

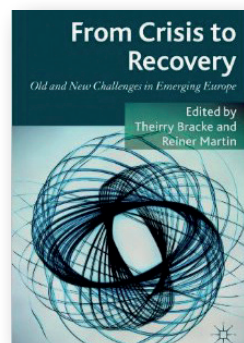
Régi és új kihívások a feltörekvő európai országok előtt*

Vágó Nikolett

Ed. by Thierry Bracke and Reiner Martin **From Crisis to Recovery Old and New Challenges in Emerging Europe**

Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2012

ISBN: 9780230355286 HB; 240 pp.



A könyv az Európai Központi Bank (EKB) azonos című, 2011. július 5–6-án Frankfurtban rendezett konferenciája alapján készült. Az első két fejezet az EKB akkori két igazgatósági tagjának, *Lorenzo Bini Smaghinak* és *Jürgen Starknak* a konferencián elhangzott beszédeit ismerteti. A további fejezeteket a konferencia öt szekciójában bemutatott előadások alapjául szolgáló tanulmányok alkotják, amelyek kiegészülnek a konferencián elhangzott hozzászólások összefoglalásával. Az elemzések középpontjában Európa feltörekvő országai állnak, amelyek a 2008–2009-es gazdasági válság során olyan erőteljes visszaesést szenvedtek el, hogy teljesítményük a válságot követő években is elmaradt a világ többi feltörekvő régiójában tapasztaltaktól.

A szerzők a feltörekvő európai országok növekedési modelljeit vizsgálva, egyrészt azt az igen releváns kérdést járják körül, hogy a válság előtti európai növekedési modell fenntarthatatlan volt-e, és hozzájárulhatott-e a válság elmélyüléséhez. Másrészt áttekintik, hogy milyen jellemzőkkel kellene rendelkeznie egy új, egészséges növekedési modellnek, amely elősegíti a fejlett országokhoz való konvergenciát. A gazdasági növekedésen kívül kiemelt figyelmet szentelnek a pénzügyi rendszer integrációjának és számos pénzügyi stabilitási

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját Vágó Nikolett, elemző (MNB).

kérdésnek. A következőkben részben a könyv időrendi, részben logikai sorrendjét követve, röviden ismertetem a tanulmányok által érintett főbb kérdéseket, megállapításokat.

Coricelli¹ értékelése szerint a válság előtti időszakban az európai integrációs modell jól szerepelt: támogatta a jövedelembeli konvergenciát Európa fejlett és fejletlenebb országai között. Domináns szerepe volt a bankközi kölcsönöknek a tőkeáramlásokban, a külföldi tulajdonnak pedig a hazai bankszektorban. Az uniós integrációhoz kötött intézményi reformok pedig támogatták a párhuzamos külkereskedelmi és pénzügyi integrációt, amit Coricelli a fenntarthatóság egyik kulcsának tekint.

A fellendülés éveiben tapasztalt gyors növekedés azonban egy fenntarthatatlan növekedési modellre épült. A növekedés legfőbb motorját a dinamikusan bővülő hazai kereslet jelentette, amit a külföldi tőkebeáramlás, a banki hitelezés felpörgése és az eszközárak növekedése fűtött. Smaghi felhívja rá a figyelmet, hogy ez viszont nem párosult termelékenység-növekedés és kapacitásbővülés eredményeképpen emelkedő hazai kínálattal, sőt, belső és külső, reálgazdasági és pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásával is járt. Míg a jövőbeli jövedelmek növekedésére vonatkozó várakozások túláradó optimizmust, alacsonyabb kockázati prémiumokat és túlzott hitelkeresletet eredményeztek, addig az alacsony kamatok olykor vakmerő kockázatvállaláshoz, a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő áruk szektorában (például az építőiparban) túlzott mértékű beruházásokhoz vezettek. A feltörekvő országok többségében egyre nagyobb hiányt mutatott a folyó fizetési mérleg, az infláció felgyorsult, a munkapiac pedig feszesebbé vált.

A vizsgált országokban mély recesszió követte a válságot, amely a legnagyobb folyó fizetési mérleg-hiánnyal rendelkező országokat sújtotta leginkább. Többségüket érintette a 'sudden stop' hatás, a nettó tőkeáramlás mértéke visszaesett, a világkereskedelem összeomlása következtében pedig az export is meredeken csökkent. A hitelezés szűkülése és az ingatlanár-buborék kipukkanása pedig a belső keresletet mérsékelte. A válság a kormányzati bevételek jelentős csökkenéséhez, a korábbiaknál és az ázsiai vagy latin-amerikai feltörekvő országoknál jóval magasabb költségvetési deficithez vezetett. Coricelli rámutat arra, hogy főként ott halmozódott fel nagymértékű nettó külföldi adósság, ahol a pénzügyi integráció sebessége felülmúlta a kereskedelmi integrációt. Ezen országoknak a külföldi befektetői hangulat ingadozásával szembeni sérülékenysége nemcsak a nettó külföldi kötelezettség nagyságából adódik, hanem az adóssággal kapcsolatos fenntarthatósági problémákból is.

A Korniyenko², Ohnsorge³, Ricka⁴ és Zettelmeyer⁵ által írt fejezet áttekinti, hogy a feltörekvő európai országok hol tartanak a válságból való kilábalás folyamatában. Bár a vál-

1 Fabrizio Coricelli a párizsi Sorbonne Egyetem professzora.

2 Yevgeniya Korniyenko gazdasági elemző az EBRD vezető közgazdászának hivatalában.

3 Franziska Ohnsorge az IMF európai részlegének egyik vezető közgazdásza.

4 Franto Ricka közgazdász az EBRD vezető közgazdászának hivatalában.

5 Jeromin Zettelmeyer az EBRD helyettes vezető közgazdásza és a kutatási részleg igazgatója.

ságkezelő lépéseknek köszönhetően a régió országai 2010-ben különböző mértékben, de ismét növekedésnek indultak, középtávon jelentős kihívások várnak még rájuk. A régiónak olyan új – stabil és hosszú távon fenntartható – növekedési modellre van szüksége, amely kiegyensúlyozott fundamentumokra épül. Smaghi meglátása szerint alapvetően a belföldi politikai döntések vezettek a feltörekvők túlzott sérülékenységéhez. A gazdasági növekedés motorját továbbra is a gazdasági konvergencia és az európai integrációs folyamat jelenti. Rövid távon a termelékenység és export növelésére lenne szükség, hosszú távon pedig – strukturális reformok eredményeképpen – a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk szektorának erősítése felé kellene elmozdulni.

*Mooslechner*⁶ és *Reininger*⁷ megállapítása szerint a konvergencia természetes része, hogy egy ország részben külföldi forrásokra támaszkodik. A válságban azonban főként azokat az országokat sújtotta nagymértékű tőkekiáramlás, amelyekben a bankszektor nettó külföldi forrásállománya nagyon magas volt. Emiatt érdemes a hazai betétüzletágot megerősíteni. A vállalati kötvénypiac fejlesztésével nagyobb fokú diverzifikáció valósulhatna meg a reálszektor finanszírozásában. A hazai bankkötvények piaca is megerősítésre szorul a feltörekvő országok többségében. Az inflációs célkövetések rendszere továbbra is megfelelő keretet biztosít a monetáris politika számára, mellette viszont erősíteni kellene a makroprudenciális és felügyeleti szabályozást. Erősíteni kell a bankszektor sokkellenálló képességét, és célzottan kell támogatni a hazai tőkepiacok fejlődését. Coricelli a kettős morális kockázat mérséklését sürgeti: miközben meg kell fékezni, hogy a nagybankok *'too big to fail'* szerepük tudatában, állami garanciában bízva, túlzott kockázatokat vállaljanak leánybankjaik országában, az ottaniaknak sem szabad azzal számolniuk, hogy a külföldi bankok végső hitelezőként mentőövet dobnak nekik.

A könyv átfogó képet nyújt a fókuszában lévő országok válság előtti gazdasági folyamatairól, az eltérő válságmenedzsment főbb lépéseiről, illetve az elhúzódó recesszió lehetséges okairól. Ezen felül igyekszik a jövőre vonatkozó javaslatokat is megfogalmazni. Mindezt formalizált levezetések mellőzve, elsősorban nemzetközi összehasonlításokra támaszkodva teszi. Az elemzések rengeteg ábrával és táblázattal egészülnek ki, így a modellekre épülő elméletekben kevésbé jártas, ám a közgazdaságtan és gazdaságpolitika iránt érdeklődő olvasók számára is könnyed olvasmányt jelent.

6 Peter Mooslechner az osztrák központi bank (OeNB) közgazdasági elemzéssel és kutatással foglalkozó részlegének igazgatója.

7 Thomas Reininger az osztrák központi bank (OeNB) nemzetközi kutatási részlegének vezető szakértője.