

Magas István\*

# Pénzügyi liberalizáció – a nemzeti alkalmazkodás dilemmái

„A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzpiacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben, és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit, a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.”  
(MNB)<sup>1</sup>

**ÖSSZEFOGLALÓ:** E tanulmány a globális pénzügyi folyamatok két fontos kérdését taglalja: a nemzetközi tőkeáramlás fokozott liberalizációjából húzható előnyök közgazdasági lényegét, valamint a fokozott nemzetközi tőkeáramláshoz leginkább illeszkedő, „adekvát” árfolyamrendszer kérdését. A következtetések részben elméletiek, részben gyakorlatorientáltak. Megerősítésre kerül azon állítás, hogy a tőkeforgalom liberalizációja és a megvalósítandó árfolyam-politika mind a mai napig erősen problematikus. Sem a tőkeforgalom liberalizációját, sem a megvalósítandó adekvát árfolyamrezsímet illetően nem lehet egységes és elméletileg minden tekintetben megalapozott álláspontonról beszélni. Az úgynevezett „lehetetlen szentháromság”, a külföldi és a belföldi célok szimultán követésének különös nehézsége a kis nyitott gazdaságokban, így a magyar gazdaságban még fokozottabban érvényesül. A nemzetközi pénzügyi integráltság magas foka miatt a hagyományos eszközökkel – kamat- és fiskális gazdaságélénkítő lépésekkel – nem lehetséges egy irányba mutató vagy egymást nem gyengítő, szimultán lépésekkel szabályozni a belföldi és külföldi hitelkeresletet, illetve a konjunktúrát. A kamatpolitika, a forint- és a devizahitelezés nehézségei ezt fokozottan illusztrálják Magyarországon is. Ugyanakkor a mindenkori gazdaságpolitika nem bújhat ki azon kényszer alól, hogy egy változó globális pénzügyi környezetben is tartható arányokat találjon a belföldi és a külgazdasági célok között. „Királyi út” azonban nincs a gazdaságpolitika számára. Ez a megállapítás igaz a jegybanki szerepvállalásra is, amely a felduzzadt magyar devizaadósság által okozott bankrendszer szintű kockázatok kezelésére irányul.

**KULCSSZAVAK:** pénzügyi liberalizáció, nemzetközi tőkeáramlás, árfolyamrendszer, árfolyam-politika, hitelkereslet, forinthitelezés, devizahitelezés

**JEL-kód:** E31, 42, E44, F31, F32

A pénzügyi stabilitás biztosítása 2007–2010 között az egész világgazdaságban (a kis, a közepes és a nagy országokban egyaránt) próbára tette a pénzügyi hatóságok erejét; a több hullámban érkező sokkok kezelése különösen nagy nehézségekbe ütközött. E nehézségek azonban nem hirtelen támadtak: a bajok eredete csak részben keresendő a pénzügyi global-

izációban, amely folyamat jó három évtizede zajlik. Az Európai Unióban is alapos átalakulások mentek végbe, amelyet jól jellemez *Jean Claude Trichet-nek*, az Európai Központi Bank (ECB) elnökének egy állítása:

„A 16 tagú eurózónában túl sok ország viselkedik nemzeti gazdaságra jellemző módon, holott nemzetgazdaságok már nem léteznek”.<sup>2</sup>

De lehet-e ellentétes belföldi és nemzetközi célokat szimultán követni? Erre az alapvető kérdésre kínál – lényegében nemleges – választ a következő elemzés. Az első rész áttekinti az

\* A szerző köszönetet mond az anonim lektor értékes kritikai és kiegészítő megjegyzéseiért, valamint a TÁMOP 4.2.1./B-09/1/KMR-2010-0005 kutatási program támogatásának.

árfolyam és kamatsatornán történő igazodás alapeseteit egy kis nyitott gazdaságban. A második rész a globális pénzügyi folyamatokhoz való nemzeti alkalmazkodás néhány aspektusát vizsgálja. A harmadik rész a „lehetetlen magyar szentháromság” különös esetét tárgyalja.

## KÖTÖTT VAGY RUGALMAS ÁRFOLYAMOK?

Az árfolyamrendszereket leíró modern közgazdasági elméletekből a gyakorlat számára levonható következtetések messze nem egységesek, és sok bonyolító tényező függvényében még ma is több irányba mutatnak. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) maga sem egységes: sem az általa képviselt, így ajánlott árfolyamrezsimek, sem pedig az ajánlott védelmi mechanizmusok vagy pénzügyi kiegészítő rendszerek árfolyamaspektusait illetően.<sup>3</sup> A lehetséges árfolyamok közötti választás attól függ, hogy egy ország mennyire van kitéve a külső pénzügyi eseményeknek, a világgazdasági fejlemények okozta sokkhatásoknak, valamint attól, mennyire szorosan igyekszik illeszkedni a fejlett ipari országokat már javarészt egységes rendszerbe integrált, fejlett nemzetközi tőke- és pénzpiaci hálózathoz.

Alapmegfontolás, hogy az áralakuláshoz és általában az áru- és a nemzetközi pénzpiacok változásaihoz való alkalmazkodásban a külső feltételek változását, külső változások (előnyök, kényszerek) egészét

- vagy rugalmas árfolyamokon keresztül, azaz a hazai valuta árfolyamának változásai által;
- vagy kötött árfolyamok által, tehát a belső pénzpiacra és az árakra áthárítván lehet közvetíteni.

Ekképpen a közvetítő mechanizmus a valutaárfolyam vagy a belső árrendszer és ezáltal a belső kereslet vagy pénzkínálat változása érvényesül. Mindkét alapváltozatnak, tehát a teljesen rugalmas és a kötött árfolyamrendszernek

egyaránt megvan a maga előnye, de természetesen az ára is. A lebegő (*floating*) vagy rugalmas árfolyam-alakulás legnagyobb kockázata, hogy a valutapiacok nagy hajlandóságot mutatnak az úgynevezett *overshooting* vagy túlreagálásra akkor is, amikor az árfolyammozgás iránya ugyan helyes közgazdasági logikát követ, de mértéke a hosszú távon tartható szinthez képest jelentősen túlzott. Egy kötött rendszerben viszont az előre rögzített árfolyamszint védelme a központi banknak néha nagyon sokba kerül, mert a hazai valuta védelmi célú vásárlása a valutatartalékok jelentős csökkenéséhez vezethet, a belső árszínvonalra gyakorolt elszigetelő hatása pedig ezért kifejezetten káros, hiszen a konjunktúrát elfojtó, az inflációt gerjesztő lehet. A makacs kitartás a kötött árfolyamok mellett egyben nagyon drága mulatságnak bizonyulhat.

A kötött vagy rugalmas árfolyamrezsimek közötti választás nehézségének kardinális problémáját két egyszerű modell talán jól megvilágítja. Az első egy klasszikus felfogású, „vásárlóerő-paritást” reprezentáló megközelítés, amely a maga egyszerűsége ellenére is rávilágít az alapkonfliktusra, nevezetesen a globális pénzfolyamatok által veszélyeztetett nemzeti pénzpolitikák (a nemzeti pénzteremtés és inflációkontroll) féltve őrzött szuverenitásának kérdéseire. A második modell egy korszerű, portfólióelvé megközelítésben mutatja meg ugyanezt, a külső pénzügyi folyamatok és a kialakított belső gazdasági egyensúlyok összhangba hozásának kényes és a sok szempont egy időben való figyelembevételének többnyire igen bonyodalmas feladatát. A továbbiakban e bonyodalmak legfőbb tényezőinek bemutatása következik.

Tekintsünk egy két országból (*A* és *B*) álló világgazdaságot! Legyen a mennyiségi pénzelmélet alapegyenlete (Fisher-féle csereegyenlet) az *A* országban a következő:

$$M^A V = P_A Y^A \quad (1a),$$

a  $B$  országban pedig:

$$M^B V = P_B Y^B \quad (2a),$$

ahol az  $M^A$ ,  $M^B$  a pénzmennyiségeket;  $P_A$ ,  $P_B$  az árszínvonalat;  $Y^A$ ,  $Y^B$  pedig az outputot (volumenét) jelölik rendre a két országban.

A további egyszerűsítés kedvéért feltételezhető, hogy a nemzeti piacokon a pénz forgási sebessége  $V$ , illetve ennek reciproka, a készpénztartási hajlandóság  $\frac{1}{V} = k$ , tehát azonos a két országban!<sup>4</sup>

Legyen továbbá

$$E = \frac{P_A}{P_B}$$

az  $A$  országban a  $B$  ország valutájának az árfolyama!

Ezután az  $A$  ország, valamint a  $B$  ország pénzmennyiségeire felírható a következő két kifejezés:

$$M^A = k P_A Y^A \quad (1b)$$

$$M^B = k P_B Y^B \quad (2b)$$

Miután

$$E = \frac{P_A}{P_B},$$

ezért

$$E P_B = P_A,$$

tehát

$$M^A = k E P_B Y^A$$

$$M^B = k P_B Y^B$$

Vegyük a (2b) és az (1b) hányadosát!

$$\frac{(2b)}{(1b)} = \frac{M^B}{M^A} = \frac{1}{E} \times \frac{Y^B}{Y^A}, \quad (3a)$$

ezért

$$\frac{M^B}{M^A} = \times E = \frac{Y^B}{Y^A} \text{ konstans} \quad (3b)$$

A kapott kifejezés (3b) azt mutatja, hogy a két ország pénzmennyiségei hányadosának és

az árfolyamnak a szorzata egy állandóval egyenlő. A mennyiségi pénzelmélet alapfeltétele szerint ugyanis az árszínvonal és a pénzmennyiségek mozgása az outputot, a reálkibocsátást (itt:  $Y^A$  és  $Y^B$ ) és azok hányadosát nem befolyásolják. Tehát adott kibocsátási szinten a fenti kifejezés igaz. A (3b) egyenletben megfogalmazott azonosság grafikus ábrázolása esetén egy hiperbola (DD) rajzolódik ki (lásd 1. ábra). Ennek minden pontján igaz, hogy „egyensúlyi” árfolyam alakul ki, mert a DD-n minden pontban az egyik tengelytől mért távolság (árfolyam) szorozva a másik tengelytől mért távolsággal (pénzmennyiségek hányadosa) állandó (a két outputnak a hányadosa).

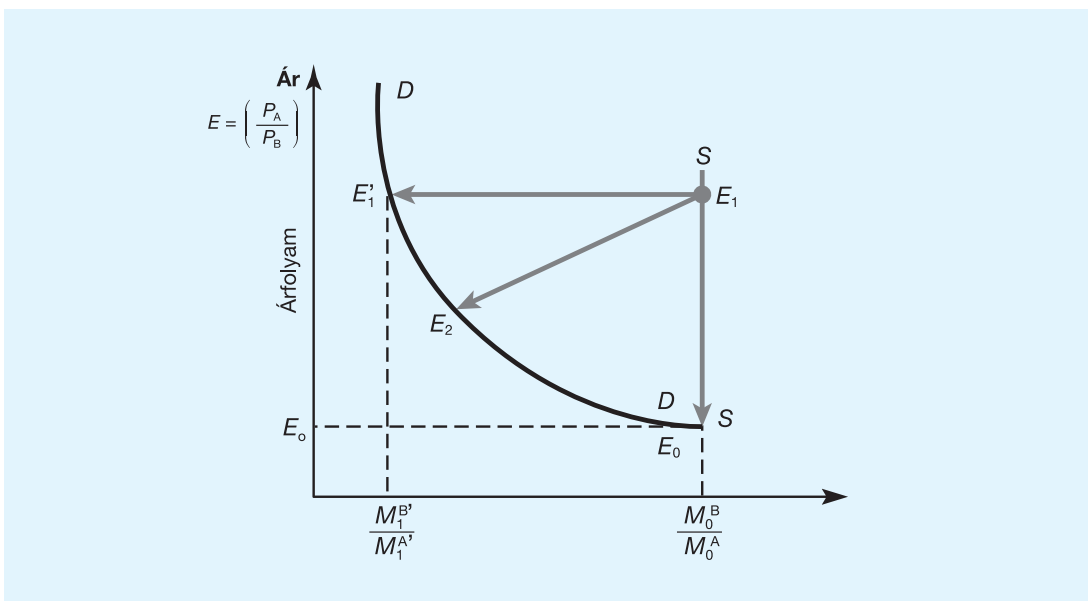
A DD-vel jelzett görbe tehát azon pontok mértani helye, amelyek a  $B$  ország valutája iránti  $A$  országbeli egyensúlyi árfolyamárakat jelölik a kereslet oldalán. A DD-görbe minden pontja ekképpen egyensúlyi árfolyamot jelöl az ismertetett feltételek mellett. Az SS függőleges egyenes pedig a  $B$  ország valutájának relatív ( $A$  országnak felkínált) kínálatát jelöli adott időszakban. Az egyensúlyi árfolyam  $E_0$ , amely tehát a két országban kialakult árszínvonalak „közötti átjárást”, azaz az átváltást, az úgynevezett *vásárlóerő-paritást* reprezentálja. Miután az outputok aránya a modellben nem változik ( $Y^B/Y^A$  konstans), ezért az eredeti egyensúlyon kívüli helyzetből (például  $E_1$ -ből) a visszaigazodás lényegében háromféle módon történhet:

- vagy  $E_1$ -ből vissza  $E_0$ -ra;
- vagy  $E_1$ -ből  $E'_1$ -re,
- vagy a kettő kombinációjaként  $E_1$ -ből  $E_2$ -be, illetve az  $E'_1$  és  $E_0$  közötti bármely DD-n lévő pontban.

Ha az igazodás  $E_1$ -ből  $E_0$ -ba történik, akkor csak a rugalmas árfolyam változik, a nemzeti pénzmennyiségek, illetve azoknak az arányai (hányadosai) nem.

Az alkalmazkodási folyamat ebben az egyszerű esetben úgy néz ki, hogy  $A$  ország a valutaértékelődés nyomán egyre többet kíván eladni  $B$ -be, és kevesebbet kíván vásárolni onnan.

**A VALUTAÁRFOLYAMOK ÉS A PÉNZMENNYISÉG ALAKULÁSÁNAK EGY HAGYOMÁNYOS (VÁSÁRLÓERŐ-PARITÁSON ALAPULÓ) FELFOGÁSA**



Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

Így A-ban kialakul egy tartós kereskedelmi mérlegtöbblet. Ennek a többletnek az eltüntetése csak az A ország valutájának felértékelődésével,  $E_1$ -ből  $E_0$ -ba való visszatéréssel oldható meg. A B országban mindennek az ellenkezője történik, B ország a felértékelődött valutájával egyre többet kíván vásárolni az A országból, és kevesebbet akar eladni ott. Ez pedig B országban kereskedelmi mérleghiányt fog teremteni, amelynek lefaragásához B ország valutájának le kell értékelődnie. A két országban kiinduló folyamat egymást erősíti.

Az  $E_1$ -ből  $E_1$ -be való igazodás ennek éppen az ellentéte. Azaz az árfolyam nem, csak az „egyensúlyi” árfolyamhoz tartozó pénzmennyiség-hányadosok változnak. Alapesetben a (3b)-ben elfogadható szintnek, azaz az  $E_1$ -nek úgy kellene visszaállnia, hogy a B ország az  $E_1$ -által indokolt arányban csökkenti az A ország számára felkínált pénzmennyiséget, az SS balra tolódik el. De látható, hogy nem ez az egyetlen lehetséges út, hiszen ugyanaz az  $E_1$ -hez tartó-

zó, a pénzmennyiségek egyensúlyi arányát jelző hányados többféle változás eredményeként más és más kombinációval egyaránt kialakulhat, például úgy, hogy csak a nevező változik vagy csak a számláló, vagy esetleg mindkettő, vagy esetleg ezek különböző kombinációkban. Ez a lehetőség már felvillantja a valóságban is inkább jellemző igazodási változatokat.

A legtöbb és a gyakorlat számára is legreálisabb alternatívát ebben a modellben szintén a köztes vagy az úgynevezett *vegyes igazodás* jelenti, amikor az árfolyam  $E_1$ -ből  $E_2$ -re változik. Ez mind a pénzmennyiségek, mind az árfolyam mozgását lehetővé teszi. Nem nehéz azonban belátni, hogyha a nemzeti pénzmennyiségeket jelentősen változtatni (növelni/csökkenteni) kell az árfolyam-alakulás függvényében, nos, azt a nemzeti pénzpolitikák nem nagyon szeretik; mert az így kialakuló árfolyamok a hazai piacon kívánatosnak tekintett kamatszinteket megbontják és a belső egyensúlyokat felborítják. A gyakorlat azonban azt mutatja, hogy a

bonyolultabb igazodási változatokat a nemzeti pénzpolitikáért felelős szervek (kormány és központi bankok) mégsem nagyon úszhatják meg.

Noha a bemutatott, vásárlóerő-paritáson nyugvó modell feltételezéseiben meglehetősen leegyszerűsítő és a piaci mozgásokat a pénznek, illetve a valutáknak csak az úgynevezett tranzakciós funkciójához, tehát nem a portfólióalapú, vagyontárgyként funkcionáló úgynevezett *asset function* keretéhez köti. Arra mégis jó, hogy megmutassa az egyensúlyi helyzeten kívüli állapotból való visszaigazodás elképzelhető változatainak sokféleségét, illetve nem egyértelmű jellegét már akkor is, ha a valuta csak nemzetközi áruforgalmi tételek mozgását közvetíti és nem nemzetközi vagyontárgyként vagy közvetítőként funkcionál.

Ha a valuta a reálkamat-különbségeken alapuló, azaz portfólióbefektetési, sőt spekulációs tranzakciókban is közvetít, akkor az adekvát árfolyamrendszer és főleg az annak hosszú távon betartható mechanizmusa pláne nem egyértelmű választás eredménye sem elméletben, sem gyakorlatban. Ezt ugyancsak igazolja az, hogy az utóbbi húsz évben lezajlott globális pénzügyi válságok ugyanúgy sújtottak lebegő és kötött árfolyammal bíró országokat. A nemzetközi pénzügyi folyamatoktól elzárkózni tudó monetáris függetlenség (főleg a kisebb, a kevésbé fejlett országok esetében) inkább illúzió, mint realitás. Ezért ezen országoknak különösen nagy óvatossággal kell megválasztaniuk árfolyam-politikájukat. Az elmúlt harminc esztendő világgazdasági eseményeinek története ékesen bizonyította, hogy önmagában az árfolyamrendszer, legyen az rugalmas vagy kötött, nem nyújt védelmet egy-egy jelentős külső sokk ellen. Egy gazdaság pénzügyi ereje, tartalékainak mértéke, nettó adós vagy hitelezői pozíciója sokkal inkább mérvadó a biztonság, illetve a kívülről érkező nyomások csillapítása szempontjából, mint maga a meglévő árfolyam-rezsim.<sup>5</sup>

## PÉNZÜGYI LIBERALIZÁCIÓ ÉS RUGALMAS VALUTAÁRFOLYAMOK

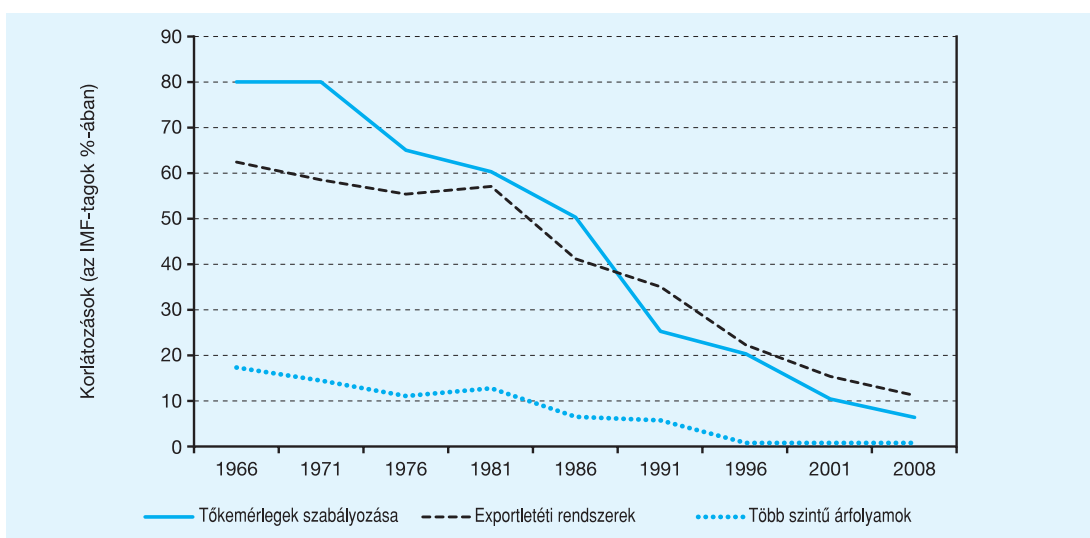
Az ezredfordulón a világgazdaságban a nemzetközi tőke mozgások már egyre inkább liberalizált keretek között valósultak meg. A tőke mérleget és a folyó fizetési mérleget befolyásoló tranzakciók rendjét szabályozó nemzeti intézkedések egyre szabadabb és megengedőbb feltételeket szabtak a nemzetközi tőkeáramlások számára. A nemzetközi tőkeforgalom előtt álló akadályok fokozatos és jelentős mérvű felszabadításának történelmi perspektívájáról ad képet a 2. és a 3. ábra.

A fejlett ipari országokban már 1973-at követően igen jelentős pénzügyi liberalizációs folyamat indult be, amely felszabadította a tőke mérleg-tranzakciókat megkötő szabályozási béklyókat, továbbá enyhítette az exportletéti rendszert. Ezek a lépések már az 1990-es évek közepére nagymértékben szabaddá tették a nemzetközi pénzforgalmat (2. ábra). Az említett lépések nagyságrenddel lendítettek a nemzetközi tőkeáramlás forgalmán, különösen az OECD-országokon belüli pénzügyi csatornában áramló pénzmozgások nőttek meg.

A liberalizációs folyamat a 2000-es évek közepéig tovább mélyült, és a pénzügyi modernizálás a legtöbb esetben a pénzügyi nyitás fokozásával volt egyenértékű. E folyamat elérte a világgazdaság más régióit egyaránt, így a fejlődő és a feltörekvő gazdaságok többségét csakúgy, mint az Nemzetközi Valutaalap által átmenetinek címkézett FÁK-országokat.

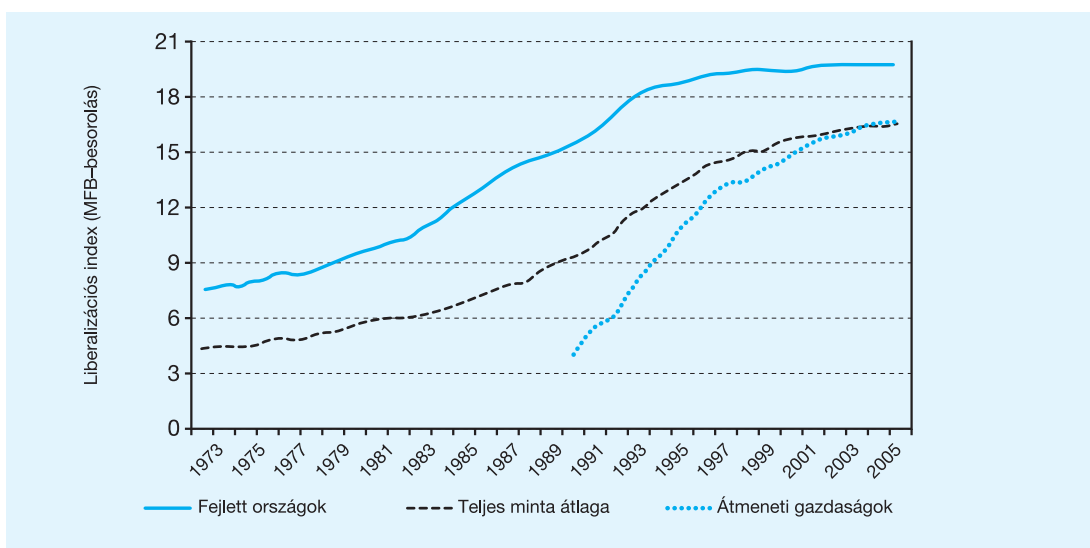
A liberalizáció vagy inkább a pénzügyi globalizáció 1973–2005 közötti alakulásának dinamikáját mutatja a következő 3. ábra, amely egy úgynevezett „liberalizációs *index*” alapján (tartalmáról lásd az ábra alatti jegyzetet!) veti össze a pénzügyi piacok a felszabadítást leíró tendenciáit a világgazdaság főbb régióiban. Az ábra üzenete meglehetősen egyértelmű: a világgazdaság a vizsgált három évtizedben igen jelentős általános pénzügyi liberalizációt élt meg. Ez a

### A NEMZETKÖZI PÉNZFORGALOM LIBERALIZÁCIÓJA A FEJLETT IPARI ORSZÁGOKBAN (OECD), 1966–2008



Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

### PÉNZÜGYI LIBERALIZÁCIÓ A VILÁGGAZDASÁG FŐBB RÉGIÓIBAN, 1973–2005\*



Forrás: Laeven-Valencia (2008): p. 27

\* Jelmagyarázat: a hivatkozott IMF-műhelytanulmány hat országcsoportot különböztetett meg: fejlett országok, feltörekvő országok és Dél-Kelet-Ázsia, Latin-Amerika és a Karib-térség, Sahara alatti afrikai térség, átmeneti gazdaságok és Közép-Kelet-Észak-Afrika. A liberalizációt 7 kategóriában mérték (egy 0–3-ig terjedő skálán) – így a hitelkontroll kiterjedtsége, a kamatlábkontroll, a belépési korlátok, a banki szabályozás, a privatizáció, a tőkeemlég nyitottsága, az értékpapírcikkek szabadsága. Ennek alapján a liberalizáltság mértékében a mért maximum 21 (7x3=21) lehetett. Az egyes kategóriákban 2671 megfigyelést végeztek, tehát a minta kellően nagy volt. Amint az ábrából jól előtűnik, a világgazdaság minden, a nemzetközi tőkeforgalomban aktívan részt vevő térségében erőteljes liberalizáció zajlott le az 1973–2005 időszakban. A teljes, a 104 országot felölelő minta átlaga (ábrán: középen nyíllal jelölve) 2005-re elérte a 17-et, vagyis átlagosan a 17/7 = 2,4-et, ami egyértelműen pénzügyileg „liberálisnak” minősül a 0–3-ig terjedő skálán. Ezen adatbázis, legalábbis a 0–3 közé való besorolásokat illetően tartalmaz ugyan (némi erőltetést) torzítást, ám még mindig ez az elérhető egyik legjobb, kellően átfogó, kvantitatív és kvalitatív mutatókat egyaránt figyelembe vevő felmérés.

nagyfokú piacositás, amely az állami ellenőrzések lebontását éppúgy jelentette, mint a külföldi tőkeáramlások felé való nyitást.

Maga a liberalizáció számos pozitívumot eredményezett, de azonnal napvilágra hozott addig nem látott gazdaságpolitikai és alkalmazkodási konfliktusokat. A továbbiakban ezen új típusú dilemmák megértésének elméleti alapjairól lesz szó.

A globális pénzügyi folyamatok okozta nemzeti gazdaságpolitikai problémák megértésének ma is egyik legjobb és a valóságot a fejlett ipari államok vonatkozásában leginkább közelítő, elméleti áttörést hozó kerete a Fleming–Mundell-modell (a továbbiakban: F–M-modell). Az amerikai és kanadai közgazdászok nevéhez fűződő modellnek a rugalmas valutaárfolyamokat és szabad tőke mozgást feltételező változatát tekintjük alapesetnek. Azt kérdezzük: mit üzen e modell a belföldi és külföldi kiigazítási lépések konfliktusáról?

A következő alaphelyzetből ajánlott kiindulni: a nemzetközi tőkeáramlást lényegében a hazai és a belföldi reálkamatok közötti különbség mozgatja; a valuták árfolyamait pedig a piac alakítja. Egy ilyen elméleti keretben a belföldi pénzügyi hatóságok által folytatott pénzügyi politikák monetáris és fiskális eszköztára csak korlátozott hatékonysággal működhet. Ha a központi bank jóvoltából a belföldi reálkamat szint emelkedik, az növeli a tőkebeáramlást és gátolja a belföldi megtakarítás kiáramlását, egyben javítja a fizetési mérleget. Az F–M-modell elméleti konstrukciójában – de a valóságban is – egy teljesen liberalizált környezetben két fejleménnyel lehet számolni.

① Lebegő vagy rugalmas árfolyamokat feltételezve a monetáris politika lépéseinek bizonytalansága – azok végső eredményét illetően – növekszik.

② A pénzügyi kormányzatok ugyan korlátozottan, de mégis képesek a monetáris és a fiskális szabályozás eszközeit felhasználni a belső és

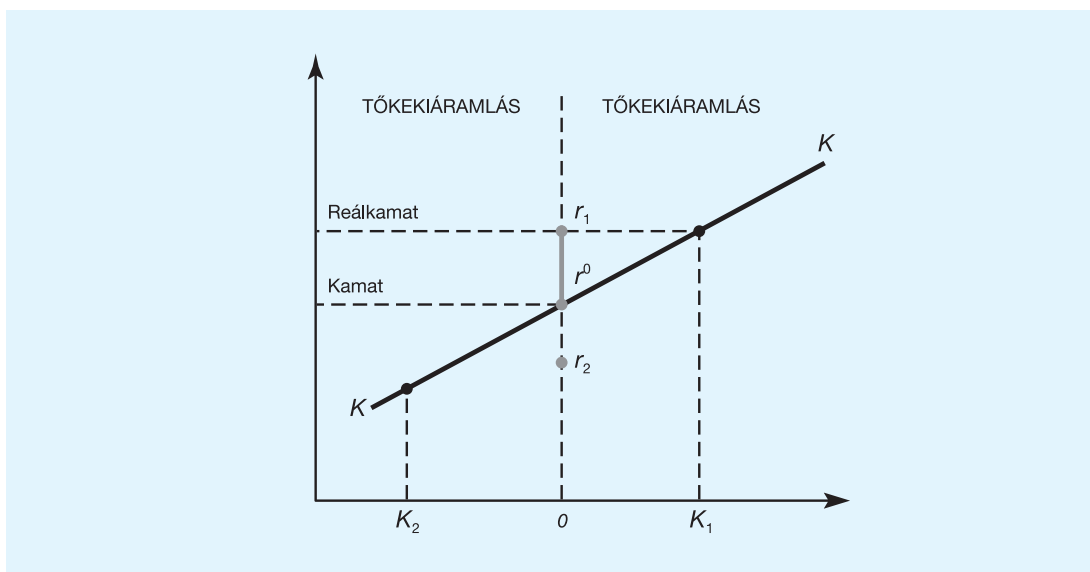
a külső egyensúly megteremtése érdekében anélkül, hogy egyúttal az árfolyamot is erősen és közvetlenül befolyásolni igyekezzenek.

Általános megállapításokról van szó, amelyekhez kapcsolódóan elméleti és gyakorlati komplikációk, kivételes helyzetek is szép számmal adódnak. Ezeket itt nem részletezzük.<sup>6</sup>

Következzék ezek után az F–M-modell belső logikája!

Kiinduló feltételezés, hogy egy olyan ország tekintendő a modellben alapesetnek, amely kellően kicsi ahhoz, hogy a saját pénzfolyamatai jelentősen ne befolyásolják más országok ár- és jövedelemviszonyait, kamatszintjeit. A modellben a belső árszínvonal adott és kötött; a pénzkínálatot a központi bank ellenőrzi, a kamatok szintjét ő állapítja meg. Továbbá a belföldi és a külföldi kötvények egy belföldi befektető szemszögéből nem tökéletes helyettesítői egymásnak (*imperfect substitutes* – nem teljes mértékű helyettesítés), tehát a kamatkülönbség változása esetén a befektetőknek csak egy része megy át egyik hazai kötvényből egy másik külföldi kötvénybe. Ezért a magasabb reálhozamú kötvény iránti keresletnövekedés nem váltja ki a meglévő hozadéki különbség eltűnését. A központi bank nyíltpiaci műveletekkel (NPM) tudja befolyásolni a kamatok szintjét. Vétellel növelheti a pénzmennyiséget és csökkentheti a kint lévő kötvényállományt, eladással pedig csökkentheti a pénzmennyiséget és növelheti a hazai kötvények hozadékát. Az F–M-modellben egy állandó kamatkülönbség állandó tőkeáramlást eredményez. Feltételezés, hogy a belföldi központi bank megemeli a kamatlábakat: miután az árszínvonal kötött, ezért ez mindig reálhozam-emelkedést jelent. Ezt követően a külföldiek kereslete a belföldi kötvények iránt megemelkedik, és amíg a különbség fennáll, a külföldiek növelik a saját portfóliójukban meglévő belföldi kötvények állományát. Ez az alapeset. Ezt illusztrálja a 4. ábra.

**KAMATLÁBAK ÉS TŐKEBEÁRAMLÁS AZ F-M-MODELLBEN**



Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

A  $KK$ -egyenes mutatja az összefüggést a hazai és a külföldi kamatlábak szintjei és a tőkeáramlás vonatkozásában. A függőleges tengelyen a belföldi és külföldi kamatszintek, a vízszintes tengelyen pedig a tőke be- és kiáramlásának mértéke a vizsgált változó.

Ha a külföldi kamatláb  $Or^*$ , akkor a belföldi kamatszintek  $Or_1$  és  $Or_2$  függvényében lehet szó  $OK_1$  tőkebeáramlásról,  $OK_2$  kiáramlásról. A  $KK$ -egyenes meredeksége a hazai és a külföldi kötvények közötti helyettesíthetőség mértékétől függ. Ha a helyettesítés majdnem teljes, akkor a  $KK$ -egyenes a vízszinteshez közeli. Tökéletes helyettesíthetőséget feltételezve azonban a központi bank elvesztené ellenőrzését a kamatszintek kontrollja felett. Minél nagyobb a helyettesítés foka, annál nagyobb mértékű központi banki beavatkozás szükséges a meglévő kamatdifferenciának és ez által a tőkebeáramlásnak a fenntartásához. A helyettesítés mértéke a befektetők kockázatvállalási hajlamától függ. Az  $F$ - $M$ -modellnek azt a feltételezését, miszerint a tőkeáramlás folyamatos, sok kritika érte. Mégis, rövid távú elemzés céljára és a bel-

földi pénzügyi szabályozás, valamint a globális szabályozás korlátainak és lehetőségeinek a megvilágítására kitűnően alkalmas!

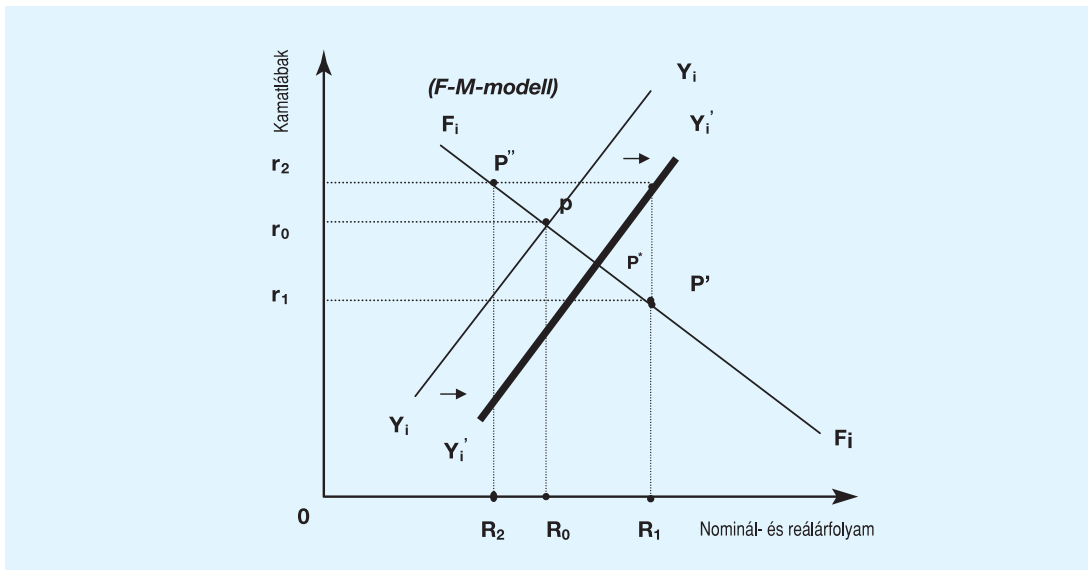
**TŐKEÁRAMLÁS ÉS ÁRFOLYAM-RUGALMASSÁG**

Hogyan befolyásolják a tőkeáramlások az árfolyamokat? A rövid válasz: minél érzékenyebb a tőkeáramlás a kamatkülönbségekre, annál érzékenyebben reagálnak az árfolyamok is. A változások logikájának modellezése az 5. ábrán található!

A függőleges tengelyen a reálkamatláb-alakulás (-alakítás), a vízszintes tengelyen a hazai valuta árfolyama a változó, a nagyobb  $R$  leértékelődést jelöl. Az  $F_iF_i$ -egyenes negatív meredekségű, mert azon pontok mértani helye, amelyek a külső pénzügyi folyómérleg-egyensúlyt biztosítják a valutaárfolyam és a kamatok függvényében. Az  $Y_iY_i$ -egyenes viszont azon pontok mértani helye, amelyek a belső pénz- és árupiacok egyensúlyát jelentik adott kamat-



**RUGALMAS ÁRFOLYAMOK HATÁSA A PÉNZ ÉS ÁRUPIACOKRA, INTENZÍV TŐKEÁRAMLÁS ESETÉN**



Forrás: Kenen (1989) alapján

szint mellett. Ez az egyenes ellenben pozitív meredekségű, mert a hazai valuta leértékelődésénél ( $R$  nő) a belföldi fogyasztás a keresletét a hazai termékek irányába tolja el – ezt az eltolódást csak kamatemeléssel lehet kompenzálni, legalábbis változatlan fiskális feltételek mellett.

Egy alacsonyabb kamatszint, az  $r_1$ , ezért két-féle hatással lehet a fizetési mérlegre.

▶ Rontja a folyó fizetési mérleget (FFM), mert növeli a belső felhalmozást és az importot; rontja a tőkemérleget, mert a belföldi befektetők a külföldi kötvények felé fordulnak. Ezért az  $F_i F_i$ -egyenes meredekségét a fenti két okból kifolyólag két tényező határozza meg, amelyek nem érintik az  $Y_i Y_i$ -egyeneset. Ezek az importhajlandóság határrátája és a tőkeáramlás kamatérzékenysége. E két tényező bármelyikének emelkedése csökkenti az  $F_i F_i$  meredekségét. Ha a belföldi és a külföldi kötvények tökéletesen helyettesíthetők – amely igen ritka elméleti eset –, akkor az  $F_i F_i$  horizontális és a kamatkülönbség 0, azaz a belföldi és a külföldi kamatszint azonos.

▶ Rugalmas árfolyamokat feltételezve a va-

lutapiac automatikusan átáll a saját, új egyensúlyára a jelenben – amelyet a határidős árfolyamok egyaránt azonnal kifejeznek a meglévő időtávokban. Az új valutapiaci egyensúly, így végül is a meglévő külső folyó fizetési pozíciót is megváltoztatja: a leértékelés rövid távon rontja e pozíciót, hosszabb távon javíthatja, de történelmi tapasztalat alapján a kis és közepes nyitott gazdaságok estében inkább rontja. Ekkor pedig a megbomlott belső áru- és pénzületi egyensúlyt a monetáris politika kell, hogy visszaállítsa az általa helyesnek vélt egyensúlyba.

De érdemes meggondolni, hogyha a valutaárfolyamok viszonylatában az  $F_i F_i$  jóval érzékenyebb, laposabb az  $Y_i Y_i$ -nél, – azaz jóval nagyobb, az egyenes mentén való elmozdulással válaszol például a leértékelődésre; bár ellenkező irányban, mert az árfolyamváltozással ellentétes irányban mozog, hiszen negatív meredekségű –, akkor fokozottabb óvatosság indokolt a központi bank bármilyen lépésénél. Ha ugyanis a központi bank nem veszi figyelembe a saját monetáris politikája által gerjesztett, de a külföldi befektetők szemében kialakuló és kezde-

ményezett árfolyamváltozásokat, abban az esetben akár robbanásszerű, nem kívánt árfolyamváltozásoknak és jövedelemingadozásoknak teheti ki a gazdaságot. A dilemma tehát a külföldi és a belföldi partnerek jelenben kialakított, de jövőbeli folyamatokat értékelő várakozásai közötti egyensúlyozásban van. Magyarországon is ez okozta, amint azt később látni fogjuk, a fő bonyodalmat. Ennek belátására érdemes átgondolni a következőket!

Egy pozitív, azaz erősen fellendülő konjunktúra esetén várható egy jelentős növekedés a belföldi munkaerőinputban is, amely a belső egyensúlyi jövedelmet erősen jobbra felfelé kényszeríti. Ennek eredményeként az  $Y_i, Y_i'$ -egyenes jobbra tolódik el ( $Y_i, Y_i'$ ). Ekkor további lökés hiányában az összkeresletet (foglalkoztatást) már csak kamatcsökkentéssel lehet tovább növelni. Ha a kamatcsökkenés nyomán  $Or_0$ -ból  $Or_1$  lesz, akkor az így kialakuló gyengülő reálárfolyam – importdrágulás nyomán – azonnali inflációs nyomást gerjeszt az 5. ábrán: a  $P^*$  pont helyzete, amely az  $Y_i, Y_i'$  alatt van. Ezért viszont a monetáris politikának ekkor már ellentétes irányba kellene lépnie, azaz szűkítenie kellene, magasabb kamatláb szükségeltetne. Ez pedig oly módon lehetséges, hogy  $Or_1$ -ből  $Or_2$  lesz, és a valuta felértékelődik,  $R_2$ -re erősödik. Ez egy új, az adott helyzetben „szokatlanul” erős valutaárfolyamnak felel meg. Az elindult inflációs nyomás folytán a központi bank ugyanis módosítani kényszerül, és konkrét kamatlépései a  $P, P', P''$  lesznek, s így tovább. A lényeg, hogy a gazdaság nem közeledik a  $P^*$  ponthoz, ahol az eredetileg elmozdult  $Y_i, Y_i'$  találkozik a mozdulatlanul maradt  $F_i, F_i'$ -vel, hanem ellenkezőleg, attól távolodik. Ez a külső várakozások és a belső piac igényei közti egyensúlyozás a pénzügyi rendszerben immanens instabilitást okoz. Mindazonáltal ez a bizonytalanság nem jelenti azt, hogy a rugalmas árfolyam nem használható gyakorlati árfolyamrendszer, hanem csak azt, hogy a központi bank nem követhet kizárólag csak belföldi egyensúlyi célokat. Mindenképpen tekintettel

kell tehát lenni a valutaárfolyamokra is. Ellenkező esetben ugyanis éppen a megbolydult valutaárfolyam okozhat súlyos belföldi egyensúlytalanságokat. Ez a valutaárfolyam felett egyaránt örökös, de annak alakulásába eredendően nem, azaz valamilyen publikussá is tett célárfolyamot követő politika tagadása, tehát az árfolyam-alakulásba be nem avatkozó központi banki politika támogatása az F–M-modellnek talán a legfontosabb mondanivalója, amely mind a mai napig érvényes.

Jogosnak tűnik azonban a felvetődő kérdés: „miért nem lehet kizárólag fiskális eszközöket használni a belső egyensúly tartására?” Az ehhez kapcsolódó részletek és bonyodalmak áttekintése nélkül elmondható, hogy intenzív nemzetközi tőkeáramlás és rugalmas árfolyamok esetén a fiskális politika, mint hatékony szabályozó eszköz szintén kérdéses – elvileg –, kivéve, ha azonos valutazónába (például eurózóna) tartozó országokról van szó.<sup>7</sup> De a gyakorlat ott is problematikus.

Általános érvényű konklúzióként lehet rögzíteni az F–M-modell logikáját: rugalmas valutaárfolyamokat feltételezve a tőkemobilitás intenzitásának függvényében nő a monetáris politika jelentősége és csökken a fiskális eszközök hatékonysága. Teljes vagy tökéletes tőkemobilitást feltételezve a fiskális konjunkturális hatás ereje teljesen eltűnik. A nemzetközi pénzügyi rendszer résztvevői (nemzeti államok) a fiskális eszköztárban és általában a költségvetési mechanizmusokban meglévő gazdaságpolitikai játéktér elvesztését látják veszélyeztetve, mert ebben a jövőre nézve egyre inkább nemzeti szuverenitásuk feladását látják.

## NEMZETI ALKALMAZKODÁS – „A LEHETETLEN SZENTHÁROMSÁG”

Az F–M-modellben is megjelenő egyensúlyi logika eléggé könyörtelen: a globális pénzpiacokhoz harmonikusan illeszkedni kívánó gazda-

ságpolitika, illetve a pénzügypolitika nemzeti felelőseinek három olyan célra kell egyszerre figyelniük, amelyek szimultán való kezelése kifejezetten nehéz, szinte lehetetlen. E három cél a következő.

▶ Minden nemzeti kormányzat szuverén nemzeti pénzügypolitikát (árszínvonal- és konjunktúravédelmet) kíván.

▶ Minden nemzeti kormány szabályozott és még időben lefojtható, illetve vészhelyzetben saját keze által kellő eréllyel helyreállítható stabil belföldi pénzügyi piacokat szeretne.

▶ Minden nemzeti kormányzat szeretné kihasználni a nemzetközi tőkepiacok integrációja által kínált forrásszerzési, kihelyezési, illetve az ezekkel kapcsolatos hatékonysági és árbeli javulást.

E három cél egyenlő súllyal való egyidejű érvényre juttatása azonban egyszerűen nem lehetséges. Ezért ezt a dilemmát az úgynevezett „lehetetlen szentháromságnak” nevezték el a szakirodalomban, mert bármely kettő a harmadik cél ellen dolgozik.<sup>8</sup>

A probléma tehát abban áll, hogy a „lehetetlen szentháromságból” bármely két cél kiemelése és egyértelmű szolgálata csak a harmadik cél rovására teljesülhet! Ha például egy kormány a nemzeti pénz- és tőkepiacokat kellően, de saját érdekei szerint kívánja szabályozni a külföldi forrásbevonást (ösztönzi/diszkriminálja), annak nyilván a nemzetközi tőkepiacokra való fokozottabb vagy éppen megfelelő integráltság látja a kárát. A hazai „független” szabályozásért fizetendő ár a globális pénzpiacokból húzható előnyökről való lemondás az ott megvehető olcsóbb vagy csak ott meglévő forrás kizárása. Ezt a luxust csak kevés kormány engedheti meg magának.

Vagy ha a nemzeti monetáris politika autonóm kíván maradni, ám egyben a fokozott nemzetközi tőkepiaci integráció céljait próbálja szolgálni, akkor – tetszik/nem tetszik – fel kell adni a belső piac esetleg szigorú vagy éppen laza, de mindenképpen nemzetileg sajátos, re-

gulációs szabályozóit, elvárásait, mert a nemzetközi tőkeáramlás felszabadítása éppen ezt igényli.

Végül: ha egy nemzeti döntés a globális banküzemet elfogadja és a nemzetközi integrációt választja a belföldi pénzügyi szabályozás normájául is, akkor a támogatott hármas célok közül értelemszerűen fel kell adnia a belföldi piac autonóm befolyásolását – mint egyfajta szuverenitást –, és ezzel javarészből el kell fogadni a nemzetközi pénzpiaci szabályozási elveket és szabályokat. Magyarországon is ez, vagyis az ellentétes belföldi és a külföldi célok közötti ellentét okozta a súlyos pénzügyi bonyodalmak javarésztét. Erről azonban később szólnunk.

## GLOBALIS PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS?

A pénzügyi globalizációval járó kellemetlen, negatív sokszzerű jelenségek nem ma kezdődtek. *Laeven* és *Valencia* (2008) egy nagylélegzetű empirikus munkában összegezték és rendszerbe foglalták az 1970–2007 között előforduló minden egyes, alapvetően banki eredetű, ám rendszerszintűvé váló válságtípust. A valutáris válságok már az 1980-as években (mai szemmel is) komoly problémát jelentettek. Noha a bankválságok többsége az 1990-es évek elején fordult elő, addig az adósságválságok csúcsa az 1980-as évek elejére datálható. Az említett IMF-műhelytanulmány, *Laeven – Valencia* (2008) eredményei több mint figyelemre méltók: a vizsgált 1970–2007 időszakban kialakult 42 bankválságot 55 százalékban követte egy valutáris válság is; a szuverén adósságválságok száma relatíve jóval kisebb volt; a bankválságok több mint felénél számolni lehetett egy ikerválsággal is (valuta- és bankválsággal). De az esetek közel 11 százalékánál(!) a hármas válság (tehát valuta-, bank- és szuverén adósságválság) egy időben jellemző volt.<sup>9</sup> Mind a nagyobb pénzügyi válsággyakorosság, mind a nemzetközi

fertőzésveszély (*contagion*) egyre sürgetőbbé teszi egy megreformált, nemzetközi pénzügyi rendszer kialakítását, amely gyakorlatilag új alapokra helyezné, „modernizálná” a Bretton Woods-i rendszert.<sup>10</sup>

A tökéletlen piacok, az információs probléma, a nemzetközi viszonylatban kifejezetten bonyolulttá váló morális kockázatok azonban hamar megmutatták a liberalizmus „árát”, különösen a szélsőséges helyzetekben. Ennek a kiismerhetetlen kockázati jellegzetességekkel bíró több évtizedes pénzügyi globalizációs trendnek mutatta meg a tehetetlenségi erejét a 2008–2009 közötti válság. A kérdés, vajon a világ pénzügyi globalizáció jóvoltából kockázatosabbá vált-e, nagyon releváns és azonnali válaszokat sürget. Erre adott egyértelmű igennek megfelelő elméletileg kifejezetten igényesen kidolgozott választ *Rajan, G. Raguram* (2005)<sup>11</sup>, aki ebben a – válság után hirtelen nagyon sokszor hivatkozott – munkájában először mutatta ki még jóval az ominózus 2008. őszi események és a Lehman Brothers csődje előtt, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer, tőke- és pénzpiacok olyan új kockázatokat termeltek ki, amelyeket senki nem látott, nem tudott felmérni, de attól még léteztek. Az érvelésének lényege, hogy a pénzügyi liberalizáció igen komoly előnyöket hozott ugyan, alacsonyabb kamatú hitelfelvételi lehetőségeket a világ minden táján, amely a megnyújtott konjunktúrában, a megnőtt globális fogyasztásban testesült meg, ellenben új típusú kockázatokat teremtett.

Am koordinációs problémák, torz irányba mutató ösztönzési formák, különféle, alapvetően információtorzulási eredetű portfóliókezelési nehézségek – a mikroökonómiából jól ismert ügynök/megbízója (*principal/agent*), a morális kockázat (*moral hazard*) és a torz kiválasztódási (*adverse selection*) effektusok – mind jelen voltak. Ennél komolyabb bonyodalmat okozott, hogy a nemzeti határokon átnyúló kockázatkezelési és -terítési problémák sokasága együttesen egy igen nagy, úgynevezett „*tail end*” vagy szél-

sőséges helyzetben kialakuló alacsony valószínűségű kockázatokat kumulált a nemzetközi pénzügyi rendszerben. Ezen „farokvég vagy tail end” esemény bekövetkezésének a valószínűsége ugyan kicsiny volt, de pozitív, és legalább a probléma létezését, mint a rendszerkockázat új elemeit, számba kellett volna venni.<sup>12</sup> A kialakult válságot ugyan ezen érvelés alapján előrelátni nem lehetett, de a válság mélységének és a bekövetkező gyors pénzügyi lefagyásnak, valamint a bankközi hitelpiacon létrejött „bizalmatlansági ragály” globális erjedésének hamarabb elejét lehetett volna venni. Magát a pénzügyi liberalizáció jelentőségét, annak alapvetően pozitív attribútumait ez az érvelés nem kérdőjelezi meg, inkább rávilágít a globális kockázatok létezésének és ezáltal folyamatos kezelésének szükségességére.

Az állam és a szabályozó hatóságok kiszámíthatatlanul viselkedtek a világ legfejlettebb pénzpiacán (az USA-ban) is, és ez egyben globális bizalomvesztéshez vezetett a bankrendszerben.<sup>13</sup> De nem rejthető véka alá az sem, hogy vannak a tőkeliberalizációt szkeptikusan fogadó véleményeket erősítő statisztikák is, amelyek szintén gondolkodóba ejtik a független megfigyelőt.<sup>14</sup> Talán nem érdektelen elmondani azt sem, hogy kifejezetten zárt, verifikálható logikai kapcsolatot nem lehet találni a tőkemobilitás és a gazdasági növekedés között. Sőt, empirikus tanulmányok, mindenekelőtt *Dani Rodrik* (Harvard Egyetem) kutatásai szerint nem található egyértelműen mérhető összefüggés (erős, kellően szignifikáns korreláció) a két tényező között.<sup>15</sup>

Az ezredfordulót követően és különösen a 2008-as világgazdasági válság utáni globális gazdasági folyamatokban speciális eseteket képviselnek a nemzetközi szakzsargonban csak „feltörekvő” piacoknak (*emerging markets*) titulált gazdaságok, amelyeknek – fiatal és a kapitalizációban kicsi – részvény- és kötvénypiacai különösen sérülékenyek lehetnek nagyobb nemzetközi válságok idején. Feltétlenül látni kell, hogy

a „feltörekvő” jelzős besorolás egészen más fejlettségű népességű és termelési potenciájú országokat vesz egy csoportba pusztán azon az alapon, hogy ezekben az országokban érdemesnek látszott nagyobb arányú portfólió- és esetleg külföldi közvetlen befektetéseket is alkalmazni, mert e részvény- és kötvénypiacok növekedési potenciálja az 1990-es évtizedben, majd ebben az évezredben is egészen 2010-ig jóval nagyobb volt a világgazdaság átlagánál.<sup>16</sup>

Ennek az országcsoportnak a legfontosabb közös gyenge pontja – talán Kínát és Hongkongot kivéve – az, hogy pénzügyi mérete a globális pénzügyi mozgások átlagforgalmához képest kicsi. Amíg ez a helyzet, a valutakockázatok is folyamatosan jelentősnek tekinthetők, valamint semmiképpen sem ideiglenesek. Néhány nagyobb globális befektetési alap együttes fellépése alaposan kikezdeheti e piacok ellenálló képességét. Egy-egy nagyobb külföldi vásárló vagy éppen eladó könnyen kibillentheti a stabil pénz- és tőkepiaci ártrendeket északi vagy déli irányba.<sup>17</sup>

## KÜLSŐ SOKKOK, DEVIZAKITETTSÉG: A NEHÉZ MAGYAR ESET

A továbbiakban a külső sokkok szerepét elemezzük, főként a magyar gazdaság tekintetében. Az elméleti és alkalmazott munkák egyaránt hangsúlyozzák a tőkebeáramlás szerepét a külső gazdaság túlzott eladósodásában [ahogy például Ötker-Robe et al. (2007) és Erdős (2010)]. Ezért meg kell említenünk, hogy a Magyarországra irányuló intenzív tőkebeáramlás a 2000-es évek közepén, az európai uniós csatlakozással kapcsolatos strukturális reformokból és a makrogazdasági stabilizációból származó alacsonyabb kockázati felárból táplálkozó jobb gazdasági kilátásoknak volt köszönhető.<sup>18</sup> Későbbiekben azonban a beáramló tőkét inkább az ipari államok csökkenő kamatlábaival és a növekvő világgazdasági likvi-

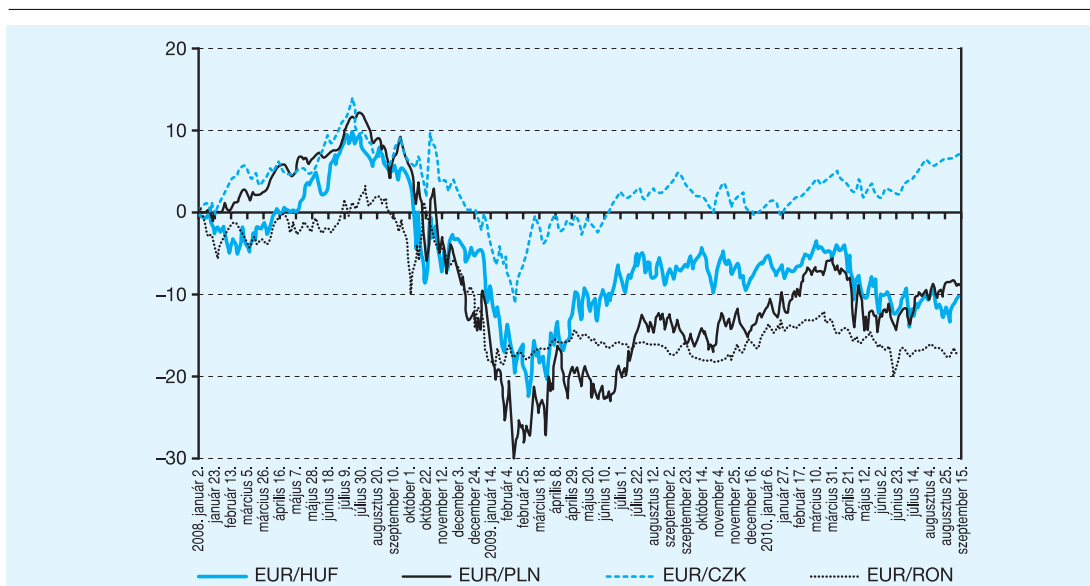
ditással magyarázhatjuk.<sup>19</sup> Egy másik tényező volt a privát szektor banki finanszírozási igényének gyors emelkedése, amelyet külföldi bankközi források fedeztek. Ezek a változások nemcsak a tőkebeáramlás vonzása szempontjából voltak fontosak, mert egyéb feszültségekhez vezettek. Ezek közül is kiemelkedett a „lehetetlen szenthármasság dilemmája”: nyitva tartani a tőkeáramlások előtt a kapukat úgy, hogy ne keletkezzen zavar a belső és külső gazdaságpolitikai célok szimultán követése között: tehát például a privát szféra (lakosság + vállalatok) és a költségvetés devizahitel-ellátásában, továbbá a belső piac növekedése hiteligenyes szektorokban (főleg a lakásépítésben). A forint árfolyam-rugalmassága – elvileg! – segíthet feloldani a feszültséget a belső és külső gazdasági célok között.

Ám a gyakorlatban ez nagyon nehéz. Elméletben a nagyobb árfolyam-rugalmasság tényleg segíthet feloldani a feszültséget a szerteágazó gazdaságpolitikai célok között, a felértékelődésre bízva a tőkebeáramlás hatásainak elnyelését.<sup>20</sup> De a valóságban az árfolyamok csak korlátozott kiigazító képességgel rendelkeznek, ez volt a tapasztalat a legtöbb középkelet-európai állam számára. A valutaárfolyamok hosszan tartó volatilitása (lásd 6. ábra) nem segített a gazdaság stabilitásában. Ellenkezőleg, az árfolyamcsatornán beérkező sokkok nem tudtak egy irányba hatni, sőt felforgatták a devizahitelezési piacot.

Noha a világgazdasági sokk jelentősen befolyásolta a kamatfelárak és más indikátorok volatilitását Magyarországon, a zűrzavar mögött meghúzódó legfontosabb tényezők mégis inkább a nem kívánt belföldi banki és pénzügyi folyamatok voltak.<sup>21</sup> Amikor a válság 2008 végén felerősödött, a likviditás és a tőkésítettség túlfeszítetté vált a banki szektorban és megrengette a magyar pénzügyi piacot. Ez a MNB intervenciójához és a fiskális hatóság beavatkozásához vezetett, amely újabb lendületet adott a kamatláb volatilitásának, ennek negatív hatásait a

### KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK VALUTAMOZGÁSAI

2008 eleje és 2010 harmadik negyedéve között [a valutaárfolyamok árváltozása az euróval szemben a válság alatt a közép-kelet-európai országokban (Ft, CZK, PLN, RON) százalékban]



Forrás: Thomson Reuters

költségvetés is érezte. A recesszió ciklikus hatása nagyban hozzájárult a magyar fiskális politika korábbi kiegyensúlyozatlan útjának folytatódásához.

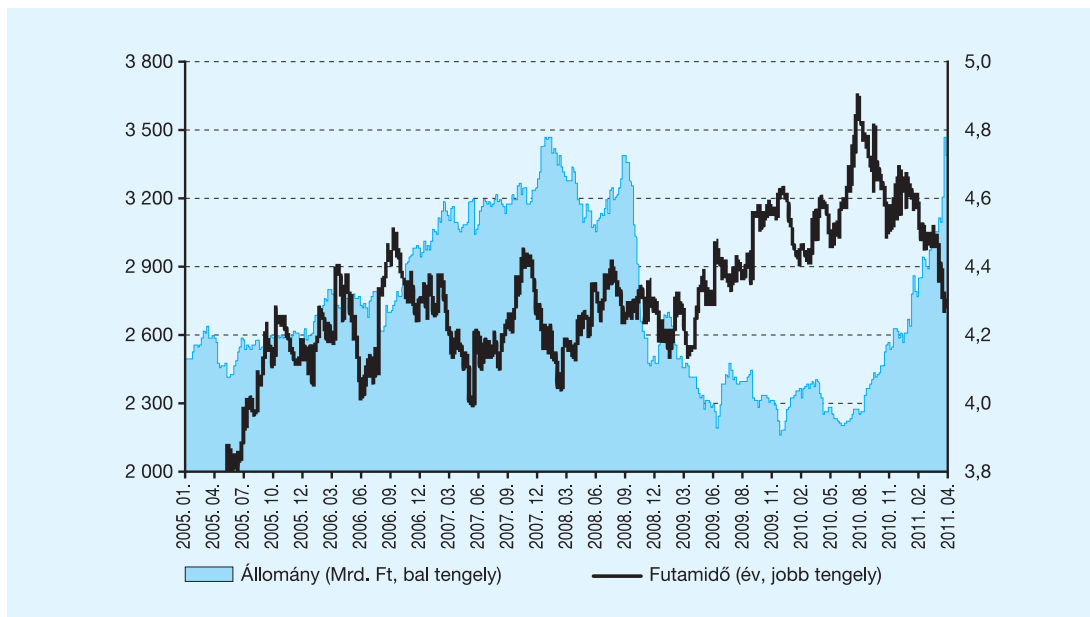
A válságban a külföldi befektetők hirtelen jött bizalomvesztése a magyar állampapírok iránt (lásd 7. ábra) tovább súlyosbította a nyomást a valuta árfolyamán. 2006 októberétől 2008. júliusig tartó felértékelődés ellenére a forint meredeken zuhant 2008 augusztusától 2009 márciusáig: a nyolc hónapos időszak alatt a valutaárfolyam nominális leértékelődése megközelítette a 30 százalékot, és körülbelül 19 százalék volt 2008. december és 2009 márciusa között eltelt időszakban, ahogy az a 6. ábrán is látható. A magasabb árfolyam-volatilitás csak részben magyarázható a feltörekvő államok és a világ többi része között tapasztalható reálkamat-különbségek változásaival és részben a kockázati prémiumban történt változásokkal, valamint a hasonlóképpen hosszantartó fluktuációval. Mind a fiskális, mind a monetáris intézkedésekben bekövetkezett hitelvesztés növelte

a kockázatokat, amelyet jól reprezentál a CDS-piac (kötvénykockázati swapügyletek piaca) is, ahogy az a 8. ábrán is látható.

Miután a nagyobb kockázatokat kedvelő befektetők bizalma továbbtűnt a válság által gerjesztett pénzügyi mélységben, Magyarország is jóval bizonytalanabb környezetben találta magát a válság után is.<sup>22</sup> A szuverén kötvények kamatfelára megnőtt, és maguk a kamatok is sokkal volatilisabbá váltak. Ezzel kapcsolatban érdemes megjegyeznünk, hogy a magas kamatfelár és a magas kamatvolatilitás gyakran egyszerre volt megfigyelhető, globálisan is.<sup>23</sup> A globális tényezők és a piaci likviditás fontos szerepe ellenére a befektetők egyre inkább differenciáltak az országok között fundamentumaik és gazdaságpolitikájuk megbízhatósága alapján. A szuverén adósságba fektetők megváltoztatva a válság utáni befektetési hajlandóságukat, egyre inkább tudatában lettek és lesznek a szélsőséges kockázatoknak, és felszámolták a magas kockázati prémiumokkal terhelt pozícióikat (7. ábra).<sup>24</sup> Ily módon a globális pénzügyi sokkhatás kilengéseit is figyelembe vé-

7. ábra

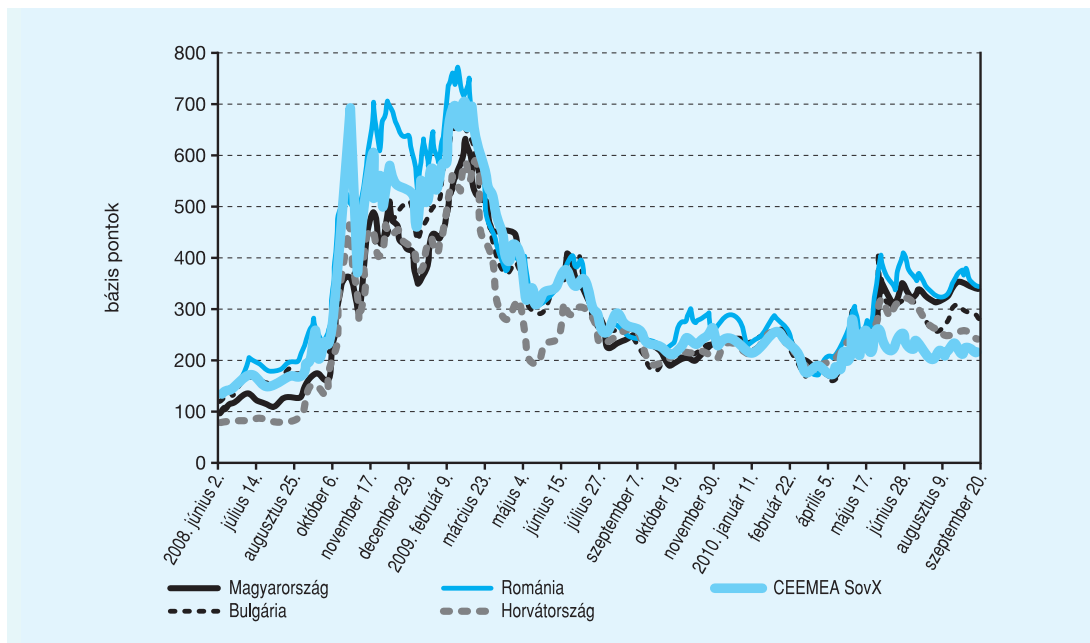
### KÜLFÖLDIEK ÁLTAL BIRTOKOLT MAGYAR ÁLLAMPAPÍROK, 2005–2011



Forrás: MNB

8. ábra

### SZUVERÉN ADÓSSÁGOK FELÁRA NÉHÁNY KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGBAN, 2008–2010 (bázispontokban)



Forrás: Thomson Reuters

ve a kamatfelárak és az országspecifikus sebezhetőségekkel kapcsolatos volatilitások mértéke kivételesen nagy volt hazánkban.

Magyarországon a mély pénzügyi és gazdasági integrációnk miatt a fejlett országokban bekövetkezett kibocsátáscsökkenés hamar kiigazításokhoz és gazdasági visszaeséshez vezetett. Azonban Magyarország nagy nettó külső adóssága miatt a kiigazítás a magán- és állami szektorban gyorsabban ment végbe, mint más közép-kelet-európai országban. Ez a gyors kiigazítás képes volt csökkenteni a külső finanszírozási követelményeket, ugyanakkor a fiskális megszorítás erőteljesen hozzájárult a gazdasági recesszió mélyüléséhez.

Ha a külföld irányában lehetett egy mutatója a hosszú ideje kibontakozó bizonytalanságnak a magyar gazdasági teljesítmény és az állami és a magánszféra teljesítménye körül, nos, akkor az – aligha meglepetésre – a hektikusan mozgó, várakozásokat magába olvasztó, a forint és az euró árfolyama közötti volatilitásindex volt. Ahogyan az megfigyelhető a

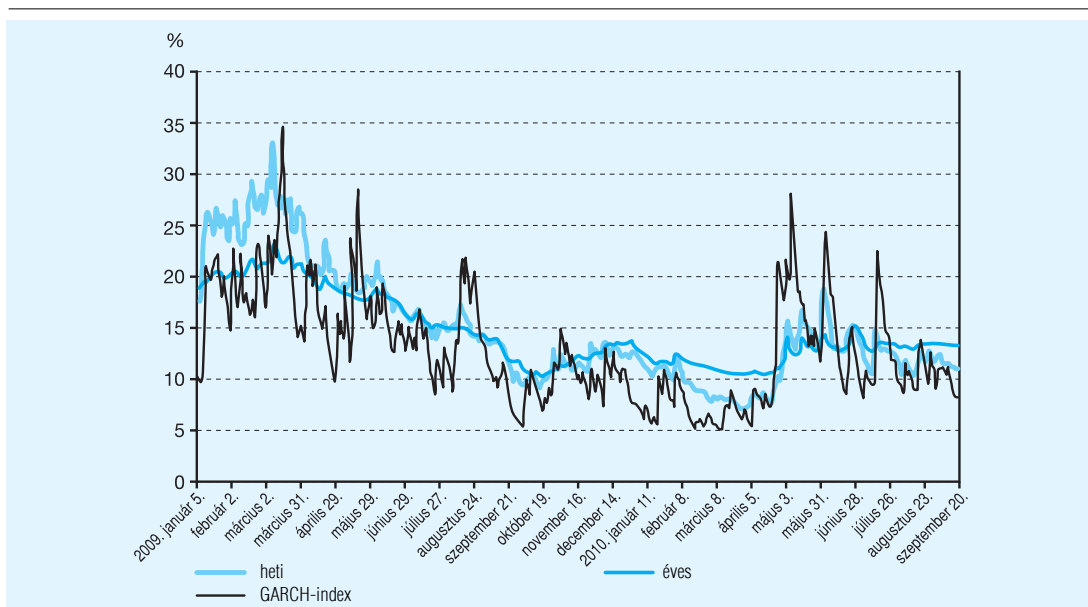
forint/euró árfolyamban a 9. ábrán, lefedve a válság által leginkább sújtott hónapokat 2009 és 2010 között, az éves volatilitás mértéke 10 százalékos körüli érték környékén mozgott az időszak legnagyobb részében, az úgynevezett historikus kilengés ( GARCH-index) pedig elérte a 20 százalékos mértéket.

A 9. ábra magyarázatát azzal a megjegyzéssel indítjuk, hogy a közép-kelet-európai feltörekvő államok már a globális pénzügyi válság előtt is bizonytalanabb környezetben működtek, mint az eurózóna államai. A kínálati oldal és a külső környezet is eleve historikusan volatilisabb voltak ebben a régióban. Ez betudható a rendszerváltozásokkal kapcsolatos lényeges strukturális változásoknak, a tervgazdaságból a piacgazdaságba történő transzformációnak, valamint a világkereskedelemnek való erősebb kitettségnek, a pénzügyi áramlások GDP-hez viszonyított magasabb arányának és a gazdaságpolitikák gyengébb transzmissziós mechanizmusának.<sup>25</sup> A közép-kelet-európai országok jelentős tőkebeáramlást tapasztaltak a banki és

9 ábra

### A FORINT–EURÓ ÁRFOLYAM HISTORIKUS VOLATILITÁSA

(heti, havi, éves, a piac által észlelt kockázatként bemutatva, százalékban)



Forrás: Bloomberg



vállalati szektorban, nagyobb folyófizetésimérleg-hiányokkal működtek. Magyarországra is ez volt jellemző, már a válság előtti időszakban is. A válság a legrosszabbkor jött.

Az erőteljes külföldi finanszírozás és az exportintenzitás önmagában nem tudta kompenzálni a teljesítménydeficitet és a növekedés lassulását.<sup>26</sup>

A külső finanszírozás nem önmagában rossz vagy eltévesztett út a növekedésben. A nemzetközi tapasztalatok, precízen mért ökonometrikus eljárásokon alapuló tanulmányok [például IMF (2007), (2010)] több irányba mutatnak a külső tőkebevonásnak gazdasági növekedést elősegítő sikeresség kritériumai tekintetében. A külső egyensúly tartása és a növekedéskonvergencia nem magától értetődően haladnak együtt, bár vannak európai országok, ahol ez sikerült. Magyarország pedig sajnos nem kedvező gazdaságtörténeti tapasztalatokat halmozott fel, legalább is, ami az elmúlt két és fél évtized folyó fizetési mérleg gazdaságélénkítő hatásait illeti (erről részletesen lásd MNB, 2010). A sikeres tőkebevonás leginkább a pénzek hasznos felhasználásban, az intézményi részben állami elosztórendszerek megbízhatóságán múlik. A fiskális fegyelem és a jól tervezett elosztórendszer bizonyosan segít a tartható növekedési utak elérésében.

Ennél jóval megfoghatóbb, a magyar bankrendszer stabilitását is veszélyeztető állapotokról is kell szólnunk, jelesül a hosszú távú hitelpiacon kialakult árfolyam- és devizahitel-csapdáról. A továbbiakban ez következik.

## A „LEHETETLEN SZENTHÁROMSÁG ÉS A BŰNÖS MAGYAR TRIUMVIRÁTUS”

A globális pénzügyi válság magyarországi hatásának és az adekvát gazdaságpolitikai és kívánatos központi banki lépések megítélése messze nem volt egyértelmű. A vélemények széles skálán szóródtak. Voltak, akik az elhibázott mone-

táris politikában (Erdős, 2010) és az elhibázott devizatartalék-szintben (Surányi, 2010), volt, aki az állam meggyengülésében, a piaci folyamatok túlzott dominanciájában (Csaba, 2009) látták a legfőbb okot. A pusztán csak ideológiailag felfegyverzett, valójában felcímkezett, politikailag erősen túlhevített véleményeket, amelyek rendre a baloldali liberális gazdaságpolitika csődjéről beszéltek, ám konkrét közgazdasági indokokat nem sorakoztattak fel, ezúttal nem említem. A magyar helyzet megítélésében kiindulópontomban az MNB saját elemzései segítenek, amelyeket *Király Júlia* mint kutató és nem mint az MNB hivatalban lévő alelnöke kommentált és interpretált egyik újabb munkájában, (Király, 2011). Ő is emlékeztet, hogy a devizahitelezés gyors felfutásának és a forintHITELEK kizsorításának értékelésében széles körű szakmai vita alakult ki; a tipikus véleményekről jó áttekintést adnak: *Surányi* (2010), *Bihari – Valentiny* (2010), *Balázs – Nagy* (2010), *Magas* (2010). Általános vélekedés volt a megítélésekben, hogy a belföldi megtakarításokat elszívó fiskális alkoholizmus (Kopits György szóhasználata) mint közös elem, tartósan jelen volt. Ez ahhoz vezetett, hogy a teljes, ki nem elégített belföldi hiteligényt, amely a GDP közel 4 százaléka volt 2007-ben, (tehát az állami + privát szféra együtt) már csak külföldről lehetett fedezni. A devizahitelek iránti igényben ugyanakkor a forrásbővítésben lévő külföldi anyabankok támogatásával a magyar bankok versenyhátrányba kerültek az olcsóbb devizaforrás-kínálatban, sőt a magyar piacon lakossági *piacfelosztás egyértelműen már a stabilitás kárára ment* – érvelt például *Király Júlia* (2011: 48. oldal). Jól jellemezte a devizahitelek iránti csillapíthatatlan étvágyat, hogy 2010-ben a teljes lakossági hitelállomány 70 százaléka! már devizában volt denominálva. Ezen állomány körülbelül 10 ezer milliárd forintot, vagyis a GDP 38 százalékát tette ki. Nemzetközi összehasonlításban is magasnak minősült, csak a balti államok mentek ennél is messzebbre.

Amit Király Júlia bűnös magyar triumvirátusnak nevez, az nem más, mint a közismerten lesújtó adósságstatisztikák: 2008-ban a lakossági hitelállomány több mint 70 százalékát kitevő devizahitelek, valamint a GDP 50 százalékát kitevő nettó privát vállalati és szuverén devizaadósságok. E három adósságelem egymástól elszakíthatatlan volt – ahogy azt az elemi szintű makroökonomia-kurzusokon is tanítják – mert ha összességében a magánszektor (vállalat + háztartások), valamint az állam folyó finanszírozási igényét jelentős mértékben a külföld biztosítja, nos, akkor biztosan nincs csodaszer a központi banki orvosi táskában sem. Marad a szuverén adósság sérülékenysége, vagyis az országhoz tartozó felár által a rendszerbe bekerült inflációs nyomás ellensúlyozására a nominális kamatok emelése jelenti a jó választ. Az MNB szorult helyzetében ezt tette. A nemzetközi kötvénypiac az országhoz tartozó felárát jól, bár nem tökéletesen közvetíti, a pénzpiaci döntéshozók számára ez idő szerint még nincs jobb. A jelentős kamatkülönbség vonzóvá tette minden hitelfelvevő számára a devizakölcsönt, a forinttal szemben. 2007-i az árfolyam-ingadozás is kisebb volt, így az erős forintárfolyam kezdetben garantálni látszott a hitelfelvétel indokoltságát, amennyiben olcsóbbnak látszott felvenni a devizahitelt, mint forintban eladósodni. A hitelezés mind a bankok, mind az adósok számára kellően vonzó bizonyult. A reálkamat-különbség és a viszonylag túrhetőnek ítélt árfolyamkockázat az események normál folyásában jónak ígérkezett. Az eredeti egyszerű F–M-modell logikája tehát működött mindkét irányban, a külföldiekénél forint-, a belföldiekénél devizaadós pozíciók épültek ki. Igaz, nem azonos lejáratú szerkezetben. Ez okozta az egyik súlyos veszélyforrást. A nagyobb baj azonban abban rejlett – érvel például Király (2011: 42–43 oldal), hogy fogyasztási boom alakult ki, amelyben a jelzáloghitelek is nagyjából fogyasztást és nem lakásépítést finanszíroztak. Az állami és a magánszektor

túlköltekezése veszélyessé vált immáron a bankrendszer számára is, mind lejárat, mind deviza nem megfelelés alakult ki (*mismatch*). A bankok hitel/betét rátája pedig már meghaladta a 150 százalékot. Ez veszélyt jelzett – érvel Király (2011: 48 oldal) – ám a Pénzügyminisztérium érdemben nem reagált az új szabályozási javaslatokra. Az MNB tehát látta a veszélyt közeledni, de nem verte félre a harangokat, üzeneteivel a kitaposott hivatalos utakon közlekedett.

Veszélyek mégpedig látszottak már 2007 elején is, erről tanúskodott *Surányi Györgynek* a Népszabadság 2007. január 21. számában napvilágot látott véleménye, amely elvi és a magyar monetáris politika konkrét lehetőségeit tekintve egyaránt – mai is iránymutató.

*„Az MNB egészen 2006 elejéig a monetáris transzmisszió messze leghatékonyabb elemén, az árfolyamcsatornán keresztül törekedett az infláció letörésére, az árstabilitás elérésére. (Nem lenne meglepő, ha egy körültekintő elemzés arra a következtetésre jutna, hogy de facto az MNB inkább árfolyam-, mint inflációs célt követett 2005 végéig.) Ehhez az időszak nagy részében olyan kamatpolitika kellett, amely képes volt a megborult külső egyensúly és ennek nyomán a hullámzó mértékű, de trendjében a piaci bizalom folyamatos csökkenését tükröző kockázatok kompenzálására. Olyan kamatpolitikát alkalmazott a jegybank az inflációs célok és saját rövid távú hitelességének erősítése érdekében, amely a bel- és külföldi kamatok különbségére építve biztosította a forint árfolyamának jelentős, a gazdaság fundamentumaitól elszakadó felértékelődését. A forint így bekövetkező reál és nominál felértékelődése nyilván jelentősen hozzájárult az infláció mérséklődéséhez, de ez erőltetett, távolról sem egyensúlyi vagy/és fenntartható, a gazdaság nemzetközi versenyképességének javulását tükröző folyamatok eredőjeként alakult ki”.*

Ez a vélemény is teljesen egybeesik, – majd nem tankönyvi értelemben is – az F–M-modell

útmutatásaival, illetve avval, hogy az árfolyamcsatorna, bár nem tökéletesen, de jól közvetít minden résztvevő felé. Normál állapotokat feltételezve, vagyis jelentős sokkokat kizárva.

Az árfolyam-alakulás dinamikája és az időperspektíva azonban a futamidők tekintetében komoly belföldi konjunktúraalakulási bonyodalmat tud okozni az olyan hosszú távú hiteleknél, mint a jelzáloghitelek. Ezt Surányi György már látta 2007-ben is, amikor így írt:

*„A lakáshitel-felvevők jelentős része egyszerre élvezte az alacsony devizakamat és a változóan, de nem ritkán felértékelődő forintárfolyam előnyét. Ha valami, akkor éppen a jegybank »erős forint« vagy inkább túl erős forint politikája nyomta az egyébként pénzügyi szempontból nem túl tájékozott tömegeket a devizában történő hitelfelvétel irányába. Ezzel a jegybank nemhogy hűtötte, csökkentette volna a belföldi kereslet tömegét, ellenkezőleg: fűtötte azt. Így szándékával ellentétben a túl szigorú monetáris politika még hozzá is járult a belföldi túlkereslet állandósulásához. A belföldi túlkereslet pedig a külső egyensúly romlásán keresztül előbb vagy utóbb az árfolyam leértékelődéséhez, gyengüléséhez, az infláció felgyorsulásához vezet.”*

Ezen álláspont akkor helytálló volt, de mégsem rögzíthető minden elemében mint szentencia, mert éppen az általa is fontosnak és jónak, sőt az MNB szempontjából is hatékonynak nevezett árfolyam-közvetítő szerepet kérdőjelezi meg. Nem lehet az árfolyamtól elvárni mindent, hogy egy időben legyen jó az áru- és az eszközpiacoknak, egyben a konjunktúrának is segítsen a kívánt irányban. Azt pedig végképpen nem lehet elvárni, hogy a jövőbeli események alakulásáról a jelenben adjon megbízható eligazítást. Erős forint mellett a devizahitel-felvétel racionális és jól informált döntés volt az átlagos hitelfelvevő esetében. Az államkassza és szuverén adósság kockázatait pláne globális pénzügyi válság okozta bizalomvesztést nem láthatta tisztán az átlagos adós. De még az

MNB sem. Ez tehát egy tipikus eset az F–M-modellben, amikor a belföldi cél (monetáris szigorítás) nem találkozik külföldi reakcióval, a hitelkínálat-bővüléssel (konjunktúraélenkítés). Miért baj az, hogy a lakást, autót fogyasztó adós próbált jól járni az olcsóbb devizahittel? Ez csak annyiban bajos, ha nagyságrenddel számolta el magát törlesztőképessége dolgában a helyettesített forinthitelhez képest. Vagy ha jelzáloghitelből folyó fogyasztást fedezett. Az utóbbi egy könnyű eset a valóban negatív megítélést érdemlő változatok között.

Az igazán nehéz eset – elméletileg és gyakorlatilag is –, amikor a jegybank is válságos helyzetben cselekszik és mint „makroprudenciális” rendszergazda jár el, likviditást bővít, de a kamatoldalon nem tud igazán hatékonyan és azonnal, „ütésszerűen” ható lépéseket tenni. A modern globális pénzügyi közvetítő rendszer konjunktúrát befolyásoló hatásai részleteiben nem ismertek, a fejlett országokban sem. Ez okozta a válság súlyosságát és tartós elhúzó-dását. Korábbi, a fejlett ipari országok tapasztalatából is ismert tény, egyben követendő hüvelykujjszabály, hogy a fiskális és a monetáris lépéseknek lehetőleg egy és ugyanazon irányban kell hatniuk, a bevetett eszközök egymásnak nem tehetnek keresztbe. Tehát a kereslet hűtése vagy a fűtése, a lépések iránya azonos kell, hogy legyen. A baj az, hogy a külföldről érkező pénzügyi impulzusoknak nem tudunk gátat szabni, és – méretünk okán – nem is nagyon érdemes, inkább a külföldi és belföldi szereplők helyes orientációját érdemes segíteni a hitelezés kellően árazott termékeinek közvetítésével. A pénz csak közvetít, mint ahogy bankrendszer is. Gazdaság- és fogyasztásszerkezeti, pláne termelékenységi-versenyképességi problémákat nem tud megoldani a bankrendszer, az nem is feladata, legfeljebb hosszú távú megtakarításra és hitelfelvételi prudenciára ösztönözhet. A monetáris politika ugyan aktív szereplője, alakítója a gazdasági folyamatoknak, de eszközei meglehetősen korlátozottak.

Olcsó pénz és hitel csak komoly pénzbőség (jelentős és eladható gazdasági teljesítmény vagy bő természeti erőforrás mellett képzelhető el). Magyarország esetében ilyenek nem látszanak.

A fokozatos vagy drasztikus forintleértékelés szintén nem old meg minden gondot. De ez sem triviális proposíció.

Ezt a kérdést járta körül *Erdős Tibor*, amikor a hazai hitelpiacról kiszoruló forintalapú hitelezést és a devizaeladósodást elemzi. Erdős (2010) arra a következtetésre jut, hogy ez a folyamat csak tartósan túlértékelt forintárfolyam mellett volt lehetséges, legalábbis az MNB szempontjából, az inflációfékezésre ez az erős árfolyam kínált lehetőséget. Erdős szerint a súlyos forinthitel-kiszorítást, vagyis a devizaeladósodás kiterjedtségét el lehetett volna kerülni egy fokozatos leértékelődéssel (egy szabad, leértékelődő forintárfolyam-alakulás megengedésével). „(...) *paradox módon a csökkenő forintárfolyam ellenére nem lett volna gyorsabb az infláció, a devizahitelek pedig ma nem okoznának gondot*”. (Erdős, 2010: 847. oldal). Meglátása szerint a csökkenő forintárfolyam mellett sem lett volna gyorsabb az infláció. Ez a vélemény minden bizonnyal helytálló lehet, ám csak utólagos visszatekintésben kínál alternatívát.

Az állásponttal kapcsolatban a következő kiegészítéseket érdemes megfontolni.

▶ A hitelfelvevők és a devizapiacra az árfolyamokat alakító azonnali, illetve határidős kereskedésben aktívan szereplő nagybankok időperspektívája különböző, főleg azért, mert a fedezett kamatparitás alapján működő tranzakciók csak a határidős piacok által kínált időtávokban realizálódnak; ugyanakkor a jelzálogalapú hitelezés például ennek az időtávnak a sokszorososa és a jövőbeli teljes kockázat pontos és hatékony árazása ebben az időtávban jóval nehezebb – ha egyáltalán lehetséges. A kamatoknak és kötvényhozamoknak minden időtávra reálisan indikatívnak kell lennie.

▶ Miután a magyar állam és magánszféra adósságának finanszírozása jelentős részben külföldről, azaz külföldi kötvénytulajdonosok által történik, ezért a pozitív reálkamat-mechanizmus, pontosabban az elvárt pozitív reálkamat jelenlétéről nem lehetett lemondani. Márpedig a pozitív reálkamat erősíti a forintárfolyamot. Ha nincs pozitív reálkamat-realizálási lehetőség, vagyis ha a nominálkamatok különbségei éppen kifejezik a leértékelődéssel együtt számolt várható jövőbeli nominál értéket, akkor a reálhozam nulla. Ekkor pedig elapad a külföldi finanszírozás.

▶ A nemzetközi Fischer-hatás érvényességét a határidős piacok biztosítják. Ez ellen sem tehet túl sok mindent a központi bank, különösen akkor, ha valamilyen távoli árfolyamcélja lenne. Arról van szó, hogy a tipikusan 1–2 évre ideérkező, jobbára forintkötvénybe fektető külföldi tőke fedezeti ügyletet köt a határidős piacon rögzített árfolyamon – forinteladásra jövőbeli lejáratra –, és ezzel a kötvénypozícióban a leértékelés kockázatát erre az időtávra gyakorlatilag kizárja.

▶ A monetáris politika expanziója nélkül, vagyis a belföldi hiteligeny mind jobb, alacsonyabb kamatú kielégítésével nem lehet és nem is érdemes veszélyeztetni a külföldi forrásbeáramlást mindaddig, amíg a belföldi megtakarítások mértéke jelentősen nem növekszik. Valójában tehát arról van szó, hogy nem lehet a pénzügyi integráció előnyeit a hátrányai nélkül élvezni. Vagyis nem lehet a kamatpolitikát vagy kizárólagosan belföldi vagy kizárólagosan külföldi céloknak alárendelni, mint ahogy magát a teljes monetáris politikát sem lehet csak belföldi célok szolgálatába állítani. A külföldi forrás ugyanis viszonylag határok 1–2 év között jól megcélozható erős forintban szeret inkább befektetni, semmint hajlandó lenne hosszú távú finanszírozást kínálni jelentős forintgyengülés mellett is. Hosszú távra pedig csak devizakibocsátás a realitás, viszont ez a fejlett piaci hozamok háromszorosán meg csak.

▶ Van példa arra, hogy erős valuta mellett is versenyképes exportszektorok tudnak tartósan létezni (ilyen például Japán és Németország, ráadásul ezen országok tartósan nettó tőkeexporttörzi pozíciót is ki tudtak építeni. El kell ismerni, ez a két teljesítmény egyáltalán nem általános a világgazdaságban).

▶ Az euróbevezetés dátumának kitolásával az adekvát vagy inkább kívánt valutaárfolyam kialakítására történő erőfeszítések egyszerűen elodázódnak, a belföldi hiteltermelés alapján szükségesnek mutakozó olcsó hitelkínálat azonban a plusz külföldi hitelkínálat híján nehezen képzelhető el. Ha majd a költségvetés belföldi hiteligénye enyhül, akkor elképzelhető lesz csökkenő kamatszintek mellett is az árfolyamtartás, és esetleg elkerülhető lesz a jelentős leértékelődés.

A trilemma, amely az árupiacok, a versenyképesség és vele növekedés, a vagyontárgypiacok (részben pénzpiacok) a kívánatos valutaárfolyammal szemben támasztott igényei között feszül. Nem lehet királyi úttal megkerülni (az árukereskedelem gyengébb árfolyamban a vagyontárgy-kereskedelem erős árfolyamban érdekelt). Összességében a devizaeszköz-kereskedelem (tőkeáttételek miatt, de egyébként is) többszöröse az áruforgalomnak. Ennél fogva jelentős magyar belső megtakarítások híján a külföld finanszíroz, a forintárfolyam tág határokhoz tehát nem elengedhető. Ezért sincs „királyi út” a trilemma megoldásában.

A hitelpiac újraélesztésében a reálgazdaságban, főleg a nagy megrendelőknél, mindennek előtt a lakásépítésben kell jelentős változásoknak történnie. Egy 2011. áprilisi MNB-felmérés is ezt a negatív fejleményt igazolta, tudniillik a magyar belföldi hitelezés további szigorodásáról, értsd zsugorodásáról tanúskodik.<sup>27</sup> A kereskedelmi banki szféra tehát kívár, közvetítő szerepének jelentős növelésére ösztönzést és további kockázatcsökkentést vár. Az, hogy ez honnan fog jönni, még nem látszik.

## KONKLÚZIÓ

Összegzésként elmondható, hogy nincs tehát „királyi” út és egységes recept a helyes valutaárfolyam, illetve a folyó fizetési mérleg és a tőkeforgalmi tranzakciók liberalizációjának fokát illetően sem. A gazdaságpolitikában a monetáris politikáért felelős döntéshozó egyet tehet – és ez a közgazdaságtani elméletek által ajánlott receptekre általánosan igaz –, hogy tudniillik számba kell vennie a választott út előnyeit, hátrányait és alternatív költségeit. Meg kell nézni a meglévő ellentétes érdekeltségeket és lehetőségeket, majd – jó intuitív érzéssel – ki kell választani a történelmi, valamint más országok tapasztalata alapján a keletkező előnyöknek és hátrányoknak olyan kombinációját (*right policy mix*), amely a kitűzött hosszú távú célt jól szolgálja. Ha a kitűzött hosszú távú cél a tőkepiacokba való fokozott integráció és tőkeforgalom egyre erőteljesebb liberalizációja, akkor ennek kell alárendelni mind az árfolyam, mind pedig a tőkebefogadási politikákat szabályozó belső mechanizmusokat is. Ha ellenben sajátos belföldi célokat kívánunk követni, ahhoz vagy olcsó belföldi forrás, vagy a külföld számára különösen vonzó magas reálkamat kell, vagy és ez a kívánatos, de nem kínálkozó eset: olcsó külföldi forrás szükséges. A pénzügyi globalizációból származó előnyöket ugyanis egy kis nyitott gazdaságnak megszerezni csak akkor lehet, ha tartós kapcsolódást biztosító alkalmazkodási mechanizmusok épülnek ki, amelyek tartható piroritási sorrendet tudnak kialakítani belföldi és külpiaci célok között.

A külső finanszírozás nem önmagában rossz vagy eltévesztett út a növekedésben. A nemzetközi tapasztalatok, ökonometrikus eljárásokon alapuló tanulmányok is több irányba mutatnak a külső tőkebevonás gazdasági növekedést elősegítő sikerességkritériumai tekintetében. Nincs egyetlen helyes út. A külső egyensúly tartása és a növekedéskonvergencia nem magától értetődően haladnak együtt, bár vannak eu-

rópai országok, ahol ez sikerült. Magyarország azonban sajnos nem kedvező gazdaságtörténeti tapasztalatokat halmozott fel, legalább is ami az elmúlt két és fél évtizedben a folyó fizetési mérleg gazdaságélénkítő hatásait illeti. A külső forrás nem segített, mert nem helyes beruházási célokra lett felhasználva.

Egy régi tételre emlékeztetni kell: a pénz csak közvetít szorgalmak, lehetőségek és az erőforrások között, mint ahogy a bankrendszer is. Gazdaság- és fogyasztásszerkezeti, pláne termelékenységi-versenyképességi problémákat nem tud megoldani a bankrendszer, az nem is feladata, legfeljebb hosszú távú megtakarításra és hitelfelvételi prudenciára ösztönözhet. Ahogy az euróövezetben lévő gyengélkedő országok (Görögország Portugália, Írország) sem azért gyengélkednek, mert euróval fizetnek, hanem azért, mert fiskális politikájuk a külföldi finanszírozó szemével nézve

nem fenntartható (lásd például legutóbb a 20 százalék! feletti hozammal eladott, két éven túli görög államkötvényeket). Továbbá ezek a gyengeségek gazdaságszerkezeti és versenyképességi lemaradást tükröznek (mondta a kérdésről a Nobel-díjas közgazda, R. Mundell, az általunk is használt modell neves szerzője, idézi a *Népszabadság* 2011. május 23-án). Nos, ugyanígy a magyar devizaeladósodás sem önmagában baj, hanem amiatt, hogy az adósságszolgálat kitermelése nem látszik könnyűnek, rosszabb esetben teljesíthetőnek. Sikeres gazdaságpolitika – és ez nagy biztonsággal leszögezhető – csak fiskális és monetáris lépések összehangolásával, a folyamatok egy irányba terelésével, nem kevésbé intézményi stabilitással valósítható meg. Illik elismerni: ez a kis nyitott gazdaságokban sem az elmélet, sem a gyakorlat szintjén nem hétköznapi, de nem is megoldhatatlan feladvány.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> MNB-állásfoglalás a pénzügyi stabilitásról, letöltve (2009. 12. 18.): [www.mnb.hu/engine.aspx?page=7932](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=7932)

<sup>2</sup> Idézi: *The Wall Street Journal* (June 7, 2010): p. 8

<sup>3</sup> Ennek illusztrálására érdemes elmondani, hogy 1997-ben a délkelet-ázsiai országokat (Thaiföld, Burma) leértékelésre, illetve lebegtetésre ösztököltte a Valutaalap, 1998-ban pedig súlyos milliárdokkal támogatta az orosz rubel árfolyamsávját, ahol tehát pont az ellenkezőjét, azaz a kötött árfolyamok mellett tört lándzsát anyagilag is. Az IMF dicsérte Hongkongot a kimondottan szigorú árfolyam-felügyeletéért, de Szingapúrt is ünnepelte az általa válságban megvalósított „managed float”, azaz a szabályozott lebegtetési politikájáért. Ebből is látszott, hogy a kérdés elismert világgazdasági szakértőkkel segített hivatalos nemzetközi „felelőse”, az IMF sem volt egységes az adekvát árfolyamrendszerek tekintetében. De az IMF nem vált egységessé sem szemléletében, sem gyakorlatában a 2007–2008-as pénzügyi válságot követően sem, ahogy azt több tanulmány bemutatja, lásd Laeven, L. – Valencia, F. (2008); Abiad, A. – Detragiache, E. – Tressel, T. (2008)

<sup>4</sup> Ez a feltételezés könnyűszerrel feloldható, és nem okoz komolyabb bonyodalmat a végeredmény szempontjából, hiszen, ha

$$\frac{k_B}{k_A} = k^*,$$

akkor (3a) egyenlet jobb oldala

$$\frac{M^B}{M^A} = k^* \times \frac{I}{E} \times \frac{Y^B}{Y^A} \text{-ra módosul.}$$

<sup>5</sup> Mexikó jó példája az ellentmondásokat mutató árfolyamrezsimnek. 1998-ban az orosz rubel zuhanórepüléses leértékelődése után a mexikói lebegő árfolyamú valuta szintén több mint 10 százalékot veszített értékéből. De még ennek a több mint 10 százalékos veszteségnek is nagyon komoly ára volt. Azért, hogy ez a 10 százalék nem 20 százalék lett, annak az ára az volt, hogy a mexikói nominálkamatlábaknak a reálhozamot is jóval magasabb szinten kellett kínálniuk, illetve folyamatosan felfelé kúszniuk. A tőkemobilitás és a külső forrásbevonási folyamat fenntartásáért, nem kevésbé a befektetők bizalmának megtartásáért tehát nagyon drágán, egészen magas reálkamat biztosításával kellett fizetni. Tudniillik azzal, hogy rendkívül vonzó, magas helyi valutában kifejezett kamatlábakat alkalmaztak azt sugallván, hogy egy 10 százalékos értékvesztés után nem következik be további sú-

lyos leértékelődés. Ezeknek a mesterségesen magasan tartott hazai reálkamatoknak azonban a reálgazdaságra gyakorolt konjunktúrafékező hatása meglehetősen kedvezőtlen. Magyarországon is ez történt 2006 őszét követően. Ezt a valóságban is gyakran kialakuló helyzetet foglalja világos, analitikus keretbe a ma gyakran hivatkozott Mundell–Fleming portfólióelvé modellje. De ezt bizonyították az IMF-tagországok statisztikai is: 1998 végén az összes IMF-tagország 35,7 százaléka kötött árfolyamrendszerben működött, 29,7 százaléka szabályozottan lebegtetett (managed float), 25,3 százaléka úgynevezett független lebegtetési (independently floating) árfolyamrezsímet választott, 9,3 százaléka pedig egyéb vegyes rendszerben működött. (Eichengreen, B. 1999) Ezek az arányok az elmúlt tíz évben csak némileg változtak a lebegtetők javára (Laeven – Valencia, 2008). A gyakran kialakuló reálfelértékelődés összefüggéseiről lásd Darvas (2003)

<sup>6</sup> Az eredeti elméleti konstrukció két, a szerzők által külön írt dolgozatban található meg. Fleming (1971) és Mundell (1968)

Az általános feltevésektől eltérő speciális helyzetek részletes és körültekintő tárgyalását adják, Kenen (1989), Erdős (1998), Krugman – Obstfeld (2003). A hírekre adott piaci reakciók és várakozások alapján – lényegében valószínűségi elveken nyugvó legmodernebb sztochasztikus és dinamikus, de a kamatkülönbségen, illetve várakozásokon nyugvó deviza- és kötvénypiaci modellezést tárgyalja Medvegyev – Száz (2010).

<sup>7</sup> Részletesen lásd Kenen, P. B. (1989): 314–317. oldal vagy Krugman – Obstfeld (2003): 339–377. oldal

<sup>8</sup> Találón így nevezte el e dilemmát Lerry Summers, az USA egykori pénzügyminisztere, *The Economist*, (1999. január 30.). Summers jelenleg a Harvard Egyetem professzora.

<sup>9</sup> Nem meglepő módon a bankválságok kialakulásában a rossz makrogazdasági környezet volt az előfeltétel: a fizetésimérleg-hiány, valamint az infláció növekedése volt a kiváltó ok. Az 1998-as orosz, a 2001-es argentin válság esetében azonban a folyó költségvetési egyensúlytalanságok váltották ki a negatív folyamatokat; a távol-keleti válságok esetében már sokkal inkább a bankrendszer hitelszűrő mechanizmusai mondtak csődöt, és gazdaság szerkezeti problémák torlódtak fel. A teljes mintában az esetek túlnyomó többségében (közel háromnegyedénél) a nem teljesítő hitelek arányának meg-

növekedése volt a kiváltó ok, többek között a chilei válság esetében is. A válságok kiváltó okainak közel 30–30 százalékánál fordulhatott elő az állami tulajdonú bankok jelenléte (banki eszközök állami tulajdonlása), illetve a hitelek túlzott mérvű növekedése. Számos esetben az állami tulajdonlás sebezhetőséghez vezethetett, hiszen az állami tulajdonú bank volt az új kötelezettségek fő kibocsátója, és a válság tarthatatlanná válhat. De a bankválságok kialakulásának 62 százalékában a bankok alapvetően a betétesek bizalomvesztése, a betétes rohamok áldozataivá váltak. Ezek a klasszikus bankpánikváltozatok.

<sup>10</sup> 2010-re a korábbi elképzelések már csak nyomaikban voltak jelen. A 2010 júniusában Busanban, Dél-Koreában tartott pénzügyminiszteri csúcstalálkozón a G-20-ak pénzügyi vezetői megállapodtak, hogy a nemzeti bankrendszereket kell megerősíteni, mindenekelőtt a bankok szavatoltőkjét emelni és a tőkemegfelelési mutatókat javítani. Továbbá Európában létre kell hozni egy, a luxemburgi magánjog alapján bejegyzett, de az euró-zóna 16 kormánya által birtokolt pénzügyi alapot, amelyet a szuverén adósságot halmozó európai kormányok és bankjaik vehetnek igénybe speciális, a piacinál némileg enyhébb feltételekkel. A könyvelés az EU számláihoz kapcsolódna. Ez tehát egy európai megoldás, semmiképpen sem globális.

<sup>11</sup> Rajan, 2005

<sup>12</sup> Rajan (2005): 47–48. oldal

<sup>13</sup> Erről részletesen lásd Magas (2009): I. és II. rész, Csaba (2009)

<sup>14</sup> Ilyen például az a sokat idézett adat, miszerint: amíg a Bretton Woods-i rendszer idején (1945–1973) a fejlett ipari országok gazdasági évi átlagban nagyjából 4 százalékkal nőttek, addig az 1974–1999-es időszakban ennek még a fele sem alakult ki, mint átlagos éves növekedési mérőszám. Nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy az elmúlt húsz év több mint kilencven nagyon súlyos nemzetközi következményekkel járó pénzügyi, banki válságot ugyancsak produkált. E válságok kapcsán keletkezett veszteségek mindegyike meghaladta a nagy gazdasági válság idején az amerikai bankrendszer által elszenvedett veszteség szintjét (a GDP szintjében mérve).

<sup>15</sup> Erről részletesen lásd Rodrik, D. (1999); Bhagwati (2004)

- <sup>16</sup> A teljes „feltörekvő” országcsoport a következő országokat tartalmazza: Kína, Hongkong, India, Indonézia, Malajzia, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Dél-Korea, Tajvan, Thaiföld, Argentína, Brazília, Chile, Kolumbia, Mexikó, Venezuela, Egyiptom, Görögország, Izrael, Dél-Afrika, Törökország, Csehország, Magyarország, Lengyelország és Oroszország. A kérdésről részletesen ír Pálosi – Németh (2008).
- <sup>17</sup> Erről részletesebben lásd Magas (2009): 75–104. oldal és 203–222. oldal
- <sup>18</sup> Ötker-Robe, Ýnci, Zbigniew Polański, Barry Topf, and David Vávra, (2007): p. 6
- <sup>19</sup> International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Washington, D.C., 2005. április
- <sup>20</sup> Ötker-Robe et al., ‘Coping with Capital Inflows’, p. 3
- <sup>21</sup> International Monetary Fund, Regional economic outlook: Europe, Washington, D.C., 2009. október
- <sup>22</sup> International Monetary Fund, Regional economic outlook: Europe, Washington, D.C., 2009. október
- <sup>23</sup> Fernandez-Villaverde, Jesus, Guerron-Quintana, Pablo A., Rubio-Ramirez, Juan, and Uribe, Martin, ‘Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks,’ NBER Working Paper No. 14875, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2009
- <sup>24</sup> Blanchard, Olivier J., ‘Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity,’ NBER Working Paper No 1265, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2009
- <sup>25</sup> International Monetary Fund, Regional economic outlook: Europe, Washington, D.C., 2009. október
- <sup>26</sup> 2007-ben Magyarország makrogazdasági mutatói rosszabbak voltak, mint a referenciául szolgáló V-3 országok (Csehország, Lengyelország és Szlovákia) mutatói, a magyar GDP növekedése jóval a V-3 országok súlyozatlan átlaga alatt volt (2 százalék alatt volt, összehasonlítva Lengyelország és Csehország 6 százalék felett, míg Szlovákia 10 százalék felett teljesített); az infláció 7 százalék fölött Magyarországon, míg 3 százalék alatt a V-3 országokban, a folyó fizetési mérleg hiány 7 százalék körül volt Magyarországon, míg 5,3 százalék volt a V-3 országokban.
- <sup>27</sup> A bankok romló hitelezési képessége miatt szigorodott a hitelezés – ez derül ki a Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2011. áprilisban végzett kutatásából. (MTI, 2011. május 19.) A kérdőíves vizsgálat kimutatta, hogy tovább szigorodtak a vállalati hitelezés feltételei, s ez a következő félévben is folytatódhat. A bankok körében végzett felmérés a 2011. évi első negyedévi adatokra épült, illetve a következő két negyedévre vonatkozó várakozást tükrözi. A felmérés tanúsítja, hogy néhány nagybank csökkenti hitelkínálatát, miközben a válaszadó bankok többsége csak a jelenlegi hitelezési feltételek enyhítése nélkül hajlandó növelni hitelezési aktivitását. A bankok azt is közölték, hogy a hitelezési feltételek szigorítása nemcsak a gyenge tőkeakkumulációs és tőkevonzó-képességgel magyarázható, de a külföldi devizaforrások szűkülésével és drágulásával is. A folyamat a vállalati hitelállomány alakulásában is jól tükröződik: az idei első negyedévben 120 milliárd forinttal csökkent az állomány a tavalyi év utolsó negyedévében mért 100 milliárdos esés után, azaz két negyedév alatt összesen 220 milliárd forinttal kisebb az árfolyamszűrt hitelállomány. A magyar vállalati hitelállomány első negyedévi, lefelé mutató grafikonja a balti országokéhoz simul, miközben a visegrádi országoknál már növekedésnek indult a vállalati hitelállomány, s ez érvényes az eurózóna országainak átlagára is. A felmérés szerint a bankok 2011 végére várják a fordulatot a vállalati hitelkeresletben. Miközben a lakáscélú hitelek feltételei érdemben nem változtak – és a bankok a következő félévben sem várnak jelentősebb elmozdulást –, a fogyasztási hitelek esetében a bankok 18 százaléka szigorított a hitelezési feltételeken, miközben 7 százalék a következő fél évben tervez enyhítést – mutatja a felmérés. A háztartások hitelállománya az idei első negyedévben, akárcsak múlt év utolsó negyedében 100 milliárd forinttal csökkent. Az elmúlt félévben így 200 milliárddal zsugorodott az állomány. A jelzáloghitel-állományon belül mintegy 1 százalékponttal tovább emelkedett az átstrukturált hitelek aránya, így 2011 első negyedévének végére már a teljes jelzáloghitel-állomány 10,4 százaléka esett át átstrukturáláson. Mivel azonban az átstrukturált jelzáloghitelek mintegy kétharmadának még nem járt le a könnyített törlesztőteherrel járó türelmi ideje, így az átstrukturálások sikerességét még nem lehet megítélni. A banki válaszok alapján a kereskedelmiingatlan-hitelek körében is jelentősek az átstrukturálások:



2011 első negyedének végére az állomány 18 százalékát strukturálták át, és az év végére 30 százalékos lesz az arány. A rossz ingatlanpiaci helyzet miatt a bankok aktív átstrukturálási politikája kényszerhelyzetre utal, ami növeli a kereskedelmi ingatlanhitelek „örökzölddéválásának” kockázatát. Ez azt jelenti, hogy a bankok a kereskedelmi ingatlanhitelek folyamatos átütemezésé-

re kényszerülhetnek, várnak. Az MNB felmérése úgy összegez, hogy a rossz ingatlanpiaci helyzet miatt a bankok aktív átstrukturálási politikája kényszerhelyzetre utal, ami növeli a kereskedelmi ingatlanhitelek „örökzölddéválásának” kockázatát. Ez azt jelenti, hogy a bankok a kereskedelmi ingatlanhitelek folyamatos átütemezésére kényszerülhetnek.

## IRODALOM

- ABIAD, A. – DETRAGIACHE, E. – TRESSEL, T. (2008): A New Database of Financial Reforms. IMF WP. No. 08/266 december, Washington D.C.
- BALÁZS T. – NAGY M. (2010): A devizahitelek forinthitelekre való átváltása. *MNB Szemle*, október, 7–16. oldal
- BIHARI P. – VALENTINY Á. (2010): Pirrhuszi dezinfláció vagy tartósan alacsony inflációs környezet. *Közgazdasági Szemle*, október, vita, 865–875. oldal
- BLANCHARD, O. J. (2009): ‘Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity.’ *NBER Working Paper No 1265*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 20
- CSABA, L. (2011): Financial Institutions in Transition: the long view. *Post Communist Economies*, Vol. 23. No. 1 March, 1–13. oldal
- DARVAS ZS. (2003): Nagymértékű reálfelértékelődések nemzetközi összehasonlítása. *Külgazdaság*, 7–8: 30–56. oldal
- EICHENGREEN, B. (1999): Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda. *Washington D.C.: Institute for International Economics*.
- ERDŐS T. (1998): *Infláció, különös tekintettel az 1990-es évek magyar gazdaságára*. Budapest, Akadémiai Kiadó
- ERDŐS T. (2010): Forintárfolyam, kamatszint és devizaalapú eladósodás. *Közgazdasági Szemle*, LVII, október, 847–867. oldal
- FERNANDEZ-VILLAVARDE, J. – GUERRON-QUINTANA, P. A. – RUBIO-RAMIREZ, J. – URIBE, M. (2009): Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks, *NBER Working Paper No. 14875*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research
- FLEMING, J. M. (1971): Domestic Financial Policies Under Fixed and Flexible Exchange Rates. In: *Essays in International Economics*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press
- KENEN, P. B. (1989): *The International Economy*. Second Edition. London–New Jersey: Prentice Hall Inc., ch. 15.: pp. 313–328
- KIRÁLY J. (2011): 20 év múlva, Képzelteteli előadás 2030 áprilisából, In: Muraközy L. (szerk.) 20 Év múlva, *Vissza a jövőbe*, Gazdaságpolitikai kerekasztal, Akadémiai Kiadó, Budapest.
- KRUGMAN P. (2009): *The Return of Depression Economics and the Crisis*. W. W. Norton, Boston
- KRUGMAN, P. – OBSTFELD, M. (2003): *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*. Budapest, Panem Kiadó
- KRUGMAN, P. (1987): Target zones and exchange-rate dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 669–682
- LA EVEN L. – VALENCIA, F. (2008): Systemic Banking Crisis: A New Database, IMF WP /08/ 224
- MEDVEGYEV P. – SZÁZ J. (2010): A Meglepetések jellege a pénzügyi piacokon, Kockázatok vételre és eladásra, Bankárképző, Budapest
- MAGAS I. (szerk.) (2009): *Világgazdasági válság, 2008–2009, Diagnózisok és kezelések*. Aula Kiadó, Budapest
- MAGAS I. – KUTASI G. (szerk.) (2010): *Változó világgazdaság, Globális kormányzás – vállalati nemzetköziesedés – regionális fejlődés*. BCE, Budapest

MAGAS I. (2010): Devizahitelezés, Hitek, Tévhitek, Tanok. *Élet és Irodalom*, augusztus 19.

OBSTFELD, M. – TAYLOR, A. M. (2002): Global Capital Markets. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – Williamson, J. G. (eds): *Globalization in Historic Perspective*. World Bank

OBSTFELD, M. (1998): The Global Capital Market, „Benefit or Menace”. *Journal of Economic Perspectives*, 12/(4), pp. 9–30

ÖTKER-ROBE, Ý. – POLAŃSKI, ZB. – TOPF, B. – VÁVRA, D. (2007): Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries, *IMF Working Paper*, WP/07/190, p. 6

PÁLOSI-NÉMETH B. (2008): *A feltörekvő országok tőkepiacai a pénzügyi globalizációban*. Akadémiai Kiadó, Budapest

RAJAN, R. G. (2005): Has Financial Globalization Made the World Riskier? IMF WP. No. 175

RODRÍK, D. (1999): The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work. *Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press*

SURÁNYI GY. (2010): Téves Diagnózis, Téves Terápia. *Népszabadság*, január 20.

IMF (2007) World Economic Outlook, October, Globalization and Inequality, Chapter 5, Washington D. C.

IMF (2010): Public Debt and Growth, Washington D.C.

MNB (2010) Elemzés a konvergenciafolyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből, MNB, május