

György László – Veress József

A külső pénzügyi sebezhetőség lehetséges okai és elkerülésének eszközei

Magyarország versus Szingapúr

ÖSSZEFOGLALÓ: A 2008-as pénzügyi válság óta eltelt időszak külső finanszírozási nehézségei rávilágítottak Magyarországnak pénzügyi sebezhetőségére. Jelen tanulmányban a külső pénzügyi sebezhetőség azon okainak feltárására törekszünk, amelyek a gazdaságpolitika eszköztárával kezelhetők. Ebben lesz segítségünkre Szingapúr gazdaságpolitikájának elemzése. A külső finanszírozással kapcsolatos problémák elsősorban a fizetési mérleg liberalizáltóságának minőségével és ehhez kapcsolódóan a dereguláció és a privatizáció milyenségével függnek össze, de tágabb értelemben idekapcsolhatók az államháztartás nemzetközi versenyképességet meghatározó direkt és indirekt eszközei is (oktatáspolitika, klasztermenedzsment stb.).

Szingapúr példáján keresztül igazolható, hogy azok a világgazdasági nyitottsághoz kapcsolódó elméleti előnyök (legfontosabbak: piacokhoz jutás, menedzsmenttudás, technológia, know-how, munkahelyteremtés), amelyeket Magyarország is meg kívánt szerezni a gazdasági transzformáció során, a pénzügyi sebezhetőség sokkal alacsonyabb szintje mellett is elérhetők. Szingapúr kicsi, nyitott és a globalizációs indexek alapján a világ élmezőnyébe tartozó országgént jó összehasonlítási alapnak tekinthető Magyarország számára.

KULCSSZAVAK: pénzügyi sebezhetőség, privatizáció, állami vállalatok, liberalizáció, dereguláció, monetáris politika, Szingapúr

JEL-KÓD: E5, E52, L33

Tanulmányunkban a gazdaságpolitikai döntések külső sebezhetőség alakulására gyakorolt hatását vizsgáljuk Magyarország és Szingapúr vonatkozásában három szempont szerint. A külső egyensúlytalanságra történő reagálás, a működő állami vagyon alakulása, valamint a monetáris és árfolyam-politika cél- és eszköz-rendszere szempontjából.

Tisztában vagyunk összehasonlításunk gyakorlati hasznosíthatóságának korlátozott jellegével, a geostratégiai elhelyezkedés, a történelmi, világpolitikai események adott korszakokra jellemző kényszerítő erejével. Összehasonlításunk tekint-

hető gondolatkísérletnek. Arra kíván rávilágítani, hogy volt más választási lehetőség azokban az általunk fontosnak tartott stratégiai döntési pontokban, amelyek jelentős mértékben hozzájárultak Magyarországnak 2008-as külső pénzügyi sebezhetőségének kialakulásához. Ezen túlmenően a szingapúri monetáris és árfolyam-politikai gyakorlat – a sajátos magyar adottságok figyelembevételével – ma is számos tanulsággal szolgál.

A külső sebezhetőségre vonatkozó összehasonlítás a tekintetben megalapozott, hogy gazdasági értelemben két kicsi, nyitott és a globalizációs indexek alapján (A.T. Kearney, Ernst&Young) a világ élvonalába tartozó országról beszélünk.

Levelezési e-cím: gyorgy@finance.bme.hu

A PROBLÉMA: TARTÓS KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY

Ebben a fejezetben röviden áttekintjük, hogy a fizetési mérleg mely tételeinek hiánya vezet a külső finanszírozási igény növekedéséhez. A fizetésimérleg-deficit klasszikus okaként a folyó fizetési mérleg és azon belül is a külkereskedelmi mérleg hiányát szokták megnevezni, vagyis egy nemzetgazdaság „*túlfogyasztását*”. Klasszikus finanszírozási eszközként pedig a külföldi működő tőke (FDI) bevonását ajánlják. Az FDI előnyei között említik ugyanis, hogy azzal technológiát, menedzsmenttudást, know-how-t lehet bevonni a gazdaságba, valamint hogy az FDI hozzájárul az exportpiacok bővüléséhez és munkahelyeket teremt. Amennyiben ugyanakkor az FDI bevonására nem ezen szempontok alapján kerül sor, hanem már eleve a folyó fizetési mérleg finanszírozásának kényszere teszi szükségessé a külföldi működőtőke-bevonást és olyan vállalkozások is külföldi tulajdonba kerülnek, amelyek elsősorban belső piacokra termelnek és szolgáltatnak, maga az FDI válhat közép- és hosszú távon az egyensúlytalanság további forrásává. Ez Magyarországon a jövedelmi mérleg deficitessé válásában érhető tetten (lásd 1. ábra).

A fizetésimérleg-deficit másik klasszikus oka tehát a jövedelmek egyenlegének deficitessé válásából adódik. A jövedelmek egyenlegébe tartoznak a repatriált profitokon túl az államháztartás finanszírozásának kamatterhei is. A klasszikus megközelítés szerint a jövedelemáramlások hiányát a külkereskedelmi mérleg aktívumából kellene tudni finanszírozni. A 2007–2008-as pénzügyi válságot követő magyar kormányzati stabilizációs törekvések és a világgazdasági átrendeződés következtében a magyar külkereskedelmi mérleg egyenlege drasztikus javulásnak indult, és így Magyarország 2009-ben és 2010-ben 1995 óta először volt képes finanszírozni a jövedelemki-

áramlásokat. Ehhez hozzájárult a viszonzatlan folyó átutalások jelentős, egy milliárd eurós egyenlegjavulása is.

Mi a helyzet abban az esetben, amennyiben az FDI (és a portfóliótőke) beáramlása nem fedezi maradéktalanul a folyó fizetési mérleg hiányát? (Lásd 2. ábra) Ebben az esetben nem marad más választás, mint a végső menedékhez fordulás. A végső menedékhez fordulás időpontját és módját pedig a külső sebezhetőség nagy mértéke miatt elsősorban külső gazdasági hatások, vagyis a világgazdaság helyzete és a pénzügyi befektetők kockázatvétsége határozza meg. Tömören: a világ pénzpiaci szereplőinek „rendszer-finanszírozási hajlandósága”. Ilyen végső menedékhez fordulás történt 2008-ban és a magyar kormány 2011. év végén is egy hasonló hitelmegállapodás iránti igényét nyilvánította ki az IMF felé.

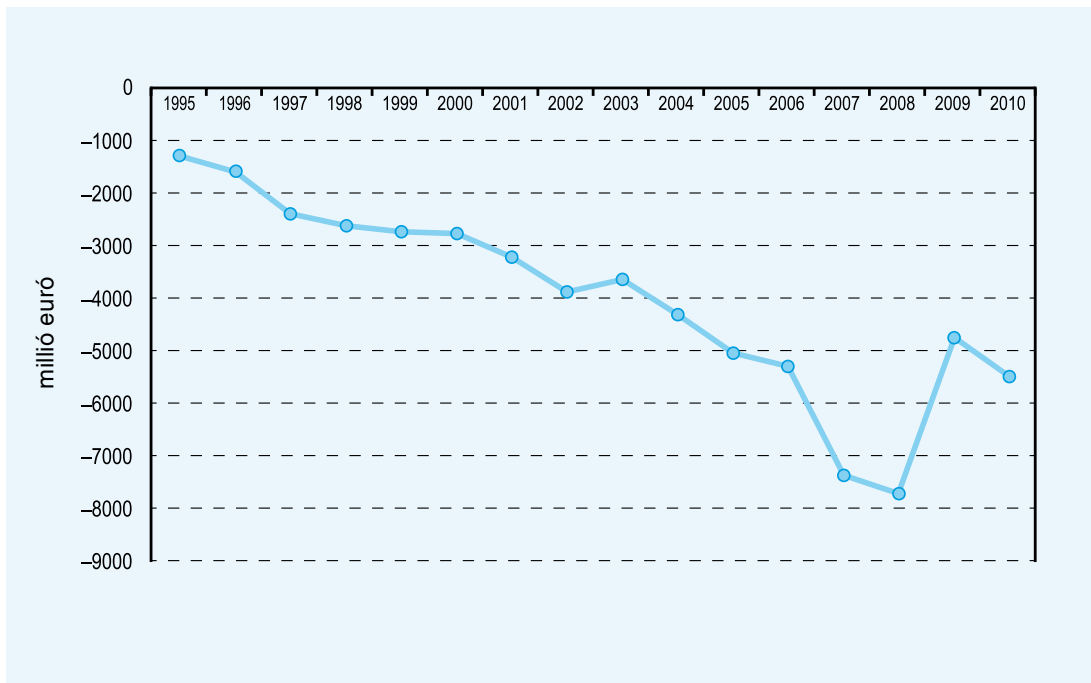
A kérdés minden esetben az, hogy milyen új egyensúly jöjjön létre. Ezen a ponton különbséget kell tennünk két megközelítés között. Az első, az általánosan elfogadottabb megközelítés a túlköltekezést nevezi meg az egyensúlytalanság elsődleges okának, úgy az államháztartás, mint az államháztartás kiadásai által fűtött lakosság részéről (Csillag, 2009; Bokros, 2009; Békesi – Palócz, 2009; Antal, 2004; Kornai, 1992, 1995). Ez a megközelítés a túlköltekezés rendszerét a „korszulött jóléti állam” kifejezéssel illeti (Kornai, 1992). A második, alternatívának tekinthető megközelítés az államháztartás elégtelen bevételeiben, rossz bevételi struktúrájában és az ezzel összefüggésben gyenge reálgazdasági teljesítményben látja a probléma legfőbb forrását (Lóránt, 2009).

Szerzői hipotézis

Hipotézisünk szerint a tartós külső finanszírozási kényszer elsődleges oka a hazai tulajdonú reálgazdaság gyengesége, amely az

1. ábra

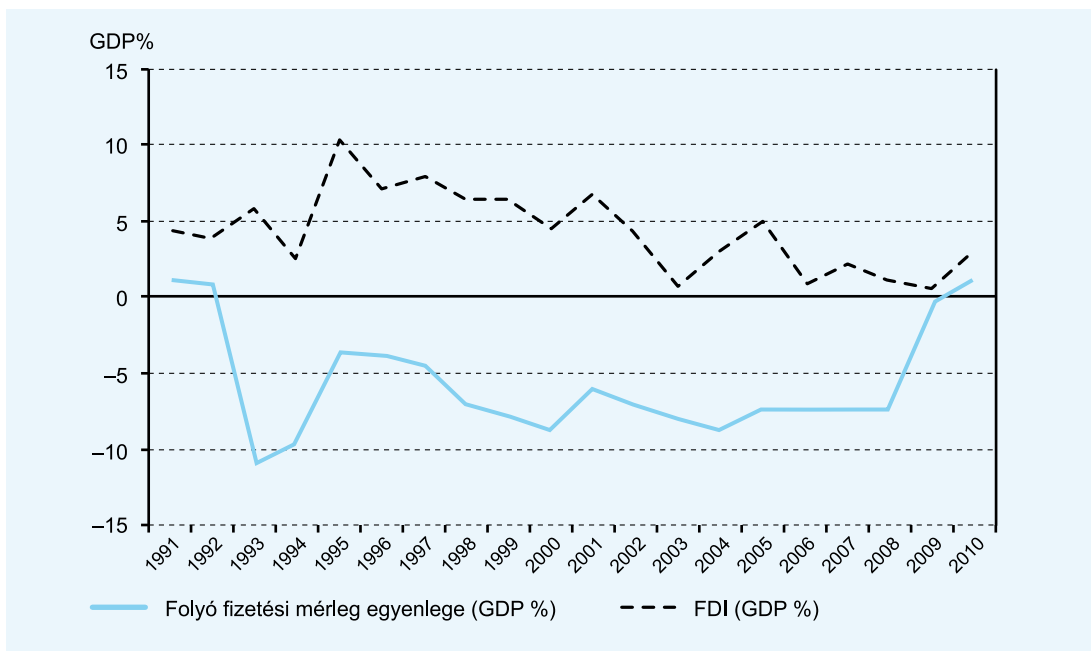
A JÖVEDELEMÁRAMLÁSOK EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON (1995–2010)



Forrás: MNB

2. ábra

A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG EGYENLEGE ÉS FDI MAGYARORSZÁGON (1991–2010)



Forrás: World Bank

1974-től elkövetett főbb gazdaságpolitikai hibák eredményeként alakult ki. Mindazonáltal elfogadjuk az általánosan elfogadott megközelítés megalapozottságát, amely szerint az államháztartás problémái, rossz szerkezete jelentős mértékben hozzájárul a külső egyensúlytalansághoz, de úgy véljük, hogy a külső egyensúly felborulásáért elsődlegesen nem a „koraszülött jóléti állam” mechanizmusai okolhatók. Az ok-okozati láncolatok folyamatában első helyen a hibás gazdaságpolitikai döntéseknek köszönhetően felboruló külső egyensúly áll, amely tovább mélyítette az államháztartás problémáit.

A hipotézisből egy fontos következtetést vonhatunk le. A problémák tüneti kezelése, vagyis az időről időre végrehajtott megszorító jellegű kiigazítások nem számolják fel a külső egyensúlytalanságot, csupán átmenetileg mérséklik annak hatásait, és az ilyen kiigazítások eredményeképpen az egyensúlytalanság az életszínvonal alacsonyabb szintjein termelődik újra.

Megfogalmazhatunk még egy hipotézist egy magasabb absztrakciós síkon: a világgazdasági nyitottsághoz kapcsolódó elméleti előnyök (legfontosabbak: piacokhoz jutás, menedzsmenttudás, technológia, know-how, munkahelyteremtés), amelyeket Magyarország is meg kívánt szerezni a gazdasági transzformáció során, a pénzügyi sebezhetőség sokkal alacsonyabb szintje mellett is elérhetők Szingapúr példájából kiindulva. Ez utóbbi hipotézist bizonyítjuk ebben a tanulmányunkban, amely szoros összefüggésben áll a fenti hipotézissel.

A dolgozat célja bemutatni a magyar gazdaságpolitika 1974–2011 közötti időszakának azon döntéseit, amelyek a tartós egyensúlytalanság és a külső sebezhetőség kialakulásához vezettek. Mindezt úgy, hogy bemutatjuk Szingapúr példáján keresztül, hogyan lehetett volna másképpen. A diagnózis azt a célt szolgálja, hogy felismerjük Magyarország világgazdasági lehetőségeit és mozgásterét.

KÜLSŐ EGYENSÚLYTALANSÁGRA TÖRTÉNŐ REAGÁLÁS: HITELFELVÉTEL VS. TERMÉSZETES ALKALMAZKODÁS

Magyarország

Az első, a nemzetgazdaság külső egyensúlya szempontjából jelentős változás hosszú évtizedek stabil világgazdasági környezete után 1973-ban az olajválság kapcsán érte Magyarországot. Ekkor a dolláralapú külkereskedelemben az olaj és az olajszármazékok árváltozásának köszönhetően Magyarország 20 százalékos cserearányromlást szenvedett el (Lóránt, 2009). A cserearányromlás a külkereskedelmi mérleg egyensúlyának felborulásához vezetett, 1974-ben és 1975-ben is egyaránt 0,6 milliárdos dolláros deficitet okozva. (A fokozatos és nem hirtelen külkereskedelmi mérleg- és cserearányromlás, a KGST sajátos, a tárgyévet megelőző öt év átlagára épülő nyersanyag árazásából adódik.) A gazdaságpolitikai vezetés döntéskényszerbe került, és alapvetően két lehetőség közül választhatott az akkor az Országos Tervhivatalban dolgozó *Lóránt Károly* szerint. A két választási lehetőség közül az egyik az lett volna, hogy az akkoriban 5,4 százalékos gazdasági növekedést addig mérsékli, amíg a visszafogott gazdasági fejlődés csökkenő importvonzatának köszönhetően újra helyreáll az egyensúly. A másik az importtöbblet hitellel történő finanszírozása volt.

A politikai vezetés végül a hitelfelvétel mellett döntött. [Az ilyen típusú hitelfelvételt nevezi *Vietor* (2007) nem szándékolt hitelfelvételnek, amit egyben a legkockázatosabb tőkeforrásnak tart.] A döntésben politikai és közgazdasági szempontok egyaránt közrejátszottak. A politikai vezetés tartott a „széles nemzeti konszenzust biztosító gyors életszínvonal-növekedés megtörésétől” (Lóránt, 2009) és az ennek kapcsán valószínűsíthető társadalmi feszültségek következményeitől.

A másik ok, ami a politikusokat az egyensúlytalanság hitelből történő finanszírozása felé terelte, a közgazdász társadalomban kialakuló konszenzus volt, amelyet *Erdős Tibor* foglal össze szemléletesen az akkori hosszú távú tervezéshez készített elemzésében. Erdős (1987) szerint a külső adósságok növekedésének akkoriban Magyarországon nem volt erős ellenzéke, sőt a tudomány körében, főleg progresszív szárnyhoz tartozók közül sokan a külső adósság gyors növelését támogatták. Tették ezt annak ellenére, hogy a nyugati irodalomban nagy számban megjelenő tanulmányok foglalkoztak a tőkeimport feltételeivel, kockázataival (Erdős, 1987).

Röviden összefoglalva: néhány közgazdásztól eltekintve akkoriban senki nem mondta ki, hogy a cserearányromlás hatásainak kompenzálására, vagyis az importfogyasztásra felvett hitelek visszafizetése kivitelezhetetlen feladat, hacsak annak egy jelentős része nem beruházási célú. Az 1974–1975-ös nettó 1,2 milliárd dolláros forrásbevonást követően 1978-ra az ország konvertibilis valutában számított nettó külső adóssága 0,8 milliárd dollárról 4,5 milliárd dollárra nőtt, és ugyan a külkereskedelmi mérleg finanszírozására ebben az időszakban felvett hiteleket 1979–1984 között visszafizette a magyar állam, ennek ellenére a magas kamatlábak miatt az adósság tovább nőtt (Lóránt, 2009). Hiába volt a külkereskedelmi mérleg 1971–1989 közötti kumulált egyenlege csupán –1,2 milliárd dollár (1981-ig –7 milliárd dollár, vagyis ekkora forrásbevonás történt), a hitelfelvétel eredményeképpen kialakuló és a nemzetközi kamatlábak emelkedése miatt folyamatosan növekedő adósságszolgálat miatt az 1973-as 0,8 milliárd dollárról 1989-re az ország konvertibilis valutában számított nettó adóssága 14,9 milliárd dollárra nőtt. Ebből 1,2 milliárd dollár volt a tényleges forrásbevonás és 11 milliárd az adósságszolgálat; ennek ellentételezésére 0,2 milliárd dollár értékben érkezett

működő tőke az országba 1989-ben, 2,4 milliárd dollár részben az árfolyamvesztésnek köszönhetően halmozódott fel, részben pedig a statisztikai hiba kategóriába sorolható (Lóránt, 2009).

Hozzá kell tenni azonban, hogy akkoriban hasonló adósságcsapdába került a világ számos (majdnem az összes) fejlődő országa. Csupán kevesen mérték fel előre helyesen az elsődlegesen fogyasztási célú hitelfelvétel következményeit. Ilyen kivételnek számított Szingapúr.

Szingapúr

Szingapúrban az olajválság kapcsán kialakult világgazdasági helyzetben a kormányzat stratégiai célja a *bizalomépítés* volt. Szingapúr olajfinomító központként megtehetné volna, hogy megtiltja a nagy olajtársaságok kivitelét, így két évre biztosíthatta volna Szingapúr olajfogyasztását. Ezzel szemben *Lee Kuan Yew*, Szingapúr miniszterelnöke a nagy olajfinomítók vezérigazgatóival (CEO) tárgyalva biztosította őket afelől, hogy Szingapúr nem szándékozik korlátozni exportjukat és hajlandó lemondani az olajfogyasztás arányos részéről az egyenlő teherviselés (*equal misery*) szellemében (Lee, 2000). Lee szerint ennek a taktikai lépésnek óriási szerepe volt Szingapúr tőkevonzó képességének erősödésében. Az 1990-es évekre Szingapúr a világ 3. legnagyobb olajfinomító központjává vált (Houston és Rotterdam után) és 3. legnagyobb olajkereskedelmi központjává New York és London után. Az olajfinomítók pozícióinak garantálása jelentős mértékben hozzájárult ahhoz, hogy a 70-es évek végére az olajfinomítókra építve a petrolkémiai iparág is megjelent Szingapúrban. (Lee, 2000, 88. oldal)

Fontos különbség még Szingapúr és Magyarország között, hogy Szingapúr a kezdetben igen magas folyó fizetési mérleg hiányát részben FDI-al finanszírozta, amelyet, mint

látni fogunk a következő fejezetben, elsősorban exportorientált szektorokba vonzotta be, míg Magyarországon egészen 1989-ig nem beszélhetünk közvetlen tőkebefektetésről. 1978-ra Szingapúr folyó fizetési mérleg hiányát szinte teljes egészében képes volt finanszírozni a beáramló FDI-ból. (Lásd 3. ábra) Ez egybeesik azzal a dátummal, amikor Magyarországon nyilvánvalóvá vált a gazdaságpolitikai vezetés számára is, hogy a nem szándékolt hitelfelvételből finanszírozott fogyasztás adósságcsapdához vezetett.

A MŰKÖDŐ ÁLLAMI VAGYON KÉRDÉSE

Privatizáció történhet ésszerű érvek mentén és kényszerűségből is. A washingtoni konszenzusban megfogalmazott és a „mainstream” közgazdaságtanban intézményesült elméleti alapszabály a következő: „csak abban az eset-

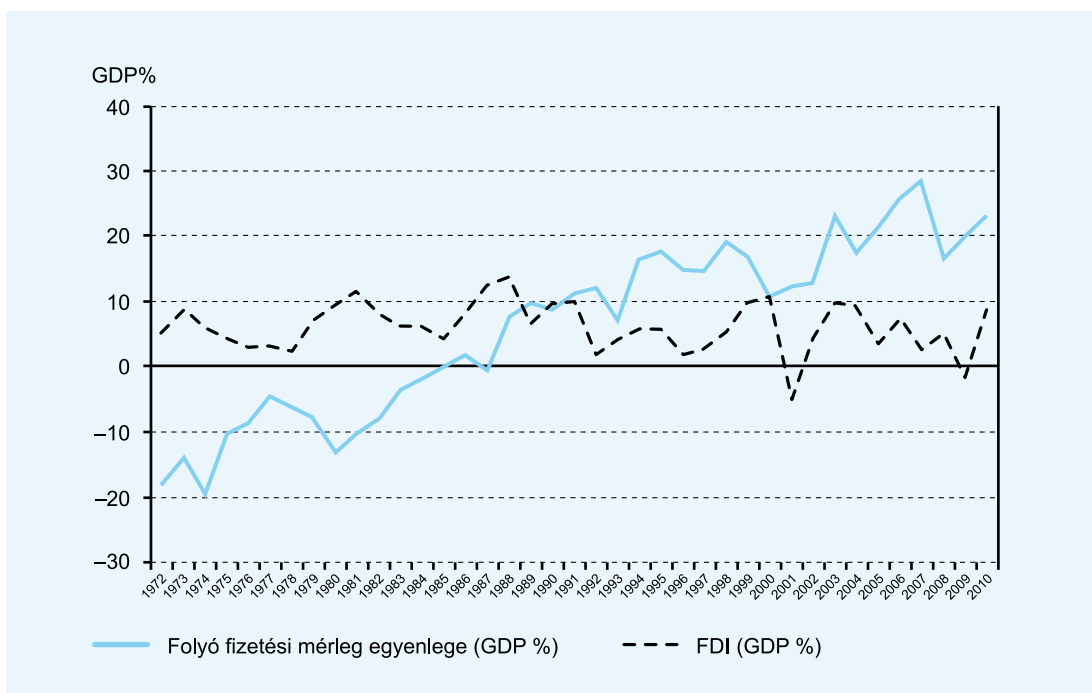
ben privatizálni, ha az a verseny növekedésével jár” (Williamson, 2000). Vagyis azokon a piacokon, ahol az Adam Smith-i értelemben vett tökéletes verseny feltételei többé-kevésbé teljesülnek, privatizációra van szükség, mert a privatizáció ilyen esetekben javíthatja a hatékonyságot. A versengő piacokon működő cégekkel szemben a monopolkörnyezetben működő vállalatok hatékonyságát elsősorban az ügynök-megbízó viszony és/vagy a szabályozási környezet minősége határozza meg.

Magyarország

A politikai elit, az első két ciklus kormánypártjai induló programjaikban a vegyes gazdaságot hirdették, vagyis nyugat-európai példák alapján a stratégiai szektorokban szerepet szántak az államnak, és számoltak a dolgozói tulajdonban lévő vállalatok, valamint az ön-

3. ábra

A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG EGYENLEGE ÉS FDI SZINGAPÚRBAN (1972–2010)



Forrás: World Bank

kormányzati és a magánszektor létezésével. Mihályi (2010) szerint ugyanakkor a politikai rendszerváltás egyszerre javította a „racionális gazdálkodás peremfeltételeit”, de múltbéli beidegződéseknek volt egy ennél nagyobb teljesítményromboló hatása is. Szerinte ezért volt szükség az angolszász piacgazdaságokra jellemző, a magánszereplők dominanciájára épülő tulajdonosi szerkezet kialakulására a vegyes gazdasági modellel szemben.

Végül Magyarországon az úgynevezett washingtoni konszenzusban megfogalmazott ésszerűséget meghaladó mértékben került sor a magyar működő állami vagyon privatizációjára a Mihályi által javasolt érvekkel alátámasztva, amely sok esetben magában foglalta a természetes monopóliumok¹ privatizációját. A magyar privatizáció mérlegét a következő bekezdésekben ismertetjük.

Magyarországon a privatizálható kategóriába sorolt és a minisztériumoknál lévő működő állami vállalati vagyon értékére a gazdasági transzformáció kezdetén 1989-ben a következő becslések születtek: Mihályi (2010) 4100 milliárd forintra, míg a Pitti – Varga (1995) szerzőpáros 1991-re vonatkozó becslése alapján 4000 milliárd forintra tette annak értékét, ami 65 milliárd dollárnak felelt meg folyó áron. Ez a teljes bruttó nemzeti vagyon (14 000 milliárd forint) 30 százalékát jelentette. Mihályi (2010) szerint a ténylegesen privatizálható vagyon ennek közel kétharmada, ami a teljes nemzeti vagyon 15-20 százaléka.

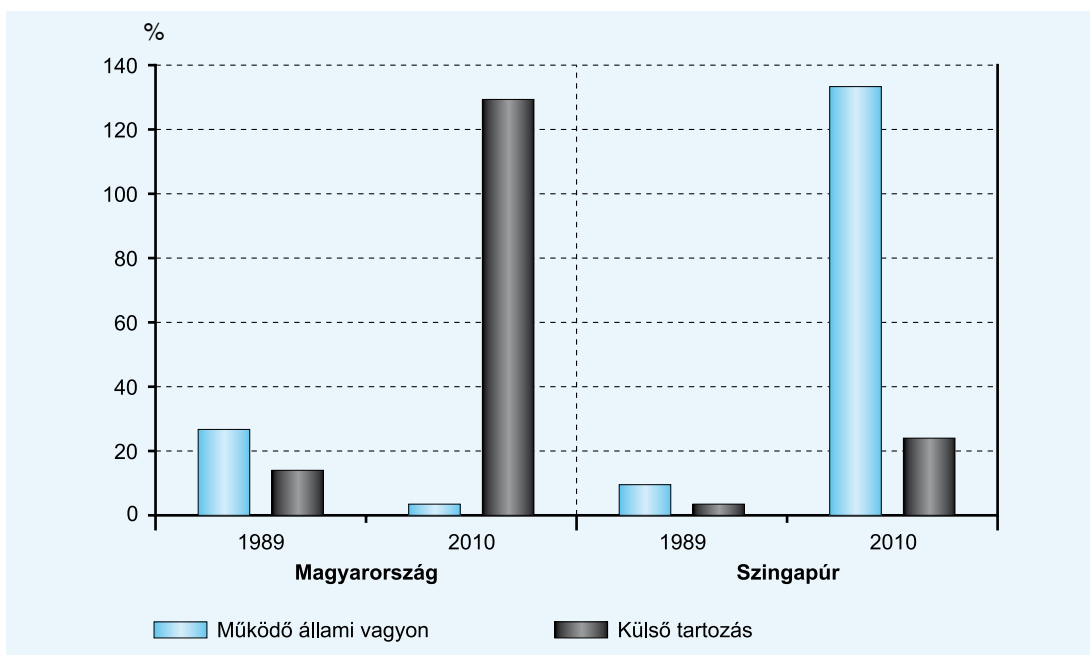
A Mihályi- és a Pitti–Varga-féle teljes nemzeti vagyonra és abból számított működő vagyonra vonatkozó becslés alátámasztható más módon is, amennyiben elfogadjuk azt a tapasztalati szabályt, „*hogy egy közepesen fejlett országban felhalmozott nemzeti vagyon 2,5-4-szerese az egy év alatt megtermelhető nemzeti jövedelemnek (lásd ezzel kapcsolatban Clark (1967), Jánossy (1975) elméleti fejtegetéseit), továbbá azt, hogy egy ilyen országban a vásárlóerő-paritáson mért GDP legalább duplája*

a hivatalosan számított adatnak (2079 milliárd forint 1990-ben), akkor a közelítés és kerekítés pontosságától függően nagyjából ugyanehhez a 14 ezer milliárd forintos számhoz jutunk vissza (2000 Mrd Ft x 2 x 3,5 = 14 000 Mrd Ft).” (Mihályi, 2010, I. kötet, 146. oldal)

Jelen tanulmányban a privatizált állami vállalatok értékét és a privatizációs bevételeket az állami vagyonkezelők kezelésében levő vagyon alapján határoztuk meg Horváth és szerzőtársai (2008) alapján. A nettó privatizált vagyon 1990-es árszínvonalon 1670 milliárd forint, ami 27,18 milliárd dollárnak felel meg akkori értéken. Nagyjából ezt az értéket kapjuk akkor is, ha Mihályi vagyonbecsléséből indulunk ki.² A számításokból kitűnik, hogy az állami vagyont óvatos becslés szerint legfeljebb 28,7 százalékos értéken értékesítette a magyar állam.^{3,4} Az EBRD Transition Report című tanulmánya szerint Magyarországon a magánszektor részaránya a GDP előállításában 2006-ban 80 százalékos, ami az átalakuló országok között holtversenyben Csehországgal, Szlovákiával és Észtországgal a legmagasabb.⁵ A privatizációból befolyó devizabevételek aránya 44 százalék.

A magyar és a szingapúri állami vagyonmenedzsment összehasonlítását a működő állami vagyon állományváltozásával (állami pozíció) és a gazdaság külső tartozásának változásával szemléltetjük. Magyarországon 1989-ben az állam kezén volt 27,18 milliárd dollárnak megfelelő működő állami vagyon és az ország 14,9 milliárd dolláros külső tartozással rendelkezett. 2008-ra maradt az államnak 4 milliárd dollár értékű működő állami vagyona és felhalmozódott 130 milliárd dollárnyi külső tartozása (lakossági, vállalati és kormányzati összesen). Szingapúr ezzel ellentétes utat tett meg. Az állami vállalatok (Government Linked Company – GLC) értéke 10 milliárd dollárról 134 milliárd dollárra, míg az ország külső tartozása 4 milliárd dollárról 25 milliárd dollárra emelkedett. (Lásd 4. ábra)

A MŰKÖDŐ ÁLLAMI VAGYON ÉS AZ ÁLLAM ÁLLOMÁNYÁNAK VÁLTOZÁSA MAGYARORSZÁGON ÉS SZINGAPÚRBAN (1989–2010)



Forrás: Mihályi (2010) alapján saját számítások, MNB, SingStat, Temasek Holdings

Szingapúr

Szingapúrban a működő állami vagyont az 1974-ben alapított Temasek Holdings kezeli. A Temasek Holdings egy teljes egészében a szingapúri pénzügyminisztérium tulajdonában lévő vagyonkezelő, amely stratégiai kérdésekben a (köztársasági) elnök (*President*) jóváhagyásával hozhat döntéseket. Analóg bármely állami vagyonkezelővel, így a Magyarországon a privatizációs szervek jogutódjaként számon tartott MNV Zrt.-vel (Magyar Nemzeti Vagyonkezelő) is. A Temasek Holdings a következő öndefiníciót adja: „*Mint befektetési holding cég, a Temasek Holdings az eszközeit piaci szempontok szerint menedzseli. Befektetési, értékesítési és minden egyéb üzleti döntését az igazgatóság és a menedzsment irányítja.*”

A Temasek Holdings üzleti kérdésekben meglévő viszonylagos függetlenségét szava-

tolja, hogy „*Szingapúr alkotmányával és törvényeivel összhangban sem Szingapúr köztársasági elnöke, sem a kormány nem folyhat bele a Temasek üzleti döntéseibe, kivéve ha a Temasek által korábban felhalmozott tartalékokról van szó.*” Ugyanakkor a Temasek Holdings eszközei – kivéve a befektetéseken realizált profit 50 százalékát – Szingapúr múltbeli tartalékaihoz tartoznak. A gyakorlatban ugyanakkor bármilyen értékesítésre (privatizálásra) vonatkozó döntés a köztársasági elnök vagy a pénzügyminiszter jóváhagyásához kötött, továbbá bármilyen olyan ügylet, amely az azévi profit 50 százalékát meghaladó részt érinti, vagyis a Temasek Holdings döntései teljességgel összhangban vannak a kormányzati szándékokkal.

A Temasek Holdings a Standard and Poor's és a Moody's hitelminősítő intézet minősítése alapján AAA, illetve Aaa beso-

rolású⁶ és az elmúlt 37 évben – tehát megalkulása óta – átlagosan 17 százalékos éves hozamot realizált.

A Temasek Holdings jó példája annak, hogy amennyiben a privatizáció nem – tökehiányból vagy valamilyen ideológiai megfelelésből fakadó – kényszer hatása alatt megy végbe, lehet sikeres, szolgálhat társadalmi célokat. Továbbá jó példája annak, hogy az állam is lehet tulajdonosként jó, tehát hatékonyságot megkövetelő szereplője a jól működő piacgazdaságnak (Feng et al., 2004), sőt továbbmenve, vállalatok működhetnek akár a magántulajdonban lévő hasonló vállalatoknál is eredményesebben (Ang és DIng, 2006). Továbbá ésszerűen privatizálhat természetes monopóliumokat is, de megőrizheti többségi részesedését a stratégiai fontosságúnak tartott monopol-, oligopol-szektorokban. Ezen túlmenően a hagyományosan versenyszférához tartozó szektorokba is befektethet. Így nem csupán a szabályozás eszközével, hanem a beruházások szintjén is ténylegesen meghatározva és képviselve a gazdaságfejlesztési irányokat.⁷

A Temasek Holdings portfóliójának elemzése alapján levonhatunk néhány alapvető következtetést. Jelentős a szingapúri kormányzat pénzügyi szektorbeli részesedése. Továbbá a természetes monopol- vagy oligopolpiacnak számító logisztikai, ipari és telekommunikációs szektorban működő cégekben többségi tulajdonrészrel rendelkezik. A szingapúri médiavállalatban 100 százalékos részesedése van, ezen túlmenően, bár itt nem szerepel, a nyomtatott sajtó is 100 százalékosan állami tulajdonban van. A stratégiáinak értékelt részesedéseken túl pedig olyan, a versenyszférához tartozó területeken is jelen van, amelyek jelentős növekedési potenciállal kecsegtetnek. Befektetési stratégiáját a következőképpen definiálja:

- 1 átalakuló gazdaságok;
- 2 bővülő középosztály: olyan lehetőségek és vállalatok kiválasztása, amelyek növekedése

a bővülő középosztály növekvő vásárlóerejének függvénye;

3 komparatív előnyök kiaknázása: versenytárs vállalkozások üzleti potenciáljának letapogatása és a legnagyobb potenciállal rendelkező vállalat kiválasztása;

4 „feljövőben levő bajnokok”: azon cégek kiválasztása, amelyek területükön a legjobbnak bizonyulnak, úgy regionálisan mint globálisan.

Portfóliójának 32 százalékát szingapúri vállalatok, 45 százalékát ázsiaiak kivéve Szingapúrt, 20 százalékát ausztrál, új-zélandi, európai és észak-amerikai befektetések adják, a fennmaradó 3 százalékot Latin-Amerika, a Közel-Kelet, Belső-Ázsia és Afrika.

PRIVATIZÁCIÓS ÉS LIBERALIZÁCIÓS GYAKORLAT⁸

A Temasek Holdings korábban ismertett vagyonmenedzsmentjén túlmenően privatizációs gyakorlata és liberalizációs törekvései működőképes alternatívaként szolgálnak a piacgazdasági átmenetben érdekelt országok számára. A szingapúri privatizációt és liberalizációt a tömegközlekedés, a távközlés, az energiaszektor és a bankrendszer példájával szemléltetjük.

TÖMEGKÖZLEKEDÉS Amíg a szingapúri kormány az általa stratégiai fontosságúnak ítélt, jövedelmező szektorokban megtartotta részesedését, addig olyan területeken, ahol Magyarországra az állami (vagy önkormányzati) dominancia jellemző, Szingapúr privatizált. A Singapore Bus Services Ltd-t tőzsdére vették és lehetővé tették állampolgárai számára, hogy a társadalombiztosítási befizetésekből⁹ \$5000 dollárig részvényeket vásároljanak. A cél az volt, hogy minél szélesebb rétegek kerüljenek tulajdonosi pozícióba a közlekedési vállalatban. Lehetőleg olyanok, akik igénybe veszik annak szolgáltatásait. Lee Kuan Yew ér-

velése szerint ezáltal csökkenthető a jegyárak mérséklésére vonatkozó társadalmi nyomás és a kormányzati támogatások mértéke, hiszen a tömegközlekedés költsége és jövedelmezősége is ugyanazoknál a fogyasztóknál csapódik le, akik egyben tulajdonosok is. (Lee, 2000, 124–125. oldal)

TELEKOMMUNIKÁCIÓ A Singapore Telecommunications (SingTel) a térség legnagyobb telekommunikációs vállalata továbbra is többségi állami tulajdonban van. 1993-as tőzsdei bevezetésekor részvényeit a British Telecom privatizációjához hasonlóan a piaci érték 50 százalékán kínálták minden felnőtt szingapúri állampolgárnak megvételre. A British Telecom privatizációjakor tapasztalt, azonnali készpénz realizálására irányuló spekulációt pedig úgy küszöbölték ki, hogy részvénybónuszokat ajánlottak fel azoknak, akik egy, kettő, négy és hat év elteltével is tartották még SingTel részvényeiket. Ennek köszönhetően a szingapúri munkaerő 90 százaléka rendelkezett SingTel részvényekkel az ezredfordulón. Így kívánta megosztani a szingapúri kormányzat a növekedés gyümölcseit állampolgáraival. (Lee, 2000, 124–125. oldal)

AZ ENERGIAPAC LIBERALIZÁCIÓJA A szingapúri energiapiac (villamosenergia- és gázpiac) liberalizációja 1995-ben vette kezdetét egy lépcsőzetes folyamat keretében, amelyben sikeresen ötvözték a liberalizáció eredményeképpen előálló versenyhelyzetben rejlő előnyöket (árcsökkenés, hatékonyabb kapacitástervezés) és az állami tulajdon nyújtotta biztonságot. 1995-ig egy nagy állami vállalat, a Public Utilities Board (PUB) volt Szingapúr egyetlen vertikális, energiatermelő, elosztó és kereskedő vállalata. Az energiatermelőket (úgynevezett genco, energy generator company) és a kereskedelmi részleget leválasztották az energiahálózatot kizárólagosan birtokló elosztóról (2001). A két nagy energiatermelőn kívül létrehoztak még három állami energiatermelőt és lehetővé tették a külföldiek

számára is, hogy befektessenek az energia-előállításba (2000). Igaz, a három legnagyobb állami energiatermelő Szingapúr energiaellátásának közel 80–90 százalékát adja, a további kettővel együtt pedig jelentős többletkapacitások jellemzik a szingapúri energiatermelő piacot. A lakossági fogyasztók továbbra is csak az állami monopolszolgáltatóval szerződhetnek (*non-contestable*), ugyanakkor a fogyasztás 75 százalékát adó ipari szektor szabadon választhat (*contestable*) a kiskereskedők vagy a nagykereskedelmi vásárlás között. 2003 óta a National Electricity Market of Singapore (NEMS) bonyolítja a félóránkénti energiakereskedést és szavatolja az energiabiztonságot. (Embassy Singapore, 2007)

A kínálati mennyiség 65 százalékára maximált árat határozott meg az EMA 2004-től. Az árat úgy határozták meg, hogy az megegyezzen leghatékonyabb energiatermelési technológia hosszú távú határkölségével (long-run marginal cost – LMRC).

Az EMA hivatalnokai szerint csak a liberalizációnak köszönhetően 9,5 százalékkal csökkentek az energiaárak, amely árscsökkenés teljes egészében a fogyasztóknál csapódott le. Az EMA számításai szerint az energia nagykereskedelmi átlagára 2004 óta 10 százalékkal csökkent, bár a termelők túlságosan alacsonynak és fenntarthatatlannak tartják az ármaximalizálás eredményeképpen létrejövő árat.

Az energiapiac liberalizációjának egyik nagy tanulsága, hogy a technológia, know-how és menedzsmenttudás bevonzásához nem feltétlenül szükséges az üzletág értékesítése, privatizációja. A Temasek Holdings irányításával levezényelt liberalizáció során külföldi szakembereket vontak be az újonnan létrejövő vállalatok igazgatóságába, segítségükkel teljesítményorientált menedzsmentet állítottak fel, amelynek irányításával képesek voltak átvenni a legjobb gyakorlatot a világ vezető energiapiaci szereplőitől (*best industry practices*). (Temasek review, 2011)

A PÉNZÜGYI RENDSZER LIBERALIZÁCIÓJA Szingapúr a délkelet-ázsiai régió banki, pénzügyi központja, amelynek alapjait 1968-ban fektették le, amikor Londont euródollár-központ mintájára megtervezték Szingapúr ázsiaidollár-központ (Asian dollar market) szerepét. Szingapúr a világ tíz legkifinomultabban működő pénzügyi központjainak egyike. A szingapúri jegybank (Monetary Authority of Singapore¹⁰) az 1990-es évektől kezdődően fokozatosan deregulálta a szingapúri pénzügyi szolgáltatók piacát. Ma már a pénzügyi és a banki szektor prudens szabályozásán és a likviditás biztosításához szükséges pénzügyi szabályozáson túlmenően a MAS nem avatkozik bele a kamatlábak vagy a pénzkínálat alakulásába. (Tilak, 2007)

Szingapúr példája jól szemlélteti, hogyan lehetséges a világ tíz legkifinomultabb, leginkább liberális pénzügyi rendszerét fenntartani úgy, hogy a prudens szabályozás is megmaradjon. Ennek elsődleges oka, hogy 1968 óta Szingapúrban könyveléstechnikailag két különálló bankrendszer működik egymás mellett. A bankok többsége mindkét piacon tevékenykedik, vagyis rendelkezik egy úgynevezett Domestic Banking Unit (DBU) részleggel és egy Asian Currency Unit (ACU) részleggel. Az Asian Currency Unit-ban működő bankok a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően szabályozott keretek között minden pénznemben tevékenykedhetnek, kivéve a szingapúri dollárt, a Domestic Banking Unit-ban pedig ténylegesen minden pénznemben nyújthatnak szolgáltatásokat, viszont korlátozott keretek között. Mindezt azzal indokolja a szingapúri vezetés, hogy 1981 óta árfolyam-politikára épülő monetáris politikát folytat, vagyis az inflációt és a versenyképességet, tehát egyszerre két célt – kicsi, nyitott, import- és exportfüggő országgént – az árfolyamon keresztül szabályozza. Ezért, bár teljesen liberalizált Szingapúr fizetési mérlege, a szingapúri dollárban való kereskedés reálfolyamatokhoz kapcsolódó

tevékenységekre történő korlátozása a záloga a szingapúri dollárral szembeni spekuláció kiiktatásának, és így az árfolyam- és ezáltal a monetáris politika külső hatásoktól való függetlenségének. (Non-internationalisation of SGD). (Tee, 2003)

A szingapúri dollár elleni spekulációt a következő két szabály is nehezíti: az első, hogy a pénzintézetek nem adhatnak 5 millió szingapúri dollárt meghaladó hitelt olyan, nem rezidens piaci szereplőknek, akikről feltételezhető, hogy a hitelt a szingapúri dollár elleni spekulációra használnák fel. Ez a szabály fontos annak megelőzésében, hogy offshore spekulánsok hozzáférjenek az onshore FX-swapok és pénzpiacok által biztosított likviditáshoz. (Tee, 2003)

A második, hogy bármilyen olyan 5 millió szingapúri dollárt meghaladó, nem rezidens piaci szereplőnek adott hitel esetében vagy bármilyen olyan 5 millió szingapúri dollárt meghaladó kötvény- vagy eszközkibocsátáskor, amely nem rezidens szereplő Szingapúron kívüli tevékenységét hivatott finanszírozni, a szingapúri dollárban realizált bevételeket swapolni vagy átváltani szükséges külföldi devizára, mielőtt azt külföldön felhasználnák. Ez a szabály nagy valószínűséggel nem akadályozza a piac fejlődését, mivel a szingapúri dollár nemzetközi kereskedelemben nem gyakran használt valuta, és a nem rezidens piaci szereplők egyébként is átváltanák szingapúri dollár bevételeiket más külföldi valutára, mielőtt azt külföldön használnák. (Tee, 2003) A szingapúri jegybank komoly lépéseket tesz annak érdekében, hogy a szingapúri dollár ne váljon nemzetközi fizetőeszközzé.

Szingapúrhoz hasonlóan Magyarország fizetési mérlege is teljesen liberalizált, viszont azok a spekulációt korlátozó szabályok, amelyek Szingapúrban érvényben vannak, a magyar pénzügyi gyakorlatból hiányoznak. „A rendszerváltó országok

közül elsőként (Magyarország) fogadott el repatriációs törvényt, amely a beáramló tőkére vonatkozóan úgy a befektetésre, mint annak hozamára garantálta a forint devizára való átválthatóságot, vagyis a konvertibilitást, míg a teljes tőkepiaci nyitottságra a 2000-es évek elejéig kellett várni.” (Pál, 2009) Az FDI-vonzó képesség növelése szempontjából szükséges és kívánatos a fizetési mérleg működőtőke-áramlásokra kiterjedő liberalizációja és stratégiailag fontos volt Magyarország szempontjából a repatriációs törvény korai bevezetése, ugyanakkor célszerű lett volna (vagy éppenséggel lenne) a forintban való kereskedés reálfolyamatokhoz kapcsolódó tevékenységekre való korlátozása szingapúri mintára. Míg Szingapúr stabilan vészelté át az 1997–98-as délkelet-ázsiai válságot, addig Magyarországról az orosz válság hullámain órák leforgása alatt 2 milliárd dollár portfóliótőke távozott 1999-ben, ami az akkori GDP 4 százalékát tette ki.

Szingapúrban összesen 32 úgynevezett full-bank státuszú bank működik, amelyből hat a három hazai bank leányvállalata, a további 26 pedig külföldi alapítású bank. Ugyanakkor a 26 külföldi alapítású bankból csak nyolc rendelkezik úgynevezett Qualifying Full Bank státusszal, ami a következő lehetőségeket jelenti számukra.

▶Lehetőségük nyílik arra, hogy az ATM-jeiket a többi külföldi bankkal közösen használják, továbbá a bankfiókjaik földrajzi elhelyezkedését szabadon megválaszthatják. A külföldi bankok az ATM-szolgáltatásokat csak helyben kiállított hitelkártya-tulajdonosok számára kínálhatják a saját hálózatukban vagy a más külföldi bankokkal megosztott hálózatban. A külföldi bankok a külföldön kibocsátott hitelkártyák esetében nincsenek korlátozásoknak kitéve. Egy Qualifying Full Bank státuszú bank összesen 25 helyen lehet

jelen Szingapúrban, amiből 10 lehet bankfiók, a többi bankautomata.

▶Tárgyalhatnak a helyi bankokkal arról, hogy hitelkártya-tulajdonosaik a helyi bankok ATM-hálózatában is élvezhessenek további előnyöket.

▶Elektronikus fizetési lehetőséget biztosíthatnak ügyfeleiknek az EFTPOS-hálózatokban.

▶Kiegészítő (önkéntes) nyugdíjpénztári konstrukciót és kötelező, államilag menedzselte társadalombiztosítási¹¹ befektetési számlát ajánlhatnak ügyfeleiknek.

▶Elfogadhatnak ügyfeleiktől egyösszegű letéteket, amelyeket azok a társadalombiztosítási alap Befektetési Alszámlájára (Investment Scheme) vagy a Minimum Sum Alszámlára helyeznek el.¹²

Létezik még egy fontos szabály, amely Szingapúr bankrendszerét megóvjá a külföldi tulajdon dominanciájától. *„A pénzügyminiszter jóváhagyása szükséges a szavazati jogot megtestesítő részvények (voting share) adásvételéhez. Bár a helyi bankok és pénzügyintézetek külföldi tulajdonlására vonatkozó tulajdonosi részarányt meghatározó korlátozásokat felszámolták, a szingapúri kormány jelezte, hogy nem fogja engedni a három nagy helyi bank külföldi kézbe kerülését. Míg a külföldi részesedés aránya Szingapúr bankrendszerében összehasonlításban igen magas, a külföldi bankoknál kerül elhelyezésre az összes betétállomány 40 százaléka, a szingapúri kormány nyilvánosan hangot adott annak a céljának, hogy szeretné, ha a rezidensek betéteinek több mint 50 százaléka továbbra is helyi bankoknál kerülne elhelyezésre.”*¹³

Magyarországon a bankrendszer 90 százaléka, míg a biztosítási piac 100 százaléka külföldi tulajdonba került 2008-ra Lóránt Károly (2009) számításai szerint¹⁴, ami a szingapúri gyakorlatot alapul véve a fentiek ismeretében a külső pénzügyi sebezhetőség növekedését rejti magában.

A magyar bankrendszerben a külföldi tulajdonosok és bankok megjelenése által jelentkező előnyök úgy, mint a fokozódó verseny, növekvő tőkeellátottság, valamint új know-how és menedzsmenttudás megjelenése elérhető a külső pénzügyi sebezhetőség minimalizálása mellett is a szingapúri példa alapján.

MONETÁRIS ÉS ÁRFOLYAM-POLITIKA

Magyarország

Nézzük először a magyar monetáris politika rövid ismertetését.¹⁵ Magyarország 1990, vagyis a politikai rendszerváltozás után kezdetben rögzített árfolyamrendszer mellett monetáris politikát folytatott. Mivel a teljes tőkepiaci nyitottságra a 2000-es évek elejéig kellett várni, lehetőség nyílt Magyarországon önálló monetáris politikára, rögzített árfolyam mellett, „ugyanakkor a sterilizálás költségei állandó problémát jelentettek.” (Pál, 2009, 133. oldal) 1995-től 2001-ig működött a csúszó leértékelés, amely egy sajátos árfolyamcélon alapuló monetáris rezsimnek tekinthető. 2001-ben +/-15 százalékra bővült az árfolyamsáv és megszűnt a csúszó leértékelés, a rezsim deklaráltan inflációs célkitűzésre cserélődött. 2008-tól az inflációs célkitűzés rendszerével ellentmondásos árfolyamcél (árfolyamrögzítés) (is) megszűnt. (Pál, 2009; MNB, 2006)

Magyarországon a jegybanktörvényben deklaráltak szerint a jegybank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, míg másodlagos célja a kormány gazdaságpolitikájának támogatása, amely viszont csak az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül követhető. Fontos megemlíteni, hogy az árstabilitás kettős célt takar, külső és belső árstabilitást egyaránt. Előbbi az export versenyképességét, míg utóbbi a belső vásárlóérték megőrzését helyezi elő-

térbe, tehát a monetáris politikának van némi mozgástere az inflációs célkövetés rendszerén belül. Az irányadó jegybanki instrumentum, a jegybanki alapkamat likviditásszűkítő irányú. 2007 óta a kéthetes zérókuponú MNB-kötvényre a jegybank a jegybanki alapkamattal számolt hozamon korlátlanul fogad el jegyzéseket a kereskedelmi bankoktól.

A 2000-es évek eleje óta komoly kutatómunka irányult a magyar transzmissziós mechanizmus feltérképezésére. Ezek összefoglalása alapján „Magyarországon a nyitott országokra jellemzően alakul az egyes transzmissziós csatornák erőssége.” (Pál, 2009, 126. oldal) „*A magyar gazdaság erőteljes nyitottsága miatt az árfolyamváltozások hatásai gyorsan megjelennek a gazdaságban.*” (uo.) Vonnák (2006) szerint Magyarországon a monetáris politika döntően az árfolyamcsatornán keresztül az inflációra és nem a kibocsátásra gyakorol érdemi hatást. Való igaz, hogy 1992-re a sokkterápia eredményeképpen két év leforgása alatt megszűnt Magyarországon másfél millió munkahely és azóta a foglalkoztatottak száma lényegesen nem változott. A betelepülő exportorientált külföldi működő tőke exportra történő termelése pedig jelentős mértékben importfüggő, így ezen vállalatok tevékenységét az inflációs célokat szolgáló árfolyam-felértékelődés nem befolyásolja számottevően. Ugyanakkor a magyar forint fogyasztóiár-bázison számolva Lóránt (2010) számításai szerint 90 százalékkal értékelődött fel 1990 és 2010 között, ami negatív hatással van a potenciális, nemzetközi piacokra törekvő hazai termelők versenyképességére. Lóránt fogyasztóiár-bázison végzett számításaival összhangban van az Eurostat REER-re vonatkozó kimutatása, amely 1999-től 2008-ig 51 százalékos reálfelértékelődést mutat, majd a világgazdasági válság kapcsán gyengülő forint hatására 2009-ben 14 százalékos csökkenés ment végbe a reálfelértékelődésben.¹⁶

Az inflációs célkövetés működési mechanizmusának az árfolyamváltozás reálgazdaságra gyakorolt hatásán túl van egy másik költséges, versenyképességet rontó vonzata. Ez pedig – amint utaltunk rá – a sterilizáció költsége (Balogh, 2009¹⁷). Minél nagyobb a külföldről beáramló tőke, annál nagyobb a jegybank készítése arra, hogy a jegybanki alapkamat növelésével kéthetes MNB-kötvények jegyzésére ösztönözze a kereskedelmi bankokat. Ez egyfelől megterheli a jegybank költségvetését és az esetleges veszteségén keresztül az államháztartást, hiszen a jegybanki törvény szerint az MNB veszteségét a központi költségvetés finanszírozza. Másfelől a sterilizáció az emelkedő jegybanki alapkamathoz igazodó piaci kamatokon keresztül a reálgazdasági szereplők beruházási kedvét is visszafogja. Azt is meg kell említenünk, hogy Magyarország, pénzügyi sebezhetősége okán, devizatartalékai feltöltésére az IMF-hez és az Európai Bizottsághoz fordult segítségért 2008-ban. Ezen devizatartalékok tartásának pedig magas irányadó jegybanki alapkamat esetén igen jelentős a költsége. (Egyrészt a magyar államnak fizetnie kell a lehívott hitelek kamatát, másrészt a devizatartalékokkal szemben a bankrendszerben megnövekedett forintmennyiség sterilizálásának költségét.)

Szingapúr

Ezek után tekintsük át azt, hogy mit csinálnak másképpen Szingapúrban. Szingapúr kicsi, nyitott országgént kezdetben valutatanácsot tartott fent,¹⁸ majd 1981-ben tért át az árfolyam-politikán alapuló monetáris politikára, amelyet működése alapján kvázi valutatanácsként értelmezhetünk.¹⁹ A mind a mai napig érvényben lévő Currency Act értelmében „minden forgalomban lévő szingapúri dollárt kötelezően teljesen le kell fedezni külföldi eszközökkel”²⁰. A szingapúri monetáris politika

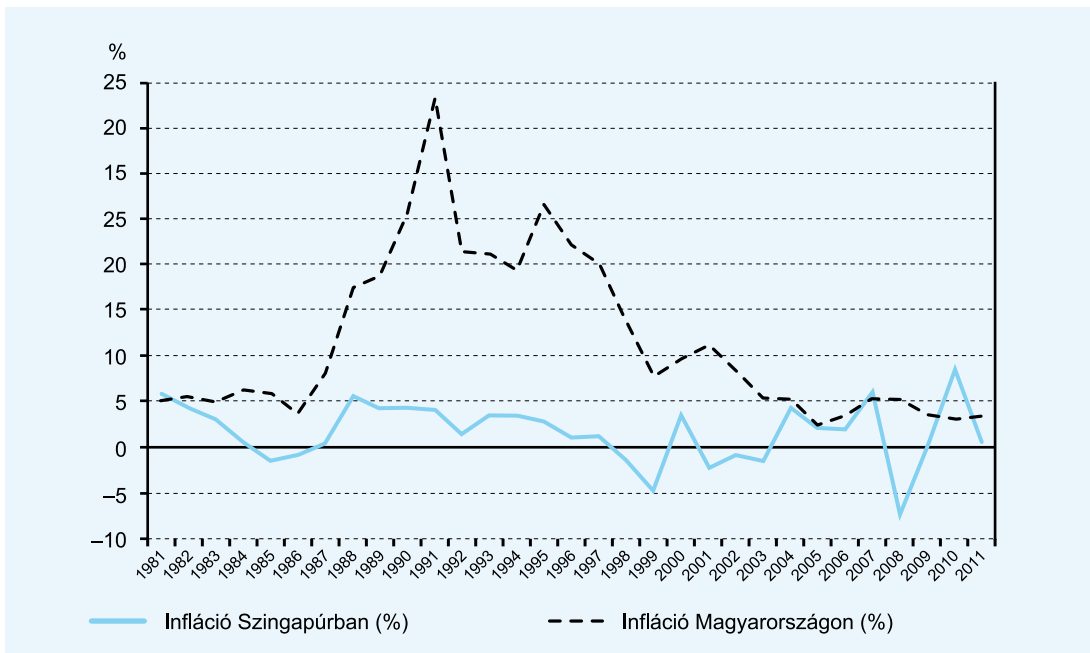
elsődleges célja az árszínvonal stabilitásának biztosítása, míg másodlagos célja a reálgazdaság versenyképességének biztosítása vagy legalábbis figyelembevétele.

Az árfolyam-politikára épülő monetáris politikának Szingapúrban lényeges jellemzője, hogy a belső piaci kamatlábak alakulását nem kötik az inflációs cél teljesüléséhez (Tilak, 2007): „az árfolyam a legfőbb monetáris politikai instrumentum, amelyet a Monetary Authority of Singapore (MAS) alkalmaz annak érdekében, hogy szabályozza az importált infláció hatását” és a piaci kamatláb vagy a pénzmennyiség közvetlen szabályozása nem tartozik a szingapúri monetáris politika eszköztárába és célrendszerébe. Vagyis Magyarországgal szemben Szingapúrban a gazdasági beruházások finanszírozását nem drágítja az infláció mérséklését szolgáló kamatemelés. (Lásd 5., 6. ábra)

Szingapúr esetében menedzselten lebegtetett árfolyamrendszerről beszélhetünk, amely a következőképpen működik. „A szingapúri jegybank (MAS) hagyja a szingapúri dollár árfolyamát egy előre nem meghatározott sávban²¹ ingadozni egy, a kereskedelmi forgalom arányában súlyozott valutakosárral szemben (NEER). A szingapúri jegybank általánosságban az árfolyam stabilizálására, a fluktuációk mérséklésére törekszik, miközben hagyja, hogy a piaci mechanizmusok határozzák meg a trendet. (...) Az erőteljes eszköz, amit a szingapúri jegybank be tud vetni az árfolyamsáv védelmében, a hosszú évek során felhalmozott devizatartalék. Szingapúr egyike Ázsia legnagyobb devizatartalékával rendelkező országainak. Ezzel a tartalékpozíciójával és a hosszú ideje a szingapúri dollár internacionalizációjára irányuló törekvések akadályozását célul tűző politikájával a szingapúri jegybank gyorsan veszteséget tud okozni a spekulánsoknak devizapiaci intervenciójával szemben.” (Tilak, 2007) A szingapúri monetáris politika a bankrendszer liberalizációjával foglalkozó alfejezetben bemutatott szabályok-

5. ábra

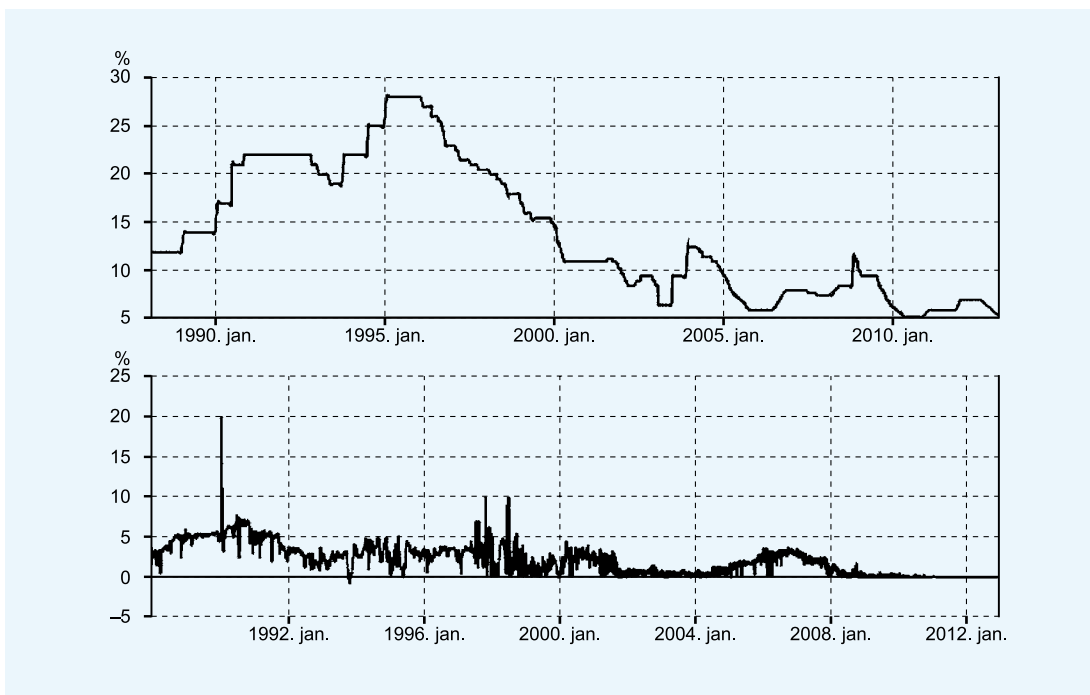
INFLÁCIÓ MAGYARORSZÁGON ÉS SZINGAPÚRBAN (1981–2011)



Forrás: World Bank

6. ábra

IRÁNYADÓ JEGYBANKI ALAPKAMAT MAGYARORSZÁGON ÉS SZINGAPÚRBAN (1988–2012)



Forrás: MAS, MNB

kal akadályozza a szingapúri dollár nemzetközi fizetőeszközzé válását (*internationalization*). „A devizapiaci intervenció keretében a szingapúri jegybank USA dollárt és szingapúri dollárt ad vagy vesz céljának megfelelően. A devizatartalékok felhalmozódásaként keletkező belföldi pénztöbbletet a szingapúri jegybank részben devizapiaci swapügyletekkel sterilizálja, részben pedig a társadalombiztosításba történő befizetések²² és a kormányzati megtakarítások működnek úgy mint beépített sterilizátorok. A tartós folyó fizetésimérleg-többlet révén felhalmozódó devizatartalékok ellenére a szingapúri monetáris bázis viszonylagosan független tudott maradni a devizatartalékoktól.” (Tilak, 2007)

Lássuk egy rövid példán keresztül, hogyan működik a gyakorlatban az árfolyam-politika Szingapúrban. Az 1980-as évek eleji S\$2/US\$ árfolyamról a szingapúri dollár a délkelet-ázsiai válság idejére S\$1,40/US\$-ra erősödött. A válságot Szingapúr úgy vészelte át, hogy az árfolyamsávot kiszélesítette és hagyta a szingapúri dollárt az USA dollárral szemben 1,80-as S\$/US\$ árfolyamra gyengülni. A válság után a szingapúri dollár 1,50-es árfolyam közelébe erősödött, de mivel a kereskedelmi forgalom arányában súlyozott valutakosárban (NEER) az amerikai dollár közel 0,6-es súllyal szerepel, ezért míg a dollárhoz és a dollárhoz rögzített valutákhoz (mint például a kínai renminbi) képest erősödött a szingapúri dollár, addig más fontos valutákhoz képest (euró, fontsterling és ausztrál dollár) még így is gyengült.

Két pontot ki kell emelnünk az árfolyam export-versenyképességre gyakorolt hatása kapcsán. Az első, hogy mivel a szingapúri export importtartalma jelentős és Szingapúr a világpiacokon árelfogadó, ezért az árfolyam felértékelődésének nincs jelentős hatása Szingapúr kereskedelmi áruforgalmi versenyképességére. Mindamellet a felértékelődés rosszul érinti a szolgáltató szektor exportpozícióját, ugyanis a szolgáltatásoknál

alacsony az import tompító hatása. Mindezekkel együtt a szingapúri jegybank által gyakorolt monetáris politika értelmében az árfolyam-leértékelés helyett az export-versenyképesség növelését Szingapúrban az üzleti költségek csökkentésében és a termelékenység növelésében látják. A második, hogy a reálárfolyam (REER) az árfolyam-felértékelődés ellenére stabil maradt és nem erodálta Szingapúr export-versenyképességét jelentős mértékben. (Tilak, 2007; Yip és Wang, 2001) (Lásd 7. ábra)

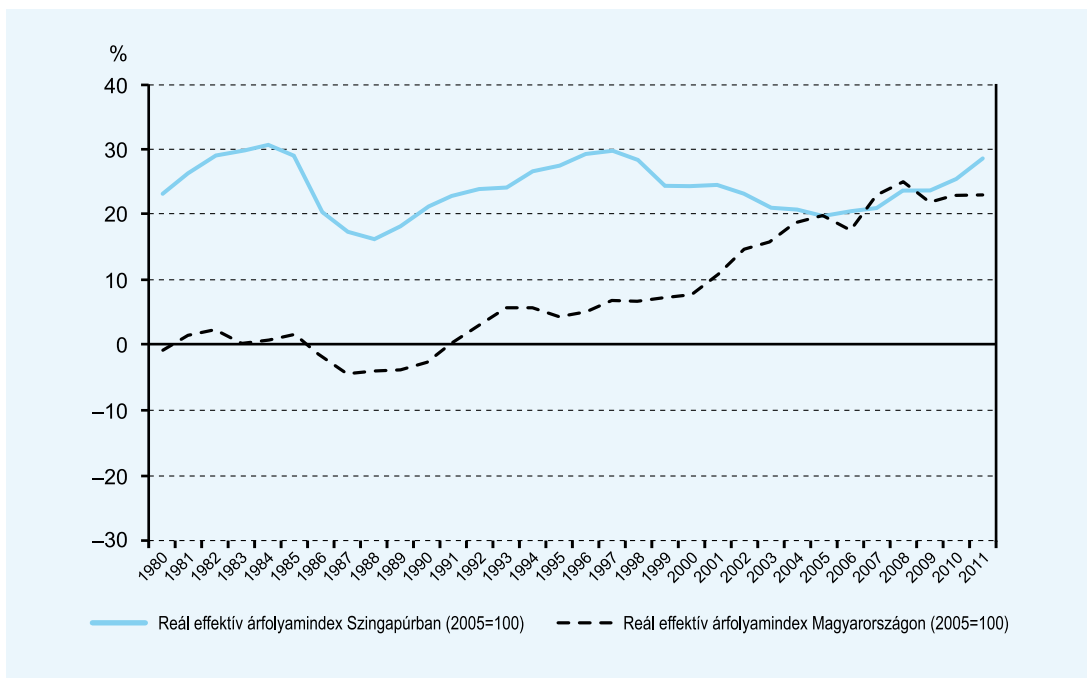
A szingapúri pénzügyi kormányzás az árfolyam-menedzsmentet elsősorban a begyűrűző vagy más néven importinfláció kiszűrésére alkalmazza és nem a reálgazdaság versenyképességének befolyásolására. Mégis hosszú távon a termelékenység javulásával, pontosabban tudatos javításával Szingapúr kormányzata képes kompenzálni a szingapúri dollár fokozatos erősödését. Ebben fontos szerepet játszik a fejlesztéspolitikával összhangban lévő és a világ élvonalába tartozó oktatáspolitikája és iparpolitikája. Ez utóbbi kettő is lényeges eleme a szingapúri gazdasági sikereknek, de mivel nem kapcsolódik közvetlenül a külső piaci sebezhetőség minimalizálásához, ezért e helyütt e két szakpolitikával nem foglalkozunk részletesen.

ZÁRÓGONDOLATOK

Tanulmányunkban a gazdaságpolitikai döntések külső sebezhetőség alakulására gyakorolt hatását vizsgáltuk Magyarország és Szingapúr vonatkozásában három szempont szerint. A külső egyensúlytalanságra történő reakálás, a működő állami vagyon alakulása, valamint a monetáris és árfolyam-politika cél- és eszközrendszere szempontjából.

Mint arra utaltunk, tisztában vagyunk összehasonlításunk gyakorlati hasznosíthatóságának korlátozott jellegével, a geostratégiai

REÁL EFFEKTÍV ÁRFOLYAM- (REER-) INDEX MAGYARORSZÁGON ÉS SZINGAPÚRBAN (1980–2011)



Forrás: World Bank

elhelyezkedés, a történelmi, világpolitikai események adott korszakokra jellemző kényszerítő erejével. Ugyanakkor ezek a gazdaságpolitikai döntések szuverén nemzetállamokat feltételezve függetlenek bármely külső hatástól, geostratégiai és világpolitikai befolyásoltságtól, vagyis a mindenkori gazdaságpolitikai vezetés hatáskörébe esnek. Megemlítjük, hogy a geostratégiai és történelmi-világpolitikai különbségektől eltekintve két kicsi, nyitott és a globalizációs indexek alapján (A.T. Kearney, Ernst&Young) a világ élvonalába tartozó országról beszélünk, tehát a külső sebezhetőségre vonatkozó összehasonlítás e tekintetben megalapozott.

KÜLSŐ EGYENSÚLYTALANSÁGRA VALÓ REAGÁLÁS Míg a magyar gazdaságpolitikai vezetés az olajárrobbanás hatására végbemenő cserearányromlást, és az ennek eredménye-

képpen jelentős mértékben deficitessé váló külkereskedelmi mérleget külföldi hitelfelvétellel kompenzálta, addig Szingapúr az „equal misery” elvét vallva közvetlen elszenvedője volt az olajsokknak, visszafogta fogyasztását. Magyarország 1979 után a nemzetközi pénzügyi kamatlábak emelkedésével súlyos árat fizetett az 1974 utáni forrásbevonásért.

A MŰKÖDŐ ÁLLAMI VAGYON KÉRDÉSE A magyar gazdaságpolitikai vezetés a gazdasági transzformáció után kezdetben vegyes gazdasági struktúra kialakítására törekedett, nyugat-európai példák alapján a stratégiai szektorokban szerepet szánt az államnak, és számolt a dolgozói tulajdonban lévő vállalatok, valamint az önkormányzati és a magánszektor létezésével, majd egy stratégiai irányváltás után az angolszász országokra jellemző, a magántulajdon dominanciájára

épülő struktúra jött létre. Ebben a stratégiai váltásban szerepet játszott a kor irányadó közgazdasági konszenzusa és az államadósság jelentette finanszírozási kényszer egyaránt. Az egymást követő állami vagyonkezelők kezében lévő nettó működő állami vagyon az 1989-es 27 milliárd dolláros szintről 2008-ra 4 milliárd dollárra csökkent.

Szingapúrban 1974-ben létrehozták a pénzügyminiszter felügyelete alatt álló Temasek Holdingsot, amely a működő állami vagyon menedzseléséért felel. A Temasek Holdings megalakulása óta évi átlagos 17 százalékos hozamot ért el. 1989 és 2008 között a holding kezelésében lévő működő államivagyon-portfólió 10 milliárd dollárról 134 milliárd dollárra gyarapodott. A Temaseken keresztül jelentős a szingapúri kormányzat pénzügyi szektorbeli részesedése. A természetes monopol- vagy oligopolpiacnak számító logisztikai, ipari és telekommunikációs szektorban működő cégekben többségi tulajdonrészrel rendelkezik. A stratégiainak értékelt részesedéseken túl pedig olyan, a versenyszférához tartozó területeken is jelen van, amelyek jelentős növekedési potenciállal kecsegtetnek.

A külső egyensúly megőrzése, a monopol- és oligopolpiacokon működő vállalatok által generált társadalmi holtteherveszteség kompenzálása érdekében a belső piacokra termelő és szolgáltató vállalkozások privatizációjakor a hazai részvényeseket részesítették előnyben, támogatták részvény vásárlásukat és azt, hogy hosszú távon meg is tartsák részvényeiket. Ebben a szellemben került sor a tömegközlekedési vállalat és a szingapúri telekommunikációs cég, a SingTel privatizációjára. Így, az ezen vállalatok működéséből származó profit azokhoz vándorol, akik e vállalatok nem tökéletes, piacon való működéséből fakadó társadalmi veszteséget elszenvadni kénytelenek. Természetesen a visszavásztás nem tökéletesen méltányos, de közelebb esik az optimálishoz bármely más privatizációs gyakorlathoz hasonlítva. Ezen privatizációs

gyakorlatnak köszönhetően a külső sebezhetőség is csökken, mert a belső piacokra termelő- és szolgáltató vállalkozások profitja rezidens szereplőknél csapódik le, akik nagyobb valószínűséggel tartják megtakarításaikat belföldön, mint a nem rezidens részvénytulajdonosok.

Az energiapiac szingapúri liberalizációjának egyik nagy tanulsága, hogy a technológia, know-how és menedzsmenttudás bevonásához nem feltétlenül szükséges az üzletág értékesítése, privatizációja. A Temasek Holdings irányításával levezényelt liberalizáció során az addig egységes energiavállalatot szétdarabolták, de nem értékesítették. Külföldi szakembereket vontak be az újonnan létrejövő vállalatok igazgatóságába, a segítségükkel teljesítményorientált menedzsmentet állítottak fel, amelynek irányításával képesek voltak átvenni a legjobb gyakorlatot a világ vezető energiapiaci szereplőitől (*best industry practices*).

1968-tól számítva három évtizednyi szigorú szabályozottság után kezdték el 1998-tól fokozatosan liberalizálni és deregulálni a szingapúri bankrendszerét. A külföldi tulajdonszerzést a szingapúri bankokban a pénzügyminisztérium jóváhagyásához kötik és alapvetően korlátozzák. Megkülönböztetnek könyveléstechnikailag ACU (Asian Currency Unit) és DBU (Domestic Banking Unit) részlegeket a bankok működésében a szingapúri dollár árfolyamának védelmében. A szigorú Qualifying Full Bank szabályok és a nem rezidens szingapúriaknak nyújtott hitelkorlátozások szavatolják, hogy a teljesen liberalizált fizetésimérleg-struktúra ellenére se lehessen a szingapúri dollár ellen spekulációs eszközökkel fellépni és ezáltal kívülről befolyásolni Szingapúr független monetáris és árfolyam-politikáját. A banki és pénzpiaci szabályok jelentős mértékben csökkentik összehasonlításban Szingapúr külső pénzügyi sebezhetőségét.

MONETÁRIS ÉS ÁRFOLYAM-POLITIKA Szingapúr kicsi, nyitott országgént kezdetben valutatanácsot tartott fent, majd 1981-ben tért át az

árfolyam-politikán alapuló monetáris politikára, amelyet működése alapján kvázi valutatanácsként értelmezhetünk. Az árfolyam-politikára épülő monetáris politikának Szingapúrban lényeges jellemzője, hogy a belső piaci kamatlábak alakulását nem kötik az inflációs cél teljesüléséhez. Vagyis Magyarországgal szemben Szingapúrban a gazdasági beruházások finanszírozását nem drágítja az infláció mérséklését szolgáló kamatemelés. A devizaok felhalmozódásaként keletkező belföldi pénztöbbletet a MAS, a szingapúri jegybank részben devizapiaci swapügyletekkel sterilizálja, részben pedig a társadalombiztosításba történő befizetések és a kormányzati megtakarítások működnek úgy mint beépített sterilizátorok. A sterilizáció költségei így társadalombiztosítási befizetéseken, valamint kormányzati beruházásokon realizált hozam formájában kiegyenlítődnek. A tartós

folyó fizetésimérleg-többlet révén felhalmozódó devizatartalékok ellenére a szingapúri monetáris bázis viszonylagosan független tudott maradni a devizatartalékoktól.

A szingapúri pénzügyi kormányzás az árfolyam-menedzsmentet elsősorban a begyűrűző vagy más néven importinfláció kiszűrésére alkalmazza és nem a reálgazdaság versenyképességének befolyásolására. Mégis hosszú távon a termelékenység javulásával, pontosabban tudatos javításával Szingapúr kormányzata képes kompenzálni a szingapúri dollár fokozatos erősödését, de ebben már jelentős szerepet játszanak a fejlesztéspolitika olyan elemei is (például az oktatás- és iparpolitika), amelyek nem tartoznak közvetlenül a külső pénzügyi sebezhetőséget befolyásoló szakpolitikákhoz, bár a hosszú távú versenyképesség meghatározásának nagyon fontos tényezői.

JEGYZETEK

¹ Az úgynevezett természetes monopóliumok privatizációja mellett állást foglalók legfőbb érve, hogy sok esetben a természetes monopóliumok a technológia fejlődésével elveszíthetik monopolpozíciójukat. A dolgozat szempontjából ez ugyanakkor lényegtelen. Az viszont lényeges, hogy a monopol- és oligopol piacokon társadalmi szinten holtteherveszteség keletkezik, a tulajdonos kiletétől függetlenül. A kérdés az, hogy az állam hogyan mérsékli a holtteherveszteséget, hogyan számolja fel annak társadalmi hatásait. Egy természetes monopólium vagy oligopólium által generált holtteherveszteség felszámolható szabályozással vagy közvetlen tulajdonosi ellenőrzésen keresztül, de ugyanezekkel az eszközökkel fenn is tartható, sőt növelhető is a holtteherveszteség.

² Amint az Mihályi kalkulációjából ismeretes, a bruttó, privatizálható kategóriába sorolt és a minisztériumoknál levő működő állami vagyon értéke 65 milliárd dollár volt 1989-ben, aminek közel kétharmad része – a teljes nemzeti vagyon 20 százaléka, 43,5 milliárd dollár – tartozott a privatizálható kategóri-

ába. A KSH módszertana szerint a bruttó és a nettó vagyon között konzisztensen hatvan százaléki eltérés adódik A 43,5 milliárd dollár hatvan százaléka, tehát a nettó privatizálható vagyon, 26,13 milliárd dollár Mihályi becslése alapján.

³ A becslés két okból is óvatos. Egyrészt a nyilvántartásba vett vagyon messze alatta marad a világbanki becslésnek, másrészt arról nincsen információk, hogy időközben mekkora értékű új vagyonelem került beszámításra a vagyonkezelő mérlegébe.

⁴ Mihályi 10, egymással összefüggő magyarázatot nevez meg a vagyonleértékelődésre (erről bővebben lásd Mihályi, 2010, 2. kötet, 202–205. oldal), amelyek közül csak egyet említünk: „Az értékvesztés legáltalánosabb érvényű magyarázata, (...) hogy az időben éveken át tartó eladási folyamatban a vagyonkezelők nem voltak képesek a forintárak emelésével kompenzálni a forint árfolyamának folyamatos devalválódását. Hogy ez így történt, annak részben az a magyarázata, hogy 1990-től kezdve az állami

vagyonkezelők saját tevékenységüket a jegyzett tőkéhez viszonyított, forintban számolt árfolyamok alakulásával mérték. A döntéshozók szeme előtt az lebegett, hogy hány forintot kapnak egy – mondjuk – 10 000 forintos részvényért, s viszonylag kevés figyelmet szenteltek annak, hogy a forintban számolt 150 százalékos árfolyam mást jelentett 1990-ben, mint 1997-ben.” (Mihályi, 2010, uo.)

- ⁵ Az átalakuló országokban a GDP arányában 1989–2003 között realizált privatizációs bevételeket illetően Magyarország igen jól áll. A szlovák 35 százalékos érték után a magyar 31 százalékos GDP-arányos bevétel a második legnagyobb (EBRD, 2005, Mihályi, 2010, 234. oldal). A tanulmány azonban nem a régióbeli privatizációs bevételek és technikák összehasonlítását tűzte ki célul, hanem az állami vagyon kezelésének Magyarországra (és egyben a régióra) és Szingapúrra jellemző gyakorlatának összehasonlítását. Mégis fontosnak tartottuk megemlíteni az érem másik oldalát.
- ⁶ Annak ellenére, hogy egyetlen tulajdonosa a szingapúri Pénzügyminisztérium, a Temasek Holdings bocsátott ki szingapúri dollár-, font-, és dolláralapú kötvényeket, amelyek public marketként funkcionálnak hitelbesorolására vonatkozóan.
- ⁷ Bővebben a graduális liberalizációs és a kormányzat által épített külgazdasági stratégiáról lásd még Chong (2007)
- ⁸ Szingapúr privatizációs és deregulációs gyakorlatának korai szakaszáról Yuen (1989) közölt összefoglalót.
- ⁹ A társadalombiztosítási befizetéseket Szingapúrban egyéni számlákon tartják nyilván és 1978 óta van lehetőség a befizetések egy részéről, meghatározott keretek között önállóan dönteni befektetési céllal.
- ¹⁰ A Monetary Authority of Singapore (MAS) 1971-ben jött létre és Szingapúr de facto központi bankjának számít, valamint a banki és a pénzügyi tevékenységek szabályozójának.
- ¹¹ Central Provident Fund (CPF), a Központi Előtakarékosági Alap Szingapúr társadalombiztosítási rendszerét jelöli, amely egy hozzájárulással meghatározott (DC), egyéni számlás, minden szingapúri munkavállaló számára kötelező, és államilag menedzselte társadalombiztosítási rendszer, amelyben az egyéneknek korlátozott összegben lehetőségük van önállóan dönteni megtakarításaik befektetéséről.
- ¹² http://www.mas.gov.sg/fin_development/Types_and_Number_of_Institutions.html (2012.03.30) http://www.ustr.gov/sites/default/files/uploads/reports/2010/NTE/2010_NTE_Singapore_final.pdf (2012.03.30)
- ¹³ http://www.ustr.gov/sites/default/files/uploads/reports/2010/NTE/2010_NTE_Singapore_final.pdf (2012.03.30)
- ¹⁴ Való igaz, hogy az OTP mérlegfőösszeg szerinti piaci részaránya 30% feletti, ami egyedülálló a régióban, ugyanakkor megnézve a bank tulajdonosi szerkezetét, azt látjuk, hogy tulajdonosai közül minimum 52,3% külföldi, 29,1% magyar, a többi nem azonosított az OTP honlapján szereplő nyilvános információk szerint. Hozzá kell tennünk azt is, hogy Lóránt 2009-ben közzétett számításai óta a biztosítási szektorban is újra megjelent a magyar tulajdon, de továbbra is a külföldi tulajdon dominanciája jellemzi a szektort.
- ¹⁵ A bemutatás során elsősorban Pál (2009) és az MNB (2006) átfogó tanulmányára hivatkozunk.
- ¹⁶ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdec330&plugin=1>
- ¹⁷ Balogh 2009-es tanulmányában részletesen foglalkozik a kéthetes MNB-kötvény törvényszerű sterilizációs hatásaival a magyar monetáris politikai gyakorlatban.
- ¹⁸ Szingapúr valutatanács rendszerét az 1967-ben alapított Board of Commissioners of Currency, Singapore (BCCS) tartotta fenn, amely 2002 októberében olvast bele a Monetary Authority of Singapore-ba (MAS), a szingapúri jegybankba.

- ¹⁹ Bővebben a speciális szingapúri árfolyam-politika alapuló modell és a valutatanács közötti különbségekről Lu és Yu (1999) tanulmányában olvashatunk.
- ²⁰ Monetary Policy Operations in Singapore, Monetary Authority of Singapore, 2007
- ²¹ Az előre meg nem határozott árfolyamsáv értelme, hogy így a potenciális spekulációs támadások minimálisra csökkenthetők.
- ²² A Központi Előtakarékossági Alapba (CPF) befizetendő társadalombiztosítási járulékkulcsokat a szingapúri gazdaságpolitika a sterilizációs igények szerint és a világgazdasági hatások figyelembevételével alakítják. Az 1955-ös kezdeti 10 százalékos kulcsról a 80-as évek közepére 50 százalékra emelkedett a járulékkulcs, amit aztán a világgazdasági válságok időszakában mérsékeltek, hogy így tegyék vonzóbbá a szingapúri munkacserét.

IRODALOM

- ABEYSINGHE T. (2007): Singapore: Economy. <http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabay/Singapore%20Economy-Tilak.pdf> (2013.01.30.)
- ANG, J. S. – Ding, D. K. (2006): Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*. Volume 16, Issue 1, February 2006, pp. 64–88
- ANTAL L. (2004): Fenntartható-e a fenntartható gazdasági növekedés? *Közgazdasági Szemle Alapítvány*. Budapest
- BALOGH Cs. (2009): Az MNB-kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapírpiazi kereslet között? *MNB-Szemle*. Október
- BÉKESI L. – Palócz É. (szerk.), (2009): Reformszövetség gazdaságpolitikai munkacsoportjának javaslatai. Március
- BOKROS L. (2009): A reformok kritikus tömege. *Élet és Irodalom*. Január 23.
- CHONG, A. (2007): Singapore's Political Economy, 1997–2007: Strategizing Economic Assurance for Globalization. *Asian Survey* Vol. 47, No. 6 (November/December 2007), pp. 952–976
- CLARK, C. (1957): The Conditions of Economic Progress. *Macmillan*. London
- CSILLAG I. (2009): Van-e visszaút? *Közgazdasági Szemle*. LVI. évf., 2009. július–augusztus, 648–672. oldal
- ERDŐS T. (1987): A magyar gazdaság és a gazdaságpolitika fejlődése az 1968–1986 közötti időszakban. Következtetések a hosszú távú tervezés számára. Kézirat, 1987. szeptember
- FENG, F. – Sun, Q. – Tong, W. H. S. (2004): Do government-linked companies underperform? *Journal of Banking & Finance*. Volume 28, Issue 10, October 2004, pp. 2461–2492
- JÁNOSSY F. (1975): *A gazdasági fejlődés trendvonala és a helyreállítási periódusok*. Magvető. Budapest
- KORNAI J. (1992): A posztoszocialista átmenet és az állam. Gondolatok fiskális problémákról. *Közgazdasági Szemle*. 1992. június. 39. évf. 6. szám
- KORNAI J. (1995): Fizetjük a számlát. A magyar fejlődés vizsgálata politikai gazdaságtani megközelítésben, I–II. rész, *Közgazdasági Szemle*, 1995
- LEE, K. Y. (2000): From third world to first, The Singapore story: 1965–2000. *Singapore Press Holding*.

- LÓRÁNT K. (2009): A magyar gazdasági válság háttere, a kiút lehetőségei. In: *Gazdaságpolitika a globalizált világban*, Veress József (szerk.), Typotex Kiadó, 2009, Budapest
- LU, D. – YU, Q. (1999): Hong Kong's exchange rate regime:: Lessons from Singapore. *China Economic Review*. Volume 10, Issue 2, Autumn 1999, pp. 122–1240
- MIHÁLYI P. (2010): *A magyar privatizáció enciklopédiája*. Pannon Egyetemi Könyvkiadó. MTA Közgazdaságtudományi Intézet, Budapest, 2010, I–II. kötet
- PÁL T. (2009): A pénzügyi kormányzás intézményrendszere. In: *Gazdaságpolitika a globalizált világban*, Veress József (szerk.), Typotex Kiadó, 2009, Budapest
- PITTI Z. – VARGA S. (1995): *Az önkormányzatok vagyonosodási folyamata*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest, 1995
- TEE, O. Ch. (2003): Singapore's policy of non-internationalisation of the Singapore dollar and the Asian dollar market In: *China's capital account liberalisation: international perspective*, Bank for International Settlements, 2003. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap15l.pdf> (20013.01.30.)
- VIETOR, R. H. K. (2007): *How Countries Compete. Strategy, Structure, and Government in the Global Economy*. Harvard Business School Press. Boston, Massachusetts
- VONNÁK B. (2006): A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. *Közgazdasági Szemle*. LIII. évf., 2006. december, 1155–1177. oldal
- WILLIAMSON, J. (2000): What Should the World Bank Think about the Washington Consensus? *The World Bank Research Observer*. Vol. 15, no. 2 2000, 251–264. oldal
- YUEN, NG. Ch. (1989): Privatization in Singapore: Divestment with Control. *ASEAN Economic Bulletin*. Vol. 5, No. 3, Privatization and Deregulation in ASEAN (March 1989), pp. 290–318
- YIP, P. S. L. – WANG, R. F. (2001): On the Neutrality of Exchange Rate Policy in Singapore. *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 18, No. 3 (DECEMBER 2001), pp. 251–262
- EBRD (2005): *Transition Report: Business in Transition*,
- EMBASSY SINGAPORE (2007): Singapore to divest power companies by early 2009 <http://www.cable-gatesearch.net/cable.php?id=07SINGAPORE1583> (2013.01.30)
- HORVÁTH, DÓCZY & Lehmann Ügyvédi Iroda (2008): *Jelentés az ÁPV Zrt. és jogelődjei – mint a privatizáció lebonyolítására létrehozott célszervezetek – tevékenységéről és a teljes privatizáció folyamatról a Vagyontörvény 71. paragrafus (2) bekezdése alapján*, Bp.: Kézirat, november.
- MNB (2006): *Monetáris politika Magyarországon*, MNB
- TEMASEK REVIEW (2011): *Governance Framework*. http://www.temasekreview.com.sg/2011/governance/governance_framework.html (2012.01.31.)
- INTERNETES HIVATKOZÁSOK
- http://www.mas.gov.sg/fin_development/Types_and_Number_of_Institutions.html (2012.03.30)
- http://www.ustr.gov/sites/default/files/uploads/reports/2010/NTE/2010_NTE_Singapore_final.pdf (2012.03.30)
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdec330&plugin=1> (2013.01.31)