

BENYOVSZKI ANNAMÁRIA–NAGY ÁGNES

# A pénzügyi válság és a gazdasági kormányzás szükségessége

*Kihívások a makrogazdasági politikák szintjén*

A tanulmányban bemutatjuk, hogy az EU-tagországok milyen szabályozási intézkedéseket alkalmaznak ahhoz, hogy megbirkózzanak a pénzügyi válsággal és az ebből eredő gazdasági és pénzügyi nyomással. Megvizsgáljuk, hogy milyen kihívásokkal kell szembenéznük napjainkban a központi bankoknak, rámutatunk a gazdasági kormányzás szükségességére, majd a Románia makrogazdasági politikáinak a szintjén jelentkező kihívásokat elemezzük. Arra a következtetésre jutottunk, hogy Románia esetén nagyon fontos a hosszú távú gazdasági növekedés érdekében az EU-s alapok lehívása (ami a gazdasági növekedés nem adósnövelő finanszírozását biztosítja), a pénzügyi rendszer erősítése és a hitelezés újraindítása az innovatív termelés finanszírozása érdekében, a kereskedelmi bankok tőkésítése a gazdaság hitelezése céljából, valamint a munkapiac, adó és állami segélyek rendszerének reformja.

## 1. BEVEZETÉS

A 2008-as gazdasági válság után a gazdaságpolitikák feladata és intézeteinek szerkezete változáson ment át úgy a világgazdaság szintjén, mint az európai gazdaság terén. Ha csak a monetáris politikák részéről közelítjük meg a témát, akkor azt látjuk, hogy az európai gazdaság szintjén 2008 előtt az árstabilitás – az infláció csökkentése – volt a meghatározó és legfontosabb cél. 2009-től a központi bankok kommunikációjában az árstabilitás mellett a pénzügyi rendszer stabilitása is hangsúlyt kapott. 2010-től fontos a makroprudenciális intézkedések növelése, kiegészítve az európai szintű makroprudenciális és pénzügyi rendszer felügyeleti intézményeinek létrehozásával, 2011-től pedig a deficit fenntarthatósága (az államháztartási és a folyó fizetési mérleg hiánya) kap hangsúlyt, míg 2012-ben a gazdasági növekedés elindítása a makrogazdasági politikák fő célja oly módon, hogy a makroegyensúlyok ne sérüljenek.

Jelen tanulmányban azt vizsgáljuk, hogyan alakult az Európai Unió gazdasága, és ez milyen kihívást jelent Románia makrogazdasági politikájá számára. A gazdasági és pénzügyi válság a konvencionális gondolkodási keret egyes elemeit cáfolja meg. A válság következményeinek „megtisztítása” költségesebbnek bizonyul, mint ahogy azt a hatóságok gondolták. Kérdés, hogy felmenthetők-e a központi bankok a pénzügyi stabilitás felelőssége alól, tudnak-e a központi bankok hatékonyan és eredményesen menedzselni több célt, rendelkeznek-e megfelelő eszközökkel és tudással ahhoz, hogy ennek a kiterjesztett mandátumnak képesek legyenek megfelelni. Szükség van az árstabilitás és pénzügyi stabilitás,

a monetáris politika és a központi bank végső hitelező funkciója, a monetáris és fiskális politika, a monetáris politika megfogalmazása és megvalósítási kerete közötti kapcsolatok újragondolására.

A tanulmány négy részből áll. Az első részben a történelem folyamán kialakult pénzügyi válságokat csoportosítjuk és a 2008-as gazdasági és pénzügyi válság hatásait elemezzük. A második részben azt vizsgáljuk, hogy a központi bankoknak milyen kihívásokkal kellett szembenéznük 2008 előtt és milyen kihívások előtt állnak napjainkban. A harmadik részben a gazdasági kormányzás szükségességét tanulmányozzuk. A negyedik rész azt vizsgálja, hogy Románia milyen makrogazdasági politikákat követ a makrogazdasági egyensúly fenntartása érdekében. A tanulmány a következtetések megfogalmazásával zárul.

## 2. A PÉNZÜGYI VÁLSÁGOK ÉS HATÁSAIK

Az emberiség már az 1200-as évektől szembesült pénzügyi válságokkal és ezek hatásaival, ahogy azt *Reinhart és Rogoff* [2011] is kimutatta a pénzügyi válságok történelmét elemző tanulmányában. A válságokat különböző szempontok szerint csoportosították.

Az első csoportosítás szerint a pénzügyi válságokat különböző mennyiségi küszöbértékek segítségével határozták meg. Ebben az esetben megkülönböztettek inflációból eredő, valutaösszeomlás, valamint valutaleértékelés következtében keletkező válságokat, ahogyan azt az *1. táblázatban* is láthatjuk.

*1. táblázat*

**Válságok meghatározása mennyiségi küszöbérték segítségével**

Válság típusa	Küszöbérték	Periódus	Legnagyobb érték (%)
Infláció	Éves inflációs ráta $\geq 20\%$	1500–1790 1800–1913 1914–2008	173,1 159,6 9,63E + 26
Valuta-összeomlás	Éves értékcsökkenés a horgonyvalutához viszonyítva 15% vagy több	1800–1913 1914–2008	275,7 3,37E + 9
Valuta-leértékelés (I)	A forgalomban levő pénzérték fémtartalmának 5%-os vagy nagyobb csökkenése	1258–1799 1800–1913	-56,8 -55,0
Valuta-leértékelés (II)	A leértékelt pénznem helyére új pénz helyezése	Pl. Zimbabwe esetén 1 új, 10 régi	

*Forrás:* Reinhart és Rogoff [2011]

Ha a válságokat az események szerint csoportosítjuk, akkor a következő típusú válságokról beszélhetünk (Reinhart és Rogoff [2011]):

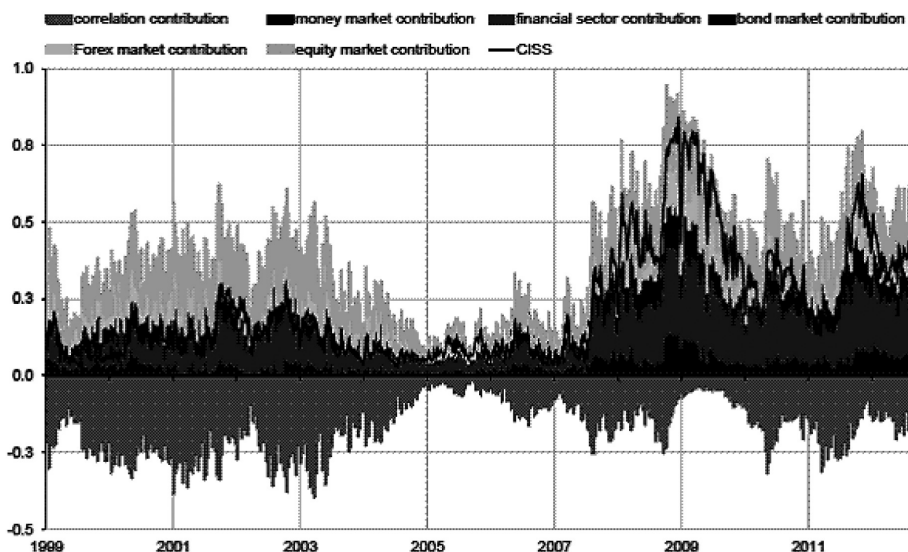
- *Bankválság*: a bankrendszeri válság és a pénzügyi rendszer válsága, amelyet két típusú esemény válthat ki. Az első típusú esemény a bankok „futása”, ami egy vagy több pénzügyi intézet bezárásához, összevonásához, illetve az állami szektor általi átvételéhez vezet. A második típusú esemény az, amikor meghatározó pénzügyi intézet vagy csoport kormányzati közreműködéssel azt az érzést kelti a többi pénzügyi intézetben, hogy később válság jöhet, és ez váltja ki a bankok bezárását, az összevonását, az állami átvétel felé irányulását.
- *Adósságválság*, amely lehet külső vagy belső államadósság válsága.

A kérdés, amelyre választ keresünk, az, hogy a gazdaságtörténeti események lehetővé teszik-e a gazdasági folyamatok jellegzetességeinek feltárását, illetve az idősorok tulajdonságainak, a köztük mutatkozó együttmozgásoknak a tanulmányozása lehetővé tette volna-e a válság előrejelzését, vagy a statisztikai módszertan alkalmazása során is rejtve maradtak volna-e az okok.

Az Európai Központi Bank (EKB) rendszerszintű stresszindexének<sup>1</sup> alakulását elemezve megfigyelhetjük, hogy a 2005–2007 közötti időszakban a mutató a „vihár előtti” nyugalmat sugározza, hiszen ez az összetett index sem azelőtt, sem a válság után nem volt olyan alacsony szinten (lásd 1. ábra).

1. ábra

### Az EKB rendszerszintű stresszindexének alakulása (1999. január 1. – 2012. augusztus 11.)



Forrás: Thomson Reuters Datastream, EKB, 2012

<sup>1</sup> Composite indicator of systemic stress (CISS). Az index 15 mutatóból áll, amelyek öt kategóriára vannak osztva: pénzügyi közvetítő szektor, pénzpiacok, részvénypiacok, kötvénypiacok és devizapiacok.

A gazdasági cikluselemzés három makrogazdasági visszaesést azonosított az elmúlt 25 év alatt (NBER<sup>2</sup>):

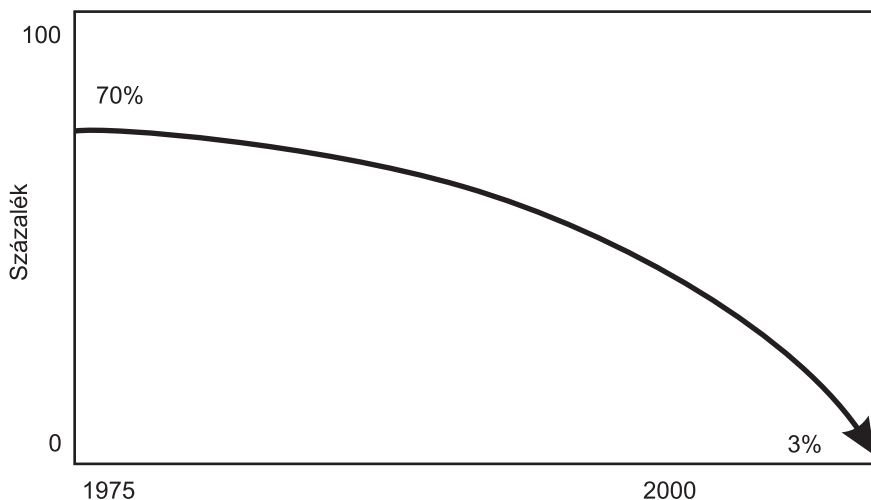
- az 1990-es japán banki válság által kiváltott visszaesést,
- a 2000-es *dotcom* válságot (az internetes részvények felfűjt árfolyamának kipukkanása, amely a 2001. szeptemberi terrorcselekmények után tetőzött)
- a 2007 végén kezdődő hitelválságot.

Reinhart és Rogoff [2011] szerint a 2000-es években a világgazdaság növekedésére nagy hatással volt az egyesült államokbeli gondolkodás: a globalizáció, a technológiai boom hatására minden rendben, a pénzügyi rendszer jó, jobban értjük a monetáris politikák hatásait és az értékpapírosított követelések jelenségét.

Meadows [2012] felhívja a figyelmünket arra, hogy ez hová vezetett. A devizatranzakciók célja megváltozott (2. ábra), a tőzsdei befektetések időtartama látványosan rövidült (3. ábra) a világ pénzpiacain az elmúlt negyven évben. Ez arra enged következtetni, hogy a piacokon nem az eredetileg szokásos „*originate-to-hold*” tranzakciók terjedtek el a 2000-es évek óta, hanem az „*originate-to-distribute*” modell, amely mind bonyolultabb modellekhez vezetett. Nem jelenthetjük ki, hogy az értékpapírosított követeléseknek ezeket a modelljeit jobban értené a befektető, hiszen azok magas szintű matematikai tudást igényelnek.

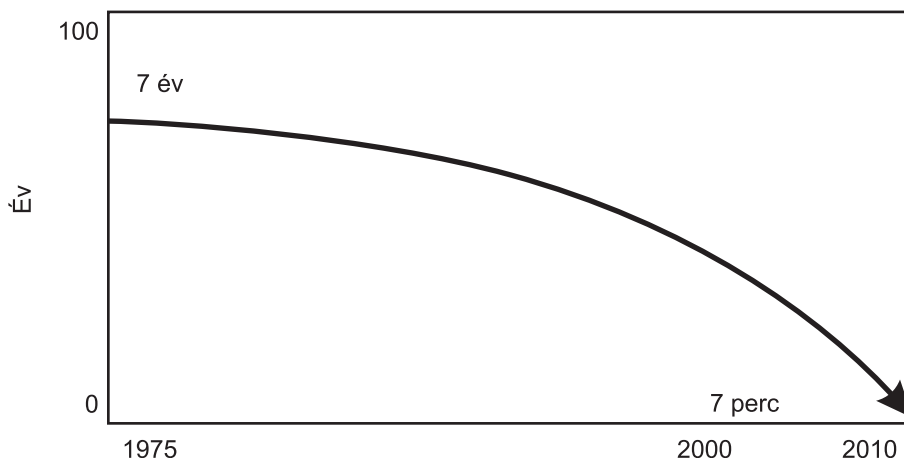
2. ábra

### Devizatranzakciók a külkereskedelmi tranzakciók függvényében 1975 és 2010 között



Forrás: Meadows [2012], 8. o.

Tőzsdei befektetések birtoklásának átlagos időtartama  
1975 és 2010 között



Forrás: Meadows [2012], 9. o.

A válság előtti konvencionális gondolkodási keret szerint a pénzügyi instabilitás fő forrása az infláció és az árak elszabadulása; vagyis az infláció és az árak stabilitása (majdnem) elégséges feltétele a pénzügyi stabilitásnak. A központi bank a gazdasági növekedés fenntarthatóságához és a pénzügyi stabilitáshoz az infláció alacsony szintjének biztosításával járul hozzá. Ugyanakkor a politikák megfogalmazása és valóra váltása érdekében világos elhatárolás mutatkozott az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás funkciók között azért, hogy a célok szintjén elkerüljék a konfliktusokat. Elfogadott tény volt, hogy a piacok rendelkeznek az önkorrekció képességével, a hatóságoknak nem kell beavatkozniuk a monetáris piaci torzulások korrekciójába (Isărescu [2012]).

A válság a konvencionális gondolkodási keret egyes elemeit megcáfolta, hiszen egy alacsony inflációs környezetben tört ki. Tehát az árstabilitás nem feltétlenül garantálja a pénzügyi stabilitást (Isărescu [2012]).

*Acemoglu és Robinson* [2012] rámutat arra a tényre, hogy ha intézeti szinten a szerkezetek nem elég robusztusak, akkor fennáll annak a veszélye, hogy az instabilitás nagy károkat okozzon a rendszerek működésében.

A válság óta eltelt több mint öt év rámutat arra, hogy a pénzügyi válság következményeinek megtisztítása költségesebbnek bizonyul, mint a hatóságok beavatkozása a válság egy korai fázisában az egyensúlytalanságok korlátozása vagy kijavítása érdekében. *Stiglitz* [2010] rámutat: fennáll a veszélye annak, hogy kevésbé fontos lehet a pénzügyi szektor torzulásából következő veszteségekkel szemben az infláció magas szintjéből következő torzulások költsége. *Padoa-Schioppa* [2010] arra hívja fel a figyelmet, hogy a 2007-es válság nemcsak a piac, hanem a kormányok és szabályozók kudarca is. *Blanchard* [2012] a válság utáni állapotot azzal jellemzi, hogy eredetileg is magas és a válság után még magasabb államadósság jelentkezett az Amerikai Egyesült Államokban és az EU-ban (az unió egyes országaiban a

jelenlegi szint fenntarthatatlan). Az ingatlanbuborékok káros utóhatásai még mindig érezhetőek (a lakosság túlzott eladósodottsága, főleg devizában), legyengült bankrendszer jellemzi a pénzüpiacokat (hitelezés megtorpanása), a fogyasztók és befektetők bizonytalanok abban, hogy a politikai döntéshozók képesek-e végrehajtani a szükséges intézkedéseket vagy sem.

*Caballerro* [2011] arra hívja fel a figyelmet, hogy a világgazdaság globális egyensúlytalanságai rejlenek több értékpapírosítás, magas tőkeáttételi arány és kockázati felár mögött. Az ebből eredő volatilitás strukturális okai „több szabályozással” nem feltétlenül fognak elsimulni. Kihívás a „komplexitás válságának kialakítása ellen”, amikor a nagyrészt jó célú intézkedéseknél fennáll az esélye, hogy összességében azok ne több jót eredményezzenek; illetve az sem biztos, hogy a még több és komplexebb szabályozással sikerül a volatilitás strukturális okait kiküszöbölni és egy rugalmas rendszert kialakítani.

Ha a jelenleg folyamatban levő szabályozási reformokat vizsgáljuk, akkor azt látjuk, hogy a CRD IV, Bazel III, G-SIB követelmények a tőkeösszetételre, tőkeáttételi mutatóra, likviditásra, vállalatirányításra vonatkozóan próbálnak új szabályokat érvényesíteni. Az Európai Bank Unió, az egységes EU-szintű bankfelügyelet, válságintézkedési mechanizmus, illetve a bankbetétgarancia-szabályozás az új szabályok érvényesítését felügyeli. Ha a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardokat (IFRS) és a minősítő intézményekre vonatkozó, új szabályozásokat vesszük figyelembe, akkor azt látjuk, hogy ezek a transzparencia megerősítésére, a bankrendszeri tevékenységek hitelességének a növelésére, az adatok minőségére vonatkoznak.

### 3. KIHÍVÁSOK A KÖZPONTI BANKOK ELŐTT 2008 ELŐTT ÉS UTÁN

A központi bankok a válság óta eltelt időszakban több olyan feladat végrehajtására kényszerültek, amelyek 2008 előtt nem számítottak a tevékenységi körükbe. 2008-ig a központi bankok fő célja az árstabilitás volt, amelynek az eléréséhez egyetlen stratégiát rendeltek hozzá. Ez a stratégia a 2000-es évektől kezdődően a legtöbb európai központ bank számára az inflációs célkövetés monetáris politikai stratégiája volt.

Az úgynevezett „lehetetlen szentháromság” trilemmája szerint nem lehet egyidőben önálló monetáris politikát folytatni, árfolyam-stabilitást és szabad tőkeáramlását elérni (*Ostfeld és Taylor* [2004]).

2010-től viszont a helyzet változik: a központi bankok célja az árstabilitás (fő cél) és a pénzügyi stabilitás együttes elérése lesz. Ezen feladat EU-szintű végrehajtásáért hozták létre az európai szemesztert, a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszerét, az Európai Rendszerkockázati Tanácsot, az Európai Pénzügyi Stabilitás Facilitást, az Európai Stabilitási Mechanizmust, a bankuniót a célok érvényesítése érdekében.

Az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás együttes elérése ellentétes intézkedések érvényesítését igényli. A kérdés tehát az, hogy felmenthető-e a monetáris politika ezen ellentétes célok alól. Ha az EU alapszerződését vizsgáljuk, a 127-es cikkely szerint hatáskörrel rendelkezik mindkét területen, de a fő cél az árstabilitás. A 127.1.-es cikkely szerint a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) elsődleges célja az árstabilitás fenntartása. Az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül a KBER támogatja az unión belüli általános gazdaságpolitikát azzal a céllal, hogy hozzájáruljon az Európai Unióról szóló szerződés 3. cikke-

lyében megállapított uniós célkitűzések megvalósításához. A 127.5. cikkely szerint a KBER támogatja a hatáskörrel rendelkező hatóságokat a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és a pénzügyi rendszer stabilitására vonatkozó politikáik zavartalan megvalósításában.

Ezt ismeri el *Asmussen*, az EKB igazgatótanácsának egyik tagja egy 2012-es nyilatkozatában, amikor azt állítja, hogy a válságkezelés, és ezáltal a pénzügyi stabilitás megőrzése a központi bankok szerepének szerves része, végső soron a mandátum teljesítésére való felhatalmazás.

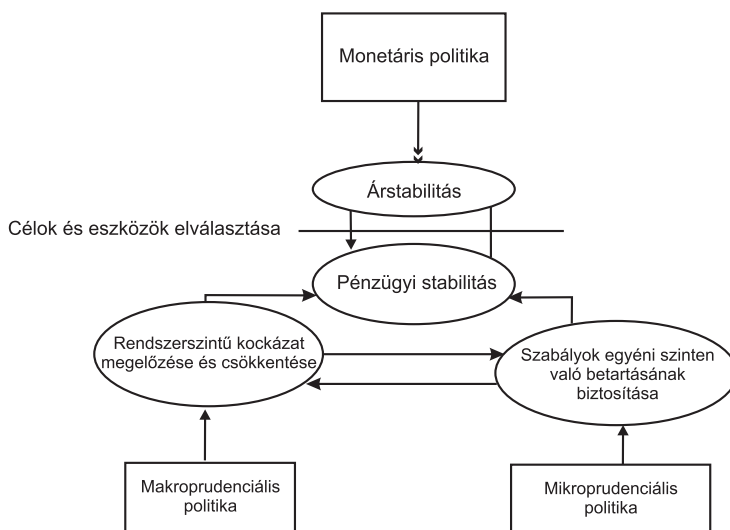
A dilemma, amely megoldást igényel, arra vonatkozik, hogy a monetáris politikai célok és eszközök, valamint a pénzügyi stabilitás céljai és eszközei mindig ugyanabba az irányba tartanak-e vagy sem, hisz a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás céljainak komplexitását és ugyanakkor potenciális konfliktusát is be tudjuk azonosítani (BSI [2012]).

A monetáris politika hat a pénzügyi stabilitásra, hiszen a lehorgonyzott infláció a makrogazdasági voltatilitás minimalizálásához járul hozzá; ugyanakkor a pénzügyi stabilitás is hat a monetáris politikára, mert a stabil makrogazdasági környezet hozzájárul a monetáris politika jobb transzmissziós mechanizmusához, illetve ennek a rendszernek az adatai támogatják a monetáris politikát, különösen válság idején.

A pénzügyi stabilitás konfliktusa a monetáris politikával arra vonatkozik, hogy a pénzügyi instabilitás miatt kompromisszum létezik a monetáris politika szigorításánál (árstabilitás miatt), mert ennek a lehetőségnek csupán az érzékelése is hatással lehet az inflációs várakozásokra. A monetáris politika konfliktusa a pénzügyi stabilitással azt jelenti, hogy az alkalmazkodó monetáris politikai irányvonal alacsony inflációs környezetben is lehetővé teszi a pénzügyi instabilitás sebezhetőségének kialakulását és ennek érzékelését. A monetáris politika és pénzügyi stabilitás közötti kapcsolatot az alábbi ábra szemlélteti.

4. ábra

#### A monetáris politika és pénzügyi stabilitás kapcsolata



Forrás: saját szerkesztés

A központi bankoknak ezen többszörös mandátuma és ennek a gazdasági növekedésre való hatása napjaink kulcsproblémája, hiszen a pénzügyi stabilitás felelősségét a kormányok, központi bankok és más szabályozási és felügyeleti hatóságok között kell megosztani; cél az adósságok szuverén módon való fenntartásának felelőssége. A pénzügyi stabilitásnak különféle megosztott kormányzasi struktúráját ismerjük:

- USA – Financial Services Oversight Council (FSOC)
- Egyesült Királyság – Financial Policy Council (FPC)
- Európai Unió – European System Risk Board (ESRB)
- Románia – Comitetul Național pentru Stabilitate Financiară (CNSF).

A kihívás a felelősség megosztásának a központi bankok függetlenségére gyakorolt hatásában rejlik. A központi bankok kevésbé lesznek felelősek az árstabilitásért, ami függetlenségi és hitelességi problémát okozhat.

*Subbarao* [2010] a központi bankok mandátuma újraértékelésének a szükségességére hívja fel a figyelmet ebben a válság után megváltozott világgazdaságban.

Új kihívás 2011-től – új trilemma – az árstabilitás, pénzügyi stabilitás és makrogazdasági stabilitás biztosítása (a fenntartható deficittek szoros kapcsolatban állnak a pénzügyi stabilitással). Ennek mechanizmusai az Euró Plusz Paktum, az „integrált egyensúlytalanságok” EU-szintű értékelése és követése.

2011-től egy másik „lehetetlen szentháromságot” ismertek fel az EU szintjén: nem lehet egyszerre biztosítani a pénzügyi stabilitást, a pénzügyi integrációt, miközben a bankrendszer felügyelete tagországi szinten marad (*Schoenmaker* [2011]). Ilyen körülmények között a többszörös cél konfliktusának menedzsmentje a központi bankok számára a mandátumok (objektív) konfliktusának menedzsmentjére vonatkozik. Rövid távon egy megvalósítható (elfogadható) kompromisszumot kell találni a célok között, hosszú távon a fenntarthatóság, a folyamatosan köztes megoldások opciójának megtalálása közepette. A kérdés az, hogy megfelelő eszközökkel és tudással rendelkeznek-e a központi bankok, hogy hatékonyan és eredményesen tudjanak menedzselni több célt, képesek-e megfelelni ennek a többszörös mandátumnak. A kiszámíthatóság és stabilitás fontos, hiszen a monetáris politika addig képes a növekedés ösztönzésére, amíg nem veszélyezteti az árstabilitást, és kiszámítható környezet kialakítását biztosítja a befektetők és fogyasztók számára.

2012-től a kihívás a gazdasági növekedés globális szintű beindítása. A nehézség a különböző növekedési modellek együtműködése egy instabil politikai rendszerrel (lásd *Ramsey* [1928] modellje), valamint a gazdasági kiigazítás és azon modellek mellőzése, amelyek a jövőben jelentős gazdasági növekedéssel számolnak.

A gazdasági növekedés érdekében tisztázni kell, hogy mitől következik be növekedés. Az elméleti növekedési modellek szerint a lakossági jövedelmek növekedése és az egy főre jutó GDP növekedése együttesen járul hozzá a gazdasági növekedéshez. Ha feltételezzük a növekedés beindulását, akkor a kérdés, amire választ kell kapnunk: miből finanszírozzuk a növekedést?

Finanszírozhatjuk belső forrásokból, amennyiben rendelkezésre áll megfelelő nagyságú belső megtakarítás. Ez nem volt jellemző a közép-kelet-európai országok gazdaságára. Ezekben az országokban (Romániában is) a belső megtakarítások növekedése érdekében pozitív reálkamatokra van szükség, hiszen másképp a lakosság nem fog hazai devizában



megtakarítani, ugyanakkor egyensúlynak kell lennie a beruházási ráta és a megtakarítási ráta növekedési üteme között.

Ha nem áll rendelkezésre kellő nagyságú belső megtakarítás, akkor külső finanszírozásra van szüksége a gazdaságnak. Ez jellemezte Románia növekedését a válság előtti időszakban, amikor főleg magántőke-áramlásból, a válság után pedig a deficit finanszírozása közösségi tőke (Nemzetközi Valutaalap, EU, Világbank) bevonásával teljesült.

A válság után fontos kérdés – amelyre igazán nehéz a helyes választ megtalálnunk –, hogy milyen növekedési modellt kövessünk: fenntartható, robusztus vagy inkluzív növekedést?

A fenntarthatóság a technikai, tudományos, ökológiai és szociális források rendelkezésre bocsajtása rendezett módon, annak az érdekében, hogy a keletkezett rendszer képes legyen egyensúlyban maradni adott időn keresztül egy adott térben (UN [1987]). A *fenntartható növekedés* fogalma megkérdőjeleződik a természetes készletek korlátozott nagysága, a termelési és fogyasztási igények növekedése, továbbá az energiaforrások korlátozott rendelkezésre állása miatt.

A robusztusság a sokkok elnyelése és azon képességek gyors visszanyerése, amelyek a sokk után rövid időn belül biztosítják a rendszer fontos funkcióinak működését, ami egyensúlyt jelent a robusztusság és hatékonyság között (Meadows [2012]). A *robusztus* növekedés rugalmas igazodást feltételez az alacsony növekedési potenciálhoz; itt a hangsúly a rendszerek szilárdságában rejlik a hatékonyság mellett, hagyományos megközelítések hatékonyságának figyelembevételével.

Az *inkluzív növekedés* minden társadalmi rétegre kiterjedő növekedés (nagyarányú foglalkoztatás, valamint gazdasági, társadalmi és területi kohézió). Az EU 2020 stratégia célja az intelligens<sup>3</sup>, fenntartható és inkluzív növekedés megvalósítása, amely kiegyensúlyozott intézkedéscsomagot és strukturális reformokat igényel (Európai Gazdasági és Szociális Bizottság [2012]). Az Európa 2020 (az EU növekedési stratégiája) hét kiemelt kezdeményezést mutat be, amelyeket mind uniós szinten, mind az EU tagállamaiban végre kell hajtani: Európai Digitális Menetrend, Mozgásban az ifjúság, Innovatív Unió, Iparpolitika a globalizáció korában, Új készségek és munkahelyek menetrendje, Szegénység elleni európai platform, Erőforrás-hatékony Európa (Barosso [2012]).

Ha történelmi áttekintésben vizsgáljuk, milyen reálgazdasági forradalmaknak volt hosszú távú fundamentális hatása, akkor az látjuk, hogy az 1750-es években kezdődő ipari forradalmak voltak képesek hosszú távú gazdasági növekedést biztosítani az emberiség számára (2. táblázat).

3 Az intelligens növekedés az EU teljesítményét hivatott javítani az oktatás (a tanulás és a készségfejlesztés ösztönzése), kutatás/innováció (olyan új termékek/szolgáltatások előállítás, amelyek elősegítik a növekedést és a foglalkoztatást, illetve a társadalmi problémák megoldását) és a digitális társadalom (információs és kommunikációs technológiák használata) területeken.

2. táblázat

## Meghatározó ipari forradalmak és hatásuk

Időszak	Központi elem	Hatás hossza	Hatás jellege
1750–1830	gőzgép, szövőgép, vasút	100 év	fundamentális változás a termelésben
1870–1900	elektromosság, belső égésű motor, csatornázás, közművesítés	100 év	fundamentális változás a termelésben és az életminőségben
1960–napjainkig	számítástechnika, kommunikáció	néhány évtized	jelentős változás a termelésben és az életminőségben

Forrás: saját szerkesztés Gordon [2012] 3–4 o. alapján

A technológiai változás (ipari forradalom) egy innovatív folyamat; olyan diszkrét újításokból áll, amelyek apró finomítások sorozatával fejtik ki teljes hatásukat. Sok ilyen újítás/változás csak egyszer történik meg. A mozgási sebesség csak egyszer változik gyalogosról (lővontatásúró) autópályásra vagy szuperszonikusra; egyszer történik urbanizáció; egyszer cseréljük le az ismétlődő munkafolyamatokat emberiről gépre. A várható egy főre jutó GDP-növekedés az elkövetkező évtizedekben valószínűleg lassabb lesz, mint a 19. század vége óta bármikor. Az életminőség javulása miatt jelentősen nő a várható élettartam, ezzel együtt pedig csökken a fertilitás. A világ népessége növekszik ugyan, de rohamosan öregszik (Gordon [2012]).

#### 4. A GAZDASÁGI KORMÁNYZÁS SZÜKSÉGESSÉGE

A válság óta eltelt időszakban az EU döntéshozó testületei, az EKB rendszere és az euróövezet tagállamai arra a kérdésre próbálnak választ találni, hogy mi a baj az euróval, és hogyan kell azt korrigálni (Sapir [2012]). Két nézet alakult ki: az első szerint a rendszer kezdetektől alapjában hibás volt, hiszen a monetáris uniónak szüksége van politikai unióra, és a megoldás a „*more Europe*” kialakítása. A második nézet szerint a rendszer nem volt alapjában hibás: a szuverén államok közötti monetáris unió jól működhet, ha tiszteletben tartják a szerződéseket; a szervezetek működése (amit nem mindenki tartott be); erre a megoldás a „*better Europe*” kialakítása. A második nézet az, amelynek a megerősítése érdekében olyan szabályozási reformokat hajtanak végre, amire az EU történelmében kevés példa van.

Az EU tagországai már 2008 előtt szembesültek azzal, mennyire szükséges a gazdaságnak és a társadalomnak a 21. századhoz való alkalmazkodása (a globalizáció, a feltörekvő országok egyre nagyobb hangsúlya, a demográfiai hatás, az elöregedés hatása a közpénzügyekre, a globális környezet és természeti források megszorításai miatt). Az európai integ-

ráció három jelentős eseményének (az egységes piac, az euró bevezetése, az EU bővítése kelet felé) az elmúlt 20 évben a tagországokat kellett volna segítenie, hogy jobban felkészüljenek a küszöbön álló kihívásokra. A közös pénz hasznának maximalizálása nemcsak egy erős EKB-t jelent, hanem más erős közös intézmények meglétét is. Ezen új konstrukció kialakítása kihívás az EU-szintű gazdaságpolitikák érvényesítésére. Így a monetáris, gazdasági, fiskális és pénzügyi unió létrehozása az EU-szintű gazdaságpolitikák fenntarthatóságának függvénye. Az országok közötti fontos társadalmi-gazdasági különbségek kombinációja és az elégtelen gazdasági kormányzás vezetett a válsághoz, és akadályozta a megoldását.

Az európai monetáris unió akkor jött létre, amikor a központi bankok fő gondja az infláció elleni küzdelem volt (a pénzügyi válságok aligha kerültek a közgazdasági szakma fókuszába). Mivel a monetáris unióval egy időben nem hozták létre a bankuniót is, a válság idején az euróövezet az európai bankfelügyeleti, jogérvényesítési és betétbiztosítási mechanizmusok hiányában nem volt képes a bankrendszer problémáira megoldást találni.

A lépéseket, amelyeket a „jobb” Európai Unió felé kell tenni, az „*A valódi gazdasági és monetáris unió felé*” című dokumentumba foglalták (EB [2012a]). Az EU új gazdasági kormányzásának a keretelemei a következőképpen csoportosíthatók:

- Integrált pénzügyi keret – bankunió
- Integrált költségvetési keret – (gazdasági kormányzás erősítése) hatos jogszabálycsomag (six-pack), Európai Pénzügyi Paktum (szerződés a stabilitás-koordináció és gazdasági kormányzásról – Fiscal Compact), kettes jogszabálycsomag (two-pack) folyamatban
- Integrált gazdaságpolitikai keret – a felügyeleti keret reformja
  - Európai szemeszter
    - Euró Plusz Paktum (szerződéses rendelkezések alkalmazása a strukturális reformok végrehajtása érdekében, makroprudenciális politikák erősítése)
- Legitimitás és elszámoltathatóság – az Európai Parlament szerepének növelése a tagországok parlamentjei közötti együttműködés érdekében (Európai Pénzügyi Paktum 13. cikk)

Az integrált pénzügyi keret a bankunió létrehozására vonatkozik a négy pillér elve alapján, gyakorlatba ültetése egyensúlyt jelent több fázisban a megvalósíthatóság és ambíció között:

- Egységes szabályozás – EBA (nem döntéshozatali testület)
- Egységes EU-szintű felügyelet – az EKB keretén belül, jól elhatárolva
- A bankbetét-biztosítás rendszerének EU-szintű harmonizálása és összesítése
- Közös pénzügyi egyezség a problémás bankok rendszerezett rezolúciós megoldása érdekében

Ezen keret folyamatban levő megvalósítása több kérdést hagy még megoldatlanul, ami az euróövezet tagországai döntéshozatali testületeinek jogaira és kötelezettségeire, valamint az euróövezet és az azon kívüli tagországok kapcsolatára vonatkozik annak függvényében, hogy az euróövezeten kívüli tagország az „opt-in” vagy „opt-out” lehetőséget választja. Ugyancsak megoldásra vár a hosszú táv – rövid táv kompromisszumának problematikája, valamint a négy pillér együttes vagy külön-külön történő végrehajtása. Tekintettel arra a

tényre, hogy a romániai bankrendszer több mint 85%-a az euróövezet tagországaiiban működő anyabankok leánybankjaiból áll, Románia jelenlegi álláspontja az „opt-in” opció felvállalása, partnerek szerzése a bankunió belül a Romániában működő kereskedelmi bankok problémáinak együttes megoldására.

Ami az integrált költségvetési keretet illeti, amint az Eurostat őszi jelentésében is látszik (3. táblázat), a 2004 után csatlakozott közép-kelet-európai országok gazdaságai több olyan makro-egyensúlytalansági problémával küzdenek, amit csak közös erőfeszítéssel lehet megoldani, hisz ezen országok gazdasága nagyban függ az Európai Unió fejlettebb országainak gazdasági állapotától, mivel exportjuk növekedésének meghatározó része ezen országok szükségleteinek növekedésétől függ.

3. táblázat

**A makroegyensúlytalanságok integrált kerete  
(összesítő táblázat, 2011)**

<b>Mutató/ küszöbérték</b>	<b>Románia</b>	<b>Magyarország</b>	<b>Cseh Köztársaság</b>	<b>Lengyelország</b>
Folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP %-ában (-4%/+6%)	-4,3	0,6	-3,0	-4,6
Nettó nemzetközi befektetési pozíció a GDP %-ában (-35%)	-62,5	-105,9	-49,3	-63,5
Effektív reálárfolyam alakulása (%-os változás) (+/-5% az euróövezet esetében, +/-11% az euróövezeten kívüli tagállamok esetében)	-2,4	-3,3	0,3	-10,9
Exportpiaci részesedés %-os változása (-6%)	22,8	-2,8	8,4	12,8
A fajlagos nominális munkaerőköltség %-os változása (+9% euróövezet, +12% az euróövezeten kívüli tagállamok esetében)	12,9	3,7	3,3	4,3
Ingatlanárak változása (+6%)	-18,9	-4,1	0,0	-5,7
A magánszektor adósságállománya a GDP %-ában (160%)	71,8	167,3	78,1	79,5
Magánszektornak folyósított hitelek (flow) a GDP %-ában (+15%)	1,8	6,4	2,5	7,1
Államadósság a GDP %-ában (60%)	33,4	81,4	40,8	56,4
Munkanélküliségi ráta (10%)	7,2	10,7	6,9	9,2

Forrás: Európai Bizottság [2012b]: 28. o.

## 5. ROMÁNIA – MAKROGAZDASÁGI POLITIKÁK

### A MAKROGAZDASÁGI EGYENSÚLY FENNTARTÁSA ÉRDEKÉBEN

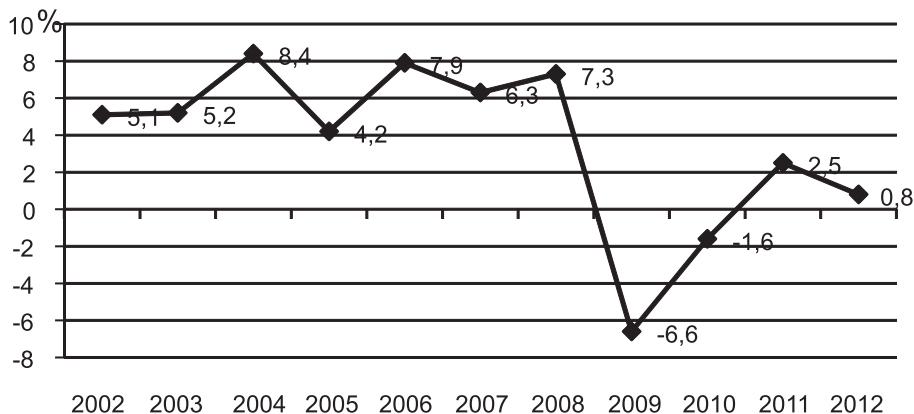
Románia makrogazdasági politikáit a szigor és lazítás precíz adagolása jellemezte az elmúlt időszakban a makrogazdasági egyensúly fenntartása érdekében. Az egyensúlykeresés eredményeképpen a termelői ágazatok hitelezése mérsékelődött a kockázatok csökkentése céljából. A túlzott megszorítások viszont akadályozzák a gazdasági növekedést. A szabályok, normák megvédene a kockázatok koncentrációjától, ugyanakkor korlátozzák azon ágazatok hitelezését, amelyek a gazdasági növekedés kulcsai lehetnek.

Ilyen körülmények között a kihívás az árstabilitás fenntartása és a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása a relatíve magas inflációs környezetben, miközben nem alakult ki a strukturális és intézményi reformok kritikus tömege (amely képes lenne az országgkockázati hozamot fenntartható szintre csökkenteni), mindemellett a fiskális politikák prociklikusságot<sup>4</sup> mutatnak.

A gazdasági növekedés beindítása Romániában a potenciális növekedési ütemet gyorsító, strukturális reformok végrehajtását is jelenti (mi járulhat a gazdaság növekedéséhez, figyelembe véve a megtakarítási, illetve beruházási ráta közötti összefüggést is). Mivel a válság előtt a gazdasági növekedés a gazdaság túlfűtöttségén alapult, amint ez az 5. ábrán is látszik, a 2008-as év 7,3%-os növekedése 2009-re 6,6%-os gazdasági csökkenést eredményezett.

5. ábra

A reál GDP éves növekedése Romániában 2002 és 2012 között (%)



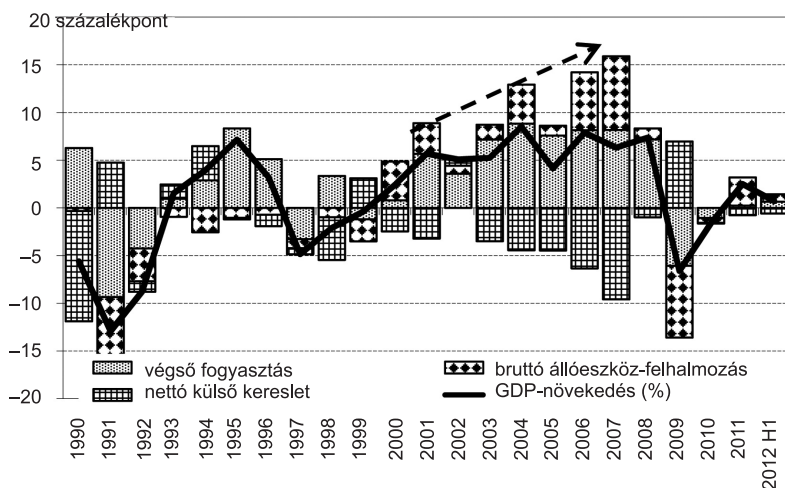
Forrás: Román Nemzeti Bank

Ha a gazdasági növekedés motorját és a GDP dinamikájához való hozzájárulását vizsgáljuk, úgy látjuk, hogy az export nettó negatív hatással volt a növekedésre a válság előtt (lásd 6. ábra). A válság után csak egyszer volt nettó pozitív hozzájárulása a GDP-hez. A GDP-növekedés dinamikájához a belső fogyasztás növekedése/csökkenése meghatározóan járul hozzá.

4 Ennek kiigazítására volt szükség a Nemzetközi Valutaalap és EU-keretegyezményre.

6. ábra

## A gazdasági növekedés motorja és a GDP dinamikájához való hozzájárulás

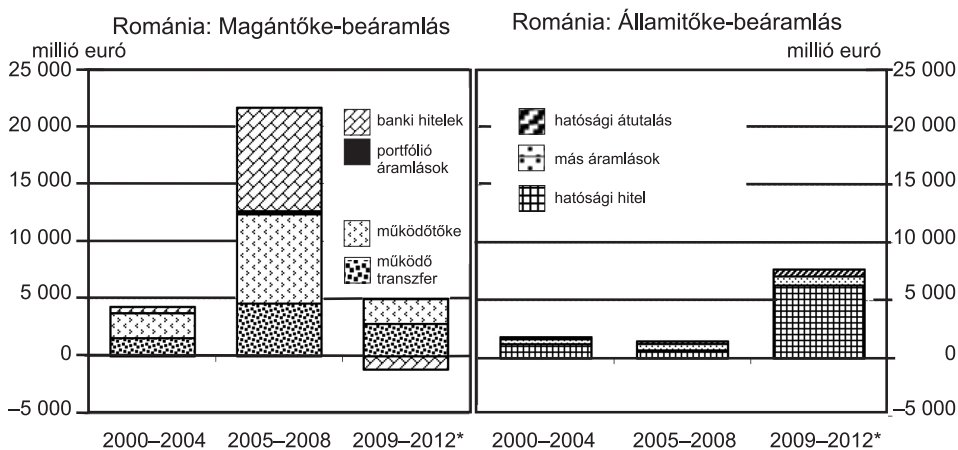


Forrás: Institutul National de Statistica (Nemzeti Statisztikai Hivatal)

A gazdasági növekedés finanszírozása a válság előtt Romániában beáramló tőkéből valósult meg; ez főleg magántőke-áramlást jelentett, amely a 2008-as válság után hirtelen lecsökkent (7. ábra), és a deficitek finanszírozása érdekében Románia 2009-ben készenléti (stand-by) keretegyezményt kötött a Nemzetközi Valutaalappal, az EU-val és a Világbankkal a makroegyensúlytalanságok kiigazítása érdekében.

7. ábra

## Tőkebeáramlás Romániában a válság előtt és után



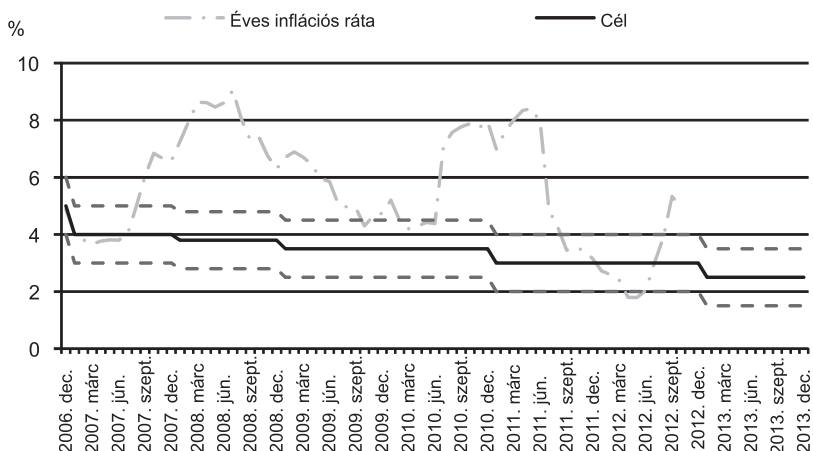
\* 2012 január–szeptember

Forrás: Román Nemzeti Bank

Az inflációs ráta 2012 végén átmenetileg túllépte a célintervallumot (8. ábra), egyrészt endogén okok miatt (a nagyon nagy szárazság a feldolgozott élelmiszer árak növekedését eredményezte [9. ábra], de ha az időjárás 2013-ban nem lesz rosszabb, mint 2012-ben, akkor a báziseffektus hatására már nem lesz inflációnövekedés), másrészt exogén okok (a kőolajár ingadozásának hatása) miatt.

8. ábra

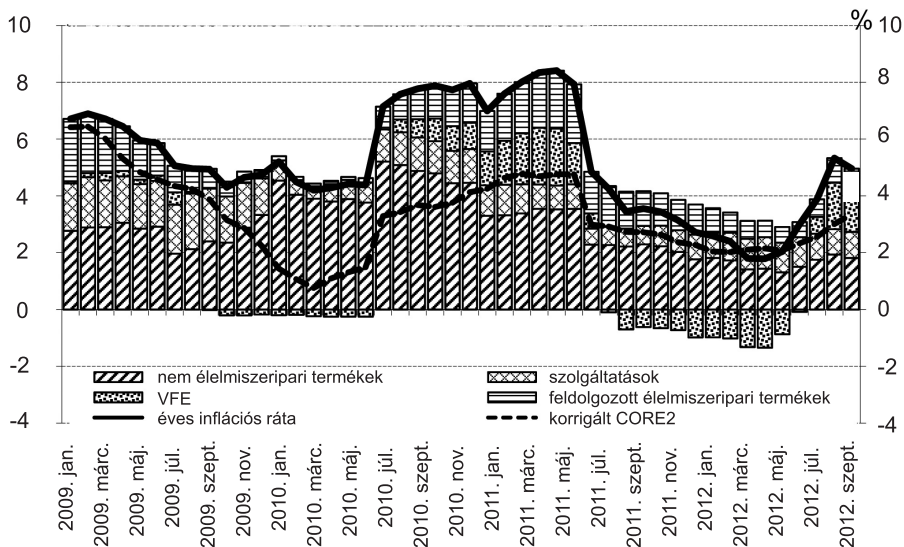
### Az éves inflációs ráta és az inflációs cél alakulása Romániában



Forrás: Román Nemzeti Bank, Nemzeti Statisztikai Hivatal

9. ábra

### Az élelmiszerárak növekedésének hozzájárulása az infláció növekedéséhez

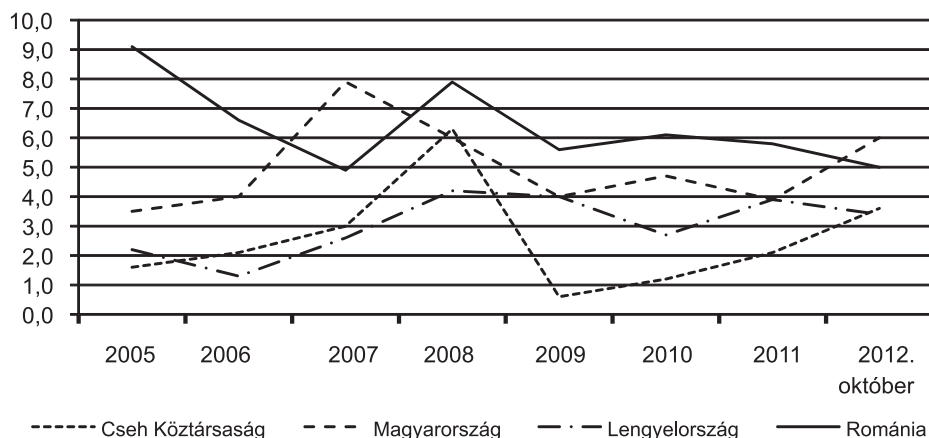


Forrás: Román Nemzeti Bank, Nemzeti Statisztikai Hivatal

A közép-kelet-európai országok összehasonlításában látható az infláció folyamatos csökkenése Romániában, amint azt a 10. ábra is mutatja.

10. ábra

**Az inflációs ráta<sup>5</sup> alakulása a Cseh Köztársaságban, Magyarországon, Lengyelországban és Romániában (2005–2012)**

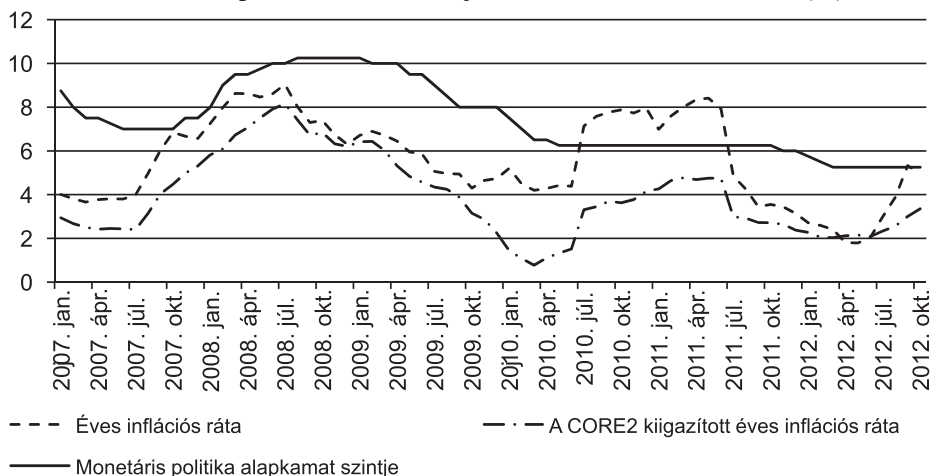


Forrás: Eurostat

Figyelembe véve az inflációs ráta alakulását, a monetáris politika kamatszintje megfelelő, amint ez a 11. ábrán is jól látható.

11. ábra

**A monetáris politika kamatszintjének alakulása Romániában (%)**



Forrás: Román Nemzeti Bank, Nemzeti Statisztikai Hivatal

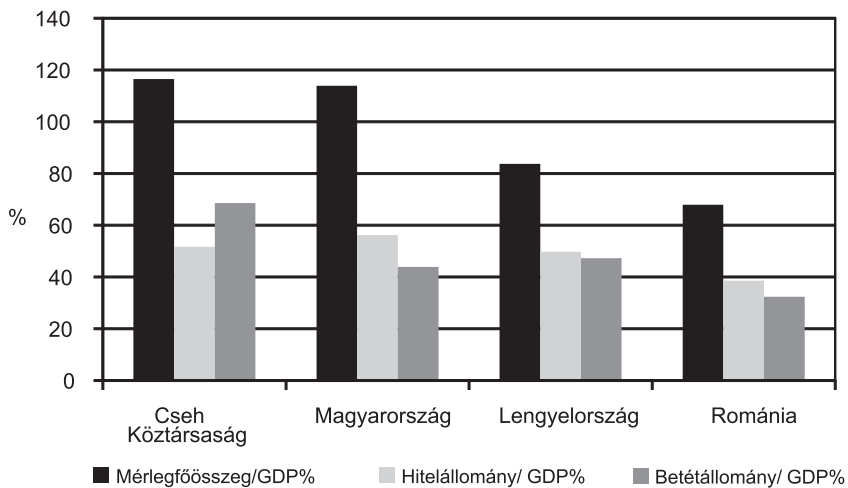
5 A harmonizált árindex éves átlagának %-os változása az előző év azonos időszakához képest.



Ami a pénzügyi stabilitási mutatók alakulását illeti, a 12., 13. és 14. ábrákon látható, hogy ezek jól mutatják a válság utáni tőkeáttétel csökkenését, valamint azt a tényt, hogy közép-kelet-európai országokkal való összehasonlításban is megfelelő szinten található a céltartalék fedezete Romániában.

12. ábra

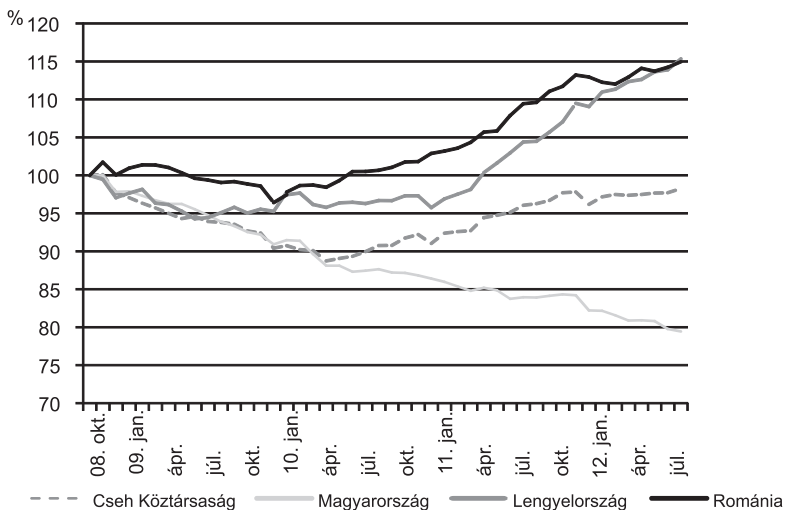
### A pénzügyi stabilitás mutatói (1) – Pénzügyi közvetítés alakulása



Forrás: Román Nemzeti Bank, Stabilitási jelentés 2012

13. ábra

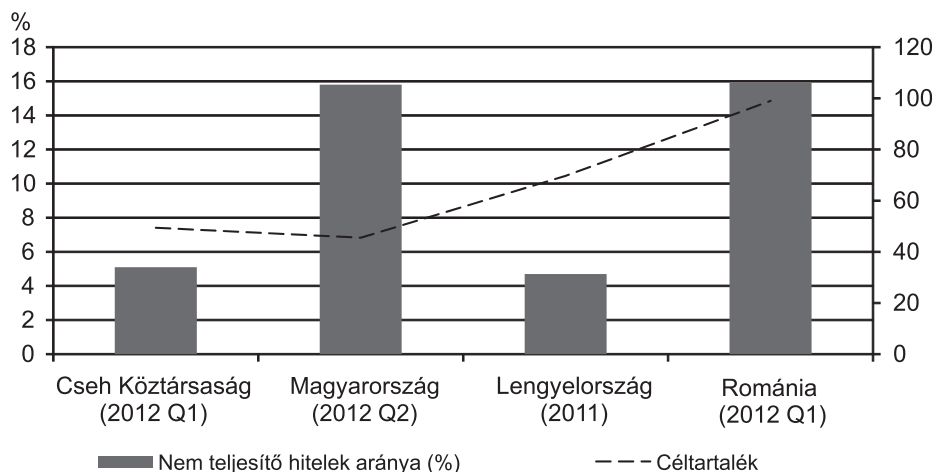
### A pénzügyi stabilitás mutatói (2) – A magánszektor hitelezésének dinamikája (2008 október = 100%)



Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2012. november)

14. ábra

**A pénzügyi stabilitás mutatói (3)**  
**Nemteljesítő hitelállomány és a céltartalék fedezete**



*Forrás:* MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2012. november)

Az EU 2013-as előrejelzései (4. táblázat) a makroegyensúlytalanságok kiigazítását illetően további kihívásokkal találják szemben ezen országok gazdaságát.

4. táblázat

**2013 perspektívája a Cseh Köztársaságban,  
 Magyarországban és Romániában**

	<b>Cseh Köztársaság</b>	<b>Magyarország</b>	<b>Lengyelország</b>	<b>Románia</b>
GDP éves változása (%)	0,8	0,3	1,8	2,2
GDP-rés (gap – potenciális GDP %)	-2,7	-3,0	-2,7	-3,3
Harmonizált fogyasztói árindex változása (%)	1,1	5,3	2,6	4,9
Államháztartási mérleg hiánya (GDP %)	-3,4	-2,9	-3,1	-2,4
Költségvetés strukturális mérlege (GDP %)	-2,6	-1,5	-2,2	-1,4
Államadósság (GDP %)	46,9	77,1	55,8	34,8
Folyó fizetési mérleg hiánya (GDP %)	-2,1	2,6	-3,3	-4,2
Munkanélküliségi ráta (%)	7,3	10,8	10,5	7,3

*Forrás:* DG ECFIN, őszi előrejelzés (2012. november)

## 6. KÖVETKEZTETÉSEK

Az EU-tagországok különböző szabályozási intézkedéseket alkalmaznak azon politikának a részeként, hogy megbirkózzanak a pénzügyi válsággal és az ebből eredő gazdasági és pénzügyi nyomással, de az ad hoc intézkedések (politikák) nem minősülnek politikai keretnek.

Ebből kiindulva a pénzügyi integrációs keretek, költségvetési és gazdaságpolitikai ütemtervek végrehajtása ad koherenciát a Gazdasági és Monetáris Uniónak az EU-konvergencia teljes egészére úgy, ahogy az EU új gazdasági kormányzásának keretelemeit megfogalmazták „*A valódi gazdasági és monetáris unió felé*” című dokumentumban a makroprudenciális szabályozási keret érvényesítése érdekében.

Történelmi lehetőség nyílt meg előttünk, ami paradigmaváltozást jelent, és ennek megfelelően kellene változtatni a gondolkodásunkon is. Következésképpen más hozzáállásra van szükségünk: be kell látnunk, hogy a nem áralapú versenyképességre való összpontosítás megfelelőbb, mint az áralapú versenyképesség védelme az árfolyam-beavatkozások által; de a nem áralapú versenyképesség kulcsa a verseny. A minőségi versenyképességhez reformokra van szükség.

Románia esetén nagyon fontos a hosszú távú gazdasági növekedés érdekében az EU-s alapok lehívása (ami a gazdasági növekedés nem adósságnövelő finanszírozását biztosítja), a pénzügyi rendszer erősítése és a hitelezés újraindítása az innovatív termelés finanszírozása érdekében, a kereskedelmi bankok tőkésítése a gazdaság hitelezése céljából, a munkapiac, adó és állami segélyek rendszerének reformja.

A román gazdaság jövőjét illetően fontos megtalálni a választ a következő kérdésekre:

- Melyek azok az exportképes gazdasági ágazatok, amelyek a gazdasági növekedést segítik elő?
- Melyek azok a gazdasági ágazatok, amelyeknek magas az alkalmazási potenciálja, és képesek lesznek a foglalkoztatottak számát növelni?

Ha a reálgazdaság ezen kérdéseire a kormányzati szereplők képesek megfelelő stratégiák kidolgozásával válaszolni, akkor tisztázni kellene az állam feladatainak racionalizálását (mit kell tennie a kormánynak, mit kell privatizálnia), meghozni az állam működésének racionalizálását befolyásoló intézkedéseket (hatékonytalanság, bürokrácia, az állam által követelt tranzakciós költségek csökkentése), leküzdeni a kormány szintű korrupciót, és az államadósság szintjét az ország visszafizetési képességével kell harmonizálni stabil szociális és politikai környezetben.

## IRODALOMJEGYZÉK

- ACEMOGLU, D.–ROBINSON, J. [2012]: *Why Nations Fail. The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. Profile Books, London
- ASMUSSEN, J. [2012]: ECB-interjú, 2012. szept., [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- BAROSSO, J. M. [2012]: *Growth and Jobs: Next Steps – Presentation to the informal European Council*. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/cm012012\\_barroso\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/cm012012_barroso_en.pdf) (letöltve: 2012. március)
- BLANCHARD, O. [2012]: *A válság. Hol tartunk most, és mi jöhet még ezután?* (Előadás a Rajk László Szakkollégium Neumann János-díjának átvétele alkalmával. Uránia Nemzeti Filmszínház, 2012. szept. 19., Budapest)
- BSI Monthly FB 18/10/2012, <https://escb.eu/livellink/livellink/overview/66373977> (letöltve: 2012. november)

- CABALERRO, R. J. [2011]: Appreciations and Overvaluations. MIT, [http://ocw.mit.edu/courses/economics/14-454-economic-crises-spring-2011/lecture-notes/MIT14\\_454S11\\_lec07.pdf](http://ocw.mit.edu/courses/economics/14-454-economic-crises-spring-2011/lecture-notes/MIT14_454S11_lec07.pdf) (letöltve: 2012. június)
- Európai Bizottság [2012a]: A valódi gazdasági és monetáris unió felé. [www.ec.europa.eu/20121024\\_2013\\_munkaprogram](http://www.ec.europa.eu/20121024_2013_munkaprogram)
- Európai Bizottság [2012b]: 2013. évi jelentés a riasztási mechanizmus keretében, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2013\\_hu.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2013_hu.pdf) (letöltve: 2012. december)
- Európai Gazdasági és Szociális Bizottság [2012]: Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleménye – Intelligens és inkluzív növekedés. 2012/C351/01-es dokumentum, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:351:0001:0005:HU:PDF> (letöltve: 2012. szeptember)
- GORDON, R. J. [2012]: Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. NBER Working Paper No. 18315, <http://www.nber.org/papers/w18315> (letöltve: 2012. szeptember)
- ISĂRESCU, M. [2012]: Politica monetară postcriză: Reconfigurarea obiectivelor și a instrumentelor. Constanța, <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885> (letöltve: 2012. június)
- MEADOWS, D. [2012]: Policy Implications of Limits to Growth in the 21st Century. Annual Conference of the Club of Rome. Bucharest, <http://www.clubofrome.at/2012/bucharest/programme.html> (letöltve: 2012. október)
- MNB [2012]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2012 november
- NBER [2010]: US Business Cycle Expansions and Contractions. <http://www.nber.org/cycles/>
- OSTFELD, M.–TAYLOR, A. [2004]: Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth. Cambridge University Press.
- PADOA-SCHIOPPA, T. [2010]: Stability, yes; but also growth. <http://www.tommasopadoaschioppa.eu/wp-content/uploads/2010/10/TPS-conversation-October20101.pdf>
- RAMSEY, F.P. [1928]: A Mathematical Theory of Saving. *Economic Journal*, vol. 38, no. 152, 543–559. o.
- REINHART, C.–ROGOFF, K. [2009]: This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press
- RNB [2012]: Raport asupra stabilității financiare 2012
- SAPIR, A. [2012]: What kind of European banking union?, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/731-what-kind-of-european-banking-union/> (letöltve: 2012. szeptember)
- SCHOENMAKER, D. [2011]: The financial trilemma. *Economics Letter* 111, Elsevier, 57–59. o.
- STIGLITZ, J. [2010]: Rethinking Macroeconomics: What Went Wrong and How to Fix It, Adam Smith Lecture, European Economic Association Annual Congress, Glasgow, august 2010
- SUBBARAO, D. [2010]: Redefining Central Banking. *Finance & Development*, Vol. 47, No. 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/06/subbarao.htm> (letöltve: 2012. június)
- United Nations [1987]: Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm>