



## NEMZETGAZDASÁGI MINISZTERIUM

TERVEZÉSKOORDINÁCIÓÉRT FELELŐS ÁLLAMTITKÁRSÁG · GAZDASÁGTERVEZÉSI FŐOSZTÁLY

### Közgazdasági kitekintő

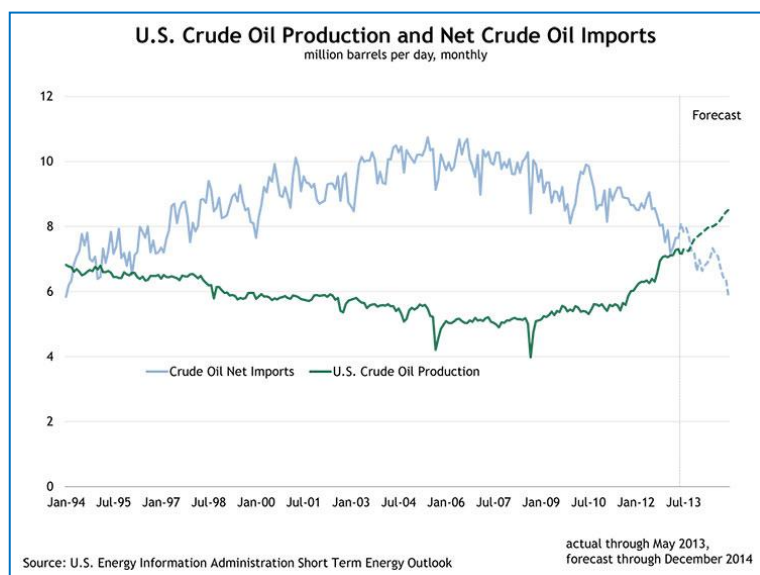
#### PÉNZ ÉS TŐKEPIAC

##### Beszéljünk egy kicsit az olajról

Az olaj az élet közel minden aspektusát érinti világszerte, így az olajtartalékok alakulása folyamatosan témát szolgáltatott, főként az utóbbi fél évtized magasabb és volatilisabb olajárának köszönhetően. **A nyersolaj ára viszonylag magas az ellátási zavarok** (nigériai olajlopás, szíriai polgárháború, a Dél-Szudán és Szudán közötti patthelyzet) miatt, **ugyanakkor stabil is, mely főként az új észak-amerikai olajmezőknek köszönhető.**

Az ábrán látható, hogy valójában milyen gyorsan változik az olajkitermelés és az olajimport volumene az USA-ban. Az amerikai szövetségi Energia Információs Hivatal adatai szerint **a nyersolaj kitermelés 2013 végére meg fogja haladni a nyersolajimport volumenét.** Az emelkedő amerikai olajkitermelés ellenére **a globális olajárak**

**magas szinten ragadtak.** Azonban **a két látszólag paradox történet** – magas olajár és emelkedő olajkészletek – **alapvetően összekapcsolható.** Valójában a magas olajárak nélkül nem emelkedhetett volna az észak-amerikai olajkitermelés, ugyanis sokkal bonyolultabb a fúrési tevékenységet racionalizálni a tengeri, keménypalás, vagy szurokföldes területeken – ahol tehát a kitermelés drágább. A Morgen Stanley becslése szerint a Bakken (Észak-Dakota) nyersolaj számára a fedezeti pont 70 dolláros hordónkénti ár, de már a 85 dollár/hordó ár is sok kitermelőt kiszoríthat a piacról.



Azonban azt sem árt figyelembe venni, hogy **az olaj egy globális áru és az amerikai napi plusz 2 millió hordónyi olajkitermelés a globális felhasználás csupán 2 százalékát teszi ki.** Többen úgy vélik, **hogy a magas olajár nem maradhat fenn tartósan,** egy 1986-os mértékű olajárzuhanást is elképzelhetőnek tartanak egyes energiaügyi szakemberek.

[http://macroblog.typepad.com/macroblog/2013/07/lets-talk-about-oil.html?utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=feed&utm\\_campaign=Feed%3A+typepad%2FRUQt+%28macroblog%29&utm\\_content=Netvibes](http://macroblog.typepad.com/macroblog/2013/07/lets-talk-about-oil.html?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed%3A+typepad%2FRUQt+%28macroblog%29&utm_content=Netvibes)

## **Az aranystandard aggasztó leckéket tartogat az egységes valuta számára**

A The Economist cikke Michael Bordo és Harold James új tanulmányára épít, melyben a két gazdaságtörténész **az aranystandard és az euróövezet jelenlegi problémái között von párhuzamot**, ezzel hangsúlyozva az euró törékenységét. A tanulmány kitér azokra a feszültségekre, melyek végül az aranystandard rendszer végéhez vezettek. Ezek a feszültségek három „trilemmából” adódnak. Egy-egy „trilemma” három tényezőből áll, melyek közül bármely két opció együtt megvalósulhat, de mind a három együttesen nem.

**Az első ilyen trilemma** ismerős a közgazdászok számára: **a rögzített árfolyamok, a tőke szabad áramlása és a független monetáris politika lehetetlen szentháromsága**. Ez azt jelenti, hogy ha az árfolyamok rögzítettek és a tőke szabadon áramolhat, akkor az országoknak le kell mondaniuk arról, hogy maguk irányítsák a monetáris politikájukat. A szerzőpáros ennél azonban tovább megy, és úgy gondolja, hogy az olyan rendszerek, mint az euró vagy az aranystandard a pénzügyi stabilitást, és akár a demokráciát is veszélyeztethetik.

Az első világháború előtti időszakban az aranystandard jól működött. A deficites és a többletes országokra is nyomást gyakorolt, mely **alkalmazkodási folyamat a versenyképességi különbségek csökkenéséhez vezetett**. Sajnos az euró a rendszer két világháború közötti hibás verziójára hasonlít inkább, mint a klasszikus háború előtti modellre. Miután az aranystandardot 1920-ban visszaállították, **a többletes országok**, mint pl. Franciaország **jegybankjai sterilizálták az aranybeáramlás monetáris hatásait**, azaz függetlenítették attól a pénzkínálatot, így az árak nem emelkedtek. Ezáltal a **szufficites országokra még nagyobb nyomás nehezedett, hogy alkalmazkodjanak**. Hasonlóan, az eurózóna perifériaországaiban az alkalmazkodás sokkal kevésbé lenne kemény, ha a központi államok magasabb inflációt tolerálnának, így a perifériaországok a versenyképességi hátrányukat könnyebben ledolgozhatnák.

**A második trilemma a rögzített árfolyamok és a tőkemobilitás pénzügyi stabilitással való összeférhetlensége**. Az aranystandard idejében egy erős állam segítséget tudott nyújtani a bajba került bankoknak, és meg tudta őrizni a pénzügyi rendszer stabilitását. Egy gyenge ország azonban hamar elveszítette a befektetők bizalmát. Hasonló történik jelenleg az eurózónában is. A perifériaországokba beáramló külföldi pénz okozta hitel és lakáspiaci boom-ot követő összeomlásban **a gyenge államok nem vagy csak nehezen tudják megvalósítani a bankok újratőkésítését, a stabilitás helyreállítását**.

**A harmadik trilemma a leginkább aggasztó: a rögzített árfolyamok és a tőkemobilitás demokráciával való összeférhetlensége**. Az aranystandard fenntartása Németországban a két világháború között csak súlyosbította a nagy világválság hatásait, ezzel hozzájárulva a náciizmus előretöréséhez.

<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21580452-gold-standard-holds-worrying-lessons-single-currency-trio>

## **Európa zombi bankjai**

A cikk szerzője az európai bankok problémáival és azok megoldási lehetőségével foglalkozik. Az európai bankrendszer alapvető problémája, hogy **a szektor nagy, a tőke túl kevés, és túl sok az olyan bank, amelynek nincsen életképes, hosszú távra szóló üzleti modellje**.

Aggodalomra ad okot, hogy a teljes kötelezettségek összege eléri az eurózóna GDP-jének 250%-át. Túl nagy ahhoz a rendszer, hogy meg lehessen menteni. A feltőkésítést még meg lehetne oldani, de nincs értelme pénzt nyomni egy bankba, ha belátható időn belül nem tud profitálni belőle.

**A dél-európai nehézségek jól ismertek, de alapvetően különböznek országonként.** Például Olaszországban a bankok továbbra is a hazai vállalatoknak hiteleztek, különösen a kis- és középvállalatoknak, miközben a GDP stagnált. Az országban már az eurózóna 2010-ben kitört válsága előtt is a tőkebefektetések termelékenysége a nullához közelített. A jelenlegi európai recesszió kezdete felfedte ezt az alacsony termelékenységet; a sok kis- és középvállalkozás sikertelensége nagy veszteségeket okozott a bankoknak, melyeknek eközben nőtt a finanszírozási költsége. Egyelőre nehéz látni, hogy az olasz bankok mindezek után hogyan lesznek újra nyereségesek, és hogyan lesz az országban ismét gazdasági növekedés.

Ha megmarad ez a **gyenge bankrendszer** magas költségekkel, túl kevés tőkével, életképes üzleti modellek nélkül, akkor **továbbra is csak a meglévő ügyfeleknek fognak hitelezni**, még akkor is, ha ezek a kölcsönzések bizonytalanok, és továbbra is **korlátozottak lesznek az új vállalatok vagy projektek számára elérhető kölcsönök.**

A cikk szerzője szerint világosan látszik, mit kellene tenni: **újrátőkésíteni a szektor nagy részét, átszervezve azokat, amelyek nem rendelkeznek életképes üzleti modellel.** Amíg ez nem történik meg – márpedig erre a közeljövőben nem igen lehet számítani –, addig nem valószínű, hogy Európa teljesen felépül a jelenlegi visszaesésből.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/europe-s-zombie-banks-and-the-current-recession-by-daniel-gros>

### **Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure?**

A tanulmány a közösségi kiadások reallokációjának a hosszú távú növekedésre gyakorolt hatását vizsgálja, melyhez 56 országra vonatkozóan 1970-2010 közötti adatokat használ fel. Arra a következtetésre jut, hogy az oktatási kiadások növelésének pozitív és statisztikailag szignifikáns hatása van a növekedésre, ha a kompenzáló faktor meghatározatlan marad vagy az a szociális védelmi kiadások csökkentését jelenti.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13162.pdf>

### **Monthly Bulletin July 2013**

Az EKB 2013. júliusi közleményében megjelent cikkekben többek között a pénzügyi válság óta újra teret nyerő protekcionizmusról, a gazdasági ciklusok és a protekcionizmus kontraciklikusságáról, valamint az eurórendszer biztosítékrendszerének krízis alatti alakulásáról olvashatunk.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201307en.pdf>

### **Domestic credit growth and international capital flows**

Az EKB által közzétett tanulmányban a szerzők a pénzügyi krízis előtti időszakbeli (1993-2008) belföldi hitelállomány és a nemzetközi tőkeáramlás kapcsolatát vizsgálták az EU27-országok, illetve Norvégia, Svájc és Izland vonatkozásában. Különös figyelmet fordítottak a vizsgálat során a 2003-2008 közötti erős növekedési időszakra. A szerzők megállapították, hogy az európai országokban a belföldi hitelállomány növekedése szorosan összefügg a nettó adósság beáramlással, viszont a nettó tőkebeáramlással nem. Ezek a megállapítások igazak 54 fejlett és fejlődő országra kiterjesztve is.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1566.pdf>

### **The effectiveness of the non-standard policy measures during the financial crises: the experiences of the federal reserve and the European**

A szerzők tanulmányukban azt vizsgálták a Fed és az Európai Központi Bank példáján keresztül, hogy a bankok finanszírozási piacán tapasztalható feszültségek hogyan hatnak a banki hitelezés volumenére. Eredményeik alapján a nem-szokványos intézkedések (melyek a feszültségek mérséklése érdekében születtek) csökkentették a bankok finanszírozásának volatilitását, ami viszont növelte a hitelkínálatot, ezzel hozzájárult a hitelezési aktivitás fenntartásához.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1562.pdf>

## **Economic Volatility and Financial Markets: The Case of Mortgage-Backed Securities**

A Fed által megjelentett publikációban a szerzők azt vizsgálták, hogy az aggregált gazdasági aktivitás volatilitásának '80-as évek óta tartó csökkenését milyen komponensek okozták. A szerzők negatív összefüggést azonosítottak a GDP volatilitása és a jelzálog-fedezetű értékpapírok megjelenése között is. A kapcsolat azonban a 2000-es évek elején előjelet váltott negatívról pozitívrá.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201342/201342pap.pdf>

## **Choosing Fiscal Consolidation Instruments Compatible with Growth and Equity**

Az OECD tanulmánya megvizsgálja, hogy milyen pénzügyi konszolidációra van szüksége rövid és hosszú távon az OECD országoknak. Ebből kiindulva olyan konszolidációs stratégiákat vázol fel, melyek figyelembe vesznek más politikai célokat, valamint ország specifikus körülményeket és preferenciákat is.

[http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/choosing-fiscal-consolidation-instruments-compatible-with-growth-and-equity\\_5k43nxq6dzd4-en](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/choosing-fiscal-consolidation-instruments-compatible-with-growth-and-equity_5k43nxq6dzd4-en)

## **Do Structural Policies Affect Macroeconomic Stability?**

Az OECD tanulmánya a strukturális politikák és a makrogazdasági stabilitás közötti kapcsolatot vizsgálja. Arra a következtetésre jut, hogy néhány növekedésösztönző politika csökkenti a makrogazdasági ingadozásokat, egyesek azonban trade-off-ot generálnak a növekedés és a stabilitás között.

[http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/do-structural-policies-affect-macroeconomic-stability\\_5k43krflgxt-en](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/do-structural-policies-affect-macroeconomic-stability_5k43krflgxt-en)

## **European business cycle indicators – 2nd quarter 2013, July 2013**

A kiadvány a vállalatok és a fogyasztók körében végzett, a gazdasági hangulatot mérő felmérések eredményeit mutatja be. 2013 második negyedévében javult a gazdasági hangulat index, melyet főként a fogyasztói bizalom emelkedése hajtott. Az iparban nőtt, míg az építőipar és a szolgáltatások területén csökkent a bizalom. A gazdasági hangulat jelentősen javult Spanyolországban és Olaszországban, de csökkent Németországban és Lengyelországban.

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/cycle\\_indicators/2013/pdf/2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/cycle_indicators/2013/pdf/2_en.pdf)