

Nagy László

Az önálló szlovák jegybankpolitikától az eurózóna monetáris politikájáig

ÖSSZEFOGLALÓ: A tanulmány az önálló szlovák monetáris politika és a szlovák bankrendszer sajátosságainak ismertetésével tárja fel az euró bevezetését előmozdító tényezőket. A szlovák jegybankpolitikát történeti összefüggésében vizsgálja, amelyet az önálló monetáris politika időszakára, illetve az euró bevezetését megelőző jegybankpolitika periódusára választ szét. A szlovák monetáris politika sikereinek és kudarcainak felvázolása után a tanulmány az Európai Központi Bank monetáris politikájának a szlovák reálgazdasági folyamatokra gyakorolt hatására fókuszál. Megállapítja, hogy a szlovák bankok a válság után is fennmaradó, magas betétállományból fakadó likviditásbősége miatt az Európai Központi Bank mennyiségi lazítási programja a szlovák gazdaság számára csupán szolid hatást gyakorolhat. A szlovák gazdaság példáján bebizonyítja, hogy a valutaunióhoz való csatlakozás nem változtatta meg a régiók – korábban a nemzetgazdaságon belül elfoglalt – relatív pozícióját.

KULCSSZAVAK: monetáris politika, pénzügyi válság, euróövezet, Európai Központi Bank, Szlovák Nemzeti Bank

JEL-KÓDOK: E52, E58, F36, G21

A nyolc évvel ezelőtt bekövetkezett pénzügyi megrázkódtatás okozta gazdasági sokk gyötrelmes bélyegét az európai reálgazdaságok mind a mai napig nehézkesen, reménnyel és kételyekkel övezve viselik. Az ezredforduló első évtizedének alkonyán új típusú válságot kellett megtapasztalnunk, amely a neoliberális gazdaságfilozófiára épülő mesterségesen legyengített államműködés¹ és a hihetetlen méreteket öltött eladósodás következtében lépett fel. Bebizonyosodott, hogy a gazdasági sokk előtt alkalmazott neoliberális elvekre épülő gazdaságpolitikai konszenzus megbukott úgy a fejlett, mint a feltörekvő gazdaságokban. A pénzügyi válság kirobbanásával elindított sokkfolyamatok indokoltá tették a gazdaságpolitikai paradigmaváltás szükségességét.

Levelezési e-cím: dr.nagylaszlo.nl@gmail.com

A világgazdasági krízis az Európai Unió kohéziós tagállamait erőteljesebben sújtotta, hiszen a térség fellendülése más feltörekvő régiókhoz képest sokkal jobban épült a külföldi tőke bevonására, ami a recesszió idején természetesen sebezhetővé vált (Farkas, 2012). A hanyatlás mértéke a gazdasági – megrázkódtatás előtt felhalmozódott – egyensúlytalanságtól függött, ezért a térségünkben Szlovákia és Csehország gazdasági kilátása romlott a legkevésbé. Bár a szlovák gazdaság dicséretes ellenállást tanúsított, de a megyék fejlettségi és – részint történelmi okokra visszavezethető – heterogenitás-problémái az euró bevezetése után továbbra is erősödtek. Az eurózóna *Kertész* (2014) szerint sem képes gyorsan és rugalmasan alkalmazkodni az aszimmetrikus gazdasági sokkhoz. *Gál* (2015) is pontosan rámutatott, hogy az

eurózóna esetében helytelen lenne optimális valutaövezetről beszélni, ugyanis nem képes megoldani a monetáris unió fejlettségi heterogenitás-problémáit, amelyek a dekonjunkció következtében tovább erősödtek. A szlovák gazdaság szemszögéből ma is helytálló *Ramos, Ollero és Suriñach* (2001) megállapítása, miszerint az eurózónához való csatlakozás nem változtatja meg a régiók – korábban a nemzetgazdaságon belül elfoglalt – relatív pozícióját.² Az euróvezeti tagság hét éve bebizonyította, hogy közösségi szinten nem lehetséges rugalmasan kezelni a nemzeti és a regionális szintű kitettségbeli differenciákat, mivelhogy a monetáris politika hatáskörénél fogva területi alapon nem is tud differenciálni. A válság okozta sokkhatások miatt a monetáris politikának jelen időszakban a gazdasági kilengések ciklikus folyamatainak kezelésére kell összpontosítania.

A tanulmány az önálló szlovák és az euróvezeti monetáris politika hatásmechanizmusát kívánja boncolgatni. Két különböző, egymástól jellegében is eltérő, mégis egymásra szorosan épülő időszakot kívánunk górcső alá venni. Az Európai Központi Bank válság kitörése utáni szerepváltozása – a szlovák reálgazdasági folyamatokra gyakorolt befolyása – értékeléséhez nélkülözhetetlen a monetáris integráció előtti nemzeti jegybankpolitika fordulatainak, sikereinek és kudarcainak a teljesség igénye nélküli felvázolása.

A SZLOVÁK BANKRENDSZER JELLEGZETESSÉGEI TÖRTÉNETI ÖSSZEFÜGGÉSBEN

A kilencvenes évek kezdetétől a hajdani szövetségi köztársaságnak a megváltozott nemzetközi pénzügyi és gazdasági környezethez kellett alkalmazkodnia, ami a pénzügyi rendszer merevségének fokozatos feloldódását eredményezte.

Magyarországon már a nyolcvanas években tényleges lépések történtek a piaci viszonyok kifejlesztésében, sőt a jegybanki és a kereskedelmi banki funkciók szétválasztása 1987-ben megvalósult (Bozó és Szabó, 2000). Ezek a folyamatok az egykori Csehszlovákiában csupán pár éves késéssel vették kezdetüket. A kétlépcsős bankrendszert az 1990-ben hatályba lépett jogszabályok teremtették meg. A Csehszlovák Állami Bank monetáris politikájának direkt eszköztárát felettébb gyorsan felváltották az indirekt eszközök, amelyek a devizapiaci intervenciókban, a nyíltpiaci műveletekben és az alapkamatban testesültek meg. A csehszlovák korona aranyfedezetének 1990. évi megszüntetését³ követően a szövetségi jegybank öt világpénzből álló kosarat választott nominális horgonyként.

A kereskedelmi bankok magánosítása az első kuponos privatizáció révén valósult meg, amely során a banki tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok jelentékeny része térítésmentesen került az állampolgárok tulajdonába. A kuponok részvénné történő átalakítása azonban befektetési alapok közvetítését igényelte, amelyek az eredetileg szétszórtan tervezett tulajdont koncentrálták. A kuponos privatizáció nem jelentett államháztartási bevételt és tőkejuttatást a pénzügyintézeteknek. A tulajdonosi szerkezetben pedig nem hozott létre olyan változást, ami erős tulajdonosi érdekeltséget teremtett volna (Réti, 1998). Ez a privatizációs stratégia elhalasztott banki és vállalati átalakulást, magas munkanélküliséget és kereskedelmi mérleghiányt vont maga után.

A kétszintű szlovák bankrendszer kezdetben komoly gondokkal küszködött. Az akut tőkehiány, a szocialista gazdasági rend összeomlását követő bizonytalanság, az olykor még alapvető piacgazdasági ismeretekkel sem rendelkező humánerőforrás és a kezdetleges banki információs rendszerek csak a kilátástalanságot erősítették. Az 1988. évi Bázeli

Tőkeegyezmény keretében megfogalmazott 8 százalékos tőkemegfelelési arányt a múlt század utolsó évtizedének alkonyán megkezdődött szerkezetátalakítási folyamatokig egyetlen hitelintézet sem tudta teljesíteni. Az így is gyengélkedő szlovák bankrendszert még jobban megpecsételte az úgynevezett rossz hitelek veszélyesen magas aránya és a realgazdaság fizetéképtelen adósainak végeláthatatlan sora. A pénzügyintézetek a túlnyomóan rövid futamidejű betétek és a gyarapodó hosszú lejáratú hitelállomány közti egyensúlyzavar folytán likviditási nehézségekkel küzdöttek. A fennakadások ellenére a kilencvenes évek banki hitelpolitikáját egy bizonyos fokú óvatlanság jellemezte. A bankok szerfelett könnyelműen hitelezték a reálszféra fejlesztési és szerkezetátalakítási célokra forrást igénylő vállalatait. A nem teljesítő hitelportfólió ellenben egyre nagyobb méreteket öltött.⁴ A hitelintézetek az ezredfordulóra már tetemes tőkehiányban szenvedtek, amelyet később a jegybank a kormánnyal karöltve a külföldi tőke fokozatos bevonásával orvosolt. A magánosítást megelőző banki szerkezetátalakítás a múlt század utolsó éveiben vette kezdetét. Először is meg kellett teremteni a feltételeket a Bázeli Tőkeegyezményben lefektetett tőkemegfelelési arány elérésére, másodjára a magas kockázatú hiteleket át kellett csoportosítani a külön erre a célra létrehozott állami pénzügyintézetbe, harmadjára pedig a szlovák államnak tőkeinjekcióval kellett ellátnia a stratégiai befektetőkre várakozó kereskedelmi bankokat. Az ezredforduló első éveiben lezajló privatizációs folyamatok következtében a csaknem teljes egészében külföldi befolyás alá kerülő bankszektor lassacskán elnyerte azokat a sajátos jegyeket, amelyeket a világgazdasági válság kirobbanása után is hűen megőrzött. Eme jegyek az alacsony és stabil bankközi és hitelkamatokban, a fokozódó jövedelmezőségben és a jellegzetesen magas likviditásban nyilvánultak meg (Nagy, 2015a).⁵

A SZLOVÁK JEGYBANK MONETÁRIS POLITIKÁJA

A szlovák jegybankpolitikát történeti összefüggésében vizsgálva két időszakra választhatjuk el. Az első időszak az 1993–1999 közötti önálló monetáris politika gyakorlatát öleli fel. A második, 2000–2008 közötti időintervallum pedig a Szlovák Nemzeti Bank és az Európai Központi Bank monetáris politikája eszköztárára harmonizálására fókuszált.

A szlovák jegybankpolitika első hét éve

Az első szakasz monetáris politikai fordulatainak ismertetését megelőzően külön kitérnénk a szlovák jegybank reálszektor refinanszírozási eszköztárára. A magyar jegybanki gyakorlatól eltérve,⁶ a csehszlovák jegybank mindjárt a bársonyos forradalmat követő első évben (1990) felhagyott a realgazdaság refinanszírozó szerepével, és szakított a költségvetés közvetlen refinanszírozásával is, csakhogy a Szlovák Nemzeti Bank a szövetségi jegybank immáron csak a kis- és közepes vállalkozói szektor fejlesztésére szorítkozó refinanszírozó műveleteit továbbörökítette.

Az Európai Beruházási Bankkal 1993–1997 között kötött megállapodását az Apex Global Loan devizaalapú hitelcsomag folyósítása képezte. A tőkehiánnyal küzdő kis- és közepes vállalatok a programban részt vevő kereskedelmi bankok révén juthattak a koronában folyósított fejlesztési devizahitelekhez, amelyek futamideje alatt jelentkezett árfolyamkockázatot a szlovák jegybank vállalata át. A hitelek kamatai vagy a Szlovák Nemzeti Bank alapkamata, vagy pedig a szlovák bankközi korona kamatláb (az egykori BRIBOR) függvényében módosultak. A szlovák jegybank más nemzetközi pénzügyintézetekkel is kötött hasonló, a kkv-refinanszírozást előmozdító keretmegállapodásokat. Az egyik legjelentő-

sebb az 1997. évi Japán Nemzetközi Együttműködési Bankkal (JBIC) kötött egyezmény. A húszmilliárd jen⁷ értékű hitelcsomagot kizárólag a szlovákiai kis- és közepes vállalatok fejlesztésére lehetett felhasználni. A jegybank-mérleg forrásoldalán, majd a refinanszírozás eredményeképp az eszközoldalán is megjelenő JBIC-hitelek kereskedelmi bankok közvetítésével érkeztek a szlovák kkv-szektorba. A jegybanki alapkamathoz kötött, változó kamatozású JBIC-hiteleket ugyancsak nemzeti valutában folyósították, s az árfolyamkockázatot ez esetben is a nemzeti bank vállalta fel.

A szlovák jegybank az ezredfordulóra felhagyott a kkv-refinanszírozó szerepével. A Magyar Nemzeti Bank új típusú, részint a fenntartható gazdasági növekedés támogatásában nyilvánuló monetáris politikájával ellentétben,⁸ a szlovák jegybank teljesen kiszorult a reálszektor-refinanszírozás gyakorlatából. A szlovák kis- és közepes vállalatok finanszírozásáért, illetve fejlesztéséért a Gazdasági Minisztérium által 1993-ban létrehozott Szlovák Üzleti Ügynökség⁹ és hálózata, a Pénzügyminisztérium által 1991-ben megalapított Szlovák Fejlesztési Bank,¹⁰ az egyes minisztériumok és egyéb a kkv-szektor támogató nonprofit szervezetek felelnek. Az Európai Beruházási Bank pedig a kkv-finanszírozást támogató hitelcsomagjait jegybanki szerepvállalás nélkül folyósítja hat szlovák hitelintézet közvetítésével (SBA, 2015).

A Szlovák Nemzeti Bankról szóló 1992. évi 566. törvény értelmében a szlovák monetáris politika elsődleges célja a nemzeti valuta stabilitása volt. *Iša* (2004) megalapozott bírálata szerint a jogszabályban megfogalmazott célkitűzés egyszerre két valutastabilitási elemet, egyrészt az árszínvonal-stabilitást, másrészt pedig a koronaárfolyam-stabilitást is magában foglalta, amely a kétértelmű meghatározás következtében tartalmi ellentmondásokba ütközött a monetáris politika négy-öt évvel későbbi gyakorlatában.

A szlovák állam megalakulását követő években a független státuszt élvező Szlovák Nemzeti Bank az árszínvonal és a nemzeti valuta állékonyosságának megőrzésén munkálkodott. Amennyiben a jegybanki főcélkitűzését tartjuk szem előtt, akkor a nemzeti bank valóban eredményes inflációellenes monetáris politikát tudhatott magáénak, ugyanis az 1993–1998 közötti időszakban az egykor szocialista tervezési rendszer elvein alapuló gazdaságok közül csakugyan az egykori Csehszlovákia két utód-államában volt megfigyelhető a legalacsonyabb szintű infláció. A Szlovák Nemzeti Bank átörökölte a szövetségi jegybank sávosan rögzített árfolyamrendszerét, és az árfolyam-stabilitás megőrzése a nominális horgonyként választott amerikai dollárból és a német márkából álló kosárral szemben – még a drámaian alacsony devizatartalékok ellenére is – eredményesnek bizonyult.¹¹

A szlovák jegybankpolitika egyrészt átvette a monetáris iskola álláspontját, miszerint *„a monetáris politika feladata csak az lehet, hogy kiszámíthatóan és alkalmazkodóan alakítja a reálgazdaság igényeinek megfelelően a pénzkínálatot”* (Tatay és Kotosz, 2013, 447. oldal), másrészt igyekezett megfelelni az árstabilitás követelményének, ami *„az infláció káros hatásának ismeretében (...) az Európai Unió elvárásaival is egybecsengett”* (Novák, 2014, 923. oldal).

A kilencvenes évek gazdasági növekedést előmozdító expanzív fiskális politikája és a koronaárfolyam-stabilitást szem előtt tartó, túlzottan restriktív monetáris politikája az érdekütközések és az ellentmondásos célkitűzések folytán kisiklott. A növekvő államháztartási hiányra a jegybank 1996-ban megszorításokkal válaszolt. Emelte a kötelező tartalékokat és a lombard irányadó rátát,¹² valamint egyre gyakrabban nyúlt a nyíltpiaci műveletek sterilizációs eszközeihez.¹³ A monetáris megszorítás jelentékeny kamatnövekedést eredményezett, a koronaalapú hitelek kamatai

módfelett felszöktek, a hitelebírlás szigora pedig megnehezítette a reálszféra hozzáférését a banki forrásokhoz. A XX. század utolsó éveit hitelpiaci pangás jellemezte. A pénzügyintézetek hitelfolyósítási feltételeit teljesítő, fizetőképessé vállalatok inkább a koronaalapú hitelektől jóval alacsonyabb kamatot ígérő devizahitelekért folyamodtak.

A szlovák jegybank pénzmennyiségre vonatkozó másodlagos célkitűzése nem tűnt megfelelőnek, ezért 1997–1998-ra az árfolyamcsatorna kezdte uralni a monetáris transzmissziós mechanizmust. A jegybank ettől az időszaktól kezdve egyre nagyobb figyelmet szentelt az árfolyam-stabilitásnak. A sávosan rögzített árfolyamrendszer az államháztartás- és a fizetésimérleg-hiány folytán tarthatatlanná vált. Az infláció növekedett és a devizapiaci spekulációk olyan nyomást gyakoroltak a jegybank devizatartalékaira, hogy 1998 októberében át kellett állnia egy rugalmasabb árfolyamrendszerre.¹⁴ A jegybank az irányított lebegtetés mellett döntött, amely elősegítette az inflációs célkövető monetáris politika alkalmazását. A hiteles inflációs célkövető rezsimnek lebegő árfolyamrendszerrel kell ugyanis párosulnia, máskülönben az inflációs cél nem lehet elsődleges célja a monetáris politikának (Matolcsy, 2015).

A múlt század végére, éppúgy, mint a cseh monetáris politikai gyakorlatban, a repotenderek váltak a szlovák monetáris politika legfőbb eszközévé. A repotendert kizárólag monetáris politikai célból alkalmazzák a likviditási többlet elnyelésére vagy pedig a banki likviditás emelésére. A pénzügyintézetek ajánlatait a szlovák jegybank két módszer alapján rangsorolhatta. A legtöbbször alkalmazott amerikai módszer szerint a legkisebb kamatlábbal ajánlatot tett kereskedelmi bank a befogadás sorrendjében került a legelőrébb. A magasabb kamatlábbal tett ajánlatokat addig fogadta be a jegybank, amíg a várható likviditási többlet ki nem merült (Pulay et al., 2013).

A jegybank által meghatározott legmagasabb kamatláb felett érkezett ajánlatokat nem fogadta el a nemzeti bank. A holland módszer különbsége a szlovák jegybanki gyakorlatban csupán abban rejlett, hogy a repotenderben részt vevő összes bankra a legalacsonyabb ajánlott kamatláb vonatkozott.

Az implicit inflációs célkövetés

A világgazdasági válság előtt kialakított európai szabályozás szerint a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás elérése, illetve fenntartása, így a monetáris politikát Európában az utóbbi bő évtizedben a fogyasztóiárindex változásához kötötték (Kolozsi, 2013).

Míg a cseh jegybank 1997 májusában az irányítottan lebegtetett árfolyam-politikájával egyetemben várakozások nélkül állt át az explicit inflációs célkitűzés rendszerére,¹⁵ addig a Szlovák Nemzeti Bank az árfolyam-politikai fordulatot követő két évben még meglehetősen kevert monetáris stratégiát alkalmazott. Továbbra is kitüntetett figyelmet szentelt az árfolyam-stabilitásnak. Az inflációs célkövető rendszerre csupán 2000-ben állt át.

Csehország a kilencvenes években egy nettó mutatót alkalmazott az inflációs cél meghatározására, amelyet megtisztítottak a hatósági árak, a közvetett adók, az állami támogatások és az élelmiszerárak hatásától. Ezt a mutatót nettó inflációnak nevezzük. Az ezredfordulót követő első évben váltott a fogyasztóiárindexre épülő célokra. A szlovák jegybank az inflációs cél meghatározására a csehországi gyakorlattól eltérve csak a hatósági árakkal, a közvetett adókkal és az állami támogatásokkal megtisztított, úgynevezett maginflációt alkalmazta, ezért Iša (2002) véleménye szerint is a Szlovák Nemzeti Bank monetáris politikája az implicit inflációs célkövetés rendszeréhez állt közelebb. Az inflációs cél alapelemei a számszerűen bejelentett infláci-

ős cél, a jegybanki elköteleződés az inflációs cél iránt, a széles információs bázison alapuló monetáris stratégia, a monetáris politika átláthatósága és a jegybank elszámoltathatósága az inflációs cél elérésének szempontjából (Mishkin, 2006).

Az inflációs célkövetés a 2001-ben módosított jegybanktörvénybe is beépült, amely az árstabilitást jelölte meg a szlovák monetáris politika elsődleges céljául. A jegybank szakított a monetáris politika olyan elavult indirekt eszközeivel, mint a lombard irányadó ráta vagy a váltóügyletek, a kötelező tartalékokat pedig évről évre egy százalékponttal csökkentette.¹⁶ Az inflációs cél eléréséhez a kamatpolitika az egyetlen hatékony eszköz, ezért az európai monetáris politikai gyakorlathoz hűen, a kamatlábak váltak a szlovák jegybankpolitika elsődleges eszközévé. A jegybank két irányadó kamatlábat használt, nevezetesen a kéthetes standard repotender kamatlábát és az egynapos sterilizációs nyíltpiaci műveletek kamatlábát. A repotenderek szavatolták a kereskedelmi bankok korlátlan hozzáférést a refinanszírozási forrásokhoz, illetve biztosították a likviditási többletük elhelyezését a jegybankban, ami végső soron pénzügyi stabilizációhoz és a kamatláb-változékonyság enyhüléséhez vezetett. A monetáris politika hosszú távú célkitűzéseinek eléréséért kezeskedő repotenderek a szlovák jegybank stratégiai indirekt eszközévé váltak. A Szlovák Nemzeti Bank ötvözte az egynapos sterilizációs, illetve a refinanszírozó műveletek kamatlábát mint stabilizációs elemet, és a jegybank diszkontjegyeivel történő hosszabb távú repoműveleteket mint stratégiai inflációs célok elérésére szolgáló eszközöket (Iša, 2004). Mindez jelentős előrelépést jelentett az Európai Központi Bank monetáris politikája felé.

Az ezredforduló hajnalán megindított szerkezetátalakítási és privatizációs folyamatokkal a bankszektor megszilárdult, így már az uniós tagság elnyerése előtt meghatározó jellemzővé

vált a banki likviditásbőség és az évről évre zsugorodó hitelkamatlábak. A magánosítás után bekövetkezett likviditástöbblet elnyelésére a jegybank sterilizációs repoműveletekkel választott,¹⁷ majd a külföldi államadósság 2003-as törlesztése okán lazításokat vezetett be.

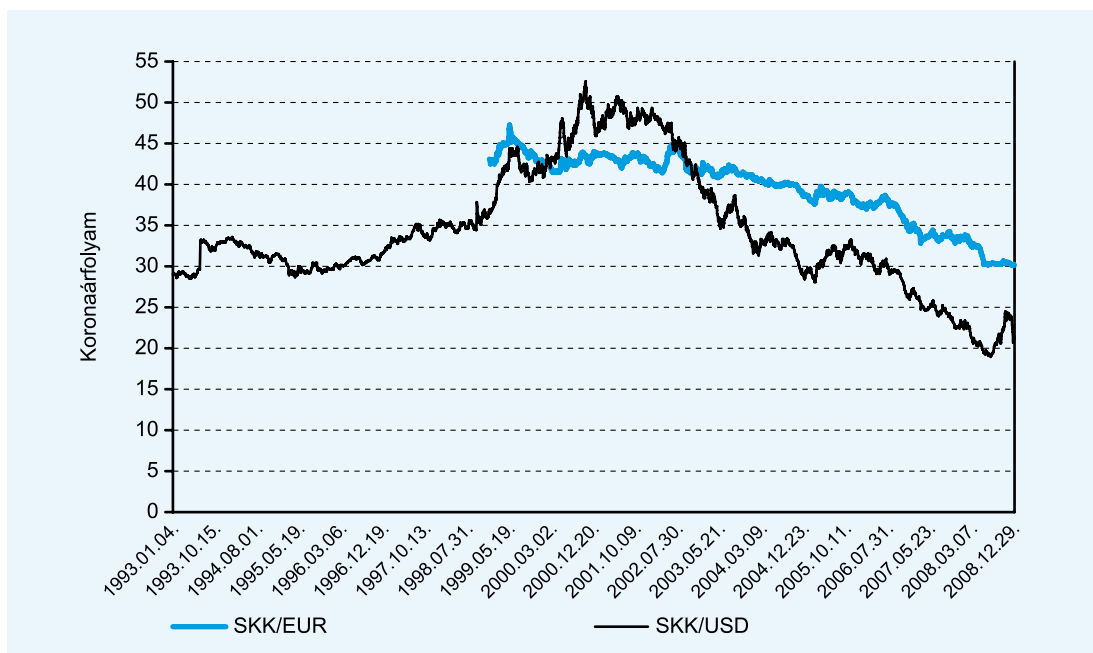
Jusko (2003) szerint az irányítottan lebegtetett árfolyamrendszerre történő átlépés Szlovákia makroökonómiai stabilitásának egyik alapfeltétele volt. A szlovák korona és az euró árfolyama 1999–2004 között viszonylag szilárd maradt, amelyet az 1. ábra is szemléltet. A nemzeti valutaárfolyam túlzott megerősödése csupán 2002-ben kívánta meg a jegybank devizapiaci beavatkozását.

A kormány 2003-ban vitatta meg az euró bevezetésével kapcsolatos stratégiáját és jóváhagyott egy jegybankkal közös nyilatkozatot. A nyilatkozatban lefektettek alapján a kormány a gazdaságpolitikai célkitűzéseit úgy határozta meg, hogy azok a lehető legjobban szolgálják felkészülését az euróövezeti tagságra.

Inflációs célkövetés az ERM–2-ben

A szlovák kormány és a jegybank a bankszektor gyökeres átalakítása után a maastrichti konvergenciakritériumok teljesítését tűzte ki célul. A jegybank és a kormány közös nyilatkozata kezdetben 2008–2009 között tervezte az euróövezeti tagság felvételét, majd az euróbevezetési stratégiát 2004-ben pontosította és 2009. január 1-jét jelölte meg. Mivel a maastrichti szerződés árfolyam- és inflációkritériumának teljesítéséért a Szlovák Nemzeti Bank felelt, a jegybank 2008-ig terjedő monetáris programjában meghirdette a középtávú explicit inflációs célt az ERM–2-ben. Az inflációs célkitűzés rendszerében a jegybank az évközi inflációt¹⁸ jelölte meg, amely a harmonizált fogyasztóiár-indexre épült (Šikulová, 2014). A jegybanki indirekt eszköztárat továbbra is a kötelező tartalékok és a kamatláb-

A SZLOVÁK KORONA ÉS AZ EURÓ 1999–2008 KÖZÖTTI, ILLETVE A SZLOVÁK KORONA ÉS AZ AMERIKAI DOLLÁR 1993–2008 KÖZÖTTI NAPI ÁRFOLYAMÁNAK ALAKULÁSA (1993. JANUÁR 4. – 2008. DECEMBER 31.)



Forrás: saját szerkesztés a Szlovák Nemzeti Bank honlapján nyilvánosságra hozott adatok alapján

bak képezték. Az elsődleges eszköz pedig a két irányadó kamatláb volt.

Szlovákia 2005. november 28-án az európai árfolyam-mechanizmus (ERM–2) tagja lett, és a szlovák korona a belépéskor meghatározott 38,455 SKK/EUR központi árfolyam körül ± 15 százalékos szűk sávban lebeghetett. A szlovák korona ettől az időszaktól fokozatosan erősödött (1. ábra), így az ERM–2-be történő belépést követően a központi árfolyamot még kétszer kellett módosítani. Az első módosításra 2007 márciusában, majd az utolsóra 2008 májusában került sor. Az ekkor meghatározott 30,1260 SKK/EUR központi árfolyamon vezették be 2009. január 1-jén az Európai Unió hivatalos fizetőeszközét. A Szlovák Nemzeti Bank az euróvezeti központi banki rendszer tagja lett, s ezzel elveszítette önálló monetáris politikáját.

AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK MONETÁRIS POLITIKÁJÁNAK HATÁSA A SZLOVÁK GAZDASÁGRA

Jóllehet az Európai Valutaunióhoz való csatlakozást követő hét év még mindig kevés az átfogó értékelésre, az euróvezeti tagsággal járó előnyöket és hátrányokat mégis megkíséreljük felvázolni Szlovákia szemszögéből. A szlovák gazdaság nagy nyitottságára való tekintettel a leglényegesebb előnyök közül a tranzakciós költségek visszaesését és az árfolyamkockázat¹⁹ kiküszöbölését kell megjelölnünk. Viszont további előnyöket a szlovák gazdaságnak – az európai gazdaságokat megingató pénzügyi válság okozta kilátástalanság miatt – mind a mai napig nem sikerült kovácsolnia. Šuster (2006) korábbi számításai alapján az euró bevezetésével a szlovák külkereskedelem 60 szá-

zalékos növekedése és 7 százalékot meghaladó gazdasági fellendülése relevánsnak tűnt. Előrejelzéseit a pénzügyi válság felülírta és mára hiú reménnyé váltak. Šuster tanulmánya óta eltelt tíz évben a visegrádi országok közül – amelyek Szlovákia legfőbb kereskedelmi partnerei – egyik sem vezette be az unió hivatalos fizetőeszközét, és ez a közeljövőben sem várható. Az euróövezet országait ért gazdasági sokk a szlovák termékek iránt megmutatkozó külföldi keresletet visszaszorította. A nettó export bruttó hazai termékhez viszonyított nem egészen 4 százalékos aránya 2012–2014 között a korábbi elvárásokhoz képest még mindig csekély.²⁰ Šuster (2006) azt is feltételezte, hogy a tagsággal járó általános előnyökkel fokozódni fog a külföldi működőtőke-beáramlás, ami szintén csak várat magára, ugyanis a jegybanki statisztikák éppen ellentétes irányról tanúskodnak. Morvay (2014) ellenben nem zárja ki azt a feltételezést, hogy az euró bevezetése nélkül a külföldi tőkebefektetések még alacsonyabb szintet értek volna el.

Az euróövezeti tagsággal járó legnagyobb hátrány kétségkívül az önálló monetáris politika és a hazai gazdaság fejlődését szabályozó monetáris politikai eszközrendszer elvesztése. Mivel az Európai Központi Bank az amerikai vagy az angol központi bankhoz hasonló léptékű mennyiségi lazítási eszközt 2015-ig nem alkalmazott, Šikulová (2015) úgy látja, hogy a tagság hátrányai a következő években még jobban felerősödnek. Az euróövezet kevésbé volt képes megbirkózni a sokkhatásokkal, és az Amerikai Egyesült Államoknál jóval gyengébb alkalmazkodó képességet mutatott, ami hosszan elhúzódó válságot eredményezett. Az amerikai központi bank nem restriktív, hanem mennyiségi lazítási politikája révén likviditásbővítéssel kezelte a válságot (Lentner, 2015b), és 2013-ra már a javulás jelei is megmutatkoztak. Miközben az Egyesült Államokban az államadósság évről évre növekedett, a valutaunió tagországai meglehetősen szigorú

költségvetési megszorításokat hajtottak végre, a szükséges monetáris politikai lazítás ugyanakkor elmaradt.

A pénzügyi válság kirobbanásától Szlovákia az európai gazdaságok többségével egyetemben jelentős költségvetési hiánnyal küzdött.²¹ Az Európai Tanács 2009 decemberében határozatot fogadott el, amelyben kezdetét vette a Szlovákiával szembeni túlzottdeficit-eljárás. A költségvetési hiányt 2013-ra 3 százalékra kellett lefaragni, ami a fiskális restriktív révén sikerült is.²² A kormány növelte a pénzintézetek adóterheit, külön adóval sújtotta a víz-, a gáz- és az áramszolgáltatókat, bevezette a természetes személyek progresszív adóztatását és csökkentette az állami juttatásokat. Az unió által kikényszerített költségvetési megszorítás viszont beárnyékolta a válság következtében gyengülő hazai keresletet. Az erősebb hazai kereslet szilárd alapokra helyezné a szlovák gazdaságot és még a pangó munkaerőpiacot is felélénkítené, de mindez gazdaságpolitikai paradigmaváltást kívánna meg. A szlovák háztartások fogyasztási kiadásainak fejlődését vizsgálva az utóbbi négy évben 2–3 százalékos növekedést észlelhetünk, a bruttó hazai termékhez viszonyított arányuk 2009-től mégis enyhe csökkenést érzékeltet.²³

A nemzetközi hitelválság okozta pánik csupán kisebb mértékben érintette a szlovák hitelintézeteket. Bár a bankszektor nyeresége 2009-ben drámaian visszaesett, de a következő évtől ismételtelen növekedési pályára állt.²⁴ A szlovák bankok többé-kevésbé jól kilábalnak a pénzügyi válság okozta sokkból, ezt bizonyítja, hogy nem volt szükségük se külföldi mentőövre, se állami beavatkozásra, és a likviditásbőségük, illetve a jövedelmezőségük ma is fennáll.

Az Európai Központi Bank tavalyi mennyiségi lazítást megelőző erőfeszítései a hitelpiaci feszültség enyhítésére csupán szolid sikereket hozott, hiszen a hitelkamatlábak az eurózónán belül rendkívül nagy eltérést mutattak. *Beka*

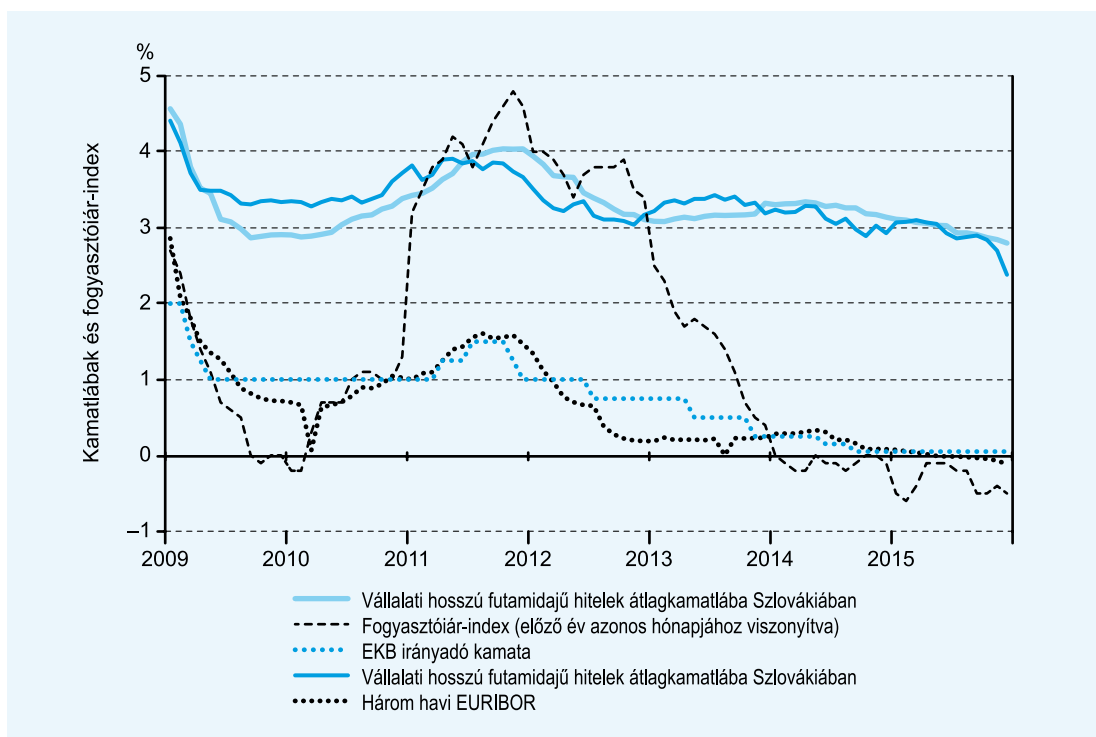
(2014) álláspontja szerint az Európai Központi Bank monetáris transzmissziós mechanizmusának kamatcsatornája a valutaövezeti tagság első évétől kezdve kedvezően hat a szlovák hitelpiacra. Ez minden kétséget kizáróan megalapozott állítás, merthogy az Európai Központi Bank alapkamat változásai valóban rugalmasan gyűrűznek be a kereskedelmi banki kamatlábakba. Ezt a 2. ábra is kellőképpen szemlélteti. A monetáris transzmissziós mechanizmus kamatcsatornájának azonban van egy második szakasza, amelyben a háztartások és a vállalatok a változó kamatfeltételek mellett meghozzák fogyasztási és beruházási döntéseiket. A második szakaszra később térünk ki. Ha a kamatcsatorna első szakaszával kapcsola-

tos eredményeket vesszük górcső alá, valóban nem tapasztalhatunk fennakadásokat, hiszen a kulcsfontosságú referencia-kamatlábak alakulását a szlovák bankok által folyósított hitelek kamatai hűen követik.

A szlovák hitelintézetek a gazdasági megrázkódtatás után is fennmaradó felettebb magas likviditása a stabil 75–76 százalékos hitel/betét aránnyal magyarázható.²⁵ Az Európai Központi Bank a gazdasági fellendülés beindítását előmozdító mennyiségi lazítási programja, amelyel pénzt pumpál a valutaövezetbe, a banki likviditásbőségre való tekintettel csupán szerényebb eredményeket hozhat a szlovák gazdaság számára. A szlovák bankok az euróövezet hitelintézeteitől ellentétben nem kényszerül-

2. ábra

**A SZLOVÁK VÁLLALATI HITELEK ÁTLAGKAMATLÁBÁNAK RUGALMASSÁGA
AZ EKB IRÁNYADÓ KAMATLÁB ÉS AZ EURÓPAI IRÁNYADÓ BANKKÖZI KAMATLÁB
VÁLTOZÁSÁRA KIEGÉSZÍTVE A SZLOVÁK FOGYASZTÓIÁR-INDEXSEL
(2009. JANUÁR – 2015. DECEMBER)**



Forrás: saját szerkesztés az Európai Központi Bank, a Szlovák Nemzeti Bank és az Eurostat honlapján nyilvánosságra hozott adatok alapján

tek a hitelkínálat visszafogására, tudniillik a magas betétállomány biztosítja a lakosság és a reálszféra hiteligényeinek kielégítését. A hitelportfólió minőségében is érzékelhető a hézag más valutaövezeti országokkal összevetve. Az Európai Központi Bank adatai alapján az olasz hitelek több mint tizenhat százaléka nem teljesítő, ami Szlovákiában csupán 6–7 százalék között mozog.

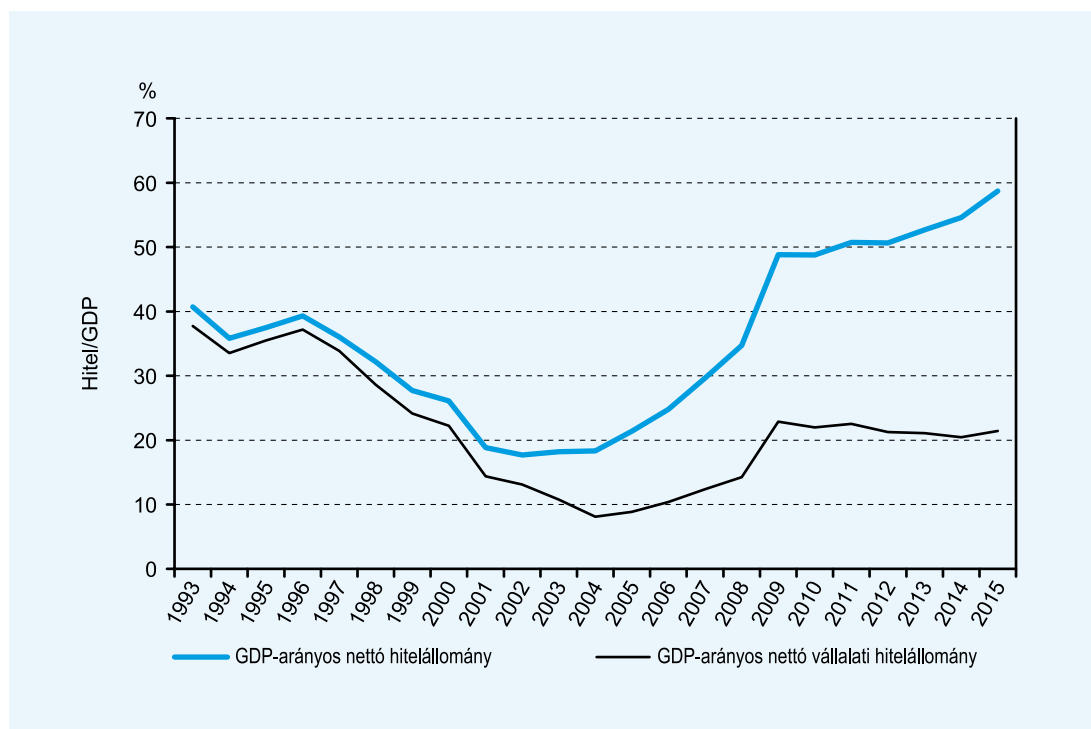
A GDP-arányos nettó hitelállomány alakulását bemutató 3. ábrán jól szemügyre vehető a múlt század alkonyán, az egyre kockázatosabb hitelügyletek és a banki likviditáshiány következtében megmutatkozó hitelkínálat-visszaesés. Külön ki kell emelni, hogy az ezredfordulóig a lakossági hitelek a hitelportfólió csupán nem egész 10 százalékát képezték, ami vitathatatlanul a kilencvenes évek hitelfolyósítási korlátozása által kiváltott kamatonö-

vekedéssel és a bankok lakossággal szembeni szigorúbb hitelbírálati feltételeivel magyarázható.²⁶ A bankszektor szerkezetátalakítási és privatizációs folyamatait magába záró időszakot hitelpiaci pangás jellemezte, ebben a periódusban a banki hitelállomány alig változott, a GDP-arányos nettó hitelállomány pedig szemlátomást apadt. A hitelpiaci felélénkülés a külföldi tőke bevonása és az ERM-2-be történő belépés után következett be. A jegybanki irányadó kamatlábak csökkenésére a hitelkamatok is meglehetősen jól viszonyultak. A hitelállomány és -folyósítás feltűnően gyors ütemű gyarapodásával egyre szembetűnőbbé vált a lakossági ingatlanfedezetes hitelek fokozott növekedése.

A GDP-arányos nettó hitelállomány emelkedése a válságot követően megállt (3. ábra). Bár a vállalati hitelfolyósítás a 2008. évi tíz

3. ábra

GDP-ARÁNYOS NETTÓ HITELÁLLOMÁNY ALAKULÁSA SZLOVÁKIÁBAN 1993–2015 KÖZÖTT



Forrás: a szerző számításai a Szlovák Nemzeti Bank és a Szlovák Statisztikai Hivatal honlapján nyilvánosságra hozott adatok alapján

milliárd euróról 2009-re tizennégy milliárd euróra emelkedett, az ezt követő években azonban csak szolid növekedés észlelhető.²⁷ A GDP-arányos nettó vállalati hitelállomány stagnálását nem a kínálati, hanem a keresleti oldal mozgatja. A vállalatok csekélyebb hitelkereslete minden kétséget kizáróan a válság okozta kilátástalanságnak, a kételynek és az eltérő elvárásoknak tulajdonítható. A valutaunió pénzügyi válság okozta belső anomáliái és egy újabb, markánsabb recesszióhullámtól való félelem fokozott óvatosságra intette a reálszférát, amely visszafogta a beruházási keresletet és rányomta bélyegét a hitelkeresletre is. A GDP-arányos nettó hitelállomány a lakossági ingatlanfedezetes hitelek iránti fokozódó kereslet eredményeképp 2013-tól újból növekedési pályára állt, a vállalati hitelezés utóbbi öt évét viszont pangás jellemzi.

A monetáris transzmissziós mechanizmus kamatcsatornájának második szakasza a piaci szereplők a változó kamatfeltételek mellett meghozott gazdasági döntéseit érinti. A fogyasztói keresletnél valóban tapasztalható némi javulás, ellenben az erősödése a válság előtti állapothoz viszonyítva lassúbb és vontatottabb. A fogyasztási kiadások 1997-től egészen 2008-ig trendszerűen 10–12 százalékkal növekedtek, aminek a gazdasági recesszió szabott gátat, mivelhogy a 2009–2010-es stagnálást követően az utóbbi öt évben csupán 2–3 százalékos emelkedés figyelhető meg.

A beruházási kiadások a 2010-es 20 és a 2011-es 9 százalékos emelkedését a 2012. évi 14 százalékos visszaesése követte, de 2013-tól ismételten, bár jóval szerényebb, 2 százalékos növekedést mutatnak. A 2012. évi esést minden kétséget kizáróan a válság második hulláma váltotta ki, amelyre a reálszféra igencsak érzékenyen reagált. A Szlovák Nemzeti Bank rövid jelentése szerint (2012) a beruházási kedv visszaesése elsősorban az építőiparban jelentkezett, ami a 14 százalékos csökkenést is előidézte.

ÖSSZEZÉS

A szlovák pénzügyi intézetek magas likviditásban és jól védettségben megnyilvánuló jellegzetességét a válság sem volt képes megingatni, ezért az euróövezet monetáris dominanciára épülő közösségi szintű monetáris politikájának mennyiségi lazítási programja csupán mérsékelt hatással lehet a szlovák hitelpiacra.

A válság nyomán azonban azzal kellett szembeesnünk, hogy a foglalkoztatottságban és a növekedésben megnyilvánuló regionális szintű differenciákat az Európai Központi Bank monetáris politikája hatókörénél fogva nem tudja megoldani. A valutaunióhoz való csatlakozás nem változtatta meg az egyes megyék a szlovák gazdaságon belül korábban elfoglalt relatív pozícióját. A régiók közötti egyensúlytalanság, az egyensúlytalanság földrajzi anomáliái a valutaövezeti tagsággal tovább erősödtek. Az ipar, a termelés, a szolgáltatások és a beruházások továbbra is a fővárosra és az ahhoz közeli nyugati megyékre összpontosulnak. A nyugat-szlovákiai és a közép-, illetve kelet-szlovákiai megyék közötti gazdasági szakadékot sem az uniós, sem pedig az euróövezeti tagság nem volt képes át-hidalni. Külön ki kell emelni a keleti megyék elmaradottságát és a régiót jellemző magas munkanélküliséget,²⁸ ahol a hazai és közösségi szintű, élénkület előmozdító gazdaságpolitikai intézkedések sorra csődöt mondtak. A munkanélküliség mindig is Szlovákia leginkább meghatározó társadalmi problémája volt. Az ország munkanélküliségi rátája nemcsak az európai uniós átlagot haladta meg, hanem a visegrádi országok közül is a legmagasabb értékeket érte el. *Dinga és Ďurana* (2015) vizsgálatai alapján a válság nem a szlovák pénzügyi szektort és nem a nyugati országrészre összpontosuló vállalkozásokat sújtotta, hanem a munkaerőpiacot, s annak is a kelet- és közép-szlovákiai szegmensét. A kedvezőtlen állapotot kiváltó okok között a magas adóterheken kívül kulturális tényezők is szerepet játszanak, amelyeket

közösségi szintű gazdaságpolitikai lépésekkel nem lehet orvosolni.

A szlovák reál-GDP-növekedés visszaesése a gazdasági recesszió hatására sem volt túlságosan szembetűnő. Az egy főre eső reál-GDP 2009-ben csupán 598 dollárral esett vissza, 2011-ben viszont már elérte a 2008. évi érték 103 százalékát, és azóta is ütemesen növekszik (Nagy, 2015b). Az ország tartós gazdasági növekedése viszont igencsak ellentmondásos foglalkoztatottsági rátával párosul. 2009-ban a munkanélküliségi ráta az előző évi 8 százalékról 12 százalékra emelkedett, majd 2012-ben

meghaladta a 14 százalékpontot is. Bár ebben az évben figyelhető meg az euró bevezetésétől mért legmagasabb értéket, a következő években sem tapasztalhattunk lényeges javulást. Joggal kijelenthető, hogy a válság kirobbanásától látványos visszaesés jellemzi a szlovák munkaerőpiacot. Morvay (2014) szerint ez a jelenség a válság előtti időszakkal szembeni lassabb ütemű gazdasági növekedésnek, valamint az ezzel összefüggő változatlan munkakínálati elaszticitásnak tudható be. Az eredményességhez gazdaságpolitikai paradigmaváltásra lenne szükség nemzeti szinten.

JEGYZETEK

- ¹ A Washingtoni Konszenzus keretein belül megfogalmazott neoliberais elvekre épülő gazdaságpolitikai szemlélet a Nemzeti Valutaalap és a Világbank által folyósított hitelek feltételeiben is megjelent elvart, a nemzeti gazdaságpolitikában megjelenítő tartalomként (Lentner, 2010, 2015a). Stiglitz (2013) szerint nem lenne szabad az egyes gazdaságokban egyformán alkalmazni a konszenzus szellemében született stabilizációs programot, mivelhogy a gyakorlatban sem létezik egységes „recept” a válságkezelésre. A közép-kelet-európai országok transzformációs válsága sem hasonlít a nyolcvanas évek latin-amerikai válságaira, miként a délkelet-ázsiai országok recessziója sem a XX. század alkonyán.
- ² Állításukat elégséges pár adattal alátámasztanunk. Míg az északkelet-szlovákiai Eperjes megye egy főre jutó bruttó hazai terméke 1995-ben Pozsony megye egy főre jutó bruttó hazai termékének 29,86 százalékát tette ki, addig ez az arány 2013-ra 24,35 százalékra zsugorodott (Szlovák Statisztikai Hivatal).
- ³ A forint aranyfedezetének megszüntetése viszont már nyolc évvel korábban megvalósult.
- ⁴ A nem teljesítő hitelek az 1996–1997-es években a hitelportfólió közel 16,3 százalékát képezték (Szlovák Nemzeti Bank).
- ⁵ Az ezredfordulót követően a betétek a hitelállomány közel kétszeresét képezték (Szlovák Nemzeti Bank).
- ⁶ A Magyar Nemzeti Bank 1995-re építette le reálszektor-refinanszírozó eszközrendszerét, majd az ezredfordulóra költségvetés-refinanszírozó műveleteit (Kolozsi és Lentner, 2006).
- ⁷ Ez akkor közel 154,5 millió amerikai dollár.
- ⁸ A magyar „jegybank monetáris politikai fordulata a kormányzati gazdaságpolitika alapcéljait tűzte maga elé: a foglalkoztatás bővítését és a tartós gazdasági növekedést. (...) Ez indíthatta el a növekedési hitelprogramot, amely közel 3000 milliárdos forrással élénkíti a gazdaságot” (Matolcsy, 2015, 445–446. oldal).
- ⁹ A megalapítása évétől kezeli a Mikrohitel Programot, amely jelenleg 4–5 százalékos kamatozású, legfeljebb négyéves futamidejű hitel folyósítását biztosítja a szlovák kis- és közepes vállalatoknak (SBA, 2015).
- ¹⁰ Napjainkban öt különböző államilag támogatott, alacsony kamatozású és hosszú futamidőre biztosított hitelt folyósít a kis- és közepes vállalkozások fejlesztésére.

- ¹¹ A jegybank a nominális horgonyként használt öt világpénzből álló kosarat 1994 júliusában szűkítette le.
- ¹² A lombard irányadó ráta 2002-re vonult ki a szlovák monetáris politika eszköztárából.
- ¹³ Elsőként ebben az évben kerültek kibocsátásra a Szlovák Nemzeti Bank diszkontjegyei (Harumová, 2005).
- ¹⁴ Marcinčin és Beblavý (2002) szerint a szlovák jegybanknak a csehországi példát követve, tehát már jóval korábban szakítania kellett volna a rögzített árfolyamrendszerrel.
- ¹⁵ A feltörekvő országok és a visegrádi országok közül Csehország volt az első állam, amely bevezette az explicit inflációs célkövetés rendszerét. A magyar jegybank monetáris politikája 2001-ben tért át az inflációs célkövető rendszerre.
- ¹⁶ A kötelező tartalékráta a 2001. évi 5 százalékról az európai uniós tagság elnyerésének évében 2 százalékra zsugorodott (Szlovák Nemzeti Bank).
- ¹⁷ A 2002. évi sterilizáció eredményeképp a jegybank 85,8 milliárd szlovák koronát vont el a bankszektorból (Szlovák Nemzeti Bank).
- ¹⁸ Havi és/vagy negyedéves infláció.
- ¹⁹ Az euró bevezetésével a vállalati szektorban elterjedt devizahitelek teljesen kiszorultak a szlovák hitelpiacról. 2011 végére a devizaadóság aránya a teljes hitelállományhoz viszonyítva még az egy százalékot sem érte el, ami annak tudható be, hogy Szlovákiában az ezredfordulótól csak az euróalapú hitelek honosodtak meg. Az ERM-2 tagjaként már 2005 decemberében érezhető volt a korona- és a devizahitelek közötti csekély kamatkülönbség (Nagy, 2015a).
- ²⁰ A nettó export egészen 2011-ig negatív hatást fejlesztett a növekedésre. Az előnyös fordulat a szlovák kivitel pörgető autógyártásnak köszönhető.
- ²¹ Az Eurostat adatai alapján 2009-ben a bruttó hazai termék $-7,9$ százaléka.
- ²² A költségvetési deficitet a bruttó hazai termék $2,6$ százalékára szorította le (Eurostat).
- ²³ A szerző számításai alapján a fogyasztási kiadások bruttó hazai termékhez viszonyított aránya 2010-ben 4 , de 2014-ben már csak $0,12$ százalékkal zsugorodott, ami kétségtelenül kedvező kilátásokról árulkodik.
- ²⁴ A Szlovák Nemzeti Bank adatai alapján a bankszektor 2008. évi $15,3$ milliárd eurós profitja 2009-re 250 millió euróra zuhant. Ennek dacára a bankszektor 2010-ben már megduplázta az előző évi profitját, amely azóta is apróbb ütemben gyarapodik. 2015-ben a bankszektor nettó nyeresége meghaladta a 626 millió eurót.
- ²⁵ A szerző számításai alapján a banki betétek 2009–2011 között a vállalati és a lakossági hitelek $1,5$ -szörösét képezték, 2012-től, a hitelek, mindelelőtt a lakossági hitelek ütemesebb növekedésével (3. ábra) a betétállomány a hitelportfólió $1,3$ -szorosára állandósult.
- ²⁶ Szlovákiában a lakossági hitellelbírálás mindig is körültekintőbb és alaposabb volt, tehát a kilencvenes évek első felét jellemző óvatlan banki hitelpolitika csakis a vállalati hitellelbírálás attribútuma.
- ²⁷ A Szlovák Nemzeti Bank adatai alapján a vállalati hitelfolyósítás 2010–2015 között $14,8$ – $16,3$ milliárd euró között mozgott.
- ²⁸ A régiós munkanélküliségi ráta és az egy főre jutó bruttó hazai termék változásait vizsgálva valóban elkeserítőek az ország nyugati és keleti megyéi közötti különbségek. Míg Pozsony megye 2014-es munkanélküliségi rátája $6,13$ százalék, addig a kelet-szlovákiai Eperjes megyéé $17,45$ százalék, Kassa megyéé $15,92$ százalék és a közép-szlovákiai Besztercebánya megyéé $17,22$ százalék.

IRODALOM

- BEKA, J. (2014): Transmisný mechanizmus menovej politiky na Slovensku. *Biatec*, roč. 22, č. 3, 12–17. oldal
- BOZÓ I. – SZABÓ J. (2000): A Magyar Nemzeti Bank rövid története. In: Monetáris politika Magyarországon. Magyar Nemzeti Bank, 9–16. oldal
- DINGA, J. – ĎURANA, R. (2015): *Nezamestnanost – systémový problém slovenského hospodárstva*. INESS. Pozsony
- FARKAS B. (2012): A világgazdasági válság hatása az Európai Unió régi és új kohéziós tagállamaiban. *Pénzügyi Szemle*. LVII. évfolyam, 1. szám, 52–68. oldal
- GÁL Z. (2015): A pénzügyi globalizáció és az eurózóna pénzügyi-monetáris integrációjának térbeli korlátai. *Pénzügyi Szemle*. LX. évfolyam, 1. szám, 105–124. oldal
- HARUMOVÁ, A. (2005): Vplyv priemerného kurzu na zdaňovanie cenných papierov. *Ekonomický časopis*, roč. 53, č. 2, 212–221. oldal
- IŠA, J. (2002): Slovensko na ceste do Európskej menovej únie. *Ekonomický časopis*, roč. 50, č. 6, 899–925. oldal
- IŠA, J. (2004): Menová politika. In: OKÁLI, I. (ed.): *Hospodárska politika Európskej únie a Slovenska v EÚ*. Szlovák Tudományos Akadémia, 49–82. oldal
- JUSKO, M. (2003): Slovensko v kontexte európskej integrácie – Kde sme boli a kam smerujeme. *Biatec*, roč. 11, č. 11, 2–5. oldal
- KERTÉSZ K. (2014): Alternatívák a monetáris politika és Stabilitási és Növekedési Egyezmény megújítására az eurózónában. *Pénzügyi Szemle*. LIX. évfolyam, 3. szám, 386–402. oldal
- KOLOZSI P. P. – LENTNER Cs. (2006): A magyar jegybanki szabályozás és monetáris politika az európai uniós integrációs folyamatok tükrében. In: LENTNER, Cs. (szerk.): *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon*. Akadémiai Kiadó, 33–67. oldal
- KOLOZSI P. P. (2013): Monetáris politika, érdekcsoportok, pénzügyi válság. *Pénzügyi Szemle*. LVIII. évfolyam, 1. szám, 35–52. oldal
- LENTNER Cs. (2010): A magyar gazdasági válság és válságkezelés néhány történeti és nemzetközi aspektusa. *Pénzügyi Szemle*. LV. évfolyam, 10. szám, 561–585. oldal
- LENTNER Cs. (2015a): A túlhitelezés globalizálódása a világon és Magyarországon. In: LENTNER Cs. (szerk.): *A devizahitelezés nagy kézikönyve*. Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó, 23–61. oldal
- LENTNER Cs. (2015b): A magyar nemzetgazdaság működésének gazdasági, rendszertani és jogszabályi alapjai – unortodox jegybanki eszközök bemutatásával ékesítve. In: LENTNER Cs. (szerk.): *Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás*. Nemzeti Közszolgálati Egyetem, 31–76. oldal
- MARCINČIN, A. – BEBLAVÝ, M. (2002): *Hospodárska politika na Slovensku 2000–2001*. Slovak Foreign Policy Association, Pozsony
- MATOLCSY Gy. (2015): *Egyensúly és növekedés*. Kairosz Kiadó
- MISHKIN, F. (2006): *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Bertrams
- MORVAY, K. (2014): *Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2013 a výhľady do roku 2015*. Szlovák Tudományos Akadémia
- NAGY L. (2015a): A devizahitelezés problematikája és kezelése Szlovákiában. In: LENTNER Cs. (szerk.):

A devizahitelezés nagy kézikönyve. Nemzeti Közszo-
gálati és Tankönyv Kiadó, 531–550. oldal

NAGY L. (2015b): Merre tovább, Szlovákia? Az elkö-
vetkezendő időszak gazdasági kilátásai. *Polgári Szemle*.
11. évfolyam, 1–3. szám, 274–283. oldal

NOVÁK Zs. (2014): Monetáris politika, infláció és
gazdasági növekedés Kelet-Közép- és Délkelet-Euró-
pában. *Közgazdasági Szemle*. LXI. évfolyam, július–au-
gusztus, 923–942. oldal

PULAY Gy. – MÁTÉ J. – NÉMETH I. – ZELEI A.
(2013): Milyen kockázatokat hordoz a monetáris
politika az államadósság-szabály teljesülésére nézve?
Pénzügyi Szemle. LVIII. évfolyam, 1. szám, 11–34.
oldal

RAMOS, R. – OLLERO, J. L. – SURIÑACH, J. (2001):
Macroeconomic implications of EMU at the regional
level. 41st Congress of the European Regional Science
Association. Online: [http://www.sre.wu-wien.ac.at/
ersa/ersaconfs/ersa01/papers/full/146.pdf](http://www.sre.wu-wien.ac.at/ersa/ersaconfs/ersa01/papers/full/146.pdf)

RÉTI T. (1998): Privatizációs módszerek Kelet-Eu-
rópában. *Korunk*. IX. évfolyam, 1998. április, 112–
115. oldal

ŠIKULOVÁ, I. (2014): Slovenská republika ako súčasť
integračných procesov v Európe. In: Šikulová, I. (ed.):
Slovenská ekonomika: desať rokov členstva v Európskej
únii. Vybrané problémy. Szlovák Tudományos Akadé-
mia, 9–32. oldal

ŠIKULOVÁ, I. (2015): Menová politika Európskej
centrálnej banky a vývoj v eurozóne z pohľadu
Slovenska. In: MORVAY, K. (ed.): Hospodársky vývoj

Slovenska v roku 2014 a výhľady do roku 2016. Szlo-
vák Tudományos Akadémia, 42–52. oldal

STIGLITZ, J. E. (2003): *A globalizáció és visszasságai*.
Napvilág Kiadó

ŠUSTER, M. (2006): *Vplyv zavedenia eura na slovenské
hospodárstvo*. Szlovák Nemzeti Bank

TATAY T. – KOTOSZ B. (2013): Jegybanki model-
lezés és a bolyongó változók. *Pénzügyi Szemle*. LVIII.
évfolyam, 4. szám, 447–463. oldal

Európai Központi Bank: Euribor rates by year.
Online: [http://www.euribor-rates.eu/euribor-rates-by-
year.asp](http://www.euribor-rates.eu/euribor-rates-by-year.asp); 2016. február 14.

Európai Központi Bank: Key ECB interest rates.
Online: [https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/
rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html); 2016. február 14.

Eurostat: Database. Online: [http://ec.europa.eu/
eurostat/data/database](http://ec.europa.eu/eurostat/data/database); 2016. február 3.

SBA (2015): *Podpora malého a stredného podnikania
v Slovenskej republike. Sprievodca iniciatívami*. Slovak
Business Agency, Pozsony

Szlovák Nemzeti Bank (2012): Očekávaný makro-
ekonomický vývoj SR. *Biatic*, roč. 20, č. 10, s. 2–3

Szlovák Nemzeti Bank: Menová a finančná
štatistika. Online: [http://www.nbs.sk/sk/statisticke-
udaje/menova-a-bankova-statistika](http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/menova-a-bankova-statistika); 2016. február 3.

Szlovák Statisztikai Hivatal: Makroekonomické štatis-
tiky. Online: <http://slovak.statistics.sk>; 2016. március 1.