasági szereplők sem fogják komolyan venni őket várakozásaik kialakításakor. Természetesen egy szuverén ország kormánzatának büntethetősége is korlátokba ütközik abban az esetben, ha megszegi a rá vonatkozó szabályokat. Nemzetközi integrációk esetén lehet lehetőség ilyen büntetésre, például a Stabilitási és Növekedési Egyezmény konkrétan meghatározza az ún. túlzott deficit eljárás alkalmazásának feltételeit és lefolyását. Kétségek persze ennek gyakorlati alkalmazhatóságával kapcsolatban is felmerülhetnek, de más szabályoknál még inkább problémás a büntethetőség kérdése.

Sokat tud javítani a fiskális szabályok hitelességén, ha a későbbi kormányzatok kezéből is kiveszik az egyszerű módosítás lehetőségét. Ehhez természetesen az szükséges, hogy *ne csak a szabályt megalkotó politikai erő legyen elkötelezett a felelős költségvetési politika iránt, hanem a teljes politikai elit*. Erre az egyik lehetőség, ha a politikai élet képviselői megegyeznek abban, hogy az alkotmányban, vagy más, csak minősített többséggel módosítható törvényekben rögzítik a költségvetési politika korlátait.

A fiskális szabályok hatásossága természetesen nagymértékben függ *a kormányzat elkötelezettségétől*. Ha a kormányzat elkötelezett a célokat illetően, a szabályok hitelesek lesznek, bizalmat gerjesztenek, és valóban a gazdaság előnyére szolgálnak. Ha azonban a kormányzat nem eltökélt a szabályok szellemének betartásában, hanem csak az önmagában üres számszerű kritériumok teljesítésére korlátozza figyelmét, akkor a szabályok alkalmazása többet árthat, mint használ, mert pusztán „kreatív könyvelésre” ösztönöz. Ez annyit jelent,



hogy a kormányzat megpróbálja úgy manipulálni a statisztikákat, hogy úgy tűnjön, mintha teljesítené a fiskális szabályok követelményeit (hiszen megszegésüknek komoly költségei lehetnek), azonban valójában nem törekszik a kellően fegyelmezett költségvetési politikára. Ahogy Alesina és Perotti (1996a) fogalmaz, ha egy kormányzat eltökélt abban, hogy deficitesebb költségvetést alkosson, akkor semmilyen szabály nem tudja ezt meggátolni, az egyetlen, amit a fiskális szabályoktól (el)várhatunk, hogy ne gördítsenek akadályokat azon kormányzatok elé, amelyek felelős költségvetési politikát akarnak folytatni. (406. old.)

A fiskális szabályok alkalmazása a legtöbb országban viszonylag új keletű. Ennek megfelelően *általános tapasztalatokat még talán korai levonni* azzal kapcsolatban, hogy az ilyen szabályokat alkalmazó országok sikeresebbek-e gazdasági téren más, ilyen szabályokat nem alkalmazó országoknál. Az adatok mindenesetre azt mutatják, hogy a legtöbb esetben magasabb és kevésbé ingadozó gazdasági növekedést produkálnak ezek az országok, mint régiós társaik (Kopits [2007], 206. old.) – vagy a gyorsabban növekvő országokban könnyebb elfogadni ilyen szabályrendet.

A fiskális szabályokkal összefüggésben kell beszélni a *költségvetési transzparencia* kérdéséről. A mai költségvetés egyszerűen áttekinthetetlen az egyszerű állampolgár számára. Ez lehetőséget teremt a kormányzat számára arra, hogy manipulálja a költségvetést, például a fontos makrogazdasági változók félrebecslésével, a többéves költségvetés vagy a központi költségvetésen kívüli alapok túlzásba vitt alkalmazásával. Ezért néhány minimális követelmény teljesülése felé kell haladnia a költségvetési politikának: ilyen az egységes és éves költségvetési terv készítése, illetve az államháztartás külső ellenőrzése.

A költségvetés transzparenciájának növelése természetesen költségekkel járhat (például az ellenőrző rendszer kiépítése és fenntartása révén), illetve bizonyos esetekben a későbbiekben bevezetendő gazdaságpolitikai intézkedések hatását csökkentheti az intézkedés előzetes bejelentése. A nagyobb transzparenciának azonban mindezzel együtt is több előnye van, mint hátránya.

Alt és Lassen (2006) empirikus vizsgálatokat is végzett 19 OECD ország 1989-1998 közötti adatai segítségével a költségvetési transzparencia és a politikai üzleti ciklusok kapcsolatáról. A transzparenciás országok esetében egyáltalán nem találtak különbséget az átlagos költségvetési egyenlegben a választási és nem választási évek között. Ezzel szemben a

kevésbé transzparens költségvetésű országoknál megfigyelhető volt a szokásos választási ciklikusság.<sup>18</sup>

### **Zárszó**

Az előzőekben összefoglaltuk a politikai üzleti ciklusok legfontosabb elméleti modelljeit és empirikus eredményeit. A fejlett, érett demokráciákban a politika által generált gazdasági ingadozás problémája nem jelentős, azonban a demokráciára újonnan visszatérő országokban, ahol ráadásul nem erős a nemzetközi konvencióknak való megfelelés szándéka, mint Magyarország, súlyos veszteségeket okozhat a gazdaságnak a felelőtlen gazdaságpolitika. A választások idején megugró (és esetleg később is magas szinten állandósuló) költségvetési hiány rengeteg negatív következménnyel jár: bizalmatlanság az országgal szemben, dráguló hitellehetőségek, magasabb infláció, mindezekkel összefüggésben alacsonyabb gazdasági növekedés, végeredményben az egyébként elérhetőnél alacsonyabb jövedelmek és magasabb munkanélküliség. A térség más országait ilyen mértékben nem érintette meg a költségvetési felelőtlenség, ezért nyilvánvalóan vannak sajátos, egyedi magyarországi tényezők, amelyekkel e munka keretében nem lehet körültekintően foglalkoznunk; a továbbiakban a gazdasági helyzet értelmezését és az állami-üzleti következmények kibontását kíséreljük meg.

A gazdaságpolitika technikai síkján maradva: a ciklikus költségvetési politika hatásos ellenszere lehet a fiskális szabályok alkalmazása. A magyar Országgyűlés 2008. november 17-én elfogadta a *költségvetési felelősségről szóló törvényt* (2008. évi LXXV. tv.). A törvény legfontosabb elemei, hogy korlátozza a költségvetési hiányt (a hiány csökkenő tendenciájának 2012-ig, vagyis a következő választások után is folytatódnia kell<sup>19</sup>), pozitív elsődleges egyenleget ír elő, tiltja a reál-államadósság növekedését (ami gazdasági növekedés esetén az adósság-GDP arány csökkenését is eredményezi), valamint felállít egy független Költségvetési Tanácsot. A törvény eredményessége egyelőre kérdéses, például azért is, mert egyszerű kormánytöbbséggel módosítható.

---

<sup>18</sup> Szintén érdekes eredménye Alt és Lassen (2006) tanulmányának, hogy a polarizáltabb pártszerkezettel rendelkező országok (főleg ha ez alacsony transzparenciával párosul) nagyobb költségvetési ciklikusságot produkálnak.

<sup>19</sup> Ez természetesen azt jelenti, hogy – ha érvényben marad ez a törvény – a következő politikai üzleti ciklus „elmarad”.

A törvény ugyan egy lépést jelent a felelősebb fiskális politika felém azonban kérdéses, hogy nem korlátozza-e esetleg túlzó mértékben a költségvetési politika lehetőségeit. A törvény elfogadása után hamarosan megmutatkozott, hogy a magyar gazdaságra nem csupán ütemcsökkenés, hanem határozott output-visszaesés (recesszió) vár, márpedig ilyen körülmények között az államadósság-mérséklés pro-ciklikus hatással jár, ami súlyosbíthatja a visszaesés mértékét – ez is az időbeli inkonzisztencia egyik eseteként vonulhat be gazdaságtörténelmünkbe. Az ésszerű gazdaságpolitika megválasztásában a döntési szabadságot nagyban bekorlátozza a Valutaalaptól és az EU-tól felvett hitel feltételrendszere (erről később bővebben lesz szó).

Időközben az európai és Európán kívüli gazdaságokban a kibontakozó válság hatására hirtelen máshova kerültek a gazdaságpolitikai hangsúlyok: a visszaesés mérséklésére és a megugró munkanélküliség megfékezésére ismét felerősödött az anticiklikus („keynesiánus”) költségvetési politika melletti érvelés. Ebben a helyzetben különösen kétséges, hogy értelmes-e és hatékony-e a magyar „külön út”, amely nagyon eltér a szomszéd országokban folytatott gyakorlattól. A magyar sajátosságok megértéséhez azonban fontos az események számbavétele.

## Irodalom

Acocella, Nicola (1998), *The Foundations of Economic Policy*, Cambridge University Press, Cambridge

Alesina, Alberto (1987), „Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game”, *Quarterly Journal of Economics*, CII/3, 651-678. old.

Alesina, Alberto – Perotti, Roberto (1996a), „Fiscal Discipline and the Budget Process”, *American Economic Review*, LXXXVI/2, 401-407. old.

Alesina, Alberto – Perotti, Roberto (1996b), *Budget Deficits and Budget Institutions*, IMF Working Paper WP/96/52

Alesina, Alberto – Roubini, Nouriel (1992), „Political Cycles in OECD Economies”, *Review of Economic Studies*, LIX/4, 663-688. old.

Alt, James E. – Chrystal, K. Alec (1983), *Political Economics*, University of California Press, Berkeley

Alt, James E. – Lassen, David Dreyer (2006), „Transparency, Political Polarization and Political Budget Cycles in OECD Countries”, *American Journal of Political Science*, L/3, 530-550. old.

Andrikopoulos, Andreas – Loizides, Ioannis – Prodromidis, Kyprianos (2004), „Fiscal Policy and Political Business Cycles in the EU”, *European Journal of Political Economy*, XX/1, 125-152. old.

Benczes István – Ürögdi András (2008), „A politikai üzleti ciklusok új elmélete és empiriája”, *Pénzügyi Szemle*, LIII/2, 265-279. old.

Block, Steven A. (2002), „Political Business Cycles, Democratization and Economic Reform: The Case of Africa”, *Journal of Development Economics*, LXVII/1, 205-228. old.

Brender, Adi – Drazen, Allan (2003), *Where Does the Political Budget Cycle Really Come From?*, CEPR Discussion Paper 4049

Brender, Adi – Drazen, Allan (2005), „Political Budget Cycles in New Versus Established Democracies”, *Journal of Monetary Economics*, LII/7, 1271-1295. old.

Drazen, Allan (2000), „The Political Business Cycle After 25 Years”, in Bernanke, Ben – Rogoff, Kenneth (szerk.), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, MIT Press, Cambridge, 75-117. old.

Drazen, Allan (2004), „Fiscal Rules from a Political Economy Perspective”, in Kopits, George (szerk.), *Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets*, Palgrave Macmillan, Houndmills

Erdős Tibor (2000), „A fenntartható gazdasági növekedés néhány elméleti és gyakorlati problémája”, *Külgazdaság*, XLIV/7-8, 4-14. old.

Faust, Jon – Irons, John S. (1999), „Money, Politics and the Post-War Business Cycle”, *Journal of Monetary Economics*, XLIII/1, 61-89. old.

Gautier, Luis (2003), „Political Business Cycles: A Theoretical Appraisal”, *Ceteris Paribus Revista de Economía de Puerto Rico*, III (letöltve 2008. december 5. 16:10-kor: <http://ceterisparibus.uprm.edu/articulos/vol3/articulo7.htm>)

Golden, David G. – Poterba, James M. (1980), „The Price of Popularity: The Political Business Cycle Reexamined”, *American Journal of Political Science*, XXIV/4, 696-714. old.

Hibbs, Douglas A. (1977), „The Political Parties and Macroeconomic Policy”, *American Political Science Review*, LXXI/4, 1467-1487. old.

Hibbs, Douglas A. (1987), *The American Political Economy: Macroeconomics and Electoral Politics in the United States*, Harvard University Press, Cambridge

Kalecki, Michal (1943), „Political Aspects of Full Employment”, *Political Quarterly*, XIV/4, 322-331. old.

Kopits György (2007), „A költségvetési felelősség keretrendszere: Nemzetközi tapasztalatok és magyarországi tanulságok”, *Pénzügyi Szemle*, LII/2, 197-216. old.

Kopits, George – Craig, Jon (1998), *Transparency in Government Operations*, IMF Occasional Paper 158

MacRae, C. Duncan (1977), „A Political Model of the Business Cycle”, *Journal of Political Economy*, LXXXV/2, 239-263. old.

Mellár Tamás (1997), *Alkalmazott makroökönómia*, Janus Pannonius Tudományegyetem, Pécs

Mosley, Paul (1984), *The Making of Economic Policy: Theory and Evidence from Britain and the United States since 1945*, St. Martin's Press, New York

Mink, Mark – de Haan, Jakob (2006), „Are There Political Budget Cycles in the Euro Area?”, *European Union Politics*, VII/2, 191-211. old.

Nordhaus, William D. (1975), „The Political Business Cycle”, *Review of Economic Studies*, XLII/2, 169-190. old.

Persson, Torsten – Tabellini, Guido (1990), *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Harewood, London

Phillips, Alban W. (1958), „The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957”, *Economica*, XXV/100, 283-299. old.

Rogoff, Kenneth (1990), „Equilibrium Political Budget Cycles”, *American Economic Review*, LXXX/1, 21-36. old.

Rogoff, Kenneth – Sibert, Anne (1988), „Elections and Macroeconomic Policy Cycles”, *Review of Economic Studies*, LV/1, 1-16. old.

Schuknecht, Ludger (2000), „Fiscal Policy Cycles and Public Expenditure in Developing Countries”, *Public Choice*, CII/1-2, 113-128. old.

Tobin, James (1985), „Keynesian Policies in Theory and Practice”, in Wattel, Harold L. (szerk.), *The Policy Consequences of John Maynard Keynes*, Sharpe, Armonk, 13-21. old.

Ture, Norman B. (1985), „Keynes’s Influence on Public Policy: A Conservative’s View”, in Wattel, Harold L. (szerk.), *The Policy Consequences of John Maynard Keynes*, Sharpe, Armonk, 48-53. old.

von Hagen, Jürgen (2004), „Fiscal Rules, Fiscal Institutions and Fiscal Performance”, *Economic and Social Review*, XXXIII/3, 263-284. old.

### 3.fejezet

## A nemzetközi pénzügyi válság okai és következményei

### Miért alakulnak ki pénzügyi válságok?

A pénzügyi piacoknak elvileg igen hatékonyan kellene működniük, hiszen minden befektető igyekszik a befektetésén elérhető hasznát maximalizálni, és a kockázatmentesen nyereséget hozó (arbitrázs-) lehetőségeket azonnal kiaknázzák. Ennek ellenére a pénzügyi piacok történetében számtalan mánia és buborék, majd pánik és válság alakult ki. Mi az oka ennek?

A pénzügyi intézetek lényegében összegyűjtik a megtakarítók tőkéjét, majd ezt közvetítik azok felé, akiknek erre szükségük van. Mindkét szakasz alapvető problémája, hogy a tőkét nyújtó nem tudja tökéletesen ellenőrizni a tőke felhasználását. A pénzügyi közvetítés stabilitásához szükséges a felek közti bizalom. Ha a bizalom sérül, annak súlyos következményei lehetnek. Egyrészt például egy bank **betétese**i tömegesen érzik úgy (akár alapos indok nélkül!), hogy nincs már biztonságban a pénzük, és hogy mindenki más előttük veszi ki betétjét, így ők maguk már nem kapják vissza pénzüket. Ezért egyszerre rohanják meg a bankot, és betéteik kivételével maguk viszik azt csődbe.<sup>20</sup> Másrészt a pénzügyi intézmények túlzott **hitelkockázatot** is vállalhatnak, például ha egymással versenyezve egyre kockázatosabb ügyfeleket is kiszolgálnak. A verseny erősödése miatt a bankok egy-egy ügyfélre kevesebb nyereséget realizálnak, és egyre kevesebb jut az ügyfelek megfelelő ellenőrzésére.<sup>21</sup>

Komoly következményekkel jár továbbá, hogy a hitelfelvevők által felkínálható fedezet értékét befolyásolja az eszközárak (pl. ingatlanok, részvények) piaci értékének alakulása. Növekvő eszközárak idején az értékesebbé váló fedezetre több hitel kapható. Ha ráadásul a hiteleket eszközvásárlásra fordítják, így a megnövelt kereslet hatására tovább emelkednek az eszközárak: eszközár-buborék alakulhat ki. Fordított esetben, csökkenő eszközárak mellett viszont esik a hitelfelvevők fedezetének értéke: így kevesebb hitelhez jutnak az ügyfelek, ami a gazdaság visszaesését súlyosbítja. E mechanizmus, a **pénzügyi akcelerátor**, felnagyíthatja a

<sup>20</sup> Diamond, D. – Dybvig, P. (1983): „Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.

<sup>21</sup> Összefoglalásért lásd: Carletti, E. (2008): „Competition and Regulation in Banking”, in: Thakor, A. V. – Boot, a. (eds.): *Handbook of Financial Intermediation and Banking*, Elsevier, 449-482.

gazdaságot ért különböző sokkok hatását.<sup>22</sup> Ben Bernanke szerint az 1929-33-as nagy válság súlyosságát is a pénzügyi akcelerátor jelensége magyarázhatta.<sup>23</sup>

A pénzügyi akcelerátorral rokon jelenség az **adósság-defláció**. Ha az adósok pénzügyi helyzete romlik, előfordulhat, hogy eszközeik eladásával tudják csak törleszteni tartozásukat. Ám ha a kényszerű eszközadások tömegessé válnak, az eszközök árfolyama is zuhan. Így minél több eszköztől szabadulnak meg, annál kevesebbet képesek belőlük törleszteni.<sup>24</sup> Ráadásul a hitelek törlesztésével csökken a pénzmennyiség, ami deflációt eredményez. Ettől viszont a fennmaradó adósságállomány reálértéke nő. Irving Fisher szavaival a likvidálás legyőzi önmagát: minél többet törlesztenek az adósok, annál többel tartoznak.<sup>25</sup>

Friedman és Schwartz elemzése<sup>26</sup> szerint az 1929-33-as válság nagy válság banksődjeit az elhibázott, adósság-deflációt kiváltó monetáris politika okozta. A korabeli uralkodó neoklasszikus közgazdasági elmélet szerint recesszió idején a gazdaság csökkenő árakkal alkalmazkodik a mérséklődő kereslethez és kínálatához. A korabeli monetáris politika nem is lépett fel a defláció ellen, ami viszont az egyre kisebb kamatú bankbetétekkel szemben vonzóvá tette a készpénztartást. A bankokat megrohanták a pénzüket követelő betétesek, és követeléseik kielégítésére kénytelenek voltak megválni egyes eszközeiktől (főleg kötvényektől). A tömeges kötvényeladás viszont a kötvényárfolyamok zuhanásához vezetett, így az eladó bankok tőkeveszteséget szenvedtek el, ami súlyosan rontotta pénzügyi helyzetüket.

A közgazdasági elmélet mindezek ellenére általában hisz az önszabályozó piacok stabilitásában, és a pénzügyi válságokat anomáliának tekinti. Ugyanakkor néhány szerző, például Minsky szerint a pénzügyi rendszer eleve **instabil**, így a piacgazdaságok természetes velejárói a pénzügyi válságok. Elmélete<sup>27</sup> abból indul ki, hogy a befektetők hajlamosak irracionálisan viselkedni, így tartós jólét időszakában spekulatív eufória alakul ki. Emiatt egyre több olyan adós jelenik meg, aki nem képes folyó jövedelméből teljes adósságát, sőt

<sup>22</sup> Bernanke, B. S. – Gertler, M. (1989): Agency Costs, New Worth and Business Fluctuations, *American Economic Review*, 79(1), 14-31.

<sup>23</sup> Bernanke, B. S. (1983): Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, 73(3), 257-276.

<sup>24</sup> Minsky, H. (1982): Debt-Deflation Processes in Today's Institutional Environment, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, December.

<sup>25</sup> Fisher, I. (1933): The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1(4), 337-357.

<sup>26</sup> Friedman, M. – Schwartz, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.

<sup>27</sup> Minsky, H. (1992): The Financial Instability Hypothesis, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 74, Bard College.



akár csak annak kamatait is törleszteni. Az adósság-buborék destabilizálja a pénzügyi rendszert, kidurranása pedig válsághoz, adósság-deflációhoz és recesszióhoz vezet.

A **fejlődő országok** pénzügyi válságai további problémákra vetnek fényt. E krízisek gyakorisága jelentősen nőtt az 1970-es évektől kezdve, amint a nemzetközi tőkeáramlások egyre szabadabbak lettek. Az 1990-es évek különösen sok válságot hoztak, melyek érintették Latin-Amerikát, a Távol-Keletet, és Kelet-Európát is. **Fizetési mérleg válságokat** gyakran kísérték bankválságok is. Olyan ördögi kör alakulhat ugyanis ki, ahol a bankrendszer problémái árfolyam-válsághoz vezetnek, ami aztán tovább rontja a bankok helyzetét. A problémák forrása jellemzően az erőteljes külföldi hitelfelvétel és a túlzottan erős árfolyam.<sup>28</sup> Am „ártatlan” országok is bajba kerülhetnek: a válságok futótűzként terjedhetnek egyik országról a másira. Válsággal fenyegető pénzügyi **fertőzés** (*contagion*) jellemzően akkor következik be, ha a tőkebeáramlás hirtelen menekülésbe fordul (*sudden stop*), ha meglepetésszerűen alakul ki a válság, és ha több országnak közös hitelezői vannak.<sup>29</sup> A fertőzés oka lehet a befektetők csordaszelleme vagy irracionális magatartása, de két ország intenzív kereskedelmi és pénzügyi kapcsolata is növeli a ragály esélyét.<sup>30</sup> A fejlődő országokba történő tőkebeáramlás, sőt ezen országok gazdaságpolitikája is jellemzően **prociklikus**.<sup>31</sup> Ez destabilizálja a gazdaságot, azaz növeli a fellendülést követő visszaesés (*boom-bust*) ciklusának esélyét.

### Miért alakult ki a mostani válság?

A 2007-ben kezdődött pénzügyi válságot két szakaszra oszthatjuk. Az első periódus 2007 elejétől 2008 nyaráig tartott. Ez idő tájt az amerikai sub-prime jelzálogpiac válságáról beszéltek, amely áttételek révén a fejlett országok pénzügyi intézményeinél okozott veszteségeket. A második szakasz 2008 augusztusában kezdődött. Ekkor olyan pénzügyi pánik alakult ki, ami a pénzügyi rendszer összeomlásával fenyegetett. Ennek „mellékhatásaként” a fejlődő országokról tőke kivonás indult meg, amely válságba sodort több

<sup>28</sup> Kaminsky, G. L. – Reinhart, C. M. (1999): The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review*, 89(3), 473-500.

<sup>29</sup> Utóbbi esetben például azért menekülhetnek a befektetők, mert nem képesek különbséget tenni „egészséges” A és „beteg” B gazdaságok közt. További ok lehet, hogy A és B országok aránya portfóliójukban stabil kell, hogy legyen, ezért A országbeli válság esetén B országból is tőkét kell kivonniuk.

<sup>30</sup> Kaminsky, G. L. – Reinhart, C. M. – Végh, C. A. (2003): The Unholy Trinity of Financial Contagion”, *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 51-74.

<sup>31</sup> Kaminsky, G. L. – Reinhart, C. M. – Végh, C. A. (2004): When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10780.

kis, nyitott gazdaságot, többek közt Izlandot, majd hazánkat. A következőkben azokat az okokat mutatjuk be, amelyek az eredeti válság kirobbanásához és elterjedéséhez vezettek. A fejlődő országokat és ezen belül Magyarországot érintő kérdésekre a hazai folyamatok ismertetésénél térünk vissza.

A sub-prime válság kialakulásához vezető folyamatokat négy csoportba oszthatjuk. Ezek: a makrogazdasági környezet, a pénzügyi innovációk, valamint a hitelminősítők és a pénzügyi szabályozók szerepe.

### **Makrogazdasági környezet**

A 2000-es évek **világgazdasági környezete szokatlanul nyugodt** volt. A reálgazdasági és pénzügyi globalizáció erősödésével a fejlett és a fejlődő országok is gyors és stabil növekedést mutattak fel. A világgazdaság 2004-07 közt közel 5% évi ütemben növekedett: korábban 1980 óta összesen két olyan év akadt, amikor 4% feletti volt a növekedés üteme.<sup>32</sup> Kína a világ egyik legfontosabb gazdasági szereplőjévé nőtt fel, az olcsó kínai termelés világszerte segített kordában tartani az inflációt. Ez pedig lehetővé tette, hogy a monetáris hatóságok a kamatokat is viszonylag alacsonyan hagyják. Ráadásul a 2000-es évek első felében komoly gazdasági válság sem tört ki sehol: az 1990-es évek feltörekvő piaci válságai vagy az LTCM 1998-as összeomlása csupán múltó emlék lett. A legutolsó, 2001-es amerikai recesszió is rövidebb és enyhébb volt az átlagosnál. A nyugodt gazdasági környezet a gazdasági szereplők gyanakvását is elaltathatta.

A robusztus gazdasági növekedést ugyanakkor növekvő egyensúlytalanságok kísérték. A világgazdasági növekedés fő motorja az amerikai gazdaság volt. Az amerikai fogyasztás bővülését külföldi források finanszírozták, egyre inkább a feltörekvő gazdaságokban.<sup>33</sup> Az **amerikai folyó fizetési mérleg hiány** 2006-ban tetőzött a GDP 6%-án. Más szóval a világ többi része GDP-jének 2,2%-ának megfelelő összeggel finanszírozta az amerikai fogyasztást és beruházásokat!<sup>34</sup> Miért engedhetett meg magának az Egyesült Államok ekkora folyó fizetési mérleg hiányt? Egyrészt a gazdaság gyorsan nőtt, ami vonzóvá tette az amerikai

<sup>32</sup> Forrás: IMF World Economic Outlook Database, October 2008 (www.imf.org)

<sup>33</sup> Több feltörekvő ország (pl. Kína) hatalmas devizatartalékokat halmozott fel, hogy megelőzze az 1990-es évek pénzügyi válságainak megismétlődését. Másrészt főleg az ázsiai országokban nagyobb a háztartások megtakarítási hajlandósága, mint például az Egyesült Államokban. Harmadrészt az olajár 2000-es években történő emelkedésével az olajtermelő országok bevételei (a „petrodollárok”) is jelentősen nőttek.

<sup>34</sup> Természetesen a „világ többi része” számos olyan országot tartalmazott (köztük Magyarországot), amelyek önmagukban szintén folyó fizetési mérleg hiányt mutattak fel.

vállalatok finanszírozását. Másrészt az amerikai állampapírok világszerte keresett, biztonságos befektetésnek számítanak. Harmadrészt a dollár a világkereskedelem egyik fő valutája, és kedvelt értékőrző: a jegybankok devizatartalékuk jelentős részét tartják dollárban. Így az amerikai eszközök és ezen belül a dollár iránti kereslet szinte kimeríthetetlennek tűnt. Ám a hitelből finanszírozott növekedés sem tarthat örökké: többen már a 2000-es évek elején is fenntarthatatlannak tartották a folyamatot.<sup>35</sup> A kérdés az volt, hogy az amerikai gazdaság egyensúlyhoz való visszatérése fokozatos („puha landolás”), vagy drasztikus és fájdalmas („kemény landolás”) lesz.

A 2000-es évek első felének **prociklikus amerikai gazdaságpolitikája** kifejezetten rontott a helyzeten. Egyrészt az időszakot lazuló költségvetési politika jellemezte: míg 2000-ben a GDP 1,6%-ának megfelelő többlettel zárt a költségvetés, addig 2003-ra 4,8%-os hiány halmozódott fel (ezután a deficit fokozatosan 3% alá csökkent). Nem ok nélkül értékelte ebben az évben George Akerlof Nobel-díjas közgazdász Bush elnök költségvetési politikáját az elmúlt kétszáz év legrosszabbjaként.<sup>36</sup>

Másrészt többek szerint túlságosan laza volt az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed monetáris politikája 2001 után.<sup>37</sup> Ebben az évben pukkant ki a „dotcom-buborék”: a technológiai cégek részvényeinek irreálisan magas árfolyamai nagyot zuhantak. Ez visszavetette a vállalati beruházásokat, ami recesszióba sodorta az amerikai gazdaságot. Erre a Fed gyors és erőteljes kamatcsökkentéssel válaszolt, melynek köszönhetően a recesszió gyorsan és jelentős áldozatok nélkül múlt el. Ám ezt követően a Fed csak lassan emelte újra kamatait, így a laza költségvetési politika mellé jó ideig laza monetáris politika is társult.

Az alacsony infláció és kamatok jelzáló alapú hitelek felvételére ösztönözték a lakosságot. Ez **ingatlanpiaci buborék** kialakulásához vezetett: a 20 legnagyobb város ingatlanárait mérő Case-Shiller index értéke 2000-06 között 126%-kal emelkedett. A pénzügyi rendszer felerősítette a buborékot a pénzügyi akcelerator mechanizmusán keresztül. Sőt, az alacsony

---

<sup>35</sup> Lásd pl. Bayoumi, T. – Terrones, M. (2002): „How Worrysome Are External Imbalances?”, International Monetary Fund, World Economic Outlook, September, 65-81.

<sup>36</sup> Idézi: Herbert, B. (2003): „No Work, No Homes”, *The New York Times*, augusztus 14.

<sup>37</sup> Lásd pl. Boeri, T. – Guiso, L. (2008): „The subprime crisis: Greenspan’s legacy”, in: Felton, A. – Reinhart, C. (eds): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, A VoxEU publication, Centre for Economic Policy Research, London, 37-39. ([www.voxeu.org](http://www.voxeu.org))

kamatok hatására a bankok kockázatvállalási hajlandósága is nőtt, és egyre kockázatosabb ügyfelek felé növelték kihelyezéseiket.<sup>38</sup>

Kritika érte az amerikai monetáris politikát azért is, mert nem lépett fel először 2001 előtt a részvénypiaci buborék, majd utána a kialakult ingatlanár-buborék ellen. Alan Greenspan és Ben Bernanke Fed-elnökök osztották azt a véleményt, hogy a monetáris politikának nem szabad az eszközárak túlzott emelkedése ellen kamatemeléssel fellépni (pontosabban csak olyan mértékben, amennyire ez az inflációra hat). Ellenben ha az eszközárak esnek, szükség esetén kamatsökkentéssel kell megelőzni a komoly gazdasági károkat. Ezt az aszimmetrikus magatartást egyrészt Bernanke elméleti munkáival<sup>39</sup> magyarázták. Másrészt azzal, hogy az eszközár-buborékok felismerése és „kipukkasztása” a gyakorlatban nehéz. Mások kritikával illették e gyakorlatot rámutatva, hogy elméleti alapjai nem robusztusak, a gyakorlati nehézségek pedig több jegybank tapasztalatai alapján áthidalhatók.<sup>40</sup>

### **Pénzügyi innovációk<sup>41</sup>**

Az 1970-es évektől induló dereguláció hatására felgyorsult az innováció a pénzügyi rendszerben. Az értékpapírosítás, a strukturált és származtatott (derivatív) termékek valódi hasznot hoztak mind a pénzügyi intézményeknek, mind ügyfeleiknek. Másfelől az egyre bonyolultabbá váló eszközökkel szemben a bizalmatlanság is nőtt. Egy 2003-as felmérésben bankárok a termékek komplexitását nevezték meg első számú pénzügyi kockázatként. Az „Omahai Bölcs” néven tisztelt veterán befektető, Warren Buffett egyenesen „pénzügyi tömegpusztító fegyvernek” nevezte a pénzügyi derivatívákat.<sup>42</sup> A jelenlegi válság igazolta, hogy a termékek kockázatainak alulbecsülése súlyos következményekkel járhat.

<sup>38</sup> Ioannidou, V. P. – Ongena, S. – Peydró, J. L. (2008): The impact of short-term interest rates on risk-taking: hard evidence, in: Felton, A. – Reinhart, C. (eds): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, A VoxEU publication, Centre for Economic Policy Research, London, 41-43. ([www.voxeu.org](http://www.voxeu.org))

<sup>39</sup> Bernanke, B. – Gertler, M. (2001): Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, *American Economic Review*, 91(2), 253-257.

<sup>40</sup> Roubini, N. (2006): Why Central Banks Should Burst Bubbles, *International Finance*, 9(1), 87-107.

<sup>41</sup> A pénzügyi innovációkat bemutató szakasz nagyban támaszkodik a következő cikkekre: Király J. – Nagy M. – Szabó E. V. (2008): Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period, Magyar Nemzeti Bank, Occasional Papers 76.

<sup>42</sup> „Financial WMD?“, *Economist*, 2004. január 22.

Az **értékpapírosítás** (*securitization*)<sup>43</sup> lényege, hogy illikvid pénzügyi eszközöket (pl. bankhiteleket) értékpapírokká (kötvénnyé) csomagolnak, melyekkel kereskedni lehet. A modell minden szereplő számára kínál előnyöket. Az eredeti hitelt nyújtó bank nem csupán forrást szerez, de továbbhárítja a hitelkockázatot a kötvény vásárlóira, így kevesebb tőketartalékot is kell képeznie. A kötvénykibocsátást megszervező intézmény díjbevétele számíthat. A kötvény vásárlói változatos kockázatú és hozamú befektetési lehetőséghez jutnak, igényeiknek megfelelően.

Az amerikai jelzálogpiacon 1970-ben kezdődött meg az értékpapírosodás. A piac a következő szereplőkkel működik. A hitelek értékesítésével jelzálogügynökök (*mortgage broker*) foglalkoznak, akik lehetnek bankok, egyéb pénzügyi közvetítők vagy magánszemélyek. A hitelek forrásait első körben hitelintézetek (bankok és jelzálog-hitelintézetek) biztosítják – az ő feladatuk az adósok hitelképességének vizsgálata. A hitelek kötvénnyé alakításában többféle intézmény vesz részt, melyek közül három csoportot kell kiemelni. Az ún. **„árnyék bankrendszer”** (*shadow banking system*) a befektetési és egyéb bankoknak a mérlegeiken kívül lévő leánycégek alkotják, amelyek a kötvények kibocsátását végzik. A másik csoport az állami támogatású vállalatok (*GSE – government sponsored entity*)<sup>44</sup>, amelyek a kötvényekre vonatkozó szabványokat állítanak fel, garanciát vállalnak mások kötvényeire, illetve maguk is bocsátanak ki értékpapírokat. Végül e kvázi-állami szereplők mellett magáncégek (az ún. *monoline* biztosítók) is kötöttek biztosítást jelzálog alapú értékpapírokra.

Az értékpapírosítás mindaddig csökkenti a pénzügyi kockázatokat, amíg a hitelező bank kellő figyelmet fordít a kihelyezések minőségére. A kvázi-állami szereplők szigorú minőségi követelményei és a végső befektetők kockázati étvágya szabnak korlátot a kihelyezéseknek. A jó hitelképességű (*prime*) adósok kölcsöneit többnyire a kvázi-állami intézmények által garantált kötvények refinanszírozták. Ám a közepes (*Alt-A*) és rosszabb (*sub-prime*) hitelképességű adósok felé is történt hitelezés. Sőt, 2001-07 között e piaci szegmens meghatszorosodott, és szinte egymaga volt felelős az amerikai háztartások adósságának növekedéséért. 2007-re a háztartási hitelek kb. 11%-át tette ki az 1400-1500 milliárd dolláros sub-prime jelzáloghitel-állomány, melyből 1000-1100 milliárd dollárt értékpapírosítottak. A **gyors sub-prime hitelnövekedés** fő okai a következők voltak:

---

<sup>43</sup> A modell „keletkeztetés és szétosztás” (*originate and distribute*) néven is ismert.

<sup>44</sup> Három ilyen vállalat működik: Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) és Ginnie Mae (Government National Mortgage Association).

- Az alacsony infláció, valamint a laza monetáris politika miatt alacsony kamatok növelték a hitelfelvételi kedvet
- A globális likviditás-bőség miatt nőtt a befektetők kockázati étvágya, így a hitelnyújtók kevésbé voltak érdekeltek a hitelminőség fenntartásában; többek közt az adósok hiányos pénzügyi jártasságával visszaélő konstrukciókat alkalmaztak (pl. akciós kamatok a törlesztés kezdetén)
- Az értékpapírosítás enyhítette a hitelező bankok szabályozási terheit, így növelhették hitelkínálatukat
- Működött a pénzügyi akcelerator: a felfűtött ingatlanpiacon folyamatosan emelkedtek az árak, ami növelte az ingatlan mint fedezet értékét, és több hitel nyújtását tette lehetővé
- Az ingatlantulajdon terjesztése gazdaságpolitikai cél volt az Egyesült Államokban. A kormányzat 1995-től ösztönözte a GSE-eket a hitelezési feltételek lazítására és sub-prime jelzáloghitelekkel fedezett pénzügyi eszközök vásárlására. Egyesek szerint a GSE-k feleslegesen túlterjeszkedtek a jó adósok piacán, így a pénzügyi közvetítők kénytelenek voltak a rosszabb adósokért versenyezni.

A **strukturált pénzügyi termékek** szintén az 1970-es évektől terjedtek el. Lényegük a termékek különféle kockázatainak (lejárat, kamat-, hitelkockázat) átalakítása a végső befektetők igényeinek megfelelően. A hitelkockázat transzformálására hozták létre a CDO-t (*collateralized debt obligation*). A CDO valamilyen alaptermékek (pl. jelzálog fedezetű kötvények) portfóliójából szeleteket (*tranche*-okat) alakít ki, melyek különböző kockázattal és várható hozammal rendelkeznek. Az alaptermék hozamából (példámban a jelzáloghitelek kamatostul való törlesztése) először a *senior* szelet részesedik, illetve ezt éri el utoljára az alapterméken elszenvedett veszteségek (a jelzáloghitelek bedőlése) – így e szelet kockázata és hozama a legkisebb. A *mezzanine* szelet kockázata közepes, míg a veszteségeket elsőként viselő *equity* szelet kockázata a legnagyobb. A senior szelet kis kockázata miatt kiváló hitelminősítést kap, és elsősorban kis kockázati étvágyú befektetők (pl. nyugdíjalapok) vásárolnak belőle. A mezzanine szelet kockázatosabb, inkább a nagyobb hozamra vágyó befektetési alapok részére. A legkockázatosabb equity szeletre nem kérnek hitelminősítést.<sup>45</sup>

A CDO-k kibocsátásával és az equity szeletek tartásával az **árnyék bankrendszerhez** tartozó SIV-ek (*structured investment vehicle*) foglalkoznak. SIV-et többnyire bankok, ritkábban befektetési alapok hoznak létre, és egyfajta „virtuális bankként” működnek. Rövid lejáratú értékpapírokkal finanszírozzák működésüket a pénzpiacon, és hosszú lejáratú kötvényekbe és CDO-kba (elsősorban az equity szeletekbe) fektetnek. A jó kockázati besorolás érdekében anyaintézetek hitelkeretet garantálnak részükre.

<sup>45</sup> A mezzanine és equity szeleteket szokás „veszélyes hulladéknak” (*toxic waste*) nevezni.

Mivel a CDO szeletek tetszés szerint alakíthatók ki, így az a látszat kelthető velük, hogy alacsonyabb kockázat mellett magasabb hozamot biztosítanak. Sőt, ha egy strukturált terméket nem sikerül első alkalommal értékesíteni, addig csomagolják újra, amíg vevőre nem talál („*slice and dice*”). További, még komplikáltabb strukturált eszközök is születtek: például a CDO<sup>2</sup> CDO-kba fektet, a CDO<sup>3</sup> CDO<sup>2</sup>-kbe, és így tovább. A termékek bonyolultsága megnehezítette, hogy a fogyasztók átlássanak a „kisebb kockázat – magasabb hozam” illúzió. Márpedig a CDO-k és rokonaik kockázata jóval nagyobb annál, mint hihették:

- Egyrészt minél nagyobb tőkeáttétellel (azaz minél kisebb saját tőke hányaddal) dolgozik a CDO kibocsátója, annál nagyobb veszteséget okozhat az equity szelet. Például egy elvileg elképzelhető 54-szeres tőkeáttételnél már enyhe, 2%-os áresés is lenullázza az equity értékét.
- Másrészt a CDO szeletei közt nemlineáris módon terjednek az alapterméken elszenvedett veszteségek: például a mögöttes jelzáloghitelek bedőlése esetén a senior szelet egy ideig egyáltalán nem szenved veszteséget, majd egy kritikus ponttól kezdve minden veszteség rá terhelődik. Így a CDO-k érzékenyek a kis valószínűségű extrém eseményekre, melyek előrejelzése különösen nehéz.
- Harmadrészt a CDO-k változatos eszközök, így másodlagos piacuk igen szűk. A CDO-k vevői valójában tehát hitelkockázatukat likviditási kockázattal cserélték fel – azzal a veszéllyel, hogy értékét veszítő befektetésüktől nem lesznek képesek megszabadulni.

Az első CDO-kat 1987-ben bocsátották ki, de a piac csak az 1990-es évek második felében indult gyors növekedésnek. Az éves világszintű kibocsátás 2006-ban tetőzött 440 milliárd dollárral; az év végén több mint 3000 milliárd dollár volt az összes piacon lévő CDO értéke. A kvázi-állami garanciával rendelkező illetve a kifogástalan minőségű privát jelzálog alapú kötvények piaca ugyan négyszer akkora, mint a CDO piac, ám az utóbbi jelentősége mégis nagy. Egyfelől a hosszú lejáratú jelzáloghitelekre alapozott CDO-k szintén hosszú lejáratúak, így a problémás eszközök lassan „tisztulnak ki” a pénzügyi rendszerből. Másfelől a CDO-k hitelkockázata ellen biztosítást nyújtó CDS-ek (*credit default swap*)<sup>46</sup> piaca a kintlévő CDO-k többszöröse lehet, ugyanis CDS-ek kombinálásával szintetikus úton is előállíthatók CDO-k.

---

<sup>46</sup> A CDS egy hitelre (kötvényre) kötött biztosítás: a CDS kiírója kezdeti díjért (prémiumért) cserébe vállalja, hogy az adós csődje esetén adott összeget fizet a CDS vevőjének. A CDS prémium alakulása jelzi, hogy a befektetők miként értékelik az adós hitelképességét.

### **Hitelminősítők**<sup>47</sup>

A hitelminősítők lényeges szerepet játszanak a pénzügyi piacokon. A legtöbb befektető önmaga nem ellenőrzi az értékpapír-kibocsátók hitelképességét, ezért a hitelminősítők értékelésére hagyatkozik. Ám **összeférhetetlenségi** problémát vet fel, hogy a hitelminősítők díjbevételüket éppen az értékelt adóstól kapják. Ráadásul több elemzés rámutatott, hogy a hitelminősítők valójában semmiféle többletinformációt nem nyújtanak az adós hitelképességéről a nyilvánosan hozzáférhető forrásokhoz képest. Mindeközben értékelésükért nem vállalnak jogi felelősséget sem. A strukturált eszközök körében az összeférhetetlenségi probléma különösen súlyos: a CDO-k kibocsátói először kikérték a hitelminősítők véleményét arról, hogyan lehet a legkedvezőbb minőségű CDO-kat előállítani, majd az ennek szellemében létrehozott termékeket minősítették. Gyakorlatilag a hitelminősítők a CDO termékfejlesztés és marketing részeseivé váltak, s eközben kétszer is bevételhez jutottak. Nem meglepő, hogy például a Moody's hitelminősítő 2006-os bevételének 44%-a strukturált termékekhez kapcsolódott.

Másrészt a hitelminősítők hibásan értékelték a CDO-k kockázatát. Tévedés volt a jelzálog-hitelek és az ingatlanpiac historikus teljesítményéből kiindulni, és tévedés volt azt feltételezni, hogy a befektetők megfelelően tudják diverzifikálni portfóliójukat. Ugyanis akkora mennyiségű tőke keresett befektetési lehetőségeket, hogy egyszerre rohanták meg a biztonságosnak hitt alternatív eszközöket. Így eredetileg kis korrelációt mutató pénzügyi eszközök együttmozgása drámaian megnőtt. Más szóval, a pénzügyi befektetők saját kockázatkerülő viselkedésükkel összességében növelték kockázati kitettséget (**endogén kockázat**).

Végül a hitelminősítők kommunikációja is félrevezető volt. Az illikvid CDO-k kockázata nem értékelhető ugyanúgy, mint a likvid vállalati és államkötvényeké. A hitelminősítés ugyanis csak a hitelkockázatra terjed ki, a **likviditási kockázatot** nem foglalja magába. Ezért a befektetők azt hitték, hogy egy AAA besorolású CDO kockázata megegyezik egy hasonló besorolású vállalati kötvényével.

---

<sup>47</sup> Portes, R. (2008): Ratings agency reform, in: Felton, A. – Reinhart, C. (eds): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, A VoxEU publication, Centre for Economic Policy Research, London, 145-149. (www.voxeu.org)



## Szabályozási problémák

Az Olvasó e ponton joggal veheti fel, hogy a felsorolt problémákat a pénzügyi szabályozó hatóságok is felismerhették volna. Miért nem tettek mégsem semmit?

A válasz, hogy a szabályozók sem tökéletesek. A pénzügyi felügyelet is **bürokratikus** szervezetek, amelyek gyakran csak nehézkesen követik a pénzügyi innovációkat, és saját munkájuk megkönnyítése érdekében nem feltétlenül érdekeltek a minél alaposabb ellenőrzésben. Előfordulhatott, hogy a hazai pénzügyi rendszer versenyképességét az enyhébb szabályozással kívánták javítani – London nem kis részben ennek köszönheti pénzügyi központ szerepét.<sup>48</sup> A pénzügyi intézmények ugyanis szisztematikusan a legenyhébb szabályozású piacok, eszközök felé mozdulnak el (**szabályozói arbitrázs**). A **szabályozói verseny** viszont a normák általános lazulásához vezethetett. Az engedékeny hozzáállásnak ideológiai alapjai is voltak: több országban (köztük az Egyesült Államokban) túlzottan bíztak a piacok önszabályozó képességében.

További intézményi problémát jelenthet a szabályozás **széttagoltsága**. Például az Egyesült Államokban tagállami és szövetségi szinten is folyik szabályozás, ami megnehezíti az együttműködést. Több országban (pl. Egyesült Államok, Egyesült Királyság) a jegybankok alig érintettek a pénzügyi rendszer szabályozásában. Márpedig több érv szól amellett, hogy ők is részt vegyenek benne. Egyrészt jól ismerik a pénzügyi piacokat. Másrészt ők képesek legvégső esetben hitelekkel megmenteni a bankokat, ezért ők tudják összhangban tartani a pénzügyi stabilitás és az árstabilitás céljait. Végül a pénzügyi stabilitás hat a jegybank reálgazdaságra és a monetáris folyamatokra is, amit a jegybankok figyelemmel kísérnek.<sup>49</sup>

A szabályozók védelmében meg kell említeni, hogy a válság **átmeneti időszakban** érte őket: a pénzügyi piacok áttérőben vannak a merevebb Bázeli I szabályozási rendszerről a kockázat-alapú Bázeli II rendszerre.<sup>50</sup> Azonban kérdéses, hogy egy működő Bázeli II rendszer vajon

<sup>48</sup> Tabellini, G. (2008): Why did bank supervision fail? , in: Felton, A. – Reinhart, C. (eds): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, A VoxEU publication, Centre for Economic Policy Research, London, 45-47. ([www.voxeu.org](http://www.voxeu.org))

<sup>49</sup> Cecchetti, S. (2008): The subprime series, part 3: Why central banks should be financial supervisors, in: Felton, A. – Reinhart, C. (eds): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, A VoxEU publication, Centre for Economic Policy Research, London, 29-32. ([www.voxeu.org](http://www.voxeu.org))

<sup>50</sup> A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által kidolgozott bázeli egyezmények a bankok megfelelő tőkeellátottságát kívánják biztosítani. A Bázeli I megállapodás pontjait 1988-ban dolgozták ki. Ezek azt célozták, hogy a bankok eszközeinek hitelkockázatát megfelelően értékeljék. A Bázeli II első változatát 2004-ben jelentették meg, és a világ országai különböző határidőkkel vezetik be (az EU-ban 2008-ban lépett életbe). A Bázeli II a hitelkockázaton túl a működési és piaci kockázatokat is figyelembe veszi.

időben felismerte-e volna a veszélyeket, hiszen a problémát éppen a kockázatok szisztematikus alulértékelése okozta. Másfelől a Bázeli-II rendszer sem képes kiküszöbölni a szabályozói arbitrázst.

Végül a pénzügyi szabályozás **prociklikus** lehet. Például a bázeli egyezmények szerint alacsonyabb kockázat idején elegendő kevesebb tőketartalék képzése, ami lehetővé teszi a tőkeáttétel növelését. Növekvő kockázat (válság) esetén pedig a tőkeképzési kötelezettség nő, ami gúzsba köti az amúgy is problémákkal szembesülő bankokat. Hasonlóan működik a számvitelben a piaci áron való értékelés (*fair value accounting*): ha csökkennek a pénzügyi eszközök árfolyamai, akkor tulajdonosaiknak le kell írniuk az árfolyamvesztéseket. Az elszámolt veszteségek pedig kikezdi az intézmények tőkéjét, tovább rontva helyzetüket. Ez az illikvid CDO-k esetében különösen nagy gondot okoz.

### A válság lefolyása és kezelése

Az előzmények ismeretében a válság lefutásának kronológiai ismertetése már jól követhető lesz. Az eseményeket két szakaszra bontva ismertetjük, majd külön értékeljük a válság kezelésére született gazdaságpolitikai lépéseket.

#### *A válság kirobbanása és első szakasza: 2007-2008. nyár*

A válság kirobbanásához az amerikai **ingatlanpiac kifulladás**a vezetett. Az ingatlanpiacot a kereslet és a kínálat lassú alkalmazkodása jellemzi, ezért is alakulhat ki könnyen ingatlanpiaci buborék. Ám ez nem tarthat örökké: 2006-ban elérkezett a pillanat, amikor az ingatlankínálat utolérte az elszaladó keresletet, és esni kezdtek az árak. Az amerikai ingatlanhitelek fontos sajátossága, hogy az adós csődöt jelenthet: ennek a fedezetül szolgáló ingatlan elvesztésén kívül nincs anyagi következménye. Amint az ingatlanok piaci értéke csökkent, az adósok adott nagyságú tartozással szemben egyre kisebb fedezettel rendelkeztek. Aki spekulatív céllal vett ingatlant, egy pont után jobban járt hitele felmondásával. Mások – a gyengébb hitelképességű adósok – a kezdeti, csalogató kamatok megemelése után jöttek rá, hogy nem engedhetik meg maguknak a megvásárolt ingatlant. A végrehajtásokkal (*foreclosure*) persze tovább nő a túlkínálat, ami még lejjebb nyomja az ingatlanárakat – ezzel ördögi kör alakul ki.

A hitelek bedőlésével a sub-prime jelzálogkötvények és a rájuk épülő CDO-k és egyéb **termékek értéke csökkent**. Mivel az ingatlanár-esés nagymértékű és általános volt, ezért

nem csak a CDO-k equity szeletét, hanem a biztonságosnak hitt senior szeleteket is érintették a veszteségek.

Először a jelzáloghitelezők és a sub-prime eszközöket megvásárló befektetési alapok jelentettek nagy veszteségeket: 2007. július végén a Bear Stearns befektetési bank két alapja ment csődbe, augusztusban pedig az American Home Mortgage, az egyik legnagyobb jelzáloghitelező cég. A hitelminősítők rövid idő alatt tömegesen minősítettek le jelzálog fedezetű eszközöket és a rájuk épülő strukturált termékeket, ami növelte a piaci bizonytalanságot. A befektetők kockázatvállalási hajlandósága megcsappant: igyekeztek megszabadulni kétes eszközeiktől. A **pánikszerű eladások** tovább csökkentették az árakat, így lefelé tartó spirál alakult ki és az eszközök likviditása csökkent. A kockázati étvágy csökkenése miatt az árnyék bankrendszer pénzügyi finanszírozása nehezebbé vált, a SIV-ek kénytelenek voltak lehívni anyabankjuk hiteleit. A pénzügyi intézmények által leírt veszteségek nőttek, ezzel párhuzamosan a beléjük vetett befektetői bizalom csökkent.

2007. augusztus 9.-én a bankközi piacok válságos helyzetbe kerültek a **bizalom és a likviditás elpárolgása** miatt. Ezt a Fed és az EKB együttes hitelnyújtása tudta csak megfékezni. A Fed csökkenteni kezdte kamatait, 2007 őszétől pedig folyamatosan bővítette a bankoktól fedezetként elfogadott értékpapírok körét, hogy a pénzügyi likviditást növelje. A következő hónapokban már két jelentős pénzügyi intézmény állami megmentésre szorult. A Northern Rock brit pénzügyintézet<sup>51</sup> a Bank of England hitele mentette meg a csődtől, később (2008 februárjában) az intézetet államosították. Amikor pedig 2008 márciusában a Bear Stearns csődközeli helyzetbe került, és a Fed garanciavállalásával felvásárolta a JP Morgan Chase bank.

#### *A válság második szakasza: 2008. őszétől*

Ezt követően néhány hónapnyi látszólagos nyugalom következett: 2008 tavaszán a gyengülő dollár, a drámaian emelkedő energiaárak, és az ehhez kapcsolódó inflációs veszélyek kerültek a figyelem középpontjába. Ám a háttérben egyre mélyült a válság, és augusztusra elérte az amerikai jelzálogpiac kulcsszereplőit: Fannie Mae-t és Freddie Mac-et. A két intézmény olyan mértékű veszteségeket szenvedett sub-prime befektetésein, ami fenyegette pénzügyi

---

<sup>51</sup> A Northern Rock működési modellje arra épült, hogy rövid lejáratú pénzügyi forrásokból finanszírozta hosszú lejáratú jelzálog-hiteleit. A romló pénzügyi feltételek mellett a Northern Rock illikviddé vált.

helyzetüket. Mivel 2008-ban már szinte csak az ő közreműködésükkel (és implicit állami garanciájukkal) folyhatott jelzáloghitelezés, csődjük súlyos következményekkel járt volna az amerikai gazdaságra is. A kormányzat nem tehetett mást, mint hogy közvetlen felügyelete alá vonta a két intézményt és állami hitelekkel mentette meg őket.

A következő áldozat a Lehman Brothers befektetési bank volt. Az amerikai kormányzat úgy ítélte meg, hogy az intézmény nem játszik kritikus szerepet a pénzügyi rendszer egésze szempontjából, és morális kockázatra<sup>52</sup> (mások szerint rossz eszközeinek hatalmas volumenére) hivatkozva nem mentette ki. Így a bank 2008. szeptember 15.-én csődöt jelentett. Ugyanezen a napon a Merrill Lynch befektetési bankot a Bank of America vásárolta fel.

Arra nem számítottak a döntéshozók, hogy a Lehman bukása pánikhullámot indított. Szeptember 16.-án a Reserve Primary Fund pénzügyi alap bejelentette, hogy a Lehman eszközein elszenvedett veszteségei miatt árfolyama 1 dollár alá kerül (azaz befektetői negatív hozamra számíthatnak). A pénzügyi alapokat a legbiztonságosabb befektetési formának tekintik, ezért e hírre megindult a tőkekivonás a hasonló alapokból. A kialakuló bizalmi és likviditási válság már a pénzügyi rendszer összeomlásával fenyegetett.

A **szeptemberi likviditási válság** első nagy áldozata az AIG biztosító volt. Az AIG már kapott állami segítséget: a Fed 85 milliárd dollárt hitelezett neki, de cserébe az állam 80%-os tulajdonrészt szerzett a cégben. (A terv az volt, hogy a hitelt értékes biztosítási üzletága eladásával fizeti vissza a cég.) A segítség indoka az volt, hogy egyrészt a pánikot meg kellett fékezni, másrészt az AIG központi szereplője volt a CDS piacnak, és hitelbiztosításai számos nyugat-európai bank tőkemegfelelését is garantálták.

Henry Paulson amerikai pénzügyminiszter szeptember 19.-én mutatta be **TARP** (*Troubled Assets Relief Program*) nevű tervét, mely szerint az amerikai kormányzat költségvetési forrásból 700 milliárd dollár értékben vásárolhat kétes jelzálog fedezetű eszközöket. A terv célja az volt, hogy piacot teremtsen ezeknek az illikvid termékeknek, megállítsa áresésüket, ezáltal korlátot szabjon a pénzintézetek veszteségeinek. Az eredetileg 3 oldalas tervet a Kongresszus 110 oldalásra duzzasztotta, és neve Emergency Economy Stabilization Act-re változott. A kiegészítések ellenére első változatát a Képviselőház mégis elvetette szeptember

---

<sup>52</sup> Ha a pénzügyi intézmények számíthatnak arra, hogy bajba jutásuk esetén az állam biztosan megmenti őket a csődtől, akkor túlzott kockázatot vállalhatnak, ami megnöveli a csőd esélyét – ez a morális kockázat.

29.-én. Ez tőzsdepánikhhoz vezetett: például még ezen a napon 300 ponttal (kb. 28%-kal) zuhant a Dow Jones tőzsdeindex, ami a valaha volt legnagyobb napi értékvesztése. Megrettenve a következményektől, lázas egyeztetés indult, és a Kongresszus október 1.-én már elfogadta a törvényjavaslatot.

Eközben újabb pénzügyi intézményeket temetett maga alá a válság Amerikában és már Európában is. A két megmaradt amerikai befektetési bank, a Goldman Sachs és a Morgan Stanley még szeptember végén kereskedelmi bankká alakult, ami szigorúbb szabályozást, de cserébe több forrásgyűjtési lehetőséget (pl. betét-elfogadást) jelent. A negyedik legnagyobb amerikai bankot, a Wachoviát a Wells Fargo vásárolta fel október elején. Szeptember 28.-án államosították a brit jelzálog-hitelező Bradford & Bingley-t és részben a belélux Fortis-t. Napokon belül állami tőkeemelésre szorult a belga-francia Dexia, a német Hypo Real Estate. Az izlandi kormány az ország összes nagy bankját államosította, hogy megmentse őket a csődtől.

Nagy-Britannia október 8.-án jelentette be saját bankmentő csomagját: 25 milliárd fontnyi állami tőkeemelést és az új forrásbevonásra garanciát biztosítottak a nyolc legfontosabb banknak. Hasonló terveket fogadtak el később más EU tagországok is. Továbbá egymással versengve terjesztették ki a lakossági betétek biztosítását, hogy megelőzzék egy bankválság kialakulását.

Mindeközben a **világgazdaság növekedési kilátásai** jelentősen romlottak. A pénzügyi rendszer válsága miatt a hitelezés drasztikusan lassul. Amerikában tovább estek az ingatlanárak, az Egyesült Királyságban, Írországban és Spanyolországban szintén kipukkadtak az ingatlanpiaci buborékok – ez a pénzügyi akcelátoron keresztül fogja vissza a gazdaságot. A fejlett országok importkeresletének csökkenése a fejlődő országokat is sújtja. Felerősödtek továbbá a **deflációs félelmek** Amerikában, Nyugat-Európában és Japánban. Az árszínvonal tartós csökkenését az elégtelen kereslet válthatja ki. Ám ha az árak és bérek lefelé rugalmatlanok, akkor a defláció (és az ezt kísérő adósság-defláció) súlyosbítja a recessziót, így önmagát táplálja.

## A pénzügyi válság kezelése

A válságkezelő lépéseket két csoportba oszthatjuk: egyrészt a pénzügyi válság kezelését szolgálták, másrészt közelgő recesszió (és esetleg defláció) tompítását.

Walter **Bagehot** klasszikus elemzése szerint a *szolvens* (hosszú távon fizetőképes) de *illikvid* (rövidtávon fizetéképtelen) bankoknak büntető kamatok mellett, jó fedezet ellenében korlátlanul kell hitelezni.<sup>53</sup> Bár e doktrína képes lehet egy-egy bank csődjét megelőzni, a rendszerszintű válság idején kevés lehet. A strukturált pénzügyi eszközök komplexitása és kétes értéke miatt nem nyilvánvaló sem a kisegített bankok szolvenciája, sem az általuk kínált fedezet minősége. Másrészt, ha egy intézmény igénybe veszi a jegybanki segítséget, azzal saját gyengeségét ismeri el. Ez pedig csak ront a helyzetén, hiszen még nehezebben jut majd ezután piaci finanszírozáshoz. Azért, hogy a jegybanki források lehívása ne legyenek megbélyegző, a Fed drasztikusan **kiszélesítette hitelezési programjait**.<sup>54</sup> Sőt, a Fed már nem pénzügyi vállalkozásoknak is hitelt ajánlott, hogy a vállalatfinanszírozásban kulcsfontosságú váltópiac likviditását fenntartsa.

A Fed-hez elvben hasonló (de kevésbé drasztikus) lépéseket tettek más jegybankok is. Ezen kívül több lépésben erőteljesen csökkentették kamataikat, amit a likviditás növelésén túl már a küszöbönálló gazdasági visszaesést is igyekezett tompítani.

A pénzügyi intézmények csődjeinek kezelésére az 1991-92-es **svéd válság kezelésének** technikáit szokták mintapéldának hozni. Ez a következő lépésekből állt.<sup>55</sup> (1) Az állam teljes körű garanciát vállalt a bankok kötelezettségeire a hitelezők (de nem a banktulajdonosok) védelmében. (2) Az állam tőkét emelt a bankokban. A jelenlegiekkel azonos tulajdonosi jogokat is kapott, de hosszabb távon piaci áron értékesítette részesedéseit. (3) A jegybank fedezet nélkül, korlátlan mennyiségben hitelezett a bankoknak likviditásuk védelmében. (4) Az inszolvens bankok veszteségeiket azonnal leírták. A kétes eszközöket eladták két „rossz bankba” (Retriva, Securum), melyekből az állam szigorú vagyonkezeléssel a lehető legtöbbet igyekezett behajtani. E lépések nyomán a svéd bankrendszer hamar talpra állt. A mentőcsomag összköltsége a GDP 4%-ára

<sup>53</sup> Bagehot, W. (1873): *Lombard Street – A Description of the Money Market*, London: Henry S. King & Co.

<sup>54</sup> Ehhez azokat a technikákat használták fel, melyeket eredetileg a Y2K probléma kezelésére dolgoztak ki. Az ezredfordulót a számítógépes rendszerek probléma nélkül lépték át, de a tervek a fiókban maradtak. Lásd: Cassidy, J. (2008): "Anatomy of a meltdown: Ben Bernanke and the financial crisis", *New Yorker*, 2008. december 1.

<sup>55</sup> Ingves, S. – Lind, G. (1996): "The management of the bank crisis – in retrospect", *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, No 1, 5-18.

rúgott, ami más bankválságokhoz képest csekélynek számít. Ráadásul a rossz követelések behajtásával és a banki részesedések eladásával az állam később akkora bevételhez jutott, hogy a válság végső nettó költsége csupán a GDP 0-2%-a volt.

Az amerikai kormányzat kezdetben **ad hoc módszerekkel** kezelte a pénzügyi cégek csődjét. A Bear Stearns esetében állami közvetítéssel magán felvásárlást szerveztek. Fannie Mae és Freddie Mac állami irányítás alá került és jelentős Fed hitelt kapott. Az AIG-t nagyrészt államosították. A TARP/Emergency Economy Stabilization Act volt az első szisztematikus válságkezelési eszköz: ez a kétes eszközöknek igyekezett piacot teremteni. Ugyanakkor eredeti változatában nem juttatta tőkéhez a bankokat, így szolvenciájukon nem javított. Ezzel szemben az Egyesült Királyság és más országok programjaiban központi szerepet kapott az **állami tőkeemelés**. Az amerikai kormányzat felismerte a TARP korlátait, ezért abból 250 milliárd dollárt átirányított banki tőkeemelésre (ez az összeg a törvény szerint a pénzügyminiszter döntése szerint volt felhasználható). Paulson pénzügyminiszter november 12.-én ismerte be, hogy a TARP-ból még elkölthető 410 milliárd dollárt is inkább a pénzügyi vállalatok feltőkésítésére kellene fordítani.

A tőkeemelésen kívül az USA-ban és Európában is **állami garanciát** nyújtottak a bankok új középtávú forrásbevonásaira, valamint megemelték a bankbetétek biztosításának felső értékhatárát is.

### **A reálgazdasági válság kezelése**

Küszöbön álló **recessió kezelésére** a monetáris és költségvetési politika eszközei vethetők be. Ám a **monetáris politika** hatásosságát korlátozza, hogy éppen a pénzügyi közvetítés mondott csődöt. Így egy jegybanki kamatcsökkentés nem javít a hitelezési kondíciókon, a reálgazdaságot nem képes élénkíteni.

Ráadásul az amerikai gazdaság a **likviditási csapda** közelébe került. Bár a Fed hiteleinek megcélzott kamata (a bejelentett alapkamat) 1%, a piacon ténylegesen kialakult kamatszint a 0%-hoz közeledett 2008 végén. December 8.-án három hónapos amerikai állampapírok aukcióján 0,005%-os, másnap az egyhavi papírok aukcióján pedig 0%-os kamat alakult ki. A likviditási csapda éppen azt jelenti, hogy a nominális kamatszint 0%-ra esik. Ekkor a defláció

megemeli a reálkamatokat<sup>56</sup>, ami ellen a monetáris politika hagyományos eszközeivel tehetetlen.

Ben Bernanke Fed-elnök egy 2002-es beszédében<sup>57</sup> fejtette ki, hogy milyen rendkívüli eszközökkel küzdhetnek a jegybankok a defláció ellen. Likviditási csapdába esve a jegybanknak alacsony kamatokkal közvetlenül hitelezheti a magánszektor (erre jelenleg már a likviditási csapda beállta előtt sor került). Ígéretet tehet, hogy rövid lejáratú kamatait meghatározott ideig 0%-on tartja, hogy ezzel szorítsa le a hosszú lejáratú eszközök kamatait (ehhez hasonlót tett Japán az 1990-es években). A Fed maga is vásárolhat állampapírokat ugyanezen célból (az 1950-es években már volt erre példa). Elvileg elképzelhető a dollár árfolyamának gyengítése (ami az importált termékek árán keresztül inflációs hatású) például külföldi állampapírok vásárlása útján. Végző megoldásként a költségvetési politika pénzkibocsátással fedezett adócsökkentéssel (vagy költségekkel) élénkítheti a gazdaságot, és ezzel egyidejűleg inflációt gerjeszthet. (Ezt Japánban sem merték kipróbálni attól tartva, hogy a feltámadó inflációt nem tudják majd féken tartani.)

A monetáris politika fenti korlátai miatt az IMF is nemzetközileg összehangolt **költségvetési élénkítést** javasolt. Az Egyesült Államokban 2008 februárjában már elfogadtak egy GDP 1%-ának megfelelő költségvetési élénkítést, ám ez csak enyhe és átmeneti hatással járt, mert nem volt képes ellensúlyozni a háztartások csökkenő vásárlóerejét (2008 tavaszán emelkedőben volt az infláció), az ingatlanárak esését és a hitelválságot. A július 30.-án elfogadott Housing and Economic Recovery Act valamint a Hope For Homeowners Act az ingatlanpiac stabilizálását célozza: állami garanciát nyújt sub-prime jelzáloghitelek kedvezőbb feltételekkel való refinanszírozásához 300 milliárd dollár értékben, ha a hitelező elengedi a tőketartozás 10%-át. Mindezek a lépések nem bizonyultak elegendőnek, így 2009-ben újabb, nagyszabású (a GDP 3-4%-át kitevő) költségvetési élénkítés vált szükségessé, hogy a gazdasági válság hatásait kellően mérsékelje.

Az Európai Bizottság az EU GDP-jének 1,5%-ára rúgó (200 milliárd euró) élénkítést javasolt november 26.-án. Ennek ajánlott módjai: átmeneti áfa csökkentés, a munkavállalók adóterheinek enyhítése, a vállalkozások adminisztrációs terheinek mérséklése és

---

<sup>56</sup> A nominális kamatszint körülbelül a reálkamat és az infláció összegével kell, hogy megegyezzen.

<sup>57</sup> Bernanke, B. (2002): "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", National Economists Club, Washington D.C., November 21 (<http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>)



finanszírozási lehetőségeik javítása. Továbbá sürgetik az országok versenyképességét javító reformok bevezetését többek közt az oktatás, a kutatás-fejlesztés és innováció, valamint az energiatakarékosság és környezetvédelem terén. A részletekről azonban az egyes tagállamok döntenek.

Európán kívül elsősorban a Kínában bejelentett 586 milliárd dollár értékű költségvetési élénkítés váltott ki nagy visszhangot. 2009-ben ugyanis egyértelműen a fejlődő országok – és ezen belül főleg Kína – növelik a világ GDP-jét. A kínai fogyasztás és import növekedése járulhat hozzá más országok exportjának talpra állásához. Ez csökkentheti a globális folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságát (amiben sokan a mai válság egyik okát látják).

## II.

### A pénzügyi válság magyarországi hatásai

Milyen helyzetben érte Magyarországot a válság? A pénzügyi válságot megelőző években Magyarországot a fogyasztás élénkítésére alapozó gazdaságpolitika jellemezte, melynek eredményeként az ország 2005-re **a világ egyik legsebezhetőbb gazdaságává** vált.<sup>58</sup>

#### **Makrogazdasági helyzetkép**

A hazai költségvetési politikát - amint a 2. fejezetben már tárgyaltuk - a rendszerváltozás kezdete óta kísérik a **választási ciklusok**. Nem volt ez másként a 2002. évben sem. Ám kivételt jelentett ez az év abból a szempontból, hogy a választás után megalakult, sovány parlamenti többséget élvező Medgyessy-kormány a kiélezett belpolitikai helyzetben állami költsékezéssel igyekezett megszilárdítani legitimitását. Holott a választási ciklusok logikája szerint az új kormánynak a megörökölt költségvetési hiány lefaragásával kellett volna kezdenie. A 2002. évi államháztartási hiány kiugróan magas, a GDP 9% lett, de elmaradt a logikus folytatás: a magas bázisról a 2003-04-es lanyha kiigazítás is csak 6,4%-ig vitte le a deficitet.

A mininterelnök-cserét követően ismét a választásra való készülődésnek megfelelő ciklusszakaszba lépett az ország, és ennek megfelelően tovább nőtt a hiány, ami azután 2006-ban, a következő választási év végén 9,3%-on tetőzött. A tetemes állami finanszírozási igény természetesen az államadósság, a folyó fizetési mérleg hiány és a külső adósság növekedésében csapódott le.

Magyarország eleve úgy lépett be az Európai Unióba, hogy azonnal *túlzott deficit eljárás* indult ellene a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megszegéséért (a jóval a 3% maximálisan megengedett szint feletti hiány miatt). Az első, EU által előírt, költségvetési kiigazítást célzó konvergencia-programok azonban csak tervek maradtak, melyeket a kormányzat nem teljesített. Bár ennek közvetlen következményei nem lettek, mint utólag bebizonyosodott, a gazdaságpolitika hitelessége súlyosan és tartósan sérült.

---

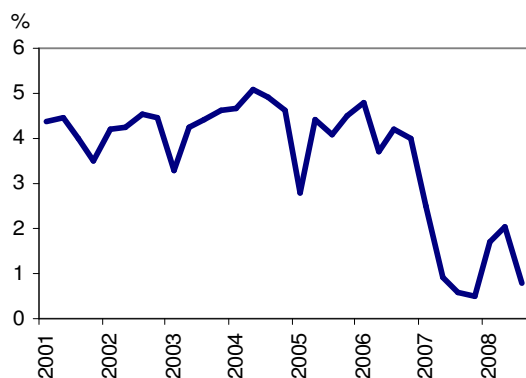
<sup>58</sup> Goldstein, M. (2005): "What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?", Institute for International Economics, Working Paper, WP 05-7, Washington D.C.

Az éveken át tartó költségvetési expanzió növelte a háztartások elkölthető jövedelmét, ezáltal a lakossági fogyasztást (és ingatlan-beruházásokat) is serkentette. Sőt ugyanezen időszak alatt a **banki hitelezés** is felgyorsult, amint a pénzüzetek kiépítették fiókhálózatukat, és a háztartások felé fordultak. Előbb (2004-ig) az állami támogatású lakáshitel-program fűtötte a hitelezést, majd a bankok az olcsó devizaforrásokat „terítették” elsősorban svájci frank és euró alapú hitelek formájában.

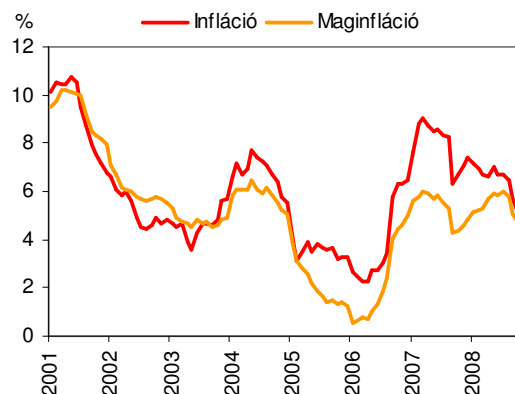
A devizahitelezés azért lehetett vonzó a háztartások számára, mert a forintkamatok ez idő alatt magasak voltak. Mivel az állam nagy finanszírozási igénye rontotta az ország kockázati megítélését, a magyar állampapírok kockázati prémiuma jelentős volt, magasan tartva az állampapír-hozamokat. A forint-kamatok magas szintje ennek ismeretében nem meglepő; emellett azonban sokan a jegybankot is okolták, mivel az úgymond erőltette a deflációt, ehhez magasan tartotta a jegybanki alapkamatot, és ezzel irreális szintre erősítette a forint árfolyamát. A valóságban azonban a (természete szerint rövidtávú ügyletekre vonatkozó) jegybanki alapkamat legfeljebb követni tudta a kockázati prémium alakulását. A forint árfolyamát pedig nagyrészt a külföldi befektetők állampapír-vásárlásai és a devizahitelezéssel járó folyamatos konverziós igények tartották erősen.

## Makrogazdasági helyzetkép Magyarországon

### a) Gazdasági növekedés



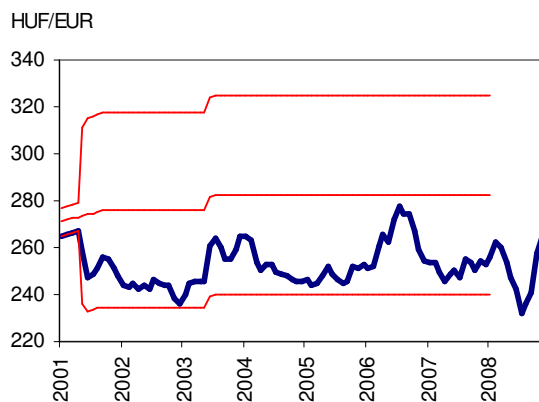
### b) Infláció



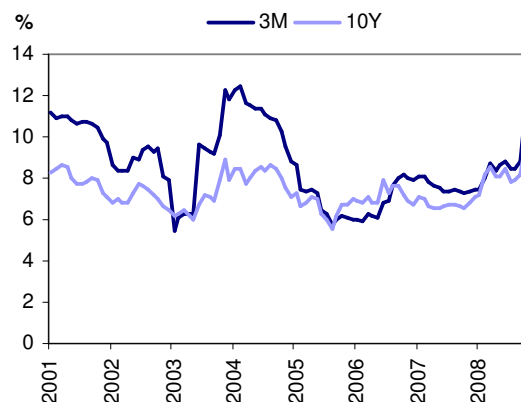
Megjegyzés: növekedés az előző év azonos időszakájához képest. Forrás: KSH

Megjegyzés: 12 havi ütemek. Forrás: KSH

### c) A forint árfolyama



### d) Állampapír-piaci referenciahozamok

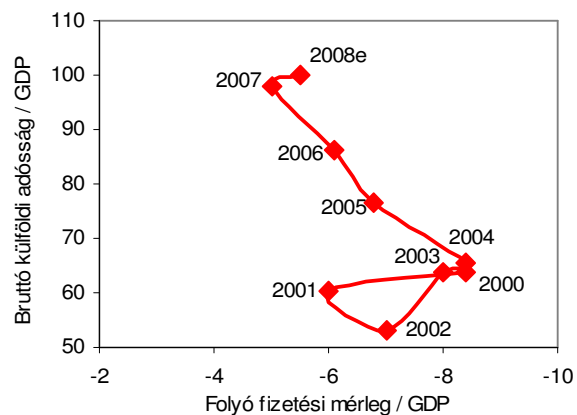
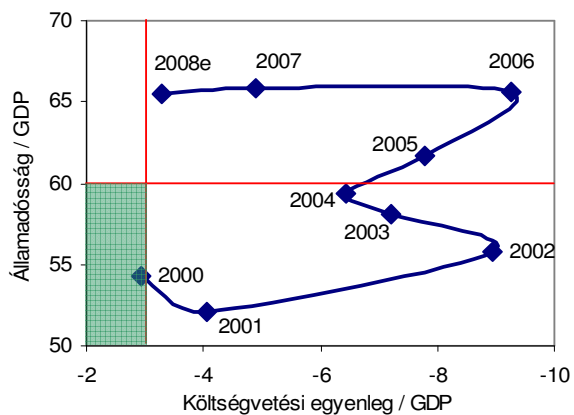


Megjegyzés: a piros vonalak a forint sávközepét és -széleit jelölik. Forrás: MNB

Forrás: MNB

### e) Költségvetési egyensúly

### f) Külső egyensúly



Megjegyzés: költségvetési egyenleg ESA Megjegyzés: e = ICEG EC előrejelzés. Forrás: módszertan szerint, e = ICEG EC előrejelzés. MNB, ICEG EC

Forrás: Pénzügyminisztérium, ICEG EC

Ezzel együtt a jegybank is hibázott, amikor végre engedett a kormány jó ideje rá nehezedő nyomásának 2003-ban: a kormány és az MNB közös elhatározással eltolta (gyenge irányban) a forint árfolyamának lebegési sávját. Bár ennek nem fundamentális hatása nem kellett, hogy legyen az árfolyamra, negatív üzenetet közvetített a befektetők felé: az infláció elleni elkötelezett gyengül. Az állampapírok kockázati felára nőtt, a forint pedig jelentősen leértékelődött.

A gazdaságpolitikai **irányváltás** a 2006-os választások után érkezett el. A választások előtt kormányzat és ellenzék egymásra licitálva ígért állami kiadásokat illetve adócsökkentést, bár ebben az időszakban a szakértők számára már világos volt az állami költségek fenntarthatatlan volta. (Az Európai Bizottság részéről például az EU források befagyasztását lebegtették meg a Stabilitási és Növekedési Egyezmény notórius megszegéséért.) A közvéleményt a sok ígéretés után különösen sokkolta Gyurcsány Ferenc miniszterelnök kiszivárgott (2006. augusztusi) őszi beszéde, melyben elismerte a szocialista párt parlamenti képviselői előtt a választást megelőző helyzet eltitkolását, a költségvetési adatok terén „száz trükk” alkalmazását, a hosszú időn át folytatott kormányzati semmittevést. Majd költségvetési megszorításokat és adóemeléseket jelentett be.

2006 őszén a kormányzat új **konvergencia-programot** nyújtott be, melynek költségvetési hiánycéljait a rákövetkező években sikeresen teljesítette. Az államháztartás hiánya a 2006. évi 9,3%-ról 2007-re 4,9%-ra esett (a terv 6,2% volt), 2008-ra pedig 4%-ot célzott a program, de annál is kevesebb lett. Ám a kiigazítást számos kritika érte, mert túlságosan az adóbevételek növelésére fókuszált, miközben a legtöbb kiadás-csökkentés „fűnyírólven” történt. Ennek következményeként a gazdasági növekedés 2007-ben a vártnál nagyobb mértékben esett vissza, a tervezett 1,7% helyett 1,1%-ig. Sőt, 2008 első félévében is csak gyenge élénkülés volt tapasztalható, főként a remélténél is jobb mezőgazdasági termés eredményként, majd azonban az év további hónapjai során mind gyengébb eredmények láttak napvilágot: gazdaságunk lényegében stagnált, már jóval a világ pénzügyi bajainak kirobbanása előtt is. Világossá vált, hogy a korábbi vélekedésekkel szemben a magyar gazdaság nem képes tartósan 4% körüli ütemben növekedni. Az MNB 2008. tavaszi becslései alapján a **potenciális növekedési** ütem inkább 3% lehet.<sup>59</sup> Így a megelőző évek 4%-os növekedése csak a költségvetési expanzió és a külföldi hitelfelvétel által túlfűtött gazdaság miatt volt lehetséges.

A gyenge növekedési potenciál okait a magyar kormány kérésére 2008 elején az OECD is megvizsgálta.<sup>60</sup> Főbb megállapításaik a következők voltak:

- A gazdasági kormányzás intézményrendszere alapvetően megfelelő, de több területen „finomhangolható”.
- Rövid távon elsődleges feladat a költségvetési hiánycsökkentés folytatása, de középtávon már a közszolgáltatások (egészségügy, oktatás, nyugdíj, szociális segélyezés) minőségének, hatékonyságának javítása legyen a cél. Továbbá mérsékelni kell az adórendszer torzító (a legális gazdasági aktivitást visszafogó) hatásait.
- Európai viszonylatban kirívóan alacsony a foglalkoztatási ráta, melyért főleg a nem elég célzott szociális segélyezési rendszer, a foglalkoztatás magas adóterhei, és a magas minimálbér tehetők felelőssé.
- A vállalkozások az állami szabályozás túlburjánzásában és változékonyságban látják fejlődésük egyik legfontosabb korlátját.

### **Sebezhetőség nemzetközi összevetésben**

Ahhoz, hogy megértsük, miért éppen Magyarországot érintette súlyosan a pénzügyi válság, célszerű gazdaságunk sebezhetőségét nemzetközi összevetésben is megvizsgálni. Az összehasonlításhoz a nagyjából hasonló fejlettségű illetve méretű feltörekvő piaci gazdaságokkal vetjük össze Magyarországot.

<sup>59</sup> MNB (2008): *Jelentés az infláció alakulásáról, 2008. május*, Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 38-39.

<sup>60</sup> OECD (2008): *Reforms for Stability and Sustainable Growth: An OECD Perspective on Hungary*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

A feltörekvő országok az elmúlt években dinamikusan fejlődtek. A világgazdasági konjunktúra 2008-ban ugyan már leszálló ágba került, de a legtöbb ország még így is képes lehetett 4-8% közti **növekedésre**. Magyarország a 2006 őszen kezdődő megszorítások miatt a sereghajtók közt található, csak recesszióba került két balti ország marad el tőlünk. Ám az is látszik, hogy még a potenciális 3%-os növekedés, sőt a korábban (túlfűtve) felmutatott 4% sem javítana sokat hazánk helyzetén. (Összehasonlításként: a nálunk kissé magasabb életszínvonalú cseh gazdaság például 11 egymást követő negyedévben 6% feletti ütemben tudott növekedni.)

Magyarország sok társához hasonlóan jelentős **folyó fizetési mérleg hiányokat** produkál évek óta. Bár az IMF által 2008-ra várt 5,5%-os GDP arányos hiánynál jóval extrémebb deficitek is megfigyelhetők több kelet-európai országban, egyszerű hüvelykujj-szabály szerint a 3%-nál magasabb hiány már figyelmeztető jel lehet.

Jól látható, hogy a latin-amerikai és távol-keleti országok saját kárukon megtanulták a leckét. Az 1990-es évek súlyos fizetési mérleg válságai óta fokozottan ügyelnek makrogazdasági stabilitásukra, melynek köszönhetően folyó fizetési mérlegük kis hiányt vagy esetleg többletet mutat. Továbbá külső adósságuk a GDP 50%-a marad, és rövid lejáratú adósságuk többszörösét tartják devizatartalékként. A kelet-európai országok eddig kevésbé szembesültek súlyos válságokkal, ráadásul a külföldi tulajdonú bankok megjelenése miatt sokkal nagyobb mértékű volt a külföldről való hitelfelvétel. Bár az anya- és leánybankok közti hitelezésben viszonylag kis esélye van a hirtelen tőkemenekítésnek, a jelenlegi globális pénzügyi válság a külső források beszűkülésén keresztül erősebben érinti Kelet-Európát.

Jelentős Magyarország **külföldi adósságállománya**: a bruttó adósság a GDP több mint 100%-át teszi ki. Jelentős a bankokon keresztül történő külföldi hitelfelvétel (ez finanszírozta a lakossági hitelezés gyors bővülését), de kirívóan magas az állam külföldi finanszírozási igénye is. Hasonlóan magas a nettó külföldi adósság is: ez meghaladja a GDP 100%-át, noha fejlettségünk alapján kb. 60-70% lenne reális.<sup>61</sup> A külső adósság nagy része a szocialista rendszerben felhalmozott államadósság öröksége; törlesztése folyamatosan nagy jövedelemkiáramlással jár. A folyamatos törlesztés az oka annak, hogy külkereskedelmi többlet mellett is tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányt produkál az ország. Sőt, a lassú

<sup>61</sup> Koroknai P. (2008): "Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban", *MNB Szemle*, december, 13-18.

növekedési ütem miatt az adósságot nem képes „kinőni” az ország. Ez konzerválja a külföldi befektetőktől való függést, és a magasabb országhoz tartozó prémium miatt tovább drágítja az adósságszolgálatot. Ráadásul 2008 őszén a külső adóssághoz képest a **devizatartalékok** elégtelenek lehettek.

A devizatartalék elégségességét több elv alapján mérik. A Guidotti-Greenspan szabály szerint a tartalékoknak mindenkor fedezetet kell nyújtania a következő 12 hónapban lejáró külső adósságra. 2008 júniusában Magyarország rövid lejáratú bruttó külső adóssága kb. 17 milliárd euró volt, devizatartaléka pedig ezzel közel megegyező mértékű. Október elején azonban több elemzés (Barclays Capital, Deutsche Bank) figyelmeztetett, hogy az aktuális rövid lejáratú adósságot (24-25 milliárd euró) és a következő 12 hónap finanszírozási igényét (kb. 5 milliárd euró) is figyelembe véve már elégtelen a devizatartalék szintje. Az OTP elemzési központjának október végén megjelent véleménye<sup>62</sup> szerint a tartalékok elégségesek voltak, mivel a rövid lejáratú külső adósságból kb. 18 milliárd euró a hazai bankok külföldi anyavállalataival szemben fennálló tartozás volt, melynek megújítását joggal lehetett feltételezni. Ugyanakkor utólag maga az MNB is vonakodva elismerte a tartalékok elégtelen voltát.<sup>63</sup>

---

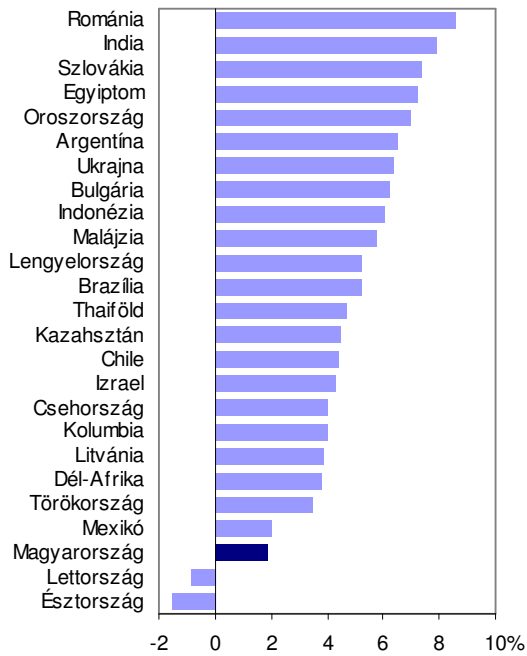
<sup>62</sup> „Mire elég a magyar devizatartalék? Többre, mint gondolnánk!”, *Portfolio.hu*, 2008. október 28. (<http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?hn=1&k=3&i=105025>)

<sup>63</sup> „Túl kevés volt a tartalék?”, *Világgazdaság Online*, 2008. november 17. (<http://www.vg.hu/index.php?apps=cikk&cikk=248805>)



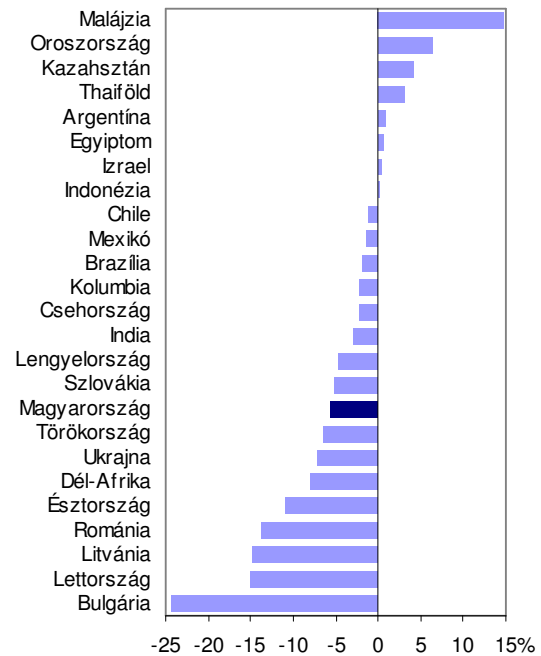
## Néhány makrogazdasági mutató feltörekvő gazdaságokban

a) Gazdasági növekedés, 2008



*Forrás: IMF World Economic Outlook, 2008. október*

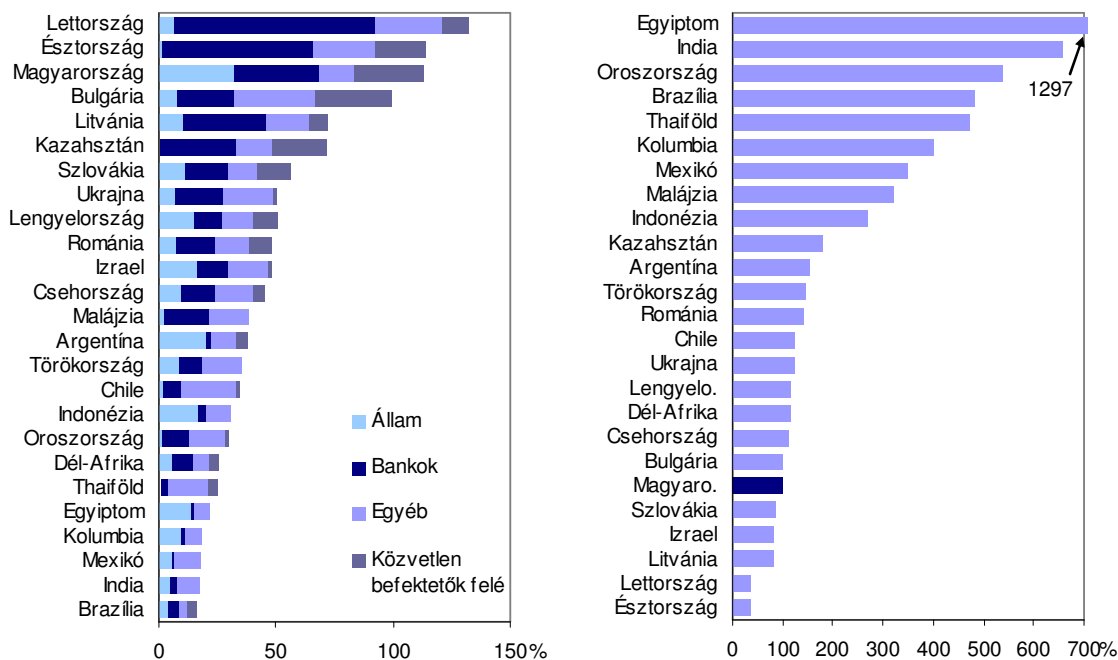
b) Folyó fizetési mérleg hiány / GDP, 2008



*Forrás: IMF World Economic Outlook, 2008. október*

c) Bruttó külső adósság / GDP, 2008. június

d) Devizatartalékok / bruttó rövid lejáratú külső adósság, 2008. június



Forrás: IMF World Economic Outlook, 2008. Forrás: Joint External Debt Hub (JEDH) október, Joint External Debt Hub (JEDH)

Végül a magyar **bankrendszer stabilitásával** kapcsolatban is kételyek merültek fel. Bár az MNB október 8.-án megjelent pénzügyi stabilitási jelentését úgy kommentálta, hogy a hazai bankrendszer helyzete alapvetően stabil, valójában kockázatot hordozott magában a külföldi forrásokra való utaltság. Ezt jelzi, hogy a magyarországi hitelek és az itt gyűjtött betétek aránya 170% volt 2008 szeptemberében. A bankrendszer likviditási helyzetét kedvezőtlenül érintette a nyugat-európai pénzpiacokon növekvő kamatszint és a kockázatkerülés miatt rövidülő futamidők. Különösen a bankrendszer eszközeinek negyedét adó OTP helyzete nehezedett, mivel az intézmény mögött nem állt külföldi anyabank. Továbbá a romló reálgazdasági kilátások miatt egyre valószínűbbé vált, hogy 2009-től romlik a bankok hitelportfoliójának minősége, ami visszaveti jövedelmezőségüket és szélsőséges esetben szolvenciájukat is. A devizahitelezés hazai elterjedtsége annyiban növeli a kockázatokat, hogy egy árfolyam-gyengüléssel járó tőke kivonás (extrém formájában valutaválság) a hitelek tömeges bedőlésén keresztül megingathatja a bankokat. Végül az avatatlan külföldi befektető szemében a jelzálog alapú hitelezés gyors felfutása önmagában is bizalmatlanságot szülhet, holott Magyarországon nem alakult ki ingatlanpiaci buborék.<sup>64</sup>

<sup>64</sup> „Mitől tűnik kockázatosnak az OTP?”, *FigyelőNet*, 2008. november 20. ([http://www.fn.hu/penzugy/20081120/mitol\\_tunik\\_kockazatosnak\\_otp/](http://www.fn.hu/penzugy/20081120/mitol_tunik_kockazatosnak_otp/))

Összességében a magyar gazdaság olyan képet mutatott magáról 2008 őszén, amely egy **adósságválság** (a fizetéseképtelenség) lehetőségét vetette fel a befektetők szemében. Egyrészt a devizatartalékok szűkössége és a bankrendszer külföldi forrásokra utaltsága miatt likviditási válság fenyegetett. Másfelől a magas adósságállomány és gyenge gazdasági növekedési kilátások középtávon fenyegették a gazdaság szolvenciáját külföldi hitelezőivel szemben. Mindehhez hozzáadódott a gazdaságpolitika lassan helyreálló hitelessége, valamint a kisebbségi kormány stabilitásával és cselekvőképeségével kapcsolatos kételyek. Mindezek fényében nem meglepő, hogy Magyarországot különösen sérülékeny állapotában érte a globális pénzügyi válság 2008. őszi elmélyülése.

### **Mi történt és milyen lépésekkel kezelték a válságot?**

#### *A válság kirobbanása és lefolyása*

A magyarországi események az október 6.-val kezdődő héten gyorsultak fel. Ezekben a napokban a **világ tőzsdéinek** árfolyamai hatalmasat zuhantak, amint a befektetők szabadulni igyekeztek kockázatos eszközeiktől. A Dow Jones 22,1%-ot például esett (a valaha volt legrosszabb heti teljesítmény), a Standard & Poor's 500 index pedig 18,2%-ot (a legnagyobb esés 1933 óta). A FTSE valaha volt öt legnagyobb napi eséséből kettő erre a hétre esett.

A tőzsdei hangulat romlására nincs egyértelmű magyarázat, de valószínűleg a halmozódó negatív hírek okolhatók. Október 3.-án (pénteken) a vártnál lényegesen rosszabb amerikai foglalkoztatási adatok jelentek meg.<sup>65</sup> Október 4.-én a brit, francia, német és olasz kormányfők találkozásán nem sikerült megegyezésre jutni egy EU szintű bankmentő akcióról.<sup>66</sup> Végül a hétvégén Izlandon súlyos bank- és valutaválság bontakozott ki, mely államcsőddel is fenyegetett. Olyan vélemények terjedtek a piacokon, hogy „Magyarország lehet a következő Izland”.

---

<sup>65</sup> Az elemzők által várt 100 ezer megszűnő állással szemben 159 ezer munkahely szűnt meg szeptemberben: ez a július-augusztusi érték duplája és 2003 óta a legrosszabb adat volt. Lásd: Job Reports Underline Economic Decline, *New York Times*, Economix Blog, 2008. október 3. (<http://economix.blogs.nytimes.com/2008/10/03/jobs-report-underlines-economic-decline/?scp=5&sq=jobs%20data&st=cse>)

<sup>66</sup> A francia javaslat egy 300 milliárd eurós pénzügyi mentőalap volt, melyet a németek elvetettek attól féltve, hogy saját hozzájárulásukból más országok bankjait kell kiségetni. Lásd: Europe Manages the Crisis, *Economist*, 2008. október 9.

Mi történt Izlandon, és jogos-e a magyar párhuzam? Az izlandi válság alapvető oka az volt, hogy az izlandi bankrendszer túl nagyra nőtt és túl kockázatos üzleti modellt választott. Az 1990-es évek pénzügyi liberalizációja után a pénzintézetek mind odahaza, mind külföldön dinamikusan terjeszkedtek. A szűkös hazai források (csupán kb. 300 ezer lakos) miatt működésüket nem betétekkel, hanem (külföldi) pénzügyi forrásokból finanszírozták. A pénzügyi piacok 2008 őszi befagyása az izlandi bankokat likviditási válságba sodorta. Válaszul államosították őket, ám mérlegfőösszegük olyan hatalmas volt, hogy a veszteségeikre vállalt állami garancia már az állam fizetőképességét is veszélybe sodorta. Mindez tőkemenekítéshez és az izlandi korona árfolyamának zuhanásához vezetett. A magyar bankrendszer szintén külföldi forrásokra szorult, bár kevésbé extrém mértékben. További lényeges különbség volt, hogy a hazai bankok zöme mögött hosszú távon elkötelezett külföldi anyaintézet állt. Így a magyar bankok csődjének esélye lényegesen kisebb volt. Az izlandi-magyar párhuzam tehát inkább a pánikhangulat, mint racionális elemzés eredménye volt.

Az „izlandi kapcsolat” nélkül is Magyarország tűnt az egyik legkockázatosabb feltörekvő gazdaságnak a piac szemében. Így nem meglepő, hogy a tőkekivonás különösen nagymértékű volt. Október 6-22. között 10%-kal csökkent a külföldiek által tartott magyar **állampapírok** volumene és 6,6%-kal esett a MAX államkötvény index értéke. Sőt, október 9.-én délután megszűnt a kereskedés a (másodlagos) állampapír-piacon, és az október 20.-i héten két állampapír-aukció is sikertelen volt a kereslet hiánya miatt.

A **Budapesti Értéktőzsde** még jobban megsínylette e három hetet: a BUX index értéke harmadát veszítette el, az OTP részvények árfolyama közel 60%-ot zuhant. Felmerült a gyanú, hogy az OTP eladások mögött pénzügyi befektetők spekulációja állt.<sup>67</sup>

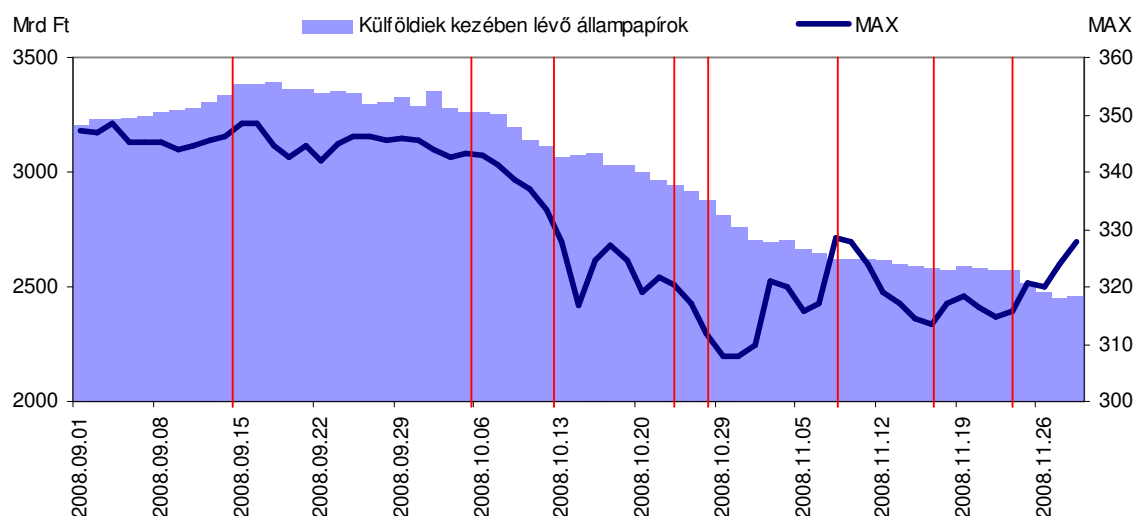
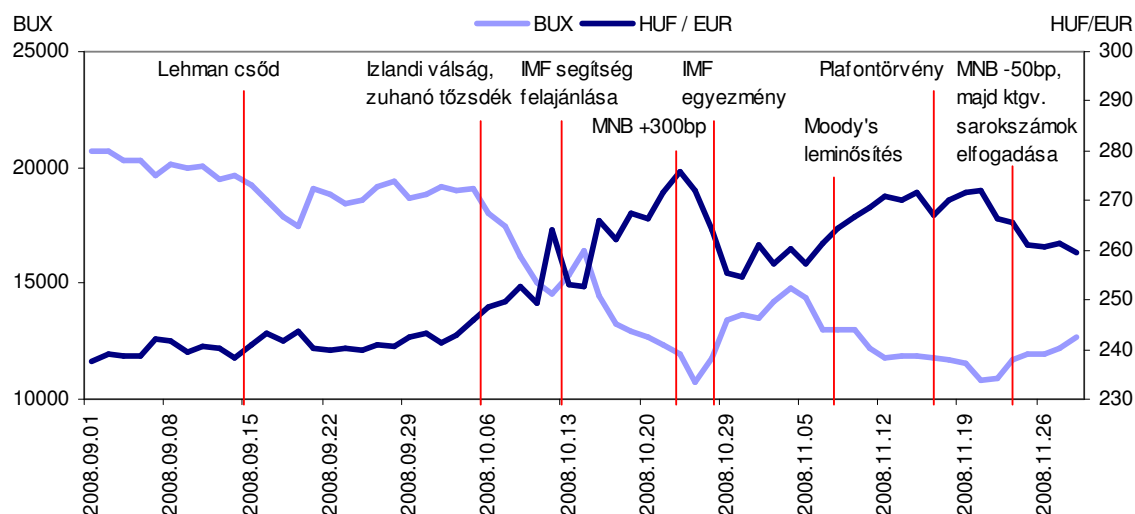
A **devizapiac** szintén problémát okozott az apadó likviditás: a partner- és árfolyamkockázat növekedése miatt néhány napra megállt az élet a devizacsere (devizaswap)<sup>68</sup> piacon, mely a bankok devizaellátásában és kockázatkezelésében játszik kulcsszerepet. Továbbá a bankközi piac is befagyott, így a banki forrásszerzés megnehezedett illetve jelentősen megdrágult. Mindezek következményeként több kereskedelmi bank jelentette be a devizaalapú hitelezés felfüggesztését (először az MKB október 13.-án). Végül a tőkekivonás és a devizahitelezésből

<sup>67</sup> Lásd pl.: Veres: összeesküdtek a forint ellen, *FigyelőNet*, 2008. december 3. ([http://www.fn.hu/makro/20081203/veres\\_osszeeskudtek\\_forint\\_ellen/](http://www.fn.hu/makro/20081203/veres_osszeeskudtek_forint_ellen/))

<sup>68</sup> A devizaswap ügyletben a két fél abban állapodik meg, hogy adott összegű devizákat ma elcserél, majd adott idő múlva adott árfolyamon visszacserél.

fakadó folyamatos konverziós igény elapadása miatt a forint árfolyama is esett, október 6-22. között 10%-kal.

## Magyarországi pénzügyi piacok, 2008. szeptember-november



Forrás: ÁKK, BÉT, MNB

### Az első válságkezelő lépések

A kormányzat a nyugat-európai intézkedések megismerését követően kis késéssel ugyan, de igyekezett reagálni a nemzetközi turbulenciára. A hazai betétesek megnyugtatására október 8.-án teljes körű **betétbiztosítást** ígért a pénzügyminiszter, holott néhány nappal ezelőtt még az volt a hivatalos álláspont, hogy a biztosítás kiterjesztésére nincs szükség.

A **pénzpiacok** felélesztésére az MNB október 10.-étől egynapos (overnight) forint-euró swap gyorstendereket hirdetett, továbbá a bankok részére kéthetes és hathónapos hiteltenderek kiírását kezdte meg. Ehhez az Európai Központi Banktól október 16.-án kapott 5 milliárd eurós hitelkeret nyújtott forrást. Október 28.-tól az MNB kiterjesztette az ügyletek során elfogadott fedezetek körét a kapcsolt vállalkozások által kibocsátott jelzálog-levelekre, majd november 3.-án a BBB minősítésű kötvényekre.

Az **állampapír-piaci** kereslet helyreállítására október 17.-én megállapodás született az MNB és az elsődleges állampapír-forgalmazók közt arról, hogy a forgalmazók vállalják az állampapírok folyamatos jegyzését cserébe azért, hogy más vevő híján az MNB garantáltan megvásárolja tőlük azokat. Eközben október 13.-án eltörölték a magán-nyugdíjpénztárak azon kötelezettségét, hogy eszközeik legalább 40%-át részvényben tartsák, hogy az állampapírok iránti kereslet helyreálljon.<sup>69</sup> (A pénzügyi közvetítő rendszer és a gazdasági szereplők közötti kapcsolat alakulásáról a következő fejezetben részletesen szó lesz.)

A piaci **bizalom** erősítése érdekében a kormány bejelentette, hogy a 2008-09-es költségvetési egyenlegek kedvezőbbek lesznek a korábbi tervekénél. Október 10.-én Gyurcsány Ferenc miniszterelnök 10 pontos javaslat-csomagjában a hiánycél leszállításán túl többek közt az adócsökkentések elhalasztását, reálbér-befagyasztást és a közpénzügyi törvénycsomag elfogadását (lásd alább) ígérte. Október 13.-án Dominique Strauss-Kahn IMF kormányzó bejelentette, hogy tárgyalnak a magyar kormányzattal, és szükség esetén az IMF hajlandó pénzügyi segítséget nyújtani. Ugyanezen a napon a kormány visszavonta a 2009-es költségvetési tervezetet, majd 17.-én a Pénzügyminisztérium bejelentette, hogy átírják a költségvetést megalapozó makropályát: a korábban várt 3% gazdasági növekedés helyett 1,2%-os növekedéssel számolnak.

Október 18.-án (szombaton) került sor a **Nemzeti Csúcsra**. A rendezvényt a miniszterelnök hívta össze azzal a céllal, hogy a 40-50 fős testület (néhány hónap alatt) dolgozzon ki átfogó társadalmi-gazdasági megállapodást, benne az euró bevezetésének céldátumával, valamint az államháztartás régóta húzódozó strukturális problémáira szóló megoldási javaslatokkal. A nagy médianyilvánosság előtt zajló esemény kézzelfogható eredményeket nem hozott (persze

---

<sup>69</sup> A kötelező részvénytartási hányadot többen kritizálták. A nyugdíjpénztárak nagy és stabil keresletet támasztanak államkötvények iránt, amely 2008-ban megcsappant, hogy a megfelelő részvényhányadot elérjék. Ez viszont kedvezőtlenül hatott az állampapír-piacra.

ebben a formátumban nem is hozhatott). Mint utólag kiderült, ezen közben már huzamosabb ideig folyt szakmai egyeztetés konkrétumokról a Valutaalap és a kormányzat között – a Nemzeti Csúcson azonban a résztvevők minderről semmilyen tájékoztatást nem kaptak.

Október 22.-én az MNB váratlanul 300 bázispontos **alapkamat-emelésre** szánta el magát, miután a forint-euró árfolyam nagyot esett. Az október végi 284-286 forint/euró árfolyam ugyan történelmi mélypontnak számított, de érdemes figyelembe venni, hogy a 2001 és 2008 eleje között működtetett árfolyamrendszerben a plusz/mínusz 15 százalékos intervenció sáv középértéke 282 forint/euróra volt beállítva, azaz önmagában a 280 forint körüli árfolyam nehezen tekinthető rémisztőnek. Talán a kamatemelés mellett szólhatott, hogy aggodalmak merültek fel, miszerint a soron következő négynapos hétvégén spekulatív támadás indulhat a forint ellen, valamint hogy egy esetleges október 23.-i utcai zavargás minden eddiginél súlyosabb piaci pánikot válthat ki. A piac reakciói vegyesek voltak, többen kételkedtek abban, hogy a kamatemelés képes lehet megállítani a forint zuhanását.<sup>70</sup> Sokan éppen a kormányzat reagálásában éreztek pánik-elemet. Spekulatív támadás és zavargás egyébként nem lett.

#### *Az IMF csomag és a november-decemberi intézkedések*

Október 27.-én hétfőn megjelent a hír, hogy Magyarország hatalmas, összesen **25,1 milliárd dolláros pénzügyi segítséget** (hitelkeretet) kap az IMF-től, az Európai Uniótól és a Világbanktól. A kormányfő 28.-án ötpárti egyeztetésen számolt be a tárgyalásokról, majd 29.-én hivatalosan is bejelentették az IMF segítséget.<sup>71</sup>

A készenléti hitelkeretből (*Stand-by Agreement*) 15,7 milliárd dollárt biztosít az IMF, 8,4 milliárdot az Európai Unió, és 1,3 milliárdot a Világbank. A hitelkeret 17 hónapig áll rendelkezésre. Az IMF-től kapott összeg Magyarország befizetett kvótájának bő tízszerese. A hitelek kamatozása az Valutaalap szabályai szerint alakul, az ország-kvóta mértékében drágul: az első egytized kedvezményes (2,71 %-os), a második egytized 3,71 %-os, a harmadik és a feletti kvótányi lehívás 4,71 százalékos. (A kamat kedvező vagy nem kedvező voltának megítéléséhez látni kell, hogy a legjobb adósok, mint az USA kormánya 2008 őszén két százalék körüli hozam mellett kapott hitelt, Szlovénia vagy más hasonló kockázati besorolású ország ennél 30-50 bázisponttal drágábban, tehát legfeljebb 3%-os dollárkamat mellett. Az

<sup>70</sup> Lásd pl. "Hungary: Emergency hike of 300bp", Danske Bank Investment Research, Flash Comment, 2008. október 22. (<http://www-2.danskebank.com/danskeresearch>)

<sup>71</sup> Az IMF kormányzótanácsa a végző igent november 7.-én mondta ki.

Az IMF megállapodás szövege: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08361.pdf>

Az EU-val született megállapodás: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13495\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13495_en.pdf)



persze kétséges volt, hogy abban az állapotában Magyarország milyen kamatfelár mellett jutott volna hitelhez).

Miért nyújtott az IMF ekkora összegű forrást Magyarországnak? Egyrészt indokolhatta azt Magyarország rövid lejáratú külső adósságának és várható finanszírozási igényének alakulása. Másrészt az IMF erődemonstrációnak is szánhatta a magyar csomagot, hogy megelőzze a más fejlődő országok elleni spekulációt, illetve a pánik más országokra való áttérjedését.

A segítségért cserébe a magyar kormányzat szigorú **feltételeket** vállalt magára, bár több megfigyelő szerint e kondíciók a korábbi IMF hitelek esetén „megszokottnál” sokkal enyhébbek voltak (zárójelben jelezzük, hogy az IMF és/vagy az EU felé tett vállalásról van-e szó). A feltételek teljesülését 2010 februárjáig öt alkalommal vizsgálják felül.

- **Óvatos költségvetési tervezés és hiánycsökkentés** (EU, IMF): a 2009. évi növekedési előrejelzést 1,2%-ról -1%-ra szállította le a Pénzügyminisztérium. A deficitcél 3,2%-ról 2,6%-ra mérsékeltek. Ennek érdekében a kormány a 13. havi bérek és nyugdíjak átmeneti felfüggesztését és a közszféra nominálbéreinek befagyasztását javasolta. A politikai ellenállás nyomán végül a 13. havi nyugdíjakat 80 ezer forintban maximálták. Ezen túl bizonyos szociális kiadásoknak az inflációhoz való indexálása elmarad, és a központi szervek működési kiadásaiból is lefaragnak.
- **Költségvetési felelősség** (EU, IMF): a régóta készülő költségvetési felelősségről szóló törvénybe beépültek ellenzéki javaslatok is, és a Parlament november 17.-én fogadta el azt. A 2010. évi költségvetést már e szabályoknak megfelelően kell megtervezni.

A „plafontörvény” egyrészt garantálja, hogy 2012-ig folytatódik a hiánycsökkentés. Meghatározza a költségvetési kiadások maximális szintjét: 2009-ben megegyezik a 2008. évvel, 2010-11-ben pedig a GDP növekedés mértékének felével emelkedhet. A költségvetés-alkotás folyamatát háromtagú Költségvetési Tanács felügyeli, melynek tagjait a köztársasági elnök, az MNB és az ÁSZ elnöke jelöli. A Tanács munkáját titkárság segíti. A költségvetés elsődleges (kamatkiadások nélküli) hiánya a következő, kissé komplikált szabályhoz kötött:  $t$  évben úgy kell meghatározni a  $t+2$ . évi elsődleges egyenlegcél, hogy az egyrészt nem mutathat hiányt, másrészt az államadósság reálértéke nem nőhet  $t+1$ . és  $t+2$ . évek vége közt. Az elszámolási szabályok módosulásával az állami vállalatok részévé válnak a költségvetésnek, ami csökkenti a kvázifiskális tevékenységekkel való egyenleg-kozmetikázás

lehetőségét. Végül Stabilitási és Adóreform Alapot hoz létre a törvény: ha 5 éven át a tervezettnél jobban alakul az egyenleg, akkor kötelező ekkora összegű adócsökkentést végrehajtani.

- A fentiekén túl Magyarország lépéseket ígért a **pénzügyi felügyelet** és a **bankok stabilitásának** erősítésére (EU, IMF). Először november 6.-án jelentettek be 600 milliárd forintos bankmentő csomagot, amelyet fele-fele arányban tőkeerősítésre és forrásbevonás garantálására szántak. Az eredeti terv számos kritikát kapott főleg túl szigorú feltételei miatt. Ezek figyelembe vételét követően december 8.-án fogadta el az Országgyűlés a törvényjavaslatot.

Az eredeti elképzelés szerint az állam enyhe feltételek teljesülése esetén nyomott áron szerezhet volna banki törzsrészesvényeket és vállalatirányítási kérdésekben vétőjogot. A segítség igénybevételének törvényjavaslatban megfogalmazott feltételeit három bank (CIB, MKB, OTP) teljesítette, akik intézet hamar jelezték, hogy a csomag kondícióit nem tartják elfogadhatónak, így biztosan nem veszik azt igénybe. A módosítások során az állami részesedés-szerzés és döntési jogok kerültek korlátozásra.

- November 6.-án megállapodás született a kormány és a kereskedelmi bankok közt a **devizaadósok megsegítéséről**: a devizahitelt felvevő háztartások kérésére meghosszabbítható a hitel futamideje, vagy díjmentesen átváltható a devizahitel forint alapúra, illetve szükség esetén (az adós munkanélkülivé válása esetén) kérhető a törlesztés átmeneti felfüggesztése (IMF).
- A kormányzat megígérte az **Út a munkához** program parlamenti elfogadtatását, amely a Munkaerőpiaci Alap forrásait a passzívtól az aktív munkapiaci eszközök felé csoportosítja át (EU).<sup>72</sup>
- Egyelőre nem specifikált további lépéseket ígért a kormányzat a **nyugdíjrendszer** fenntarthatóságának javítására (EU).
- Végül az MNB mindeközben az **árstabilitás** elérésére és fenntartására törekszik (EU, IMF).

Mindezek mellett a kormányzat több olyan lépést jelentett be, melyek a gazdaság várható visszaesését tompítják. Ilyen a kis- és középvállalkozásoknak nyújtott hitelekre adott állami garanciavállalás kiszélesítése, EU forrásokból a Magyar Fejlesztési Bank által folyósított forgóeszköz-hitelek nyújtása, valamint az EU-s fejlesztési források kifizetésének felgyorsítása az előlegfizetés részarányának növelésével. A kormányzat jelezte azt is, hogy állami

---

<sup>72</sup> Passzív eszköz pl. a munkanélküli segély, aktív eszköz pl. az átképzés, munkaerő-közvetítés.

beruházásokkal (infrastruktúra-fejlesztés) igyekeznek majd az építőipart segíteni a következő években.

Kezdetben úgy nézett ki, hogy az IMF/EU csomag bejelentése fordulópontot hoz a piaci folyamatokban: az államkötvények piacára visszatért az élet és a hozamok csökkenni kezdtek, a forint erősödött és a tőzsdei árfolyamok is stabilizálódtak. Azonban a hitelminősítők másként látták (vagy csak megkésve reagálva az eseményekre): leminősítették Magyarországot: először a Moody's A2-re, majd a következő két hétben a Fitch és a Standard & Poor's BBB szintűre.

Mindeközben az MNB meglepetésszerűen csökkenteni kezdte a **jegybanki alapkamatot**: két alkalommal 50-50 bázispontot vágott november végén illetve december elején. A csökkentés mindkét esetben meglepte a piacokat: először nem vártak kamatcsökkentést 2009 elejéig, majd pedig nem kamatmeghatározó ülésén is hozzányúlt a jegybank a kamatokhoz. Továbbá az első kamatcsökkentést a kötelező tartalékráta 5%-ról 2%-ra mérséklése is kísérte.

A kamatcsökkentést egyrészt az indokolhatta, hogy a reálgazdasági kilátások gyorsan romlottak, ami alacsony inflációt vetített előre. Másrészt a fejlett országok jegybankjai (köztük az EKB) drasztikus kamatcsökkentést hajtottak végre. Harmadrészt fokozatosan stabilizálódtak hazai a pénzügyi piacok. Végül elképzelhető, hogy az MNB kifejezetten a magas kamatokkal kapcsolatos várakozásokat kívánta letörni.

### **Mik a válság várható hazai következményei?**

Bár közvetlenül az IMF/EU csomag bejelentése után úgy tűnt, hogy a pénzügyi piacok megnyugszanak, hamar kiderült, hogy nagyobb a baj. A gazdaság 2009-ben **recesszióba** süllyed: már az MNB novemberi inflációs előrejelzése 0,3-1,7% közti visszaeséssel számolt. Ennek okai: a banki hitelezés erőteljes szűkülése, a kormányzati megszorítások és a növekvő munkanélküliség fogyasztás-visszafogó hatása, a romló beruházási kilátások és az exportpiacok szűkülő kereslete. Ám várhatóan a recesszióból való kilábalás is lassú lesz, ugyanis a válságkezelő lépések nem oldják meg a potenciális növekedést fékező strukturális problémákat. Ezért – jóllehet több kormányzati lépés gazdaságélénkítő szándékkal született – a **külső adósság középtávú fenntarthatósága** továbbra is kockázatot fog jelenteni.

Súlyos kockázatok övezték a 2008 végén elfogadott **2009-es költségvetést**. Az infláció üteme a korábban vártnál jóval erőteljesebben csökkent, ami ugyan lehetett volna jó hír is, de az adóbevételekre kedvezőtlenül hatott. A gazdasági visszaesés tervezettnél nagyobb mértéke veszélyeztette az egész adó- és költségvetési kalkulációt és azzal együtt a 2009-es hiánycélt.

A **politikai helyzet** sem kedvezett az áldozatokkal járó, érdemi kiadáscsökkentést hozó strukturális reformoknak, amelyek egyben a számottevő adócsökkentést is lehetővé tennének. A kisebbségi kormány csak ad hoc külső támogatással tudta elfogadtatni a törvényt, és a 2010-es választások közeledtével sem a kormánynak, sem az ellenzéknek nem volt érdeke a látványos együttműködés.

## 4. fejezet

### A magyar bankrendszer reakciója a pénzügyi válságra

Bár a hazai bankrendszerben is megkezdődött már a kockázat alapú verseny – ahogy arra az MNB több ízben is felhívta a figyelmet –, a magyar bankok nem rendelkeztek a tengerentúlról származó, értékpapírosított sub-prime kitétségekkel. Hazai sub-prime hitelekéről pedig nem igazán lehet beszélni, hiszen más jellegű hitelebírálás van Magyarországon, mint az Egyesült Államokban. Míg a tengerentúlon az úgynevezett FICO pontszám<sup>73</sup> az adós korábbi „fizetési magatartásán” (hitel-visszafizetés, közüzemi számlafizetés stb.) alapul, idehaza nincs olyan adatregiszter (pozitív adóslista), amely tartalmazná valamennyi potenciális hiteladós teljes múltját, csak a nem-teljesítő adósokat tartják nyilván (negatív lista). Így a hazai bankok a magatartási pontrendszerrel kevésbé hatékony, de számos országban szintén használatos, úgynevezett „jelentkezési” pontrendszert (application scoring) használják, amely nem az ügyfél hitellel, fizetéssel kapcsolatos korábbi magatartását vizsgálja, inkább különböző társadalmi-szociológiai tényezők (életkor, lakhely, végzettség, jövedelem, munkahely, család stb.) alapján kísérel meg előre jelezni az ügyfél fizetési hajlandóságát.

A tengerentúli sub-prime ügyfelek leginkább az itthoni KHR rendszerben (volt BAR lista) szereplő ügyfeleknek feleltethetők meg, őket azonban a hazai bankok nem finanszírozzák, vagyis ilyen úton sem került a magyar bankokhoz sub-prime hitel.

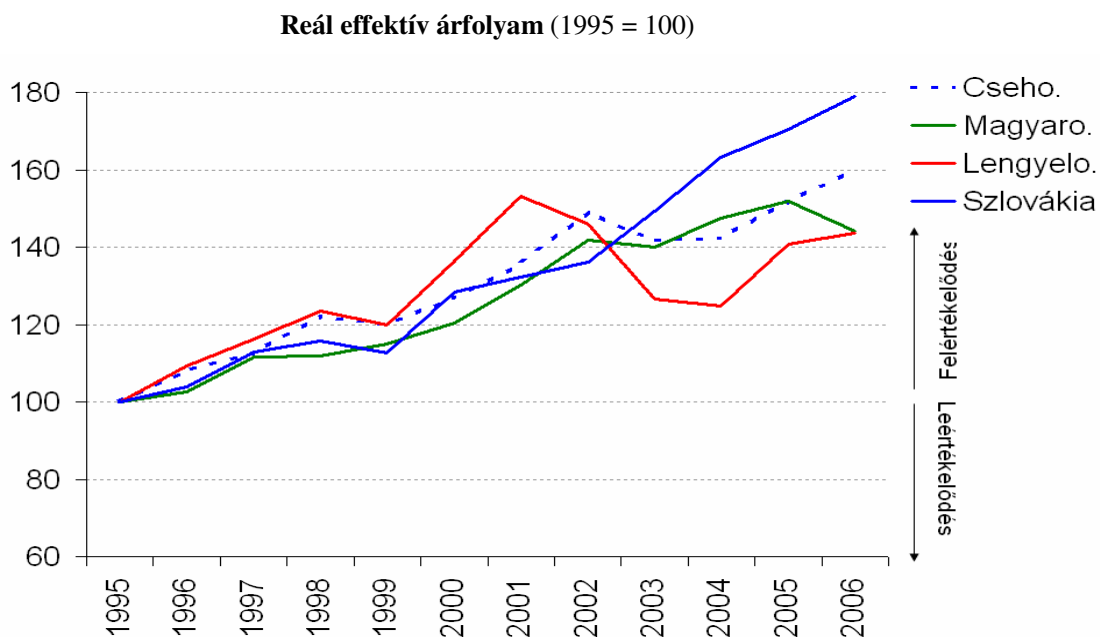
Ennek köszönhetően a válság közvetlen hatásai alól mentesült az itthoni bankrendszer, vagyis egy bank sem kényszerült eszközeinek leírására.

Magyarországon a kockázat alapú verseny inkább a devizahitelek bevezetésén keresztül valósult meg. A devizában való eladósodás különös történet. Megértésének egyik kiindulópontja az, hogy a 2001 utáni magyar árfolyamrendszerben létezett egy virtuális középárfolyam, és egy abból adódó tényleges árfolyamsáv, amelynek erős oldalát többször is megközelítette és elérte a piaci kereskedelem. Az árfolyamsáv megléte miatt a forint nem tudott tovább erősödni. Így viszont a reál-konvergencia miatti reálárfolyam erősödés a nominális árfolyam erősödése helyett a forintban mért árak növekedésén keresztül valósult meg, azaz a hazai infláció (és a hazai nominális kamatszint, jegybanki alapkamat) jóval

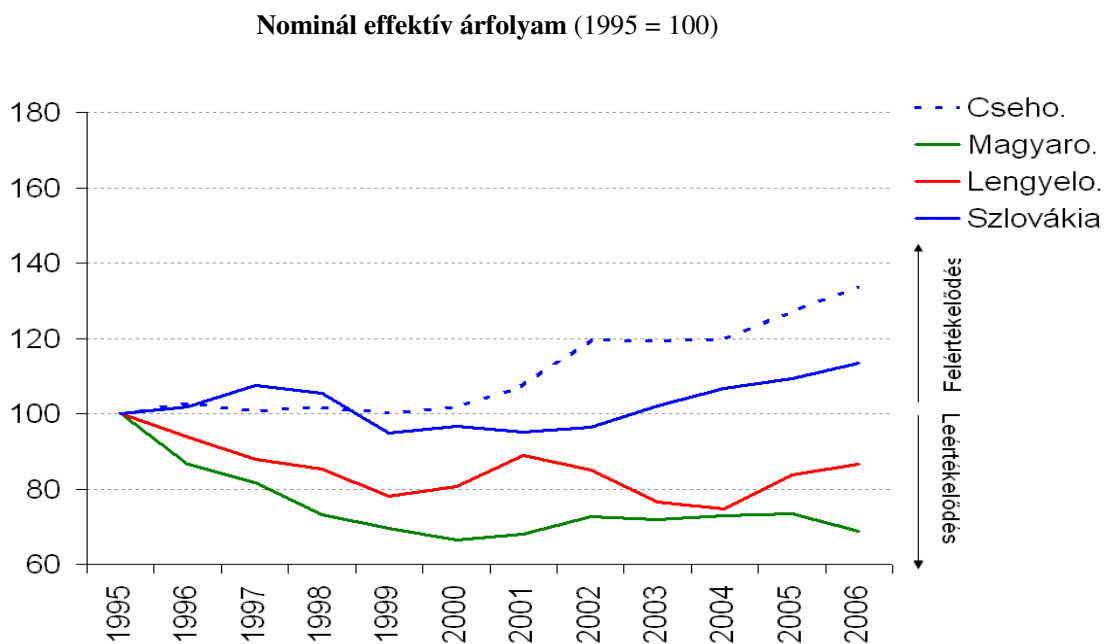
---

<sup>73</sup> A Fair Isaac and Company ([www.fairisaac.com](http://www.fairisaac.com)) az Egyesült Államok egyik legelismertebb lakossági scoringcége, amelynek magatartási scoringra épülő skáláját szinte minden amerikai hitelintézet használja

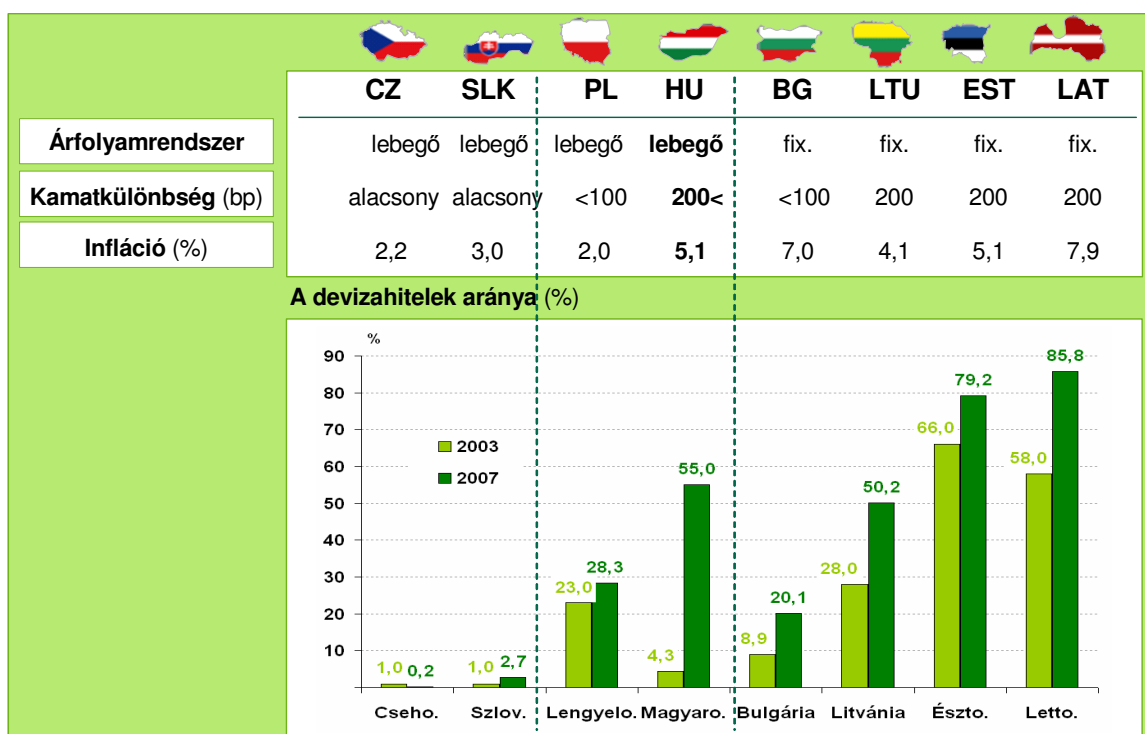
meghaladta a szomszédokét. A magas alapkamathoz magas (forint alapú) hitelkamatok társultak, így sokkal inkább megérté devizában eladósodni az árfolyamkockázat ellenére is.



Míg Csehországban és Szlovákiában a devizahitelek aránya elenyésző – náluk alacsony infláció és kamatok mellett a nominális árfolyam erősödött, ahogy az a következő ábrán is látható – addig az azt követő ábra jól szemlélteti, hogy a magas kamatkülönbség, valamint a rögzített árfolyamrendszer hogyan eredményezi azt, hogy a forint nem tudott kellően felértékelődni, így viszont megjelent és elterjedt a devizahitelezés.

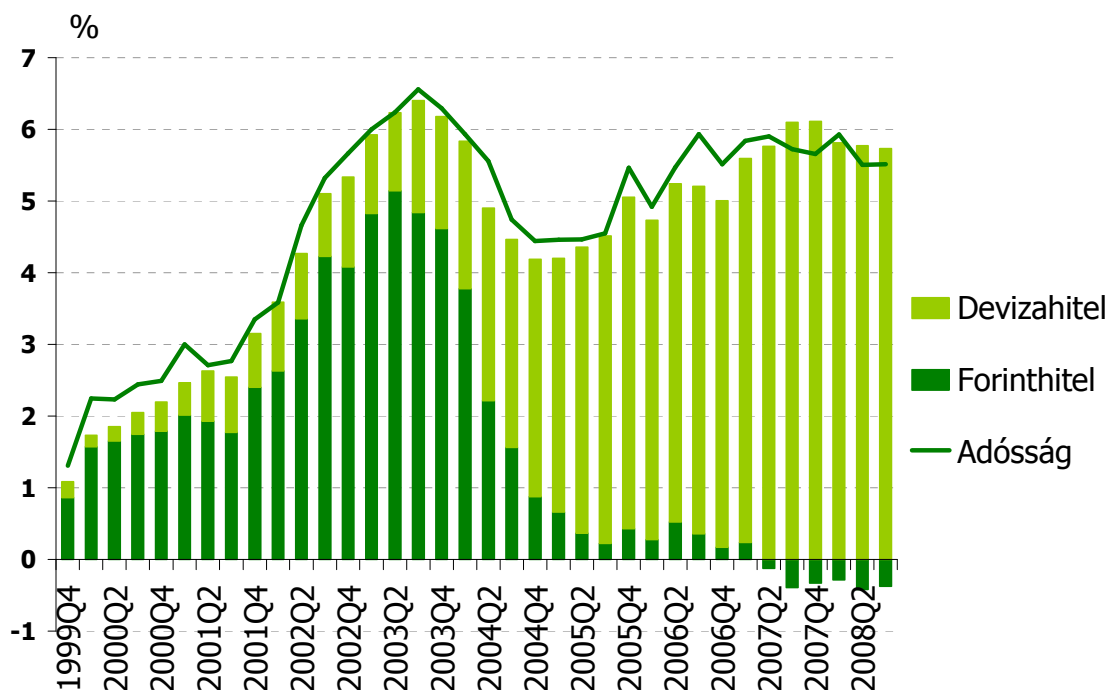


A visegrádi országok közül hazánkon kívül egyedül Lengyelországban számottevő a devizahitelek aránya, azonban ott is megfigyelhető, hogy a kevesebb, mint 100 bázispontos kamatkülönbözet a zloty-ban és euróban denominált lakáshitelek között mindössze öt százalékpontos növekedést eredményezett a devizahitelek részarányában 2003. és 2007. között. Magyarországra ezzel szemben a balti országok és Bulgára példája hasonlít, a magas kamatkülönbözet a nemzeti valutában és az euróban denominált hitelek között a devizában történő eladósodás ugrásszerű növekedését okozta. Emellett a harmonizált fogyasztói árindex magas értéke alapján is inkább ez utóbbi ország-csoportba sorolható hazánk.



Miért lényeges ez abból a szempontból, hogy miként érinti a magyar bankrendszert a válság? A már említett okok miatt a Magyarországon tevékenykedő bankoknak deviza-likviditásra van szükségük. A bankrendszer alapvető jellegzetessége, hogy rövid lejáratú forrásokat hosszú lejáratú eszközökbe fektet. A válság előtt nem volt semmi probléma, a jellemzően nettó megtakarító fejlett országokból – mint pl. Németország – ideáramló tőke biztosította a forrásbőséget, aminek következtében a pénzügyi rendszer mélyülése erről az oldalról nem

volt korlátozva. A következő ábrán látható a háztartási hitelflow-k alakulás megbontva forint- és devizahitelekre, a GDP arányában.



A devizahitelek részarányának 2004-ben megkezdődött ugrásszerű növekedése olyannyira intenzív volt, hogy 2005-ben az új hitelek már szinte teljes egészében devizában folyósították, ráadásul látható, hogy a forintbitelek alakulása 2007-től már negatív értéket vesz fel, vagyis több forintbitelt törlesztettek (vagy váltottak át devizára), mint amennyi új forintbitelt kötöttek.

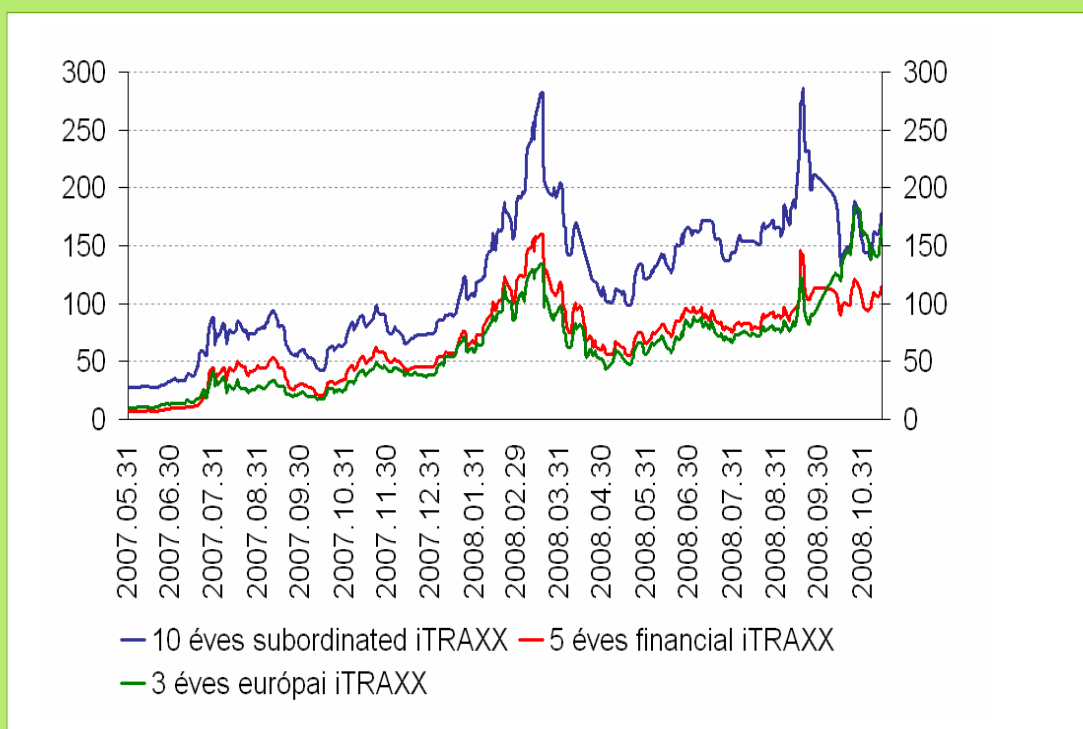
Azonban a Bear Stearns 2007. július végi megroppanásának, majd rá 10 nappal a BNP Paribas három alapja augusztus 9-én történt felfüggesztésének következtében először érződött komolyabb mértékben a bankközi piacokon a likviditás hiánya, olyannyira, hogy augusztus 13-án az Európai Központi Banknak, a Fednek és a japán jegybanknak likviditásnövelő akciókkal kellett a piacra lépniük. Azonban ez is kevésnek bizonyult a likviditás helyreállításához.





Ezt követően persze jelentősen megemelkedtek a régiós bankok forrásköltségei is, megszűnt az addig természetesnek vett likviditásbőség. Eközben a piacok működésének érdekében a jegybankok folyamatosan próbálták biztosítani a likviditást, összesen mintegy 180 milliárd dollárt rendelkezésre bocsátva. Miután az overnight dollár LIBOR szeptember 16-án 644 bázispontig emelkedett (az ezt targetáló Fed Fund Rate ekkor 2% volt) és nem lehetett kereskedni a likviditás teljes hiánya miatt, az intézkedés elkerülhetetlen lett.

**Banki credit default swap sreadek alakulása (bázispont)**



A Magyar Nemzeti Bank először egy swap-tender keretében próbálta segíteni a hazai szereplőket, hogy amennyiben csak az egymás iránti bizalom hiányzik, ezt az MNB közvetítőként pótolja. Azonban a forint-euró swap-piacon senki nem akart eurót eladni, így ez az intézkedés hatástalan maradt, és a magyar bankok új euró-forrás nélkül maradtak. Szerencsére a jegybanknak sikerült egy olyan megállapodást kötnie az Európai Központi Bankkal, melynek keretében lényegében október 16-ától utóbbi biztosította a hazai bankoknak

az euró-likviditást forintért cserébe a Magyar Nemzeti Bankon keresztül 5 milliárd euró értékben. Ez utóbbi már a tankönyvi "last resort" eszköz, vagyis a kereskedelmi bankok a másik euró-kínálatától függetlenül juthattak egynapos<sup>75</sup> euró-likviditáshoz.

Az EU többi tagországának pénzügyei szervezetei is igyekeztek enyhíteni a válság hatását saját országaikban. Az EU vezetői politikusainak 2008. október 12-i ülésén elfogadott irányelvek mentén csaknem mindegyik EU országban megkezdődött a törvényalkotás a bankok forrásfelvételének állami garanciával való támogatásáról és a bankok tőkehelyzetének javításáról.

Az Európai Unióban összesen mintegy 1.500 Mrd eurós keretről állapodtak meg a kormányok a pénzügyi szektor működőképességének biztosítására. A legnagyobb keretek Nagy-Britanniában, Németországban és Franciaországban állnak rendelkezésre.

A banki kötvénykibocsátások garantálására jellemzően 2009. végéig működő csomagokat fogadtak el a kormányok: garanciadíj fejében maximum 5 éves futamidejű újonnan kibocsátott fedezetlen (senior debt) banki kötvényeket garantálnak az államok.

A tőkeként nyújtott segítséget a legtöbb országban akkor írja elő a törvény, ha a pénzügyi közvetítő rendszer működőképessége veszélybe kerül egy pénzügyi intézet nehézségei miatt. A törvények jellemzően nem specifikálják pontosabban a beavatkozás feltételéül szolgáló paramétereket. A javasolt megoldások erősen építenek arra, hogy a kormányok és a pénzügyi intézetek együttműködnek a leghatékonyabb pénzügyi stabilitási csomag kialakításában.

A stabilitás biztosítására nyújtott tőke preferált formája a legtöbb országban az osztalékelsőbbbségi, hígulást nem okozó részvények és az ehhez hasonló alapvető tőkeelemnek számító kötvények. Ezen értékpapírok nem átruházhatók, nem tőzsdeiek és szavazati jogokat nem biztosítanak. Ugyanakkor az ECOFIN-nek a reálgazdaság támogatására biztató ajánlása nyomán több törvénybe bekerült a támogatott pénzügyi intézet üzleti, hitelezési aktivitására vonatkozó paragrafus. Hasonlóan szinte szó szerint azonos feltételek szerepelnek az osztalékfizetésről, a menedzsment kompenzációjáról a francia, a német és az osztrák törvényben.

---

<sup>75</sup> Mindkét FX-swap tendert csak overnight, vagyis egynapos futamidőre írta ki a jegybank.

Az még 2008 során bejelentett bank-támogató állami akciók során jellemzően a bankok számára a törvényekben rögzítettél kedvezőbb feltételeket fogalmaztak meg, ám a kormányok fontos kikötése volt, hogy a támogatás fejében a bankok nyújtsanak forrásokat az illető ország reálgazdasága számára.

Azonban az eurózóna saját pénzügyi krízisét enyhítő lépései súlyosbították a helyzetet a nem EMU tagokban, ugyanis a helyi devizában denominált államkötvények nem repo-képesek, azaz nem válthatók be az Európai Központi Banknál. Emellett a banki mentőcsomagok gyakran tiltják a leánybankok finanszírozását, így az eddigi anyabanki források könnyen elapadhatnak, rosszabb esetben akár meg is fordulhat a tőkeáramlások iránya.

A fentiekkel szemben a magyar „bankmentő” csomagra inkább csak a magyarországi bankok versenyképességének fenntartása érdekében van szükség, hiszen a hazai bankrendszer stabil, nem szorul tőkeemelésre. Ennek ellenére eredeti formájában a csomag sokkal keményebb feltételeket tartalmazott, mint azok a társai, melyek valóban veszteséges, illikvid pénzügyi intézeteket hivatottak megmenteni annak érdekében, hogy ne omoljon össze a pénzügyi közvetítőrendszer.

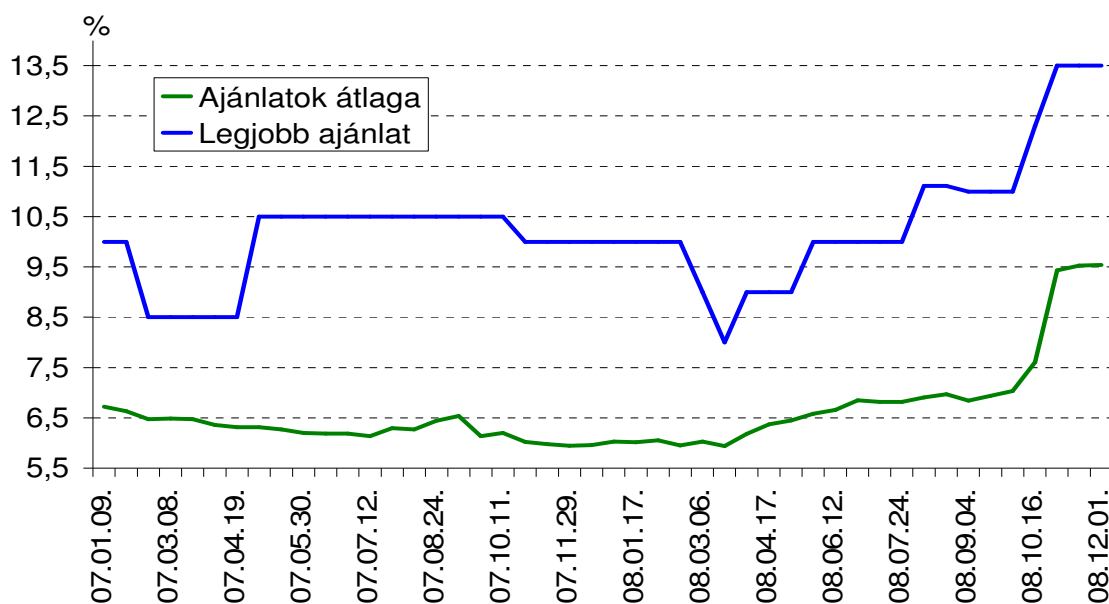
Az eredeti törvény szerint már akkor is tulajdonosi irányítási jogot biztosító részvényhez juthatott volna az állam - akár bíróság segítségével -, ha az érintett bank három napig igénybe veszi a jegybank rendkívüli likviditási hitelét. Ahogy feljebb írtuk, a többi országban egyszerű osztalékelsőbbégi részvényt szerzett csak az állam, mely szavazati jogot nem biztosított. Egyrészt emiatt, másrészt, mert egy normálisan működő bankkal is könnyedén előfordulhat ilyen, többen is kritizálták ezt a pontot. A december 15-én elfogadott módosító indítvány 20 napra emelte ezt a határt, így már csak a valóban bajba jutott pénzügyi intézetekben szerezhethet ilyen módon tulajdonjogot az állam.

Amennyiben a fenti eset bekövetkezik, a kormány rendeletet alkot, viszont csak akkor és addig szerezhethet a fent említett, tulajdonosi irányítási részvényt, ha fennáll az a feltétel is, hogy a bank nem törleszti vissza késedelmi pótlékkal növelten a garancia alapján történő kifizetést harminc napon belül. Amennyiben azonban a pénzügyi intézet törleszt, a tulajdonosi irányítási jogokat biztosító részvény érvényessége megszűnik.

A finomítások ellenére továbbra is ez az egyik legkeményebb „bankmentő” törvény Európában, főleg, ha figyelembe vesszük, hogy a Magyarországon működő bankoknak nem a túlélés érdekében lenne szükségük a többletlikviditásra, hanem azért, hogy ne kelljen annyira drasztikusan visszafogniuk az új hitelek kihelyezését.

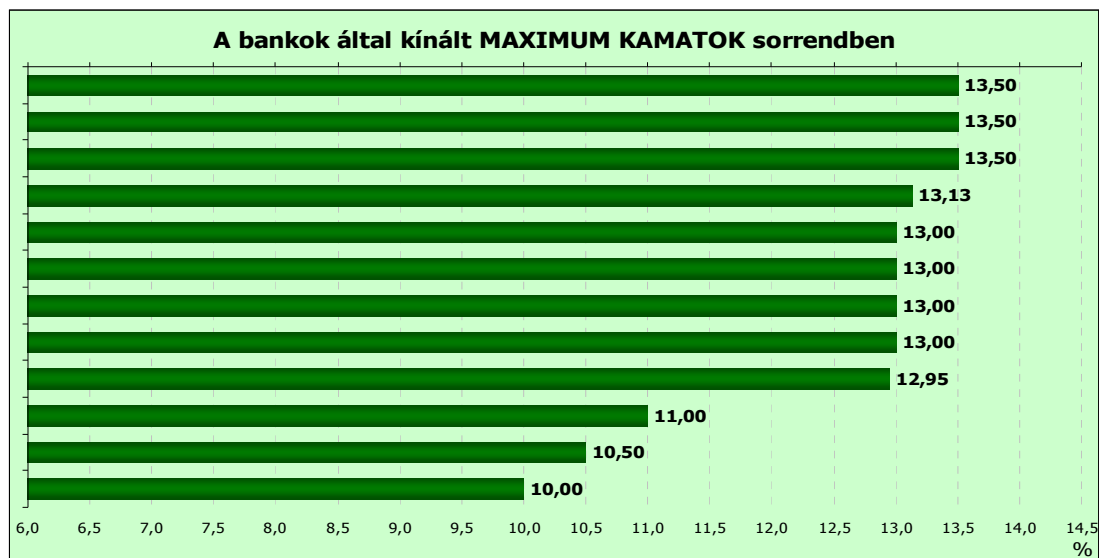
A csomag másik része, az állami garanciavállalás a 2008-as viszonyok között nem sokat ért: ugyanis a forintban denominált államkötvények nem repo-képesek az EKB-nál, így egy befektetőnek kevésbé kockázatos egy rosszabb minőségű, ám EMU-tagország garanciájával rendelkező cégbe fektetni, mint egy olyan aktívába, amit a magyar állam garantál, hiszen az előbbinél a legrosszabb esetben az EKB biztosítja a befektető pénzét, míg a magyar állampapírral nem fordulhat az EKB-hoz.

A bankközi piacok kiszáradása miatt más módon kellett forrást szerezniük a bankoknak, így a hazai szereplők jelentős része betéti akciókba kezdett. Az alábbi grafikonon jól látható a betéti kamatok folyamatos növekedése tavasztól (az alapkamat összesen 100 bázispontos növekedésével párhuzamosan), majd a Lehman csődjét követő megugrás és az MNB 300 bázispontos alapkamat-emelése miatti növekedés már kicsit egybemosódik.



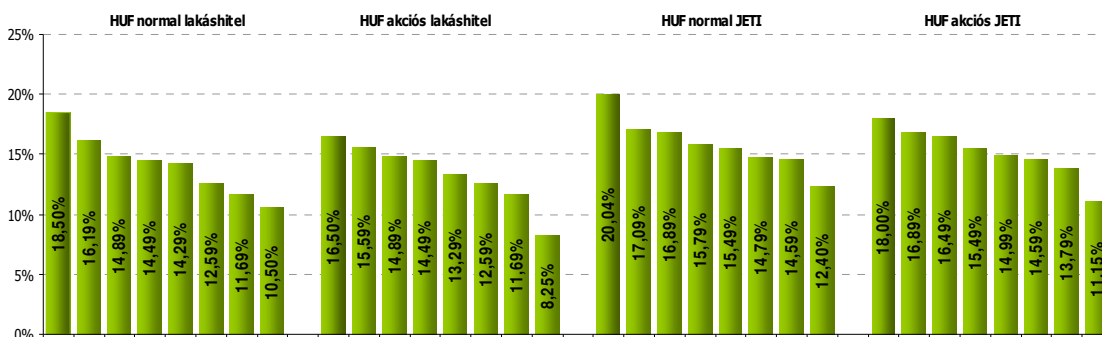
December 11-én a Magyarországon működő 12 legnagyobb bank háromnegyedének legjobb betéti ajánlata 12,95%-13,5% között volt. Valószínűleg még nem tudtak reagálni az MNB

december 9-én tartott nem kamat-meghatározó ülésén végrehajtott rendkívüli 50 bázispontos alapkamat-csökkentést, azonban az azt megelőző 11%-os értékhez képest is igen nagy a különbség.



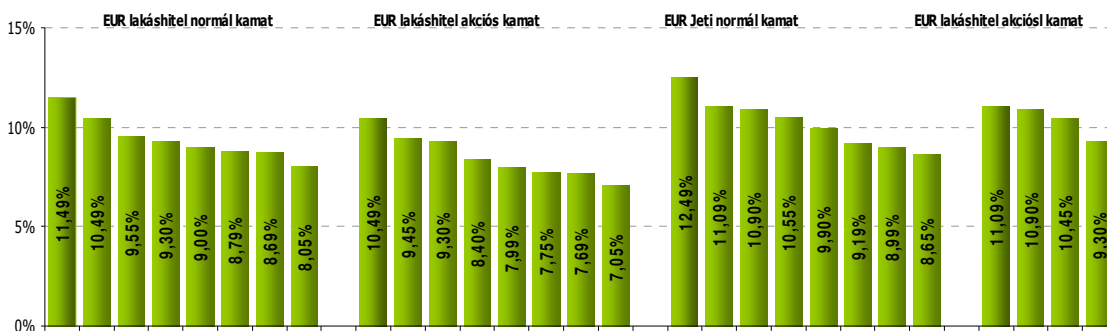
Természetesen ezek az akciós kamatok csak rövid, jellemzően 1-3 havi lekötésekre érvényesek, így próbálnak meg rugalmasak maradni a bankok a rendkívül változó környezetben. A pénzintézetek persze megemelkedett forrásköltségeiket igyekeznek áthárítani, ennek megfelelően emelkedtek az új hitelek kamatai is.

**Ft lakás és jelzáloghitelek hiteldíjai**

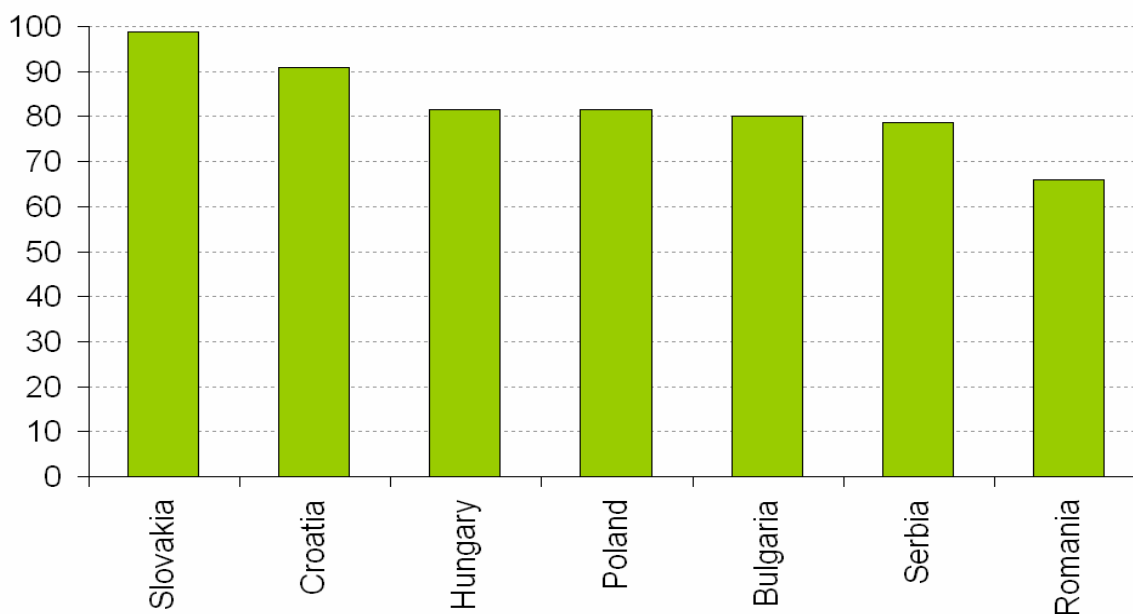


A betétgyűjtési akciókkal viszont csak forint likviditást tudtak szerezni a bankok, így a devizahitelezés problémája továbbra sem megoldott. Több hazai pénzintézet is megszüntette deviza alapú hitelezését, van, ahol csak euróban lehet felvenni, de szinte mindenhol szigorítottak a hitelhez jutás feltételein. A következő ábra a 2008. december 11-én érvényben levő euró hiteldíjakat mutatja a nyolc legjelentősebb hazai bankra.

### EUR lakás és jelzáloghitelek hiteldíjai



A deviza források hiánya miatt több banknál is szabályozták, hogy maximum a beszedett betétek értékének megfelelő mértékben emelkedhet a devizahitel állomány, sőt volt, ahol a devizahitelezés teljes leállítását javasolták. Mivel általában a vállalati hiteleken vannak a legalacsonyabb marzsok, így a vállalatok lejáró devizahitelei lehetnek az első áldozatok.



Ha viszont a bankok a rendelkezésükre álló devizaforrásokat úgy allokálják a jövőben, hogy az alacsonyabb marzsú, lejáró vállalati hiteleket nem újítják meg az tragikus következményekkel járhat a nemzetgazdaságra nézve. Azonban csakúgy, mint a régió többi országában, Magyarországon is az itt működő bankok mintegy 80%-a külföldi tulajdonú. Az anyabankok pedig valószínűleg nem Magyarország hosszabb távú gazdasági érdekeit nézik, ha a saját országuk bankmentő csomagja egyáltalán engedélyezi nekik a leányvállalataik felé történő finanszírozást.

Ebben a helyzetben az állam biztosíthatna likviditást a bankoknak, olyan feltétellel, hogy azt vállalati hitelezésre kell fordítaniuk, ahogy ez több európai országban is történt. A magyar bankmentő csomaggal kapcsolatosan egyelőre nem ismert ilyen részlet.



## 5. fejezet

### Vállalati reagálás, üzleti kilátások, tervezési módszerek

2008 végén a gazdasági szereplők számára új helyzet állt elő: a pénzügyi válság és a kényszerű gazdaságpolitikai lépéssorozat makrogazdasági és pénzügyi következményeként hazánkban 2009-re recesszió áll elő. A GDP – 1993 után elsőként – csökken. Nagy kérdés, hogy erre a befékeződésre hogyan reagálnak a gazdaság szereplői.

Az első reakciók megismerésére két önálló kutatást végeztünk egymástól eltérő karakterű vállalati mintán, és kielemeztünk egy harmadik felmérést.

A)

**Jellemzően külföldi tulajdonú közepes méretű vállalati kör, mely állami piacokra (is) termel.** Felmerésünk olyan magyarországi bejegyzésű cégeket vizsgált, amelyek szolgáltatásait, termékeiket elsősorban hazai piacon értékesítik, méretüket vagy árbevételüket tekintve középvállalatnak minősülnek, és az állami tulajdon mértéke elhanyagolható vagy nincs is jelen a cégben. A kutatásban kívánatos volt azon cégek részvétele, melyek jelentős megrendelője a magyar állam, különböző intézményeken keresztül.

A kutatás célja a szóban forgó cégek üzleti tervezési, stratégiaalkotási gyakorlatának felmérése kétféle megközelítésben. A vizsgálat egyfelől magában foglalta az általános tervezési gyakorlatot és az azt befolyásoló tényezőket, másfelől kitért arra, hogy a jelenlegi, pénzügyi válságból fokozatosan gazdasági válságba forduló krízis hogyan hat a vállalati stratégiaalkotásra, valamint azt is néztük, hogy a cégek miként élik és ítélik meg annak következményeit rövidtávon. A körülmények kivételes lehetőséget biztosítottak, hiszen ilyen méretű piaci zavar idején, élesben igen kevés hasonló jellegű felmérés készült Magyarországon.

A felmérést lehetőség szerint élő interjú formájában végeztük. Kérdéseinkre a válaszokat maguk az ügyvezető igazgatók, kevés esetben pedig az igazgatóságok tagjai biztosították. Ezúton is köszönetet mondunk a kutatásban történő részvételre szánt idejükért. Ezenfelül

reméljük, hogy a vállalati felmérést egy-egy csúcsvezető is hasznosnak találja, és érdeklődéssel olvassa más vállalatok döntéshozatalát és válságra való reagálását is.

#### *Döntéshozatal:*

Először is megállapítottuk, hogy a résztvevő cégek túlnyomó többsége külföldi székhelyű anyavállalattal rendelkezik, mely erősen befolyásolja a stratégiaalkotási gyakorlatot. Az üzleti terv elkészítésében általában a szűk körű felsővezetés vesz részt. Ez a megkérdezett cégek körében jellemzően az ügyvezető igazgatókat, tulajdonos ügyvezetőket és egyes területek vezetőit, igazgatóit jelenti. Utóbbi területekkel kapcsolatban ki kell emelnünk a sales, controlling és a pénzügyi vezető kitüntetett fontosságát. Általában a vállalatok saját alkalmazásban álló vezetői vesznek részt az üzleti tervezés legmagasabb szintű megbeszélésein, azonban néhány eltérés a tágabb és a szűkebb kör felé is előfordul. Példának okáért olyan céget is találtunk, ahol az anyavállalat megbízottjai végigkövetik a leányvállalat tervezési időszakát, és aktívan részt vesznek a vitákban. Ettől eltérő az ritka gyakorlat, hogy az ügyvezető igazgató egyedül készíti el az üzleti tervet. Bár ez nagyfokú önállóságot takar, az igazsághoz hozzátartozik, hogy az említett ügyvezető ezután a cégcsoport központjába utazik és „megharcol a számaiért”. További kiugró példaként egyetlen vállalatvezető említette az alulról felfelé történő tervezést, ami a hazai leányvállalatot illeti. Ez a cég emellett, hogy saját területén az országban piacvezető, vállalja, hogy a csoportoktól alulról felfelé is áramlanak az információk, ötletek így a tervezésben összesen megközelítőleg 150 ember vesz részt.

Azt mondhatjuk, ahány cég, annyi szokás létezik a tervezési időszak hosszát tekintve, de a medián 2-2,5 hónap. A legrövidebb időnek 2 hét, míg a leghosszabb időnek 5-6 hónap bizonyult. Mindkét szélsőértékes cégnek van külföldi anyavállalata.

Arra a kérdésre, hogy menet közben változtat-e a cég az üzleti tervén, kétféle válasz született. A vállalatok egy része számára megengedett az üzleti terv időközi módosítása a gazdasági fejleményekre reagálva, például a gazdasági vezetők elemzése alapján. Ezek a vállalatok képviselik a kisebbséget; találhatunk közöttük nemzetközi cégcsoport tagját és önálló magyar tulajdonú közép vállalkozást is. A vállalatok többsége az egyik ügyvezető igazgató szavaival élve úgy értelmezi „az üzleti tervet, mint egy vállalatást”. Ebben az esetben az üzleti terven nem lehet módosítani, ilyenkor előfordulhat a nem teljesítés is. Azonban az ezt a gyakorlatot

követő vállalatok rendszeres becsléseket, előrejelzéseket is készítenek, és az üzleti terv helyett ezeket módosítják, így a megváltozott helyzet mégis papír formáját ölti.

A társaságok az üzleti tervet egy kivétellel, mindegyikük egy éves időtávra (esetenként havi bontásban) készíti el. A kivételes cég hároméves üzleti tervet készít, mellyel igazodik cégcsoportja gyakorlatához. A konkrét egyéves üzleti terven felül jellemző a hosszú távú 5-10 éves tervek, stratégiák készítése. Erre olykor a hitelező bankok, olykor a cégcsoport tervezésébe való beilleszkedés miatt van szükség.

Ezzel összefüggésben a külföldi anyavállalathoz tartozó cégek többségének tervezési ciklusa teljes mértékben betagozódik az anyavállalat, cégcsoport tervezési ciklusába, és teljes mértékben függvénye annak, különösen a tőzsdén lévő konszolidált cégcsoportok esetében. A cégek kisebb része említette a jelentősebb fokú önállóságot a döntések meghozatalában.

A vállalatok többsége az üzleti tervezésben egyféle scenárióval számol, kisebb részük 3-4 lehetséges kimenetet és a hozzájuk tartozó intézkedéseket is sorra vesz.

Az említett tervváltoztatási korlátok miatt a vállalatok többsége nem eszközölt változtatást az üzleti tervben a kifejlődő krízis hatására, de az előrejelzéseket, becsléseket annak megfelelően módosították. A másik oldalról volt olyan cég, mely már 2008 májusában módosítani kényszerült üzleti tervét a megrendelések visszaesése miatt.

A vállalatok egyike sem tervezi telephelye változtatását és tevékenységek további kiszervezését sem, bár központba visszaszervezés előfordul a cég túlélését segítő jobb kapacitáskihasználtság céljából.

A jelenlegi krízis túlélésére a cégek általában nem agresszívabb piacszerző magatartást választanak napjainkban, hanem piacmegtartást (mely sokszor önmagában nagy teljesítmény) és szigorú költségcsökkentést. Ez utóbbiakra néhány példa: a létszám leépítés, béremelés elhalasztása, bércsökkentés, munkafelvétel szüneteltetése, a természetes fogyás (kilépés) fel nem töltése, 32 órás munkahét bevezetése, alkatrészrendelés elhalasztása, készletcsökkentés (ahol a készletben jelentős a banki finanszírozás), karbantartások elhalasztása, cégautók eladása, őrzési költségek csökkentése, takarítási költségek csökkentése, informatikai költségek csökkentése, energiaspórolás, beszállítók felkérése az árak féken tartására.

A cégvezetőknek egytől ötig tartó (5= legfontosabb) skálán kellett értékelniük, hogy mely makrogazdasági változók állapotát,előrejelzéseit veszi leginkább figyelembe a vállalat a tervezés során. Ennek eredményeként a legtöbb összpontszámot az infláció kapta (átlaga 4,71). Itt kell megjegyeznünk, hogy a vállalatok egy része nem a gazdaság egészére jellemző inflációt, hanem a saját beszerzési piacán (pl. energia, élelmiszer) tapasztalható inflációt veszi figyelembe a tervezésnél. A második változó a jegybanki irányadó kamat lett 3,57-es átlaggal. Ez a hitelezés, finanszírozás miatt fontos. A harmadik legfontosabb mutató a beruházások alakulása a nemzetgazdaságban (átlag 2,86). A változók egy csoportját átlagosan hasonló fontosságúnak ítélték meg az interjúalanyok. Ezek a változók: a GDP növekedés, a munkanélküliségi ráta, a háztartások fogyasztásának és a közfogyasztás alakulása (átlaguk hasonló, megközelítőleg 2,4 ami azt mutatja, hogy ezek a tényezők csupán a vállalatok egy részének fontosak a stratégiaalkotáskor). A legkisebb érdeklődésre számot tartó adatnak a költségvetési hiány bizonyult 1,86-os átlaggal.

#### *Kapcsolat a bankokkal*

A cégek többsége a jelenlegi pénzügyi válság és likviditáshiány közepette nem érzékelt komoly, jelentős változást bankjukkal/bankjaikkal fennálló viszonyukban.

A vállalatok többsége csupán minimális emelkedést tapasztalt folyószámlahitelük kamatában, a jellemző érték 0,25 százalékpont. Azon vállalatok közül, amelyek nagy emelkedésről számoltak be, akadt olyan, ahol elismerték: cégcsoportjának tőkeereje miatt eddig szinte banki margin nélkül kapott ilyen hitelt, és a mostani emelkedés csupán a piacon szokásos szintre hozta a kamatot. A mintában a legnagyobb emelkedést egy másik vállalat tapasztalta 1 százalékpont értékben több, mint egy évtizedes banki kapcsolat után.

A hosszú lejáratú hitelkamatok emelkedésére vonatkozó kérdésre változatos válaszok érkeztek a változatlantól a nem részletezett „nagy mérték”-ig; volt 50 bázisponton érték, több „nem tudható” válasz. Ezek alapján nem látható egyértelmű kép.

Hitelkeret csökkentésről nem tudunk, azonban a vállalatok egy kisebb része a fedezetnövelésre kapott kérést. Hitelfelmondás sem a résztvevő vállalatok, sem a bankok részéről nem történt, a cégek ezenfelül nem tapasztalta a banki kezelési költség növekedést (vagy nem tudják), és nem váltottak bankot sem az elmúlt egy évben növekvő banki költségek

miatt. A cégek a jelen körülmények között sem tervezik a cégfinanszírozás mélyreható megváltoztatását.

A felmérésben csupán egy cég volt abban a szerencsés helyzetben, hogy a banki viszonyok teljes változatlanágáról számolhatott be, forrástöbblettel maga mögött.

#### *A piac alakulása*

A vállalati vezetők a fizetési határidők kitolódásáról számoltak be az utóbbi időben. Ez a kitolódás változatos, az észrevehetetlen minimális mértékűtől a 30 extra napig terjed (cserébe viszont az elmúlt fél évben nem romlott tovább az utóbbi vállalat esetében). Megfigyelhető a 90 napos vagy hosszabb fizetési határidők elérésére való törekvés. Ott, ahol a fizetési határidők eddig is elérték a 90-120 napot, nem tapasztaltunk további változást.

Ugyanekkor a fizetési fegyelemben egyelőre nem következett be drámai változás. Emellett több ügyvezető megemlítette, hogy a 2009-ben bevezetendő, sokat kárhóztatott kötelező átutalásos fizetés (250.000 HUF felett) megnehezíti az üzletkötést, mert a jelenlegi bizalomhiányos helyzetben senki nem szeretné kvázi „hitelre” odaadni termékét, szolgáltatását. A kártyával való fizetés feltételeit pedig még oldották meg mindenütt.

A cégvezetők beszámolóí szerint helyenként érezhető, hogy a partnerek némelyike fizetési nehézségekkel küzd, de mindez idáig nem történt súlyos bedőlés, és maga a fizetési fegyelem sem romlott sokat. Több cég megrendelői körében 60 százalék körüli a közszféra aránya. Ezen cégek számára ez bizonyos szintű védettséget biztosít.

A vállalati vezetők többsége borúlátó, ami a „Következő évre érvényes üzleti tervében a vállalat saját termékeinek és szolgáltatásainak piacán a fogyasztói kereslet milyen számszerű változásával számol?” kérdést illeti. Elenyésző az optimista várakozások aránya, a többség jobb esetben is stagnálást, rosszabb esetben pedig a cég tevékenységi körétől függően 2,5-százaléktól 30 százalékig terjedő visszaesést valószínűsít.

Ugyanezek a cégek szintén eltérően nyilatkoznak saját termékeik, szolgáltatásaik következő évi fogyasztói árváltozásáról. A társaságok többsége nem tud (pl. világpiaci folyamatok, EU Közös Agrár Politika változása miatt) vagy nem akar árat emelni, így változatlan vagy pedig

csökkenő árakkal számolnak. Csupán a kisebbség említette az árak emelését lehetséges kimenetként de az egyik ügyvezető igazgatót idézve „így sem lehet a teljes inflációt áthárítani”.

Saját beszállítóik részéről a vállalatok már nem számítanak ilyen kedvező magatartásra. A becslések 5-10 százalékos vagy inflációval megegyező mértékű áremelkedést jósolnak, több vállalati vezető leszögezte azonban, hogy maximum az infláció 70-80 százalékát hajlandóak „beengedni”. Érdekes, hogy az egyik cégvezető beszámolója szerint éppen a kisebb szereplőkből álló, diverzifikáltabb beszállítói piacon nehezebb elkerülni a beszállítói áremelést.

#### *A munkaerő mennyisége és minősége*

Ami a következő évre esedékes létszám-változtatásokat illeti, a felmért vállalatok többsége várakozó álláspontra helyezkedik, és csupán akkor csökkent létszámot, ha az elkerülhetetlen. A nehéz helyzetben lévő (pl. autóiipari beszállítók) vállalatok azonban további létszámcsökkentéssel számolnak.

A bértömegben körülbelül a cégek fele tervez csökkentést, bérvisszafogást, ha az jövőre is szükséges lesz, és nincs más megoldás a nehéz helyzetbe került iparágakban. A stabilabb iparágakban változatos válaszok születtek, akad olyan hely, ahol csak a minimálbér változásával arányosan emelik a béreket, és akar olyan hely, ahol az infláció 70-80 százalékában határozzák meg a lehetséges emelés mértékét, azaz ilyen arányú reálbérmérséklést terveznek.

## B.

**Jellemzően magyar tulajdonú, magánpiacra termelő középállalati minta.** Az OTP Bank 2008. december 15-ei kérdőívében 19 közepes méretű, a gazdaság különböző területein tevékenykedő vállalat várakozásait vizsgálta. A kérdőív öt kérdést tartalmazott, melyek közül egy a teljes hazai gazdaságra vonatkozott (Milyen hosszú lesz a recesszió?), míg a többi négy az adott vállalat várakozásai szerinti árbevételének, beruházásainak, működési költségének és foglalkoztatottjainak alakulására kérdezett rá.

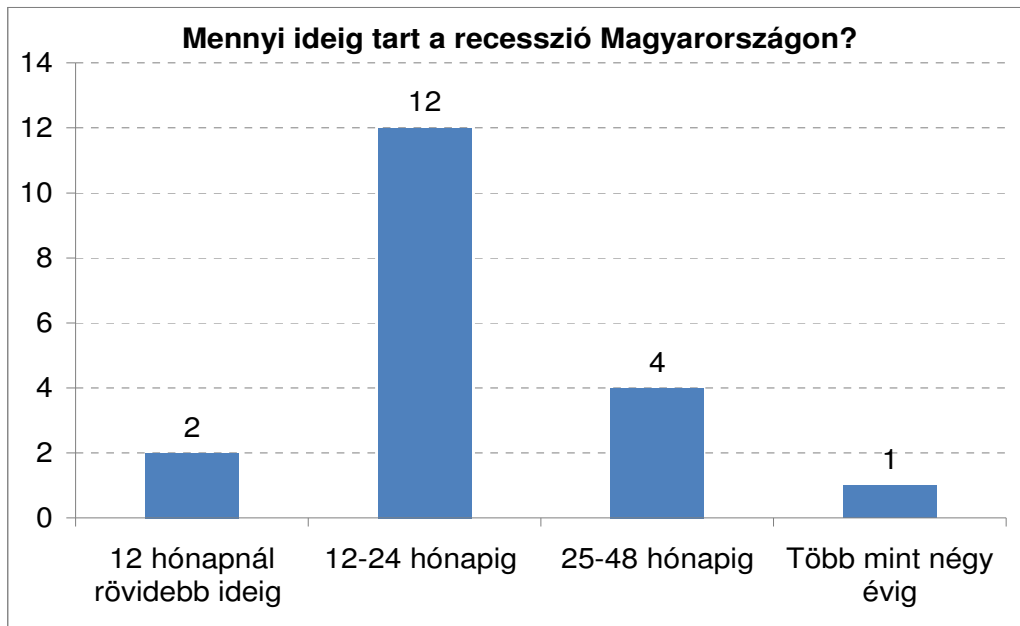
A kérdőív:

1. Az Ön várakozása szerint **meddig tart a recesszió** Magyarországon?
  - 12 hónapnál rövidebb ideig
  - 12-24 hónapig
  - 25-48 hónapig
  - Több mint 4 évig
2. Az Ön vállalatának jövő évi terve az **árbevétel** milyen változásával számol?
  - 10% feletti növekedés
  - Stagnálás, vagy 0%-10% közötti növekedés
  - 0%-10% közötti csökkenés
  - 10%-25% közötti csökkenés
  - 25% feletti csökkenés
3. Az Ön vállalatának jövő évi terve a **beruházások** milyen változásával számol?
  - 10% feletti növekedés
  - Stagnálás, vagy 0%-10% közötti növekedés
  - 0%-10% közötti csökkenés
  - 10%-25% közötti csökkenés
  - 25% feletti csökkenés
4. Az Ön vállalatának jövő évi terve a **működési költségek** milyen változásával számol?
  - 10% feletti növekedés
  - Stagnálás, vagy 0%-10% közötti növekedés
  - 0%-10% közötti csökkenés
  - 10%-25% közötti csökkenés
  - 25% feletti csökkenés

5. Az Ön vállalatának jövő évi terve a **munkavállalók létszámának** milyen változásával számol?

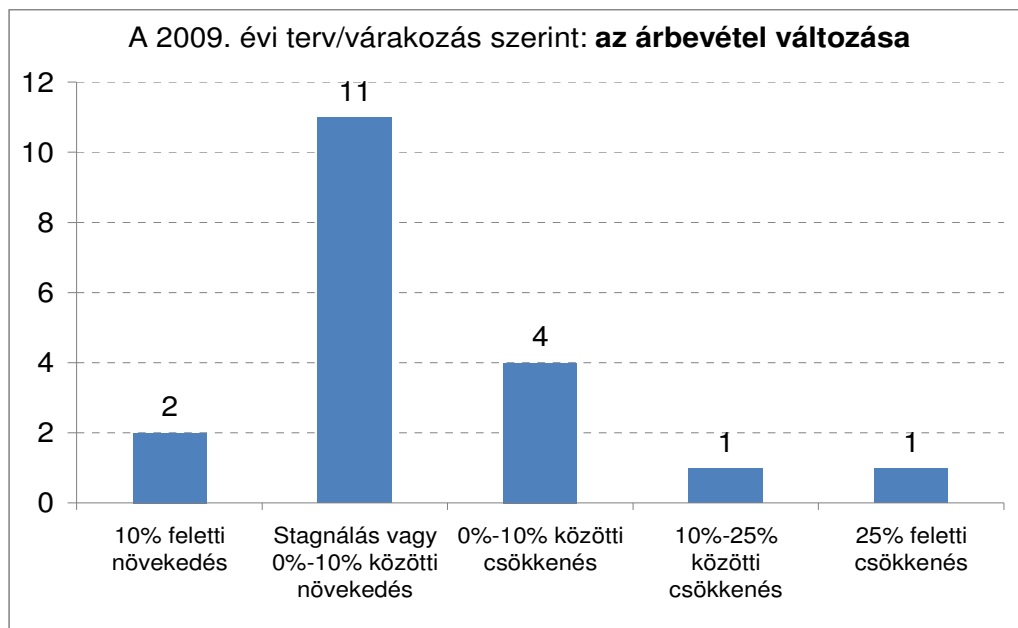
- 10% feletti növekedés
- Stagnálás, vagy 0%-10% közötti növekedés
- 0%-10% közötti csökkenés
- 10%-25% közötti csökkenés
- 25% feletti csökkenés

A válaszok megoszlása előzetes várakozásainknál kedvezőbben alakult a vállalati kérdéseket illetően, míg a recesszió hosszára vonatkozó válaszok nagyjából megegyeztek előzetes elképzelésünkkel. A megkérdezett vállalatok mintegy kétharmada a hazai recesszió hosszát egy és két év közöttire becsüli, a többi válaszadó fele azonban ennél tovább elhúzódó, kettő-négy éves gazdasági visszaesést valószínűsít.

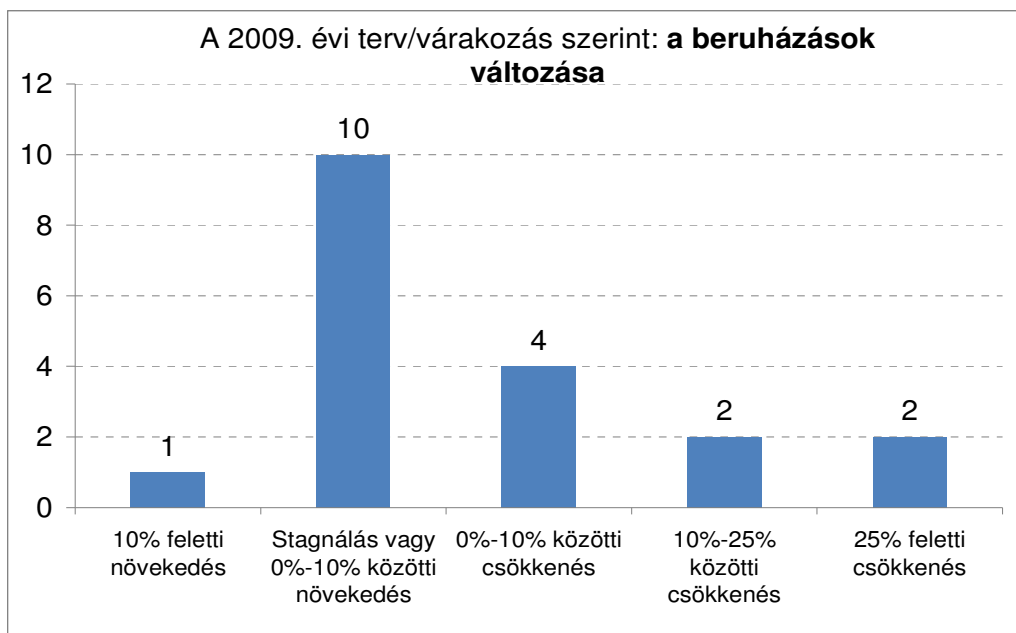




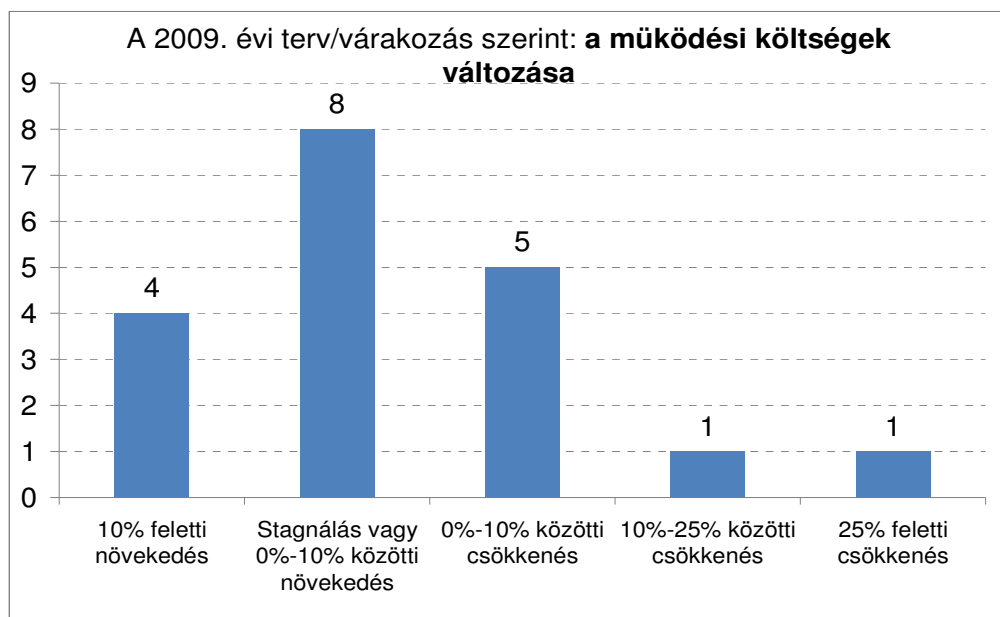
Az árbevétel a válaszadók több mint kétharmadánál emelkedni fog terveik szerint, de legalábbis nem csökken. A csökkenésre számító vállalatok nagyobb része is 10%-on belüli esést prognosztizál, mindössze két megkérdezett kalkulált ennél nagyobb mértékű visszaeséssel 2009-re.



A beruházások alakulására vonatkozó várakozások is hasonlóképpen alakultak, a legtöbben itt is stagnálásra, vagy kismértékű növekedésre számítanak jövőre, azonban a 10%-nál nagyobb csökkenésre számítók aránya ebben a kérdésben már eléri a 20%-ot.

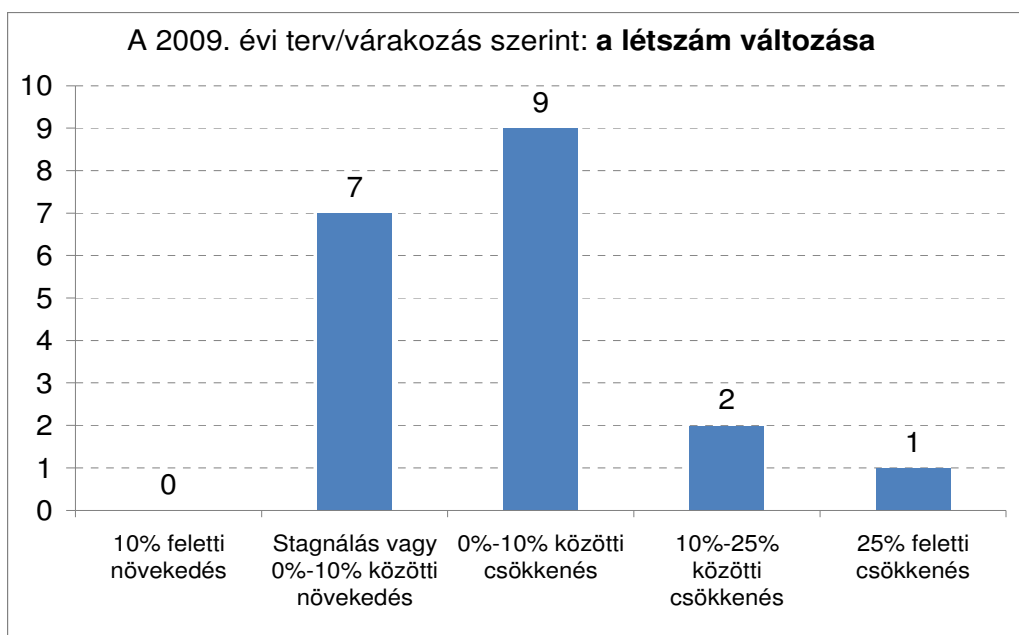


A működési költség alakulását illetően szóródtak leginkább a válaszok. Bár a válaszadók több mint kétharmada ebben a kérdésben is csak kismértékű, 10%-on belüli változásra számít – jelentősebb részük emelkedésre – a vállalatok több mint 20%-a 10%-ot meghaladó mértékű emelkedéssel számolt 2009-es tervében.



A működési költségekre vonatkozó várakozásokat összevetve a foglalkoztatottak számának várt alakulásával jól látható, hogy a makrogazdaságilag kedvezőtlenebb forgatókönyv felé

haladunk, melyben a vállalatok a foglalkoztatottak számán keresztül alkalmazkodnak a kedvezőtlen környezethez, nem pedig a bérek csökkentésével.



C.

**Hazai és exportpiacra termelő, jellemzően külföldi tulajdonú közepes és nagyobb vállalatok.** A harmadik mintát az Egyetem angol nyelvű levelező MBA-képzésében résztvevő mintegy húsz középvezető képezte. Ebben a körben a magyar belső piac alakulása kevésbé fontos, bár pl. a gyógyszergyár vagy a bankok számára ATM-eket gyártó és szervizelő vállalkozásnak nem közömbös a hazai vásárlóerő alakulása. A válaszadók többsége arról számol be, hogy a 2008. év végi állapot rendkívüli abban, hogy nagyon bizonytalanra vált az év kezdete: csekély a rendelésállomány; nem látják, hogy milyen lesz a béreknek és a munka világának alakulása; lehetetlen megtervezni megfelelő biztonsággal a forint árfolyamát. Ahol a rendelésállomány leapadt, a munkaerő-elbocsátás eszközével élnek, bár egy későbbi vártnál jobb helyzet esetén költséges a visszavétel. Nyomás alá helyezik a beszállítókat, és házon belül is költségtakarékossági kampányokat indítottak.

Az elemzett vállalati kör másik része különösebb krízist nem érez az üzlet jellege következtében: a külföldi piac ugyan nem bővül, de nem is esett vissza, vagy pedig olyan hazai szolgáltatás-nyújtásról van szó, amely nem érzékeny az üzleti ciklusra. Ebben a körben

a magyar banki-pénzügyi állapotok sem sokat számítanak, mert az anyaintézmény továbbra is szavatolja a szükséges hitelforrásokat. Ugyanakkor szinte minden elemzett cégnél visszafogták a beruházásokat, bár csak ideiglenes jelleggel. Ahol fúzióról (összeolvadásról vállalatfelvásárlásról) volt szó korábban, a terveket „jegelik” – ezek a tervek azonban kivétel nélkül a külföldi anyavállalat központjában dőlnek el. Viszont azt is lehet érezni, hogy rövid tájékozódás után a saját pénzforrásokkal jól ellátott cégek a hirtelen olcsóbbá vált, esetleg pénzügyileg megroppant vagy csak legyengült versenytársak között már most körbenéz, felvásárlási szándékkal.

A szokásos vállalati tervezés szempontjából a legrosszabbkor jött a pénzügyi krízis, hiszen a külföldi anyaintézménnyel folytatott hosszas „tervtárgyalás” éppen csak lezárult, amikor új tervet kell készíteni az új realitások miatt. A legnagyobb magyarországi cégeknél sem szokatlan, hogy az éppen csak elkészült tervet félretéve új éves (vagy annál rövidebb lejáratú) terv elkészítésébe kezdenek, míg a jóváhagyott stratégiai tervhez egyelőre nem nyúlnak hozzá.<sup>76</sup>

.....

### *Ajánlások*

A vállalatvezetői, cégvezetői munka mostani súlypontja szükségszerűen áthelyeződik *a cég környezetében lezajló folyamatok elemzésére*. Váratlan pontokon léphetnek fel bajok. Ahol például nagyjából-egészében megmarad a termék (szolgáltatás) iránti kereslet, ott viszont hirtelen leromolhat az ügyfelek fizetési képessége. Telefontársaságok, közművek, ingatlanszolgáltatást nyújtók beleütközhetnek a lakossági (és kisvállalati) ügyfélkör minőségi romlásába. Ez is egyfajta „sub-prime”, még ha kicsiben is.

Ami a tervezési, stratégia-alkotási eljárást illeti, a szokásos *éves* (és jellemzően top-down, azaz a vállalatközponttól lefele kiinduló és ott véglegesülő) termelési és pénzügyi terv nem alkalmazható a mostani gyorsan forduló körülmények között. Két megoldás javasolható, függően a cég „corporate governance”-állapotától. Ez egyik és egyszerűbb: *a tervezési időtáv lerövidítése*. A másik az *alternatívában* elkészített és elfogadott terv.

---

<sup>76</sup> VG: „Módosította-e a társaság a 2011-ig szóló növekedési tervét a pénzügyi válság miatt?” Mosonyi György: „A drasztikusan lezuhant olaj- és olajtermékárak, valamint a meggyengült forint miatt át kell gondolnunk a jövő évi tervünket: mire költünk, milyen beruházásokat valósítunk meg. Január közepére készülünk el. Hiba lenne viszont a mostani bizonytalan helyzetben három évre előre döntéseket hozni, vagyis módosítani a 2011-ig meghirdetett stratégiai célkitűzéseinket, mivel addig még minden irányban változhatnak a külső körülmények.” Világgazdaság: Válságvégre készül a Mol. 2008. november 28.

Az előző választ ad az erőforrások összerendezésének feladata során elkerülhetetlenül felmerülő kérdésekre: mekkora munkaerő-létszámot kell megtartani rövidtávon; mi legyen az elindított beruházásokkal (leállítás, lassítás, törlés, változatlan ütemű folytatás, felgyorsított folytatás), milyen konkrét beszállítói szerződéseket kell megkötni. Hátránya az, hogy nem sok idő múlva előlről kell kezdeni a tárgyalásokat a (külföldi) anyacég és az ügyvezetés, valamint az ügyvezetés és a bankja, beszállítói, hitelezői, értékesítési ügynökei között.

A több változatban jóváhagyott tervbe most sokkal több szellemi munkát kell beletenni, és előre tudható, hogy a különféle verziók közül csak egy (vagy az sem) képes megvalósulni. Ha viszont megvan az egyetértés a tervváltozatok körül, akkor a körülmények alakulásától függően elő lehet venni az arra az esetre szóló verziót. Igaz, a főbb vevőkkel, beszállítókkal, partnerekkel igen nehéz előre több variációban megállapodni. Gondoljunk például egy fontos partnerhez fűződő kereskedelmi szerződésre: de nem teljesen lehetetlen vagy olyan szerkezetű és tartalmú szerződést kötni, amelyben van lehetőség az a) tervről a b) terve való áttérésre.

A cégvezető stratégia munkájának különösen fontossá váló területének a *banki kapcsolatok* intézése válik. Mivel a pénzüzetek jó ideig (ez eltarthat fél vagy egy teljes évig) roppant óvatosak, sőt talán gyanakvóak maradnak az ipari ügyfelek iránt, azonban nekik is szükségük van kamatjövédelmet hozó aktívákra, így kulcskérdéssé válhat az, hogy a partner vállalat képes-e meggyőzni a pénzüzetet a cég fejlődőképességéről. 2009 azonban legfeljebb a konzervatíván tervezett fejlesztésekre nyújt alkalmat, az extravagáns ügyletekre nem. Másfelől éppen a pangás, a szokásosnál több csőd, közepes és nagyobb cégek piacról való kivonulása nyithat meg akár már az év közepén fúziós, cégfelvásárlási és egyéb piacszerzési lehetőséget.