

Magas István
Világgazdasági folyamatok és nemzetgazdasági alkalmazkodás
2001-2011:
Fejlett országok (USA) – és Magyarország esete¹

World economic trends adjustment to changes
2001-2011
Developed countries (USA) and the case of Hungary

By Prof. István Magas

TM 48. sz. műhelytanulmány

BCE Világgazdasági tanszék

¹ A műhelytanulmány a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 azonosítójú projektje, *A nemzetközi gazdasági folyamatok és a hazai üzleti szféra versenyképessége* címet viselő alprojektjének kutatási tevékenysége eredményeként készült.

Jelen műhelytanulmány *A nemzetközi gazdasági folyamatok* c. műhelyben készült.

Műhelyvezető: Magas István

A tanulmány szakmai tartalma a forrás megjelölésével és a hivatkozási szokások betartásával felhasználható és hivatkozható.

Tartalomjegyzék

<i>Vezetői összefoglaló</i>	4
I. RÉSZ : KONJUNKTÚRAINGADOZÁSOK A VEZETŐ OECD ORSZÁGOKBAN 1970-2010 – A VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG 2007-2010	6
<i>Bevezető</i>	7
<i>1.1. Outputingadozások a fejlett ipari államokban - egy történelmi perspektíva (szakirodalmi áttekintés)</i> ..	9
<i>1.2. Mi a baj a reálgazdasági ciklusokkal és a neoklasszikus felfogással?</i>	18
<i>1.3. Fogyasztói bizalom és üzleti ciklusok az OECD vezető gazdaságaiban az elmúlt évtizedben</i>	24
<i>1.4. Konjunktúraélenkítés: Milyen recept ajánlott?</i>	27
<i>1.5. Összegzés</i>	34
II. RÉSZ: PÉNZÜGYI LIBERALIZÁCIÓ ÉS A NEMZETI ALKALMAZKODÁS DILEMMÁI (ÁLTALÁNOS KÉRDÉSEK ÉS MAGYARORSZÁG ESETE)	36
<i>Bevezető</i>	37
<i>2.1. Kötött vagy rugalmas árfolyamok?</i>	37
<i>2.2. Pénzügyi liberalizáció és rugalmas valutaárfolyamok</i>	43
<i>2.3. Tőkeáramlás és árfolyam-rugalmasság</i>	48
<i>2.4. Nemzeti alkalmazkodás - „a lehetetlen szentháromság”</i>	52
<i>2.5. Globális pénzügyi szabályozás?</i>	53
<i>2.6. Külső sokkok, deviza-kitettség: a nehéz magyar eset</i>	56
<i>2.7. A „Lehetetlen Szentháromság és a bűnös magyar triumvirátus ”</i>	62
<i>2.8. Konklúzió</i>	68
<i>Abstract</i>	70
<i>Hivatkozások</i>	71
<i>Ábrajegyzék</i>	75
<i>Táblázatok jegyzéke</i>	75

Vezetői összefoglaló

A Tanulmány két részből áll:

Az első rész az USA és a legfejlettebb ipari országok, a G7 konjunkturális ingadozásait kívánja értelmezni egy pénzügyileg jóval globalizáltabb világ gazdaságban egy hosszabb 1970-2010 és egy rövidebb 2001-2010 közötti időszakban. Mindenekelőtt arra keresve választ, hogy mennyire lehetett előre látni a súlyos pénzügyi válság és outputvesztés jövetelét. Továbbá arra, hogy a 2011-ig felgyülemlett empirikus tapasztalatok tükrében vajon beszélhetünk-e egységes, a fejlett ipari országok, /G7/ egészére általában jellemző, és a meghatározó országok esetében is megragadható válságfolyásról? Megállapíthatók-e olyan univerzálisan megjelenő változások a kibocsátás, a munkapiacok, a fogyasztás, a beruházás tekintetében, amelyek jól illeszkednek a korábbi tapasztalatokhoz, nem kevésbé az ismert makro modellek predikcióihoz? A válasz nemleges. Sem a válság lefolyásának jellegzetességei és a makrogazdasági teljesítmények romlásának ütemei, sem a visszacsúszás mértékei és időbeli kiterjedésében a vizsgált fejlett országok nem mutattak jól azonosítható közös jegyeket, olyanokat, amelyeket a meglévő elméleti keretekbe jól beilleszthetők. A válság lefolyása és mélysége sokféle volt a G7 ország-csoportban. A korábbi válságértelmezések, főleg a pénzügyi csatornák szerepei tekintetében és a nemzetközi konjunkturális összefonódás jelentőségét és mechanizmusait, valamint a globális válságterjedés illetően elégtelennek bizonyultak. A tanulmány áttekinti a válsággal és makrogazdasági sokkokkal foglalkozó empirikus irodalom pénzügyi globalizáció értelmezési nyomán relevánsnak tartott gyakran idézett munkákat. Ezt követően egy hosszú történelmi, a II. vh. utáni 60 év távlatát átfogó vizsgálatban próbáljuk megítélni a recessziós időszakokban az amerikai gazdaság teljesítményét, annak érdekében, hogy az elmúlt válság súlyosságának megítélése legalább a fontosabb makro-változók változásának a nagyságrendje tekintetében a helyére kerüljön. A tartós output rés /output gap/ és munkapiaci eltérések magyarázata más és más elemeket takart az USA-ban, Japánban és Németországban. A pénzügyi csatornában keletkező, a növekedést és a konjunktúrát érdemben befolyásoló, torzító és sokk-gerjesztő mechanizmusok nem teljesen új-keletűek, az USA-ban. A privát szféra eladósodottsági mutatói - a szövetségi kormány adósság-terheinek cipelésében - a bevett makro felfogással ellentétben - az elmúlt 30 évben nem mutattak szoros és egyirányú (negatív) összefüggést a növekedéssel és recessziókkal.

A második rész a pénzügyi globalizáció után kialakult nemzeti alkalmazkodás lehetőségeit vizsgálja, különös tekintettel a kis nyitott gazdaságokra, és így Magyarországra nézve.

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 liberalizációjának és a megvalósítandó árfolyam-politikának a kérdése 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 ún. „lehetetlen szentháromság”, a külföldi és a belföldi célok szimultán követésének különös nehézsége a kis nyitott gazdaságok, és 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 devizahitelezés nehézségei ezt fokozottan illusztrálják Magyarországon is. Ugyanakkor a mindenkori gazdaságpolitika nem bújhat ki azon kényszer alól, hogy egy változó globális pénzügyi környezetben is tatható 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.

Budapest, 2011. november 3.

**I. RÉSZ : Konjunktúraingadozások a vezető OECD országokban 1970-
2010 – A világgazdasági válság 2007-2010**

Bevezető

„Ha az elméletek között egyáltalában
küzdelem volt, nos, ezt a boksz meccset -
döntő fölény miatt - megállították volna 2008. Decemberében

Barbera (2010, 1. o)²

A 2010 végéig felgyülemlett empirikus tapasztalatok tükrében vajon beszélhetünk-e egységes, a fejlett ipari országok, a G7 egészére általában jellemző, és a meghatározó országok esetében is megragadható válságlefolyásról? Megállapíthatók-e olyan univerzálisan megjelenő változások a legfontosabb, aggregált mutatók, így a kibocsátás, a munkapiacok, a fogyasztás, a beruházás tekintetében, amelyek jól illeszkednek a korábbi tapasztalatokhoz, nem kevésbé az ismert makro modellek predikcióihoz? A válasz – legalábbis a tanulmányírásnak idején – meglehetősen bizonyossággal nemleges. Sem a válság lefolyásának jellegzetességei és a makrogazdasági teljesítmények romlásának ütemei, sem a visszacsúszás mértékei és időbeli kiterjedése vonatkozásban a vizsgált fejlett országok nem mutattak jól azonosítható közös jegyeket, legalább is olyanokat, amelyeket a meglévő elméleti keretekbe jól beilleszthetők. A válság lefolyása és súlyossága sokféle volta a G7 ország-csoportban is. A korábbi válságértelmezések, főleg a pénzügyi csatornák szerepei tekintetében és a nemzetközi konjunkturális összefonódás mechanizmusait illetően, valamint a globális válságterjedés tekintetében elégtelennek bizonyultak.

² „*If it were a fight, they would have stopped it in December of 2008.*”

Ez annak az írásnak a címe, amelyben Robert Barbera, a Wall Street-i Pénzügyi tanácsadó cég, az Investment Technology Group, vezető közgazdásza, a Johns Hopkins Egyetem Közgazdasági tanszékének vendég kutatója jellemzi a küzdelmet az elmélet és valóság között. Barbera erős szavakkal illeti a Chicagó-i iskolát, és az újklasszikus elméletet, konkrétan Prof. Casey Mulligan téziseit, aki kapásból visszautasította P. Krugman kritikáját, avval a rövid megjegyzéssel, hogy az általuk favorizált szuperstilizált újklasszikus makro modellben egy zavaró tag (distortion term) beiktatásával, a tőke és munkapiaci egyensúlyok visszaállnak, és így modell megnyugtatóan magyarázni képes a 2008-2009 recessziót. Ez az állítás ellenvélemény áradatot szült, amelynek eredménye a Barbera (2010) írás is. E vitáról részletesen szól Mellár (2010) is.

A tanulmány először áttekinti a válsággal és makrogazdasági sokkokkal foglalkozó empirikus irodalom egy, a szerző által fontosnak tartott szempontot, nevezetesen a pénzügyi globalizáció értelmezési nyomán relevánsnak tartott, tehát e szempont szerint „válogatott”, munkákat. Ezt követően egy hosszú történelmi, a II. vh. utáni 60 év távlatát átfogó vizsgálatban próbáljuk elhelyezni a recessziós időszakokban az amerikai gazdaság teljesítményét, annak érdekében, hogy az elmúlt válság súlyosságának megítélése legalább a fontosabb makro-változók változásának nagyságrendje tekintetében a helyére kerüljön.

A továbbiakban reálgazdasági ciklusok elmélete és a neoklasszikus felfogás álláspontját alapul véve mutatunk rá néhány jelentős empirikus és értelmezési bonyodalomra, olyanokra, amelyekben a tényleges adatok értelmezése- a meglévő fogalmi-módszertani eszköz- és modelltárak alapján komoly nehézségeket okoz. A hét vezető ipari állam hivatalos, G7 vonatkozó OECD statisztikákra, valamint elismert kutatói műhelyek (pl. a St. Louis Fed kutatói részleg) empirikus tapasztalataira kívánunk támaszkodni akkor, amikor hangsúlyozzuk a mértékadó elméletek, modellek és a statisztikai valóság között markánsan nagy különbségeket. Mindenekelőtt a tradicionálisan legnagyobb kutatói figyelmet kiérdemelt, és példásan részletes, precíz hosszú távú statisztikákkal büszkélkedő amerikai gazdaságra vonatkozó adatokra támaszkodunk.

E tanulmánnyal csatlakozni kívánunk azon szerzők táborához, akik a makro-ökonómiai kutatásokban új utak keresésnek támogatják.

Az első rész bemutatja, hogy a világgazdaság legfejlettebb államaiban a pénzügyi integráció jelentős pozitív eredményekkel járt egy hosszabb és egy viszonylag rövidebb időszakot tekintve egyaránt. Az elmúlt két és fél évtizedben a legfejlettebb OECD-országokban a konjunktúrális ingadozások átlagos mértéke jól kivehetően csökkenő tendenciát mutatott. Hosszabb (négy évtizedes) és rövidebb (tizenöt éves) távlatban a világgazdaság fejlett államaiban általában, de különösen a két vezető országában (Egyesült Államokban és Németországban) a belső piaci üzleti ciklusok kilengései kifejezetten csökkentek. Ez a csökkenés egyértelműen pozitív fejlemény, bár a kialakulás mechanizmusát vizsgálva nem teljesen tisztázott, hogy az output kilengések csökkenése bizonyosan a nagyobb és egy mást” segítő” konjunktúrális lehetőségeknek, egyfajta globalizációs hozadéknak köszönhető.

1.1. Outputingadozások a fejlett ipari államokban - egy történelmi perspektíva (szakirodalmi áttekintés)

A 2007—2009 évi világgazsági válságot, a recessziókat nem, tudjuk kellőképpen értelmezni a rendelkezésre álló modellek alapján. Ez mára egy meglehetősen letisztult vélemény (Chari-Lawrence-Kehoe[2009, 2008], Mellár-[2010], Csaba,[2009]). Megbízható előrejelző-képesség dolgában főleg azokban modellekben csalódunk, amelyekben a pénzügyi piacok output-hatásait nem tudjuk beépíteni kellő biztonsággal, így sem a hagyományos reál-üzleti ciklus és a neoklasszikus felfogás sem tudja még felkínálni a modernebb pénzügyi hatásokat is magába foglaló modell osztályokat.

A konjunkturális ingadozások természetének megértése egy fokozottabban globalizálódott világgazdaságban még inkább nehéz. Ennek ellenére a globális pénzügyi integráció végső eredményének, „jóléti” mérlegének megítélésakor az intuitív és az empirikus válasz is inkább az, hogy a pénzügyi piacokon bekövetkezett nemzetköziesedés több hasznot hozott, mint amennyi kárt okoz. A globalizáció kikényszeríti ugyanis, hogy bizonyos, a növekedést gátló tényezők háttérbe szoruljanak. Ez az állítás akkor is igaz lehet, ha jelenleg a pénzügyi integráció, valamint a belföldi makrováltozók ingadozása és az output növekedése közötti kapcsolat jellege elméletileg nem megnyugtatóan tisztázott. Nem csekély nehézséggel kell számolniuk azoknak az empirikus tanulmányoknak, amelyek az iparilag fejlett országok outputingadozásainak tompításában, illetve általában a makrovolatilitás moderálásában szerepet játszó állandó globális pénzügyi közvetítési mechanizmusokat igyekeznek azonosítani. Ezt vallják be példamutató kutatói őszinteséggel a témakörben mértékadónak számító olyan szerzők, mint például Denizer et al. (2000), Kneler and Young (2001), Doepke (2002), Chari et al (2008) Ohanian (2010) amikor mindannyian egyszerre többféle, teljes bizonyossággal nem azonosítható, de pénzügyi csatornában működő mechanizmus jelenlétéről beszélnek. De ugyanezt, ti. a mérhető pénzügyi globalizációs eredmények némiképp bizonytalan jellegét erősíti meg a 2. táblázatban kivonatszerűen bemutatott, a témában készült fontosabb empirikus tanulmányokat összefoglaló nemzetközi körkép is.

A nyilvánvaló elméleti és gyakorlati számbavételi nehézségek elismerése mellett az első részében inkább egy leíró statisztikákkal dolgozó, a konjunktúraingadozásokat mindazonáltal jól bemutató történelmi perspektívában igyekszik áttekinteni a pénzügyi globalizáció eredményeit a fejlett ipari országokban. A konjunkturaciklus volatilitása a makromutatók hosszú távú trendtől való eltéréseként definiálható, amelynek mérőszáma a szórás vagy annak négyzete, a variancia. A legfontosabb következtetés, hogy az OECD tagországaiban az üzleti ciklus kilengései az elmúlt öt évtizedben enyhén

csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos –igaz, hatásmechanizmusaiban nem teljesen tisztázott- magyarázó tényezője a pénzügyi integráció.

A legfejlettebb OECD-tagországokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke csökkenő tendenciát mutatott - pusztán az elmúlt másfél évtizedet tekintve. Ez a konklúziója több idevonatkozó empirikus tanulmánynak mind az országokat, mind pedig a vizsgált időhorizont egészét tekintő metszetben. Régi tapasztalat (és a gyakran hivatkozott empirikus kutatások által is megerősített (1. táblázat)), hogy a beruházási ciklusok ingadozása a mai napig tartós és jelentős volt, és számottevően meghaladta a többi makro-mutató kilengését. A beruházási ciklusok pontos magyarázata és főleg előrejelzése ma is komoly gondokat okoz. Ugyanakkor a pénzügyi globalizáció –hosszabb és rövidebb időszakokat tekintve egyaránt– a fejlett ipari országokban olyan pozitív hatásokkal járt, amelyek összegződő eredményeképpen a makro-volatilitás enyhén ugyan, de csökkent.

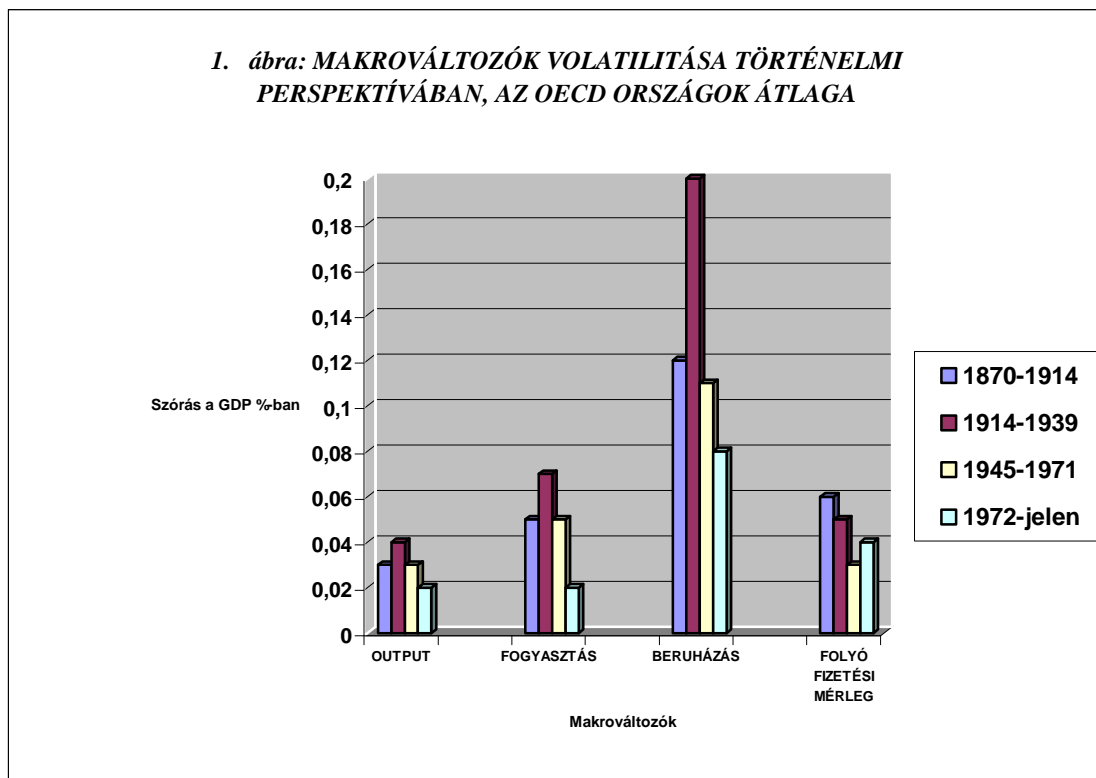
A korábbi, jóval hosszabb időszakokat áttekintő empirikus munkák általában Basu és Taylor (1999) felosztását követve négy jól elkülöníthető periódust vizsgálnak a világgazdaság elmúlt évszázadbeli történetében. Nevezetesen: (1) az aranystandard rendszer időszakát (1870-1914); (2) a két világháború közötti időszakot (1914-1939); (3) a Bretton Woods-i arany-deviza rendszert (1945-1971); valamint (4) az 1971-től induló, napjainkig tartó, lebegő árfolyamokkal és liberalizált tőkepiacokkal jellemzett időszakot, úgymond egy „intézményesen” globalizálódó időszakot. Ezeket a jól elkülönülő szakaszokat, illetve azok jellemző folyamatait illusztrálja az 1. táblázat és az 1. ábra. Az elmúlt százharminc évre és a tizenöt legfejlettebb OECD-országra vonatkozó adatok ebben a négyes felosztásban kerültek bemutatásra. Jól kitűnik, hogy a világháborúk közötti éveket erős konjunkturális kilengések jellemezték, legalábbis az aranystandard rendszer időszakával való összehasonlításban. A Bretton Woods-i időszakban a konjunktúraciklusokat jellemző átlagos makro-volatilitás lényegében visszasüllyedt abba a zónába, amely az aranystandard idején volt tapasztalható. Az is jól előttűnik az 1. ábrából, hogy a vizsgált időszakok mindegyikében a beruházások mutatták a kiugróan legnagyobb ingadozást (az ábrán a szórást a GDP százalékában kifejezve). Az elmúlt négy évtizedben a beruházások átlagos ingadozásának mértéke a két világháború közötti időszakhoz képest felénél is kevesebbre mérséklődött. A csökkenés elsősorban a fogyasztási és a beruházási szintek jóval kisebb kilengéseinek volt köszönhető. Ennél is öröndetesebb fejlemény, hogy az átlagos ingadozás mértékének közel 50 százalékos csökkenése mindegyik makromutató esetében -tehát a kibocsátás és a fogyasztás szintjében és a folyó fizetési mérlegben egyaránt- bekövetkezett. A legutóbbi, a főbb valutákat tekintve rugalmas árfolyamokkal és a globalizáció felgyorsulásával jellemezhető szakaszban pedig a makro-volatilitás még inkább csökkent. Mind az outputnak és a fogyasztásnak, mind pedig a beruházásnak és

a folyó fizetési mérleg-hiánynak az ingadozásai csökkentek a bruttó hazai termék százalékában kifejezve. Történelmi visszatekintésben tehát ez a stabilitásnövekedés egy jelentős globalizációs eredményként fogható fel.

1. táblázat: Globalizáció és a pénzpiacok jellemzői történelmi perspektívában

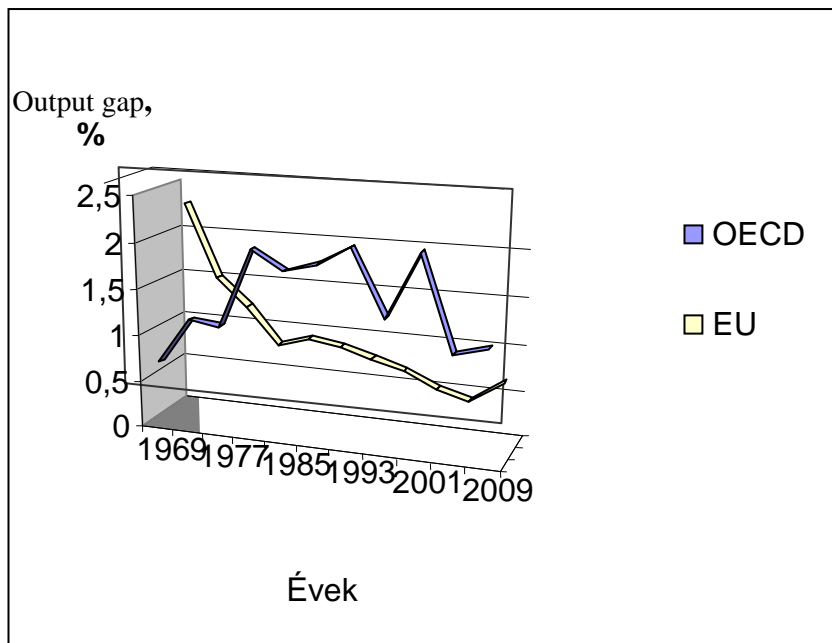
Makro-változók				
→ Jellemzők	1870-1914	1914-1939	1945-1971	1972- jelen
volatilitása Lásd: a jelölést az 1. ábra első oszlopában	(aranystandard) (1. ábra első oszlopa)	(1. ábra második oszlopa)	Bretton Woods (1. ábra harmadik oszlopa)	(1. ábra negyedik oszlopa)
A kereskedelmi integráció foka	Magas fokú integráció	Dezintegráció	Viszonylag alacsony fokú integráltság	Gyorsan növekvő integráció
A tőkeforgalmi korlátozások mértéke	Viszonylag alacsony	Széleskörű korlátozás	Erős korlátozás	Korlátok fokozatos lebontása
Tőkeáramlás mértéke és iránya	FFM-hiányok, jellemzően a GDP 4-5%-át tették ki. A tőkeáramlás főleg a gazdagokból a szegény országokba irányult. A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markánsan különböztek.		A tőkeáramlás főleg a gazdagokból a gazdag országokba („perverz tőkeáramlás”). A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markáns különbözősége	Portfólióberuházások növekvő jelentősége; tőkeáramlás inkább a fejlett országok között. Külföldi adósság és hitelezés közel azonos, a nettó tőkeáramlás csekély.
Árfolyamrendszer típusa	Kötött		Jobbára kötött	Rugalmas
Sokkok forrása	Üzleti ciklus; aranypiacok; gazdaságpolitika; fiskális és monetáris politikák korlátozott szerepe	Hibás makro-politikák (1919-1921)	Emelkedő költségvetési hiányok és növekvő adósságráták (adósságállomány/GDP)	Olajválságok és világgazdasági költségrobbanás; Intenzív tőkeáramlás, a nettó nemzeti megtakarítások tartós világgazdasági pénz-túlkínálatot jelentettek
Pénzügyi integráció és hatékonysági foka	magas	alacsony	alacsony	fejlett

1. ábra: Makrováltozók volatilitása történelmi perspektívában



Forrás: Basu and Taylor (1999), OECD Observer, World Economic Outlook Database

2. ábra: Output-rés az OECD-ben és az EU-ban, 1969-2009 (ötéves átlagok alapján)



Forrás: Eurostat, OECD Economic Observer data base

A 2. ábra az 1969-2009 közötti időszakra a kibocsátási szakadék szórását már két, egyenként jóval nagyobb ország-csoport (OECD és EU tagállamai) együttes makro-teljesítményingadozását igyekszik megragadni. Igaz, ez az ábra már nem mutat teljesen egyértelmű csökkenést, különösen nem az OECD egészét tekintve, ahol az output gap szóródásainak átlaga a GDP 1,5 százaléka körül volt. Ez még mindig meglehetősen magas ingadozás a kibocsátási teljesítményekben. Az EU tagállamaiban, bár eléggé enyhe, de mégiscsak tartós csökkenés volt megfigyelhető.

A 2. ábra az ún. output gap vagy kibocsátási szakadék, vagyis a tényleges és a potenciális GDP közötti különbséget mutatja a potenciális output százalékában kifejezve. Az 1969 -2009 közötti időszakot átfogó statisztika jól mutatja, hogy mind az OECD egésze, mind az európai integráció elmúlt harminc évében enyhén csökkenő tendenciával lehetett számolni, amelyben az EU összességében jobb eredményt ért el, mert ott átlagosan kisebb volt a szakadék. Ugyanakkor némi óvatosság is indokolt, hiszen az Európai Unió növekedési teljesítménye elmaradt például a legjobb OECD-tagokétól - főleg az USA, Ausztrália és Kanada bővülési ütemeitől-. Fontos mozzanat, hogy a 2008-as válságban mindkét ország-csoportban hirtelen megnőtt a szakadék, a nemzetközi összefonódás nem nyújtott menedéket, sőt, esetenként gyorsította a visszaesést.

Az összességében mindenképpen pozitív eredmények mellett szólni kell a témában készült fontosabb empirikus munkákban kimutatott számos bonyolító tényezőről is, valamint a vizsgált hatásmechanizmusokkal összefüggő bizonytalanságokról. Ezeket a gyakorlati-mérési bonyodalmakat próbálja összefoglalni a 2. táblázat.

2. tábla: Konjunktúraciklus és pénzügyi globalizáció a fejlett ipari országokban: reprezentatív empirikus eredmények a szakirodalomban /1994-2010/

Fontosabb empirikus tanulmányok	Alkalmazott módszer	Eredmények
(Razin–Rose, 1994)	OLS (hagyományos, legkisebb négyzetek) regresszió, 138 ország, 1950-1988. Függőváltozó a fogyasztás, a beruházás és az output, valamint ezeknek szezonálisan kiigazított szórása.	Tartós, átmeneti és különleges, egyedi, ún. idioszinkron sokkok közötti különbségtétel. A tőkemérleg és a fizetési mérleg különböző deficitese szakaszai nincsenek kimutatható hatással a makro-volatilitásra. Magyarázat: nehéz különbséget tenni a közös és az elkülönülő egyedi sokkok között.
(Ceccetti–Krause, 2001)	OLS regresszió, 23 OECD-ország, 2 időszak, 1982-89 és 1990-97. Változó: a kibocsátás és az infláció változásának súlyozott összege.	A makrovolatilitás csökkenése jórészt az állami bankok privatizációjának és az export-betétbiztosításnak volt köszönhető.
(Denizer–Iyigun–Owen, 2000)	Kvázi OLS panel, 70 ország, 4 időszak, 1956-1998. Az output, a fogyasztás, a beruházás és a növekedés szórását vizsgálták.	A fejlett pénzpiacokkal bíró országok kisebb output-, beruházás- és fogyasztásingadozást mutattak; a volatilitás a makromutatók tekintetében a jelenhez közeledve egyre kisebb lett.
(Easterly–Islam–Stiglitz, 2000)	Panel OLS regresszió 60-74 ország között, 2 időszak: 1960-78 és 1970-97. Függőváltozó: a növekedés változása és	A nyitottság, export/GDP, és az m1, a monetáris bázis szórásnövekedése pozitív hatásúak a volatilitásra; a privát szektor hitelállománya (GDP%) negatív hatással volt a szórásnégyzetre. A privát tőke beáramlása nem mutatott szignifikáns hatást; a kereskedelmi nyitottság segíti a növekedést; a nagyobb növekedés csökkenti a

	az egy főre jutó jövedelem szóródása.	makro-volatilitást. A bérek rugalmatlansága nem magyarázta a makroingadozást.
(Karas–Song, 1996)	21 OECD-ország keresztmetszeti panel-regresszió	A pénzmennyiség volatilitása (monetarista ciklus) a beruházást és a kormánykiadásokat mérsékli. Az üzleti ciklus keynesiánus magyarázata: a teljes tényezőtermelékenység (total factor productivity, TFP), mint a kínálati sokkok mérője a reálüzleti ciklus jó mérőszáma. A beruházásokkal összefüggő konjunktúraciklusként írja le a vizsgált mutatók hullámzását.
Barbera, Weise(2008)	Minsky modell	Kiemelik és meggyőzően megmutatják a vállalati eszközárak volatilitásának a pénzpiaci árváltozásokra gyakorolt hatását, és kiemelten kezelik ennek a jelentőségét a FED monetáris politikájának alakításában.
Sterling (2009)	USA bankközi piac, volatilitás elemzés, 2008-2009-ben	Megmutatja, hogy nem az amerikai kormány beavatkozása vagy be nem avatkozása körüli bizonytalanság okozta az USA bankközi piac-válságát, hanem elsődlegesen a kockázatos pénzügyi eszközök értékelésében dokumentálható vad ingadozások okolhatók a pánik gyors terjedésében.
Ohanian (2010)	Neoklasszikus, DSGE modell, reál üzleti ciklus, tényleges adatok utólag betáplálva az output egyenletbe	Tekintve hogy pénzügyi válság megtörtént, a neoklasszikus modell szempontjából azt lehet és kell vizsgálni, hogy miért volt ekkora hatása pénzügyi sokkoknak a munkapiacra. Az absztrakt sokkokról meglévő tudásunk ebben nem segít. A pénzügyi szektoroknak a reálszférára gyakorolt hatásai nem tisztázottak.

A világgazdaság meghatározó nemzetgazdaságai közül a legtöbb, hosszabb távon egységesen gyűjtött adat és legkimerítőbb információ az Egyesült Államokról szerezhető be, így az empirikus kutatás számára ez az ország az egyik leginkább megfelelő alany. Az amerikai gazdaság üzleti ciklusait vizsgáló újabb kutatások feltárták, hogy a kilengéseket meghatározó tényezők az elmúlt másfél évtizedben számottevően változtak az USA esetében.³ Ugyanakkor nehéz volt olyan egyértelműen azonosítható időszakot vagy eseményt találni, amelytől kezdődően az üzleti ciklus kilengései markánsan alábbhagytak volna, vagy valamilyen tartós és egyértelmű összefüggést sugalltak volna. Inkább arról volt szó, hogy egy teljes évszázados perspektívát tekintve az USA-ban is egy csillapodási folyamatról lehet beszélni, amelyben az 1973-74-es és az 1980-as évek nagyobb volatilitásukkal - feltehetőleg az olajárrobbanással összefüggésben- inkább „kilógtak” a hosszú távú trend átlagából⁴.

1.2. Mi a baj a reálgazdasági ciklusokkal és a neoklasszikus felfogással?

Vajon kapunk e kellő eligazítást, netán előrejelzést mértékadó modellektől recessziók érkezésére? A neoklasszikus reál-üzleti ciklusok elmélete, amelyet Kydland-Perscott (1980, 1982)-es munkájukkal alapoztak meg, lényegesen különbözött a megelőző modellektől, amennyiben explicit optimalizációs döntési helyzeteket írt le a fogyasztás/beruházás, a háztartások időallokációs döntéseire, a piaci és a szabadidős időfelhasználás, valamint a tőke és a munkapiaci döntések termelési függvényeivel. Ez az elmélet az eltelt három évtizedben számos kiegészítő elemet kapott, így például a munkapiacok rugalmasságát tisztázó feltételrendszert (Hansen (1985), Rogenson (1988.)) valamint az endogén növekedés és a különböző output fluktuációk, és persze a nyitott gazdaság egyensúlyi szemléletét is sikeresen a modellbe építő konstrukciók által (Backus, Kehoe and Kydland, (1992), Alessandra and Choi (2007)). Jelentős irodalom született a modell eredmények heterogenitását, illetve az ellentmondó empirikus tapasztalatokat megmagyarázandó, így pl. a demográfiai eltérések, az életciklus és eltérő vállalati magatartások bekapcsolásával (ezekről áttekintést kínál Chari, 2009). De hozzáadódtak az újabb értelmezésekhez más vizsgálati aspektusok is, így például olyan sokkok eredményei, amelyek túlmutatnak a hagyományos ismert monetáris, fiskális, terms-of-trade sokkokon. Ugyanakkor nagy számban születtek olyan munkák is, amelyek a pénzügyi piacok tökéletlenségeit, a tökéletlenül rugalmas árakat és béreket, a nem-konvex kiigazítási költségeket, a nem-várt hasznossági

³ Lásd: Stock-Watson (2002), Weise-Barbera (2008) munkáit, amelyek megmutatják, hogy a szélsőséges ingadozás a vállalati kötvénypiacon elindíthat tartósan hullámzó konjunktúraciklust (boom/bust) is. Weise, Charles and Barbera, Robert. Minsky Meets Wicksell: Using The Wicksellian Model To Understand the 21 Century Business Cycle, In: Fontana and Mark Setterfield /eds./ Macroeconomic Theory and Pedagogy, NewYork, Palgrave Macmillan

⁴ Magas (2009)

feltételeket, a többszörös egyensúlyokat, valamint klasszikus és véletlenszerűen generált modellparamétereket alkalmaznak. Az általános elméleteket tárgyaló irodalom meglehetősen sikeresen tisztázta az ún. absztrakt sokkok által okozott következményeket. Ebbe az absztrakt kategóriába tartoznak a termelékenységi, a preferenciaváltozáson alapuló, a pénzügyi kockázatokat számba vevő és általában a valószínűségi elveken nyugvó munkák, (áttekintést és egy modern alkalmazást kínál: Fernandez-Villaverde-Rubio(2007)). Mindazonáltal kevés figyelem irányult a valószínűsíthető, ám nem a fenti értelemben absztrakt, mégis makroszintű, a pénzügyi csatornákból eredő megrázkódtatások tanulmányozására, olyanra, amilyen például ez a legutóbbi 2007-2009-es recesszió volt. A pénzügyi folyamatok makro hatásait számos tekintetben nem, vagy csak nagyon pontatlanul tudjuk értelmezni.

1.2.1 A Legutóbbi USA recesszió más volt

A ma már jól látszik: a statisztikák szerint az USA-ban a legutóbbi recesszió alapvetően különbözött a II vh utáni visszaesésektől és a többi OECD országban tapasztalt recesszióktól is. Az USA-ban drámaian visszaesett output- és jövedelemvesztés legfőbb oka a munkaerő-input zuhanásával volt magyarázható, - legalább is neoklasszikus felfogás szerint -. Evvel szemben a többi hat fejlett ipari országban a visszaesés alapvető oka a termelékenység-csökkenés volt és jóval kevésbé a munkainput csökkenés (állítja pl. Ohanian (2010), 48.o). Amíg a 1956 - 2009 Q2 között negyedévekhez kapcsolódóan mért átlagos munkaóra-ráfordítás 380 és 310/ negyedév között ingadozott a válság előtti utolsó negyedévig, - 2007 negyedik negyedévben (Q4 -ben) még 370 órán állt, addig a 2008, évi elsőben már csak 320-on állt, tehát 50, vagyis órát, azaz 50/370, 14 %-ot zuhant átlagosan.⁵

Ha számba kívánjuk venni a 2007-2009-es USA recesszió sajátos jegyeit, akkor érdemes összehasonlítást tenni a második világháború utáni időszakban kialakult recessziós periódusokban tapasztaltakkal, olyan „hagyományos” kulcsváltozók tekintetében, mint az output, a fogyasztás, a beruházás és természetesen a foglalkoztatás. Ohanian (2010) munkájában felhívja a figyelmet, hogy a legutóbbi recesszió során az amerikai gazdaságban és a többi hat legfejlettebb ipari államban (Kanada, Japán, Németország, Franciaország, Olaszország, Egyesült Királyság) a visszaesés mértéke ezekben a kulcsváltozóknál egyáltalában nem hasonlított a korábbi időszakok trendjeire. Az egyik

⁵ NBER, National Bureau of Economic Research által számított érték, amely teljes foglalkoztatás polgári és katonai együtt, a 16-64 év közötti munkaképes népességre vetítve, részletesebben az okokról és a korábbi historikus recessziókat megelőző munkapiaci trendekről lásd: Mulligan (2010)

legszenbetűnőbb különbség pl. abban állt, hogy a 2007-2009-es válságban a munkapiaci zuhanás az USA-ban különösen nagy volt, mínusz 8,7%-ot ért el. Ezzel szemben a további hat ország átlaga csak mínusz 2% volt, (és a második legnagyobb munkapiaci veszteséget elszenvedő Kanadában is csak mínusz 3,3% százalék volt a veszteség). Ugyanakkor, e jóval kisebb foglalkoztatási zsugorodás ellenére, a másik hat fejlett országban az output-visszaesés, 8,2%(!) volt, amely viszont meghaladta az amerikai visszaesés mértékét (7,2%). A legnagyobb output-visszaesést az Egyesült Királyság és Olaszország szenvedték el (9,8%-kal). De Japán is túlszárnyalta a lejtmenetben az amerikai értéket (Japánban -8,9% volt a mélypont). Hogy pontosan mi lehetett az oka ennek a nagy eltérésnek, nos, azt nehéz megítélni, de minden bizonnyal a termelékenységek közötti eltérés lehet a magyarázat legerősebb pontja. Nem kerülhető meg továbbá az a kérdéscél feltevés sem, hogy vajon a hét országban kialakult nagy különbségek láttán vajon jól értjük-e a válság globális természetét. Főleg annak fényében, van azonosság, hogy a lezajlott pénzügyi krízisek természete (a bankrendszerek megrendülése) nagymértékben hasonló volt mindegyik vizsgált fejlett országban, mégis a visszaesések mértéke erősen szóródott.

Vitathatatlanul fontosabb, egyben legnehezebb területe a válságértelmezéseknek a munkapiaci anomáliák értelmezése, illetve a munkapiaci egyensúlyhoz való visszatérés gyorsaságának, illetve időigényének a problematikája. A kérdés rendkívüli nehézségét és gazdaságpolitikai jelentőségét jól illusztrálja a FED elnökének, Ben S. Bernanke-nek azon véleménye, amely szerint az amerikai gazdaságban a válságban elvesztett 8 millió munkahely visszanyeréséhez legalább 5-7 év szükséges. Ez azt jelenti, hogy havi szinten tartósan kb. 130-150 ezer új, pótlólagos munkahelynek kell születnie.⁶

Amint azt az 5. ábra első oszlopa mutatja a 2007-Q3 – 2009-Q3 között a munkapiaci eltérés mínusz 12,9% volt, amely a második világháború utáni recessziók ugyanezen mutatóinak átlagához képest is közel négyszeres szorzót jelent. A munkapiaci rés mérése úgy történik, hogy az amerikai gazdaság outputját, pontosabban annak hosszú távú trendjét jól leíró neoklasszikus termelési függvénybe behelyettesítve a negyedéves adatokat mekkora eredményt, illetve differenciát kapunk. Alapesetben – az elmélet szerint – a háztartások időallokációs döntései a szabadidő és a munka között a munka határterméke szerint alakul. A második világháború utáni időszakban a recessziós periódusokban ez a szám, tehát a megvalósult munkapiaci rés vagy eltérés mínusz 2,4% volt, amely azt jelenti, hogy a munka határterméke 2,4%-kal volt nagyobb, mint a helyettesítés határrátája. Az eltérés közgazdasági szempontból megfelel egy ugyanilyen mértékű, a munkajövedelmet sújtó adónak (amely

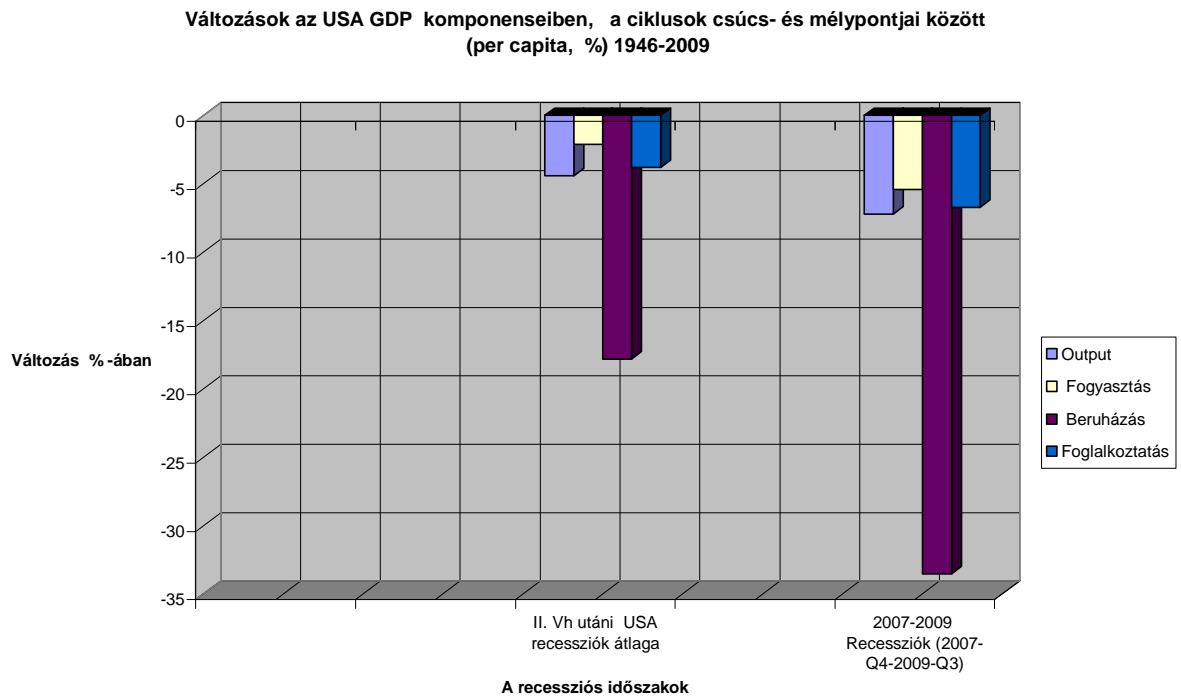
⁶ World Business Report, január 7. 2011. Bloomberg Television, bloomberg.com
Ez az elvárás jelen helyzetben (2011. szeptember) még meglehetősen illuzórikusnak tűnik.

nélkül a foglalkoztatásnak magasabbnak kellene lennie a neoklasszikus felfogás szerint). A legutóbbi válságban ez a nagyon jelentős, mínusz 12,9%-os eltéréshez a második legnagyobb, amely 1973-ban történt még csak nem is mérhető, hiszen az mindössze mínusz 4,7% volt. Érdeemes újraértelmezni ezeket a számokat, vagyis ha az eltérés nulla lett volna, akkor a ledolgozott órák 10%-kal nagyobbak lettek volna (adóval együtt is), akkor viszont nem lett volna recesszió! Ez az elméleti érvelés ebben a formában nyilvánvalóan elégtelen és további magyarázatot igényel, hiszen a munkapiac igazodásának tökéletlensége a napnál is világosabb az elveszett 8 millió munkahely, továbbá a számos csökkentett munkaidejű foglalkoztatás fényében.

További válságértelmezési problémákat vet fel az a tény, hogy az eltérések mértéke mind a munka, mind a tőkepiacok esetében más és más volt a többi hat fejlett ország esetében is. A munkapiaci rés mértéke átlagosan plusz 0,9% volt! a hat fejlett vezető ország tekintetében (Franciaországban +1,7, Japánban +2,9, Németországban pedig +4,8, és csak az Egyesült Királyságban volt viszonylag magas, mínusz 2,3%).

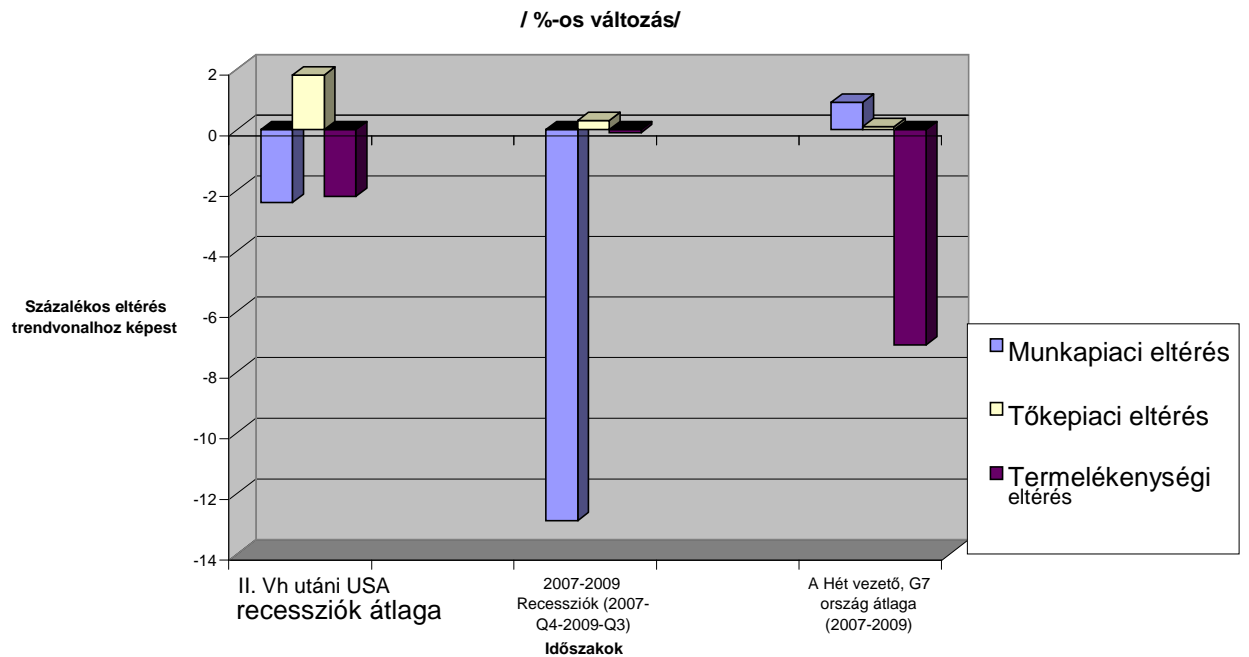
Az 5. ábra második oszlopa a tőkepiaci eltéréseket mutatja. Különösen elgondolkodtató, hogy az USA-ban a 2007-2009-es visszaesésben a tőkepiaci rés igen kicsi (szinte elhanyagolható mértékű), 0,3% volt. A többi hat ország ugyanezen mutatója pedig még kisebb 0,1%. A tőkepiaci rés definíció szerint azt jelenti, hogy recesszió idején a tőke hozadéka mennyivel van a hosszú távú trend felett/alatt. Például a második világháború utáni időszakban recessziók alkalmával 1,8%-kal volt magasabb, mint a gazdasági fellendülés idején. Az 1,8% nem tekinthető kis eltérésnek, úgyis felfogható, mint egy, a tőkét jutalmazó adócsökkentés, amely a gazdasági tevékenységet serkenti. Magának az eltérésnek a mérése a fogyasztás és a tőke határtermelékenysége – értékcsökkenés után – és az intertemporális helyettesítési ráta közötti számításból ered, szintén úgy, hogy a tényleges negyedéves adatok betáplálódnak a termelési függvényt megtestesítő egyenletbe. Az ábra-tábla harmadik oszlopa mutatja a termelékenységi eltérést, az eredeti, (Kydland-Prescott, 1982). modellfelfogásához hasonlóan a tényleges output, illetve a termelési függvény alapján kapott értékek közötti különbség, más néven az ún. Solow-féle maradék tag, amelyben benne van minden nem megfogható (az inputok szintjén azonosítható) változás, így a termelékenységi javulás is. A termelékenységi eljárás tehát nem más, mint a Solow-féle maradék tag.

3. ábra: Változások az USA GDP komponenseiben, a ciklusok csúcs- és mélypontjai között



Forrás: US. Commerce Department, DOC

4. ábra: Recesszió diagnosztika az USA-ban és a G7 ben a II Vh. utáni visszaesésekben



Forrás: US. DOC

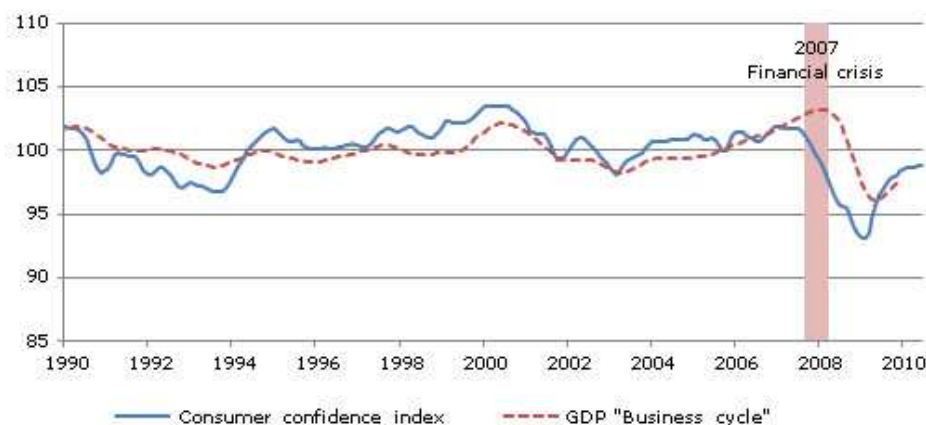
A 2008-2009 világgazdasági válság azonban új helyzetet teremtett, sok szempontból át kellett értékelni a válságokkal kapcsolatos közgazdaságtani ismerteket is.⁷ A nagy és váratlanul elnyúló zuhanást jól érzékeltetik az OECD egyszerű, leíró konjunktúra-statisztikái, amelyek a legnagyobb országok esetében más és más jellegzetességeket mutattak, a fogyasztói bizalom és a és üzleti ciklusok tekintetében is. A továbbiakban erről lesz szó.

⁷ Jól jellemzi ezt a helyzetet egy, a makroökonómia szakma krémjét megszólító cikksorozat, lásd: Mulligan, Casey (2009): Is Macroeconomics off Track? Egyáltalán jó úton jár a makroökonómia?, The Economist Voice, 6 (10) Art 6. www.bepress.com/ev/vol6/iss10/art6/. Az új út keresésének nehéz kérdéseit tárgyalja széles irodalmi áttekintésben Mellár (2010) amikor összegzően így fogalmaz:

„A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság ráirányította a figyelmet a főáramú makroökonómiára, amely a válság előrejelzésében és magyarázatában igen gyenge teljesítményről tett tanúbizonyságot. Az elmúlt másfél-két évtizedben az újklasszikus és az újkeynesi iskola fokozatosan közeledett egymáshoz, aminek eredményeként létrejött az új neoklasszikus szintézis. A szintézis alapmodelljei, a dinamikus, sztochasztikus, általános egyensúlyi (DSGE) modellek és az újkeynesi monetáris modell a makromodellezés meghatározó szereplőivé váltak. Mára azonban kiderült, hogy ezek a modellek egyre kevésbé alkalmasak rövid távú előrejelzésekre és gazdaságpolitikai elemzésekre. Ezért a makroökonómia válaszul elé került: vagy továbbépíti a DSGE modelleket, vagy pedig új modelleket és ezzel új fejlődési utakat keres, (Mellár. 2010. 591. o)

1.3. Fogyasztói bizalom és üzleti ciklusok az OECD vezető gazdaságaiban az elmúlt évtizedben

5. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása az OECD-ben, 1990-2010, (1991=100)



_____ Fogyasztó bizalom index (Consumer confidence index, CCI)

----- GDP üzleti ciklus (GDP Business cycle)

Megjegyzés: A fogyasztói bizalom-indexek olyan alapvetően kvalitatív, véleményformáló kérdésekre adott válaszokból lettek kialakítva, amelyek mégis jól jellemezik a reprezentatív minták mindkori álláspontját a gazdaság állapotáról. Ezek az adatok historikusan jól összemérhetők, mert szigorúan azonos elvek és gyakorlat alapján készültek az indexet alkotó OECD-felmérések. A CCI (consumer confidence indicator) az országok közötti összehasonlítás alapos, a rendkívüli kilengésektől megtisztított mutatószáma.

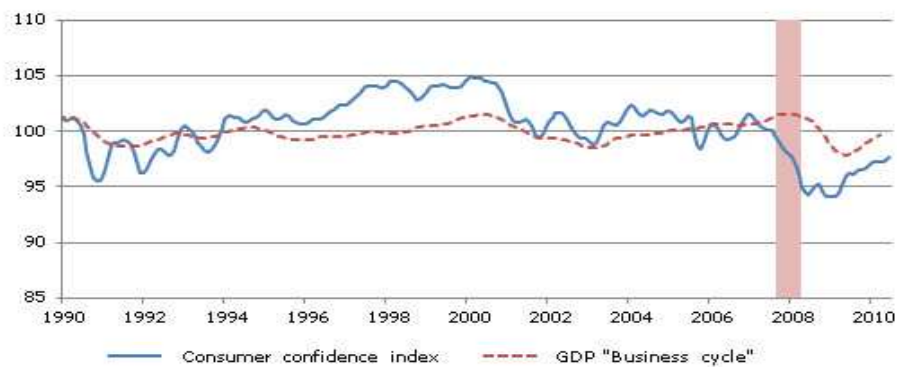
Az üzleti ciklus a teljes, a kiadási, vagyis a keresleti oldalon mért output (GDP by expenditure) szezonális ingadozásoktól megtisztított, normalizált adatsora, amely az OECD ún. összetett, vezető gazdasági jelzőszámok (composite leading indicators) alapján készül.

Az 6. ábra jól mutatja, hogy az OECD-országok összességét tekintve a fogyasztói bizalom indexe (az ábrán a szaggatott vonal) az 1991-1994 időszakot kivéve, egészen a 2007-2008-as válságig végig, tehát közel másfél évtizeden át a pozitív tartományban tartózkodott, és rendre a konjunktúra mutató, az üzleti ciklus felett tartózkodott. 2008 második felében és 2009-ben azonban a bizalmi index hirtelen

meredeken és jóval az üzleti ciklus alsó pontja alá zuhant. Maga az esés ugyan nem meglepetés, az eltérés mértéke annál inkább: a közel -8 százalékpont (2 évtizedig nem tapasztalt) igen nagy eltávolodás volt a korábbi átlagoktól. Ez a nagy zuhanás (sajnos) a válság súlyosságának egyértelmű jele volt. 2009 közepére a válság elérte a mélypontját az egész OECD-térségben, onnantól kezdve viszont a fogyasztói bizalom enyhén meredek emelkedése figyelhető meg.

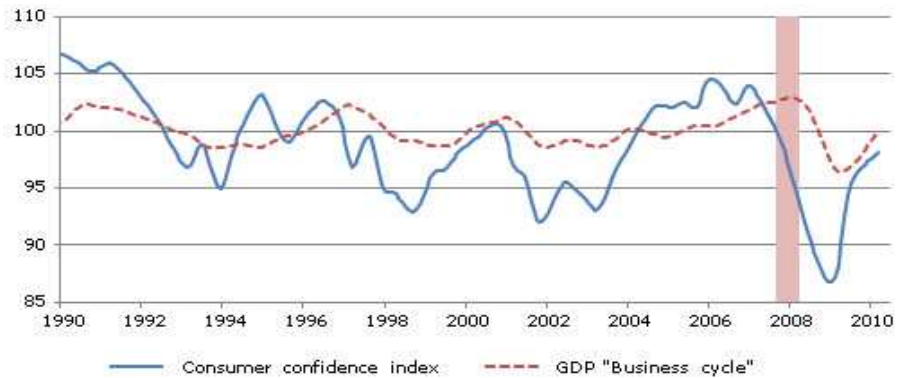
A válságba való „belecsúszás” és a „kikecmergés” nem volt egységes gyorsaságú az egyes országok között. Ezeket a különbségeket illusztrálják az alábbi, a 7., 8., és 9. ábrák, amelyek az USA, Németország és Japán, a három legnagyobb OECD-gazdaság példáján mutatják be a makro-„válságpályákat”.

6. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása az USA-ban, 1990-2010, (1991=100)



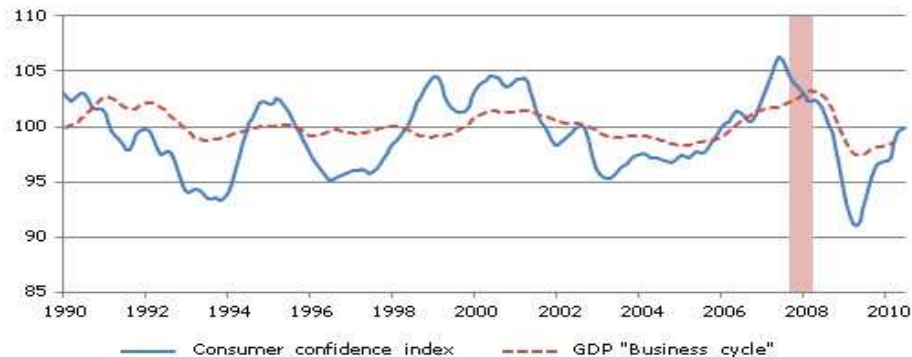
Az USA-ban a fogyasztói bizalom a történelmi mélypontját 2009 februárjában érte el, ezután némi javulást mutatott, 2009. decemberben már közelebb került a sokéves átlaghoz. De 2010 nyarán ez a szint még mindig alacsonynak volt nevezhető, amely inkább emlékeztetett az 1990-es évek recessziójára. Az alacsony bizalmi szintet csak részben magyarázta a NYSEX részvénytőzsde abban az évben különösen tartósnak mutatkozott volatilitása. Sokkal inkább egy másik negatív adat „beragadása” az igazi magyarázat: sajnos, ami a legszorosabb kapcsolatot mutatja a fogyasztói bizalommal - aligha meglepetésre-, az a munkanélküliségi ráta, amely 2010. január óta augusztusban még 9,7 százalékos szinten állt (2011. augusztus sem tudott 9 % alá menni).

7. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása Japánban, 1990-2010, (1991=100)



Japán esetében, ez a 8. ábrából jól látszik, a 1990-es évek elejét kivéve a fogyasztói bizalom tartósan és messze az üzleti ciklust jellemző átlagok alatt járt, bár 2005-2007 között már némileg meghaladta azt. Ekkor jött a Lehman-bukás (amikor éppen egy japán bank nem jutott a pénzéhez) és vele a bizalmat további mélységekbe taszító pénzügyi válság, amely így a mélypontján, 2009 januárjában egészen a hosszú távú átlag 86 százalékára ereszkedett le. A japán gazdaságban kialakult recessziós csapda - amint az köztudott- régi keletű. Sajnos, a 2005-ben feléledni látszó konjunktúra rövid úton elhalt, és a gyors feltámasztás ismét nagy nehézségekbe ütközött, mert (lásd: 6.0.7. ábra) még 2010 közepén sem tudta elérni a hosszú távú átlagot. Ugyanakkor látszott az is, hogy noha a bizalom és az üzleti ciklus egyaránt lassan javultak, de már együtt haladtak felfelé, 2010 elején közel azonos meredekségű emelkedésbe kezdtek.

8. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása Németországban, 1990-2010, (1991=100)



Az előbbi ábrához képest, - a 20 éves visszatekintésben viszonylag meglepően - Németország mutatja a leggyakoribb hangulatváltozást, pontosabban azt, amit a fogyasztói bizalom és az üzleti ciklus egymást váltogató hullámváltozása jelent. A 9. ábra majdnem azt sugallja, hogy a konjunktúraciklus az igazi „trendvonal”, tehát amely a bizalmi index ingadozásainak a hosszú távú közepe vagy trendvonala. Ez a megfelelés elméleti szempontból teljesen indokolható lenne, ám valószínűleg túl szép ahhoz, hogy tartósan igaz legyen. Feltehetően inkább arról van szó, hogy a német gazdaság nagyon szorosan követi a legfőbb felvevő piaca, az Európai Unió és a világgazdaság keresleti ingadozásait, a külső piacokon kialakult változások pedig hamar megjelennek a várakozásokban. 2010-ben a bizalom már újra elhagyta felülről az üzleti ciklust, azaz komoly bizakodás indult be a jövőbeli fellendülést illetően. Ez a trend 2011 szeptemberében még tartott.

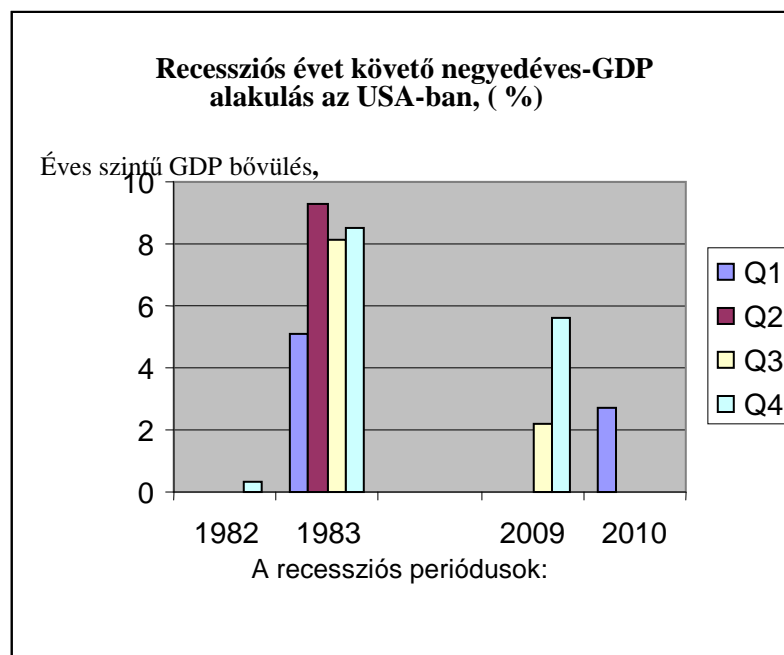
1.4. Konjunktúraélenkítés: Milyen recept ajánlott?

2010 nyarán a G-20 csúcstalálkozón a nemzetközi nagypolitika legfőbb szereplői újfent elvégezték azt a deliberációt, amit a globális pénzügyi válságértelmezések és az adekvát gazdaságpolitikák átalakítása, valamint az új alkalmazkodási mechanizmusok, köztük a globális konjunktúraélenkítés már (2009-ben) a rendkívüli csúcson is nagy várakozások közepette igényeltek. A 2010-es G-20-as találkozó már úgy lett beharangozva, mint az amerikai és az európai stimulusok közötti különbözőségek hangsúlyozása, elvek és részben új makroökonómiai felevetések ütközése. Nem ez lett belőle. Inkább egy erős általános kiábrándulás mutatkozott a keynesi recept erejéből. A keynesi reneszánsz rövid életűnek mutatkozott, amennyiben a kormányköltekezéssel tartósan fenntartani kívánt konjunktúra nem volt járható út. Azt is lehetne mondani, hogy az új fenntartható növekedési útvonal másfelé vezet. A fiskális csodaszer keltette illúziók ugyanis viszonylag hamar eltűntek, sem az USA-ban, sem az EU-ban a

növekedés adatok, de főleg a munkanélküliségi statisztikák nem mutattak számottevő javulást. Az élénkítés, a munkahelyteremtés és a konjunktúra tartóssá tétele sokkal nehezebb feladat, mint bárki gondolta volna. Makacs és főleg mély recesszió estén sem az adócsökkentés, sem a fiskális stimulus nem tesz csodát.

Még G. W. Bush elnök idején Larry Summers, egykori pénzügyminiszter már magánemberként (tanácsadó) szorgalmazott, idővel a Kongresszus által egyaránt elfogadott 170 milliárd dolláros adókedvezményt, amelyet még 2007-ben bevezettek. 2008-ban azonban statisztikailag is alig mérhető GDP-változást hozott. Pedig az adócsökkentés egyértelmű, a fogyasztóknál azonnal megjelenő jövedelemnöveléssel volt egyenértékű. Az outputban alig látszott. Az alábbi, 10. sz. ábra a recesszióból való kijutás sikerét illusztrálja az Egyesült Államokban az elmúlt harminc év távlatából.

9. ábra: Fellendülések az USA-ban (1982-2010)



Forrás: U.S. Commerce Department

Amint az a fenti 10. ábrából is jól látszik, az amerikai gazdaságtörténetben az elmúlt harminc évben jelentős különbség volt a két, kifejezetten erősként feljegyzett recesszióhoz köthető és mindkét alkalommal várva-várt fellendülés között. Tehát markáns különbség mutatkozott a két legutóbbi, különösen mély recessziós helyzetből való kilábalásban. Az 1982-es kilábalás jóval sikeresebbnek könyvelhető el, mint a 2009-es és a 2010-es. Bennük közös csak az volt, hogy mindkettőben először

jelentős outputcsökkenés és munkahelyvesztés jellemezte a gazdaságot - vagyis amikor a GDP két egymás utáni negyedében csökkent. A kilábalás, a gazdaságélénkülés ugyanis jóval (több mint kétszeres szorzóval) gyorsabb volt a minimális fiskális stimulust és inkább monetáris eszközöket alkalmazó 1982-83 periódusban ahhoz az output-fellendülési mértékhez képest, ami 2008-2009-ben volt tapasztalható. Ez utóbbi periódusban viszont igen jelentős azonnali költségvetési pénz két lépésben – kb. 1000Mrd dollár, azaz a 2008.évi GDP 7,1%- pumpálódott vissza az amerikai gazdaságba, pontosabban a bankrendszerbe - igaz, ennek egy része csak készpénzi formában, amely azonnali költségnek a bruttó hazai termékre gyakorolt hatásai így jobbra rejtve maradtak. A stimulussal együtt járó, várt keynesi multiplikatív eredmény azonban elmaradt: a növekedésben nem látszódott az állami „rámegítés”, hiszen 2009-ben az 1982. évi bővülésnek még a fele sem valósult meg. Az a korábbi sejtés látszik megerősödni, hogy az aggregált költség-multiplikátor bizony nagyon kicsiny, sőt, egynél is kisebb, mert a szövetségi kormány általi költségnek ára van (komoly súrlódása /friction/, továbbá elveszett költségei /sunken cost/ azonosíthatók) – ahogy azt a Harvard Egyetem tanára, Robert Barro professzor már kimutatta, és ezt a nézetét a gazdasági sajtóban a legnagyobb nyilvánosságnak többször is megerősítette.⁸ A keynesi egynél nagyobb pozitív multiplikatorként közel sem nyilvánvaló.⁹

De mit mutat a legfrissebb gazdaságpolitikai gyakorlat például az Egyesült Királyságban, Lord Keynes szülőhazájában, ahol a külső finanszírozás részben az adóság külfölddel való tartós tartálékoltatása, megvásároltatása nem olyan egyszerű művelet, mint az amerikai dollár esetében, ezért az államadosság belső terheinek a megítélése némiképp más?

George Osborne az Egyesült Királyság új, David Cameron vezette kormányának pénzügyminisztere országa államadosságát 2010. júniusi nyilatkozata alapján a GDP 10,1 százalékáról 1,1 százalékra akarja csökkenteni. Ez –ha megvalósul- hatalmas vágás lesz! Ráadásul úgy kell elképzelni, hogy a csökkentés 80 százaléka kiadáscsökkentésből származna és nem adóbevételből! Ez az elhatározás totálisan szembemegy a keynesi konszenzussal, amely szerint egy recessziós környezetben a kormánykiadások „visszaemelhetik” a gazdaságot a jólét korábbi szintjére („*a government can be spending its way back to prosperity*”). A *The Wall Street Journal* szemle írója nem kis éllel jegyzi meg e gondolat kapcsán, hogy a lord híres mondása „*in the long run we are all dead*” ugyan ma is gyakran hivatkozott bölcsélet, de az állami stimulusköltségnek a *pénzügyi pánikot követő keynesi ihletésű reneszánsza rövid életűnek bizonyult, a gondolat hamar eltávozott az élők sorából, és el is temették.*¹⁰

⁸ Lásd erről: *The WSJ* (2010. Jan. 22.): „The Cost of Federal Spending”.

⁹ Lásd erről részletesen: Benczes (2007).

¹⁰ Osborne's Anti Keynesian Budget, *The WSJ*. (June, 23, 2010.) Opinion: Review & Outlook: „The Post panic wanted idea did not have to wait too long to return to its grave.”

Ez volt tehát a meghatározó álláspont Angliában 2010 nyarán. De ugyanez látszott körvonalazódni Kanadában és Japánban is, ahol a fiskális szigorítást, agresszív hiánycsökkentést igyekeztek előtérbe helyezni.

De jelentős különbségek voltak az amerikai munkaerőpiacok visszatérésében a normálisnak nevezhető helyzethez is. Ezt a nehéz alkalmazkodási folyamatot illusztrálja az alábbi 11. számú ábra.

10. ábra: Konjunktúraváltozás és munkaerő-piaci alkalmazkodás az USA gazdaságában, 1990-2010

(hivatalos bérlistán lévők 3-havi változásának átlaga, ezer fő)



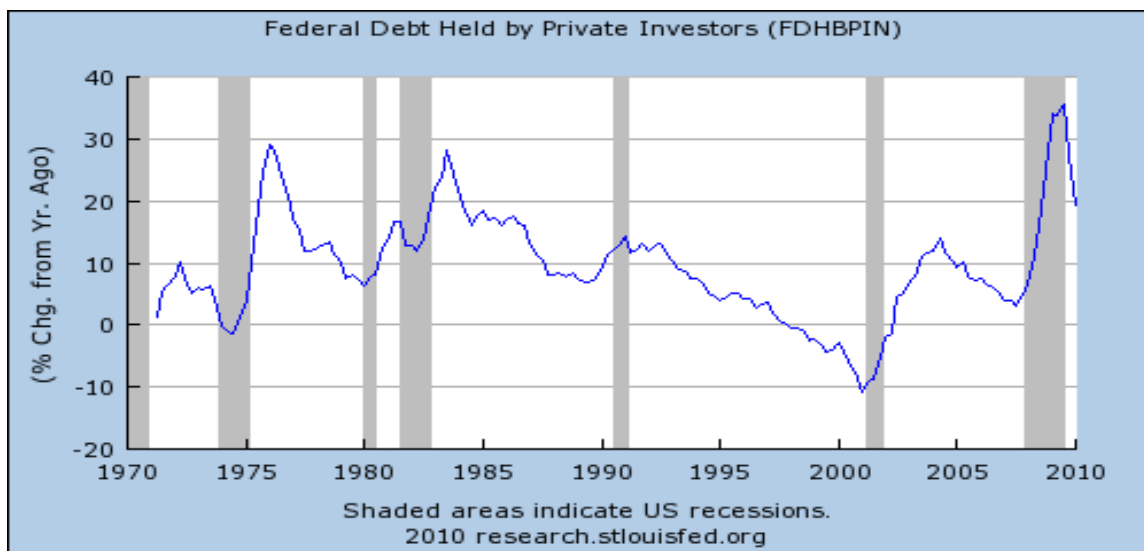
Forrás: Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics

A 11. ábra tanúsága szerint -2010. május munkaerőpiaci jelentés alapján- 2010 második felére már jelentős javulás állhat be a 2009 negyedik negyedében havi átlagosan még 93 ezer munkahelyvesztéshez képest, mert az amerikai munkahelymérleg már nyárra átlendült a pozitív mezőbe. Ugyanakkor jól látszik (ábrán: a felső nyíllal jelölt pontban), hogy az 1997-1998. évi globális pénzügyi válság csak kevésbé nagy károkat okozott az amerikai munkaerőpiacon, akkoriban még eléggé jól tartotta magát az átlagos szint, a havi nagyjából kétszázézes nettóbővülés. A 2008-as válság mélypontján azonban ez az ellenálló képesség már nem volt meg, a nettó mérleg elérte a mínusz 750 ezret, azaz ennyi álláshely veszett el a legrosszabb negyedévben. Ez a szám drámaian nagy volt a 2002-es „mini válsághoz” képest is, amelyet a Worldcom könyvelési botránya okozta tőzsdei visszaeséshez lehetett kapcsolni (ábrán: az alsó nyíl mutatja). A munkaerő-piaci folyamatok előrejelzése még sokkal nehezebb, mint a kibocsátásé, az elmélet nem tud útbaigazítani fél- vagy akár egyéves perspektívában.

Nem kevésbé nehéz helyzetet teremt a kellően hosszú távú idősor az elmélet és így az előrejelző számára is az adósságállomány, valamint a hosszú távú növekedés kérdésében. Röviden erről is szó lesz a 12. számú ábra segítségével.

11. ábra: Az USA szövetségi költségvetési hiányának a magánszféra által finanszírozott állományának a változása történelmi perspektívában, 1970-2010

(változás az előző év viszonylatában, %)

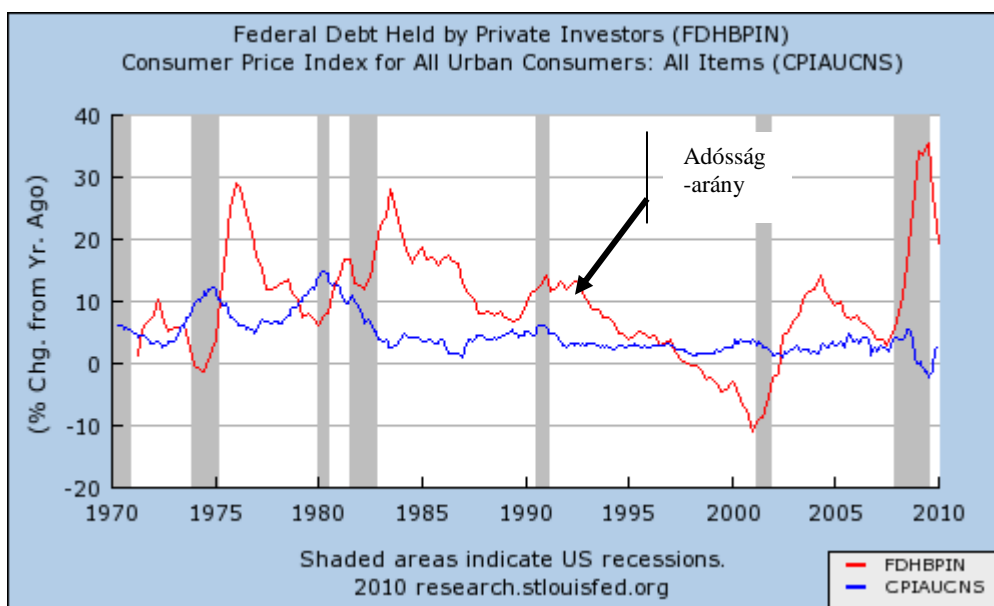


Forrás: St. Louis Fed kutatói részleg, www.research.stlouisfed.org

A fenti 12. ábra azt érzékelteti egy kellően hosszú (40 éves) történelmi perspektívában, hogy az USA gazdaságában nem lehet egyértelműen megmutatni a magánszektor által felvállalt közpénzügyi teher -az egyének és a vállalatok által birtokolt szövetségi állam-adósságállomány-, vagyis a költségvetési hiány belső teherelosztásának változását. A privát szféra adósságterhe, elvben jó előrejelzője lehet a várható GDP-lassulásnak is, netán a recesszióknak (az ábrán a szürkével jelölt sávok). Intuitíve az gondolható, és az elmélet -Bernanke (2008)- is ezt erősíti meg, hogy a magánszféra csökkenő közpénzügyi terhei és alacsonyabb államadósság mellett nagyobb a növekedés, és fordítva. Ez azonban nem feltétlenül volt így az USA-ban. Előfordult ugyanis recesszió csökkenőhányadú adósságterhek mellett (1974-1975, 1980-1981, 1990-2000 években) éppen úgy, mint növekvő deficitfinanszírozási terhek mellett (2001-2010 között). Legutóbb (2008-ban) is ez volt a jellemző, ezért az ilyen korábbi tapasztalatok alapján aligha lehetett előre jelezni a recessziót. Ez a tény meglehetősen zavarba ejtő a makroökómia bevett tétele számára, amely szerint a növekvő adósságterhek egy szinten túl egyértelműen növekedésllassító hatású. Nagyon valószínű, hogy a külföldnek eladott adósság ad némi –bár egy szoros összefüggés lényegét tekintve közel sem teljesen kielégítő- magyarázatot a jelenséghez. De az adósságterhek alakulásán túl, van más zavarba ejtőbb fejlemény is a hosszú távú amerikai statisztikákban.

12. ábra: A magánszféra által birtokolt állam-adósságállomány és a fogyasztó árak változása az USA-ban (1970-2010)

(változás az előző évhez viszonyítva, %)

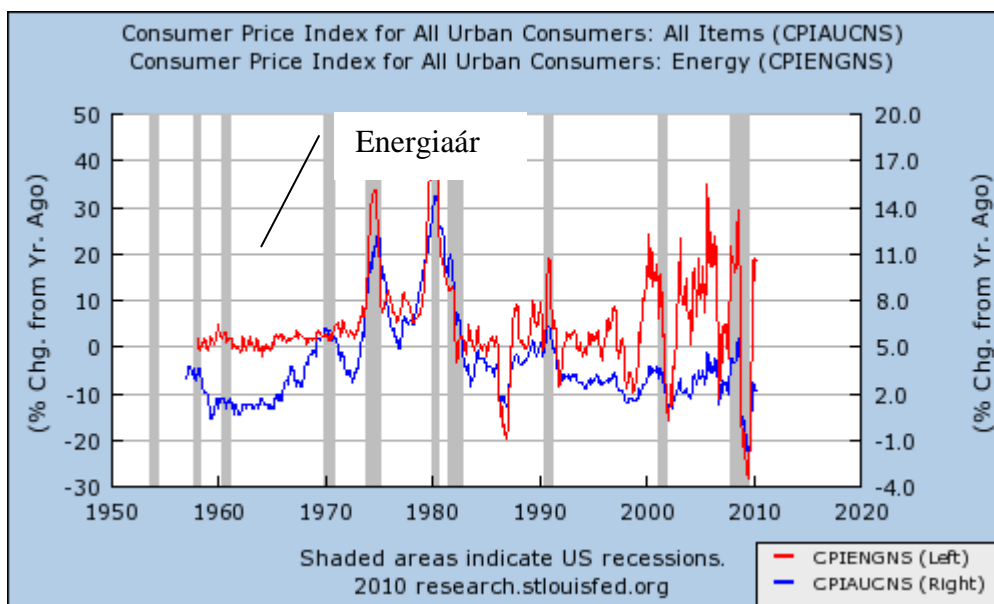


Forrás: St. Louis Fed, kutatói részleg: www.research.stlouisfed.org

A 13. ábra, amely az amerikai városi lakosság által érzékelt fogyasztói árak (0-15% között mozgó vonal) és a privátszféra által viselt kormányadósság finanszírozási arányai (az ábrán a felső, a -10%, és a +35% között mozgó vonal) közötti kapcsolatot mutatja. Az ábra elég erőteljesen azt sugallja, hogy nincsen tartós kapcsolat a két vizsgált tényező között, mert jelentős eltérések voltak: az infláció, a CPI és az adósságarány adatai a vizsgált negyven évben eltávolodtak egymás trendjeitől mindkét irányban, rövid és hosszabb ideig egyaránt. Vagyis nem állítható, hogy az USA-ban a drágulást, azaz a fogyasztói áralakulás trendjét számottevően és jól azonosíthatóan hosszútávon is alakította volna a magánszféra által cipelt államadósság terhe. Ez is eléggé meghökkentő eredmény! Természetesen, ebben az összefüggésben szintén nagy szerepe van a mind nyitottabb amerikai gazdaságban lejátszódó, főleg az import-árversennyel és a külföldi tőke mozgásokkal összefüggő folyamatoknak.¹¹ Végül egy utolsó, régebbiről is sejtett, ám mégis a maga nemében meghökkentő eredmény, az amerikai gazdaság fogyasztói ártrendjét befolyásoló tényezőkről (lásd: 14. ábra).

13. ábra: Fogyasztói árak, CPI és energiaárak alakulása a városi lakosság körében az USA-ban (1950-2010), éves változás az előző évhez képest, (%)

(jobboldali skála: CPI; baloldali skála: energiaár)



Forrás: St. Louis Fed kutatói részleg, www.research.stlouisfed.org

¹¹ E kérdésekről részletesebben lásd: Magas (2004, 2008, 2009).

A 14. ábrán bemutatott hatvan éves amerikai fogyasztói ártrend és komponenseinek a vizsgálata arra a következtetésre juttatta a St. Luis Fed kutatóit, hogy csak az energiaárak változása (bal oldali skála) különíthető el, mint olyan primer vagy kitüntetett tényező, amely minden más tényezőnél nagyságrenddel szorosabb és tartósabb kapcsolatot mutatott a CPI alakulásában (az ábrán az alsó vonal, értékeke a jobb oldali skálán). Ez némileg azért meglepő, mert az ábra alapján ez a „kapcsolat” sem - legalábbis ránézésre nem- tűnik állandónak. Továbbá elgondolkodtató, hogy semmilyen más tényező - pl. termőföld árak, egyéb nyersanyagárak, ingatlan bérleti díjak, egészségügyi és pénzügyi szolgáltatások, állampapírárok vagy más, az ún. *big-ticket items*, azaz a nagy értékű tartós javak (autó, oktatás vagy jelzálogkölcöndíjak, stb).- nem kapta meg ezt a „kitüntetett” besorolást. Mindez meglehetősen bizonytalansággal töltheti el a makroökonomia elszánt kutatóit.

1.5. Összegzés

- Az USA-ban de az OECD tagországokban is , az üzleti ciklus kilengései az elmúlt öt évtizedben csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos – igaz, hatásmechanizmusában nem teljesen tisztázott– magyarázó tényezője nagyobb nemzetközi konjunktúráis ölelkezés, és a pénzügyi globalizáció.
- A bretton woods-i rendszert követően a rugalmas árfolyamokkal és a nyitott tőkemérleggel jellemzett közel négy évtizedes időszakban a nominális valutaárfolyamok volatilitása jelentősen megnőtt, a kamatlábak kilengései hasonlóképpen nagyobbak voltak, mint a kötött árfolyamrendszerekben. A legnagyobb ingadozást azonban a beruházások mutatták. Ennek az utóbbi jelenségnek a pontos oka az adatokból nehezen tisztázható, a fokozott konjunktúraérékenység azonban valószínűsíthető.
- Európában az uniós országokat illetően az üzleti ciklusok kilengései csökkentek, ugyanakkor az OECD országcsoportjának egészét illetően nem rajzolódott ki egy ilyen egységesen ereszkedő tendencia. A válság éveiben (2008-2009) újra nőtt az output szakadék.
- A pénz- és tőkepiacok, valamint az árupiacok sokkal integráltabbak lettek az OECD-országok csoportjában. A pénzpiacok jelentős technikai, intézményi és szabályozási átalakuláson, összességében liberalizáción mentek keresztül. A modernizációs és globális liberalizációs fejlemények ahhoz vezettek, hogy a makrostabilitás számottevően nőtt, azaz a legfőbb, az output alakulásával összefüggő makromutatók ingadozása csökkent. E trend azonban a 2007-2010 válsággal megtört.

- A világgazdasági válság lefolyása, a visszaesés mértéke, majd a felfelé ívelő konjunktúra visszaállítása, valamint megtartása az OECD egészében és a világ három vezető gazdaságában (USA, Japán, Németország) rendre különböző volt. A legmélyebb visszaesés és tartós bizalomvesztés az amúgy is régóta recessziós csapdával küszködő Japánban volt. Németország viszonylag hamar vissza tudott térni a hosszú távú kibocsátás trendjéhez. Az USA saját méretéhez képest sikeresen normalizálta a válságot, amennyiben az output összehúzódása meg sem közelítette az 1929-33-as szintet. A munkanélküliség azonban tarthatatlanul magas szinten ragadt, komoly fejtörést okozva a makroökómia művelőinek és a politikának egyaránt.
- Meglehetősen nagy biztonsággal állítható, hogy maga a globalizáció, a nemzetközi áru-, tőke-, és technológiaáramlások elmélyülése nem tudta megakadályozni a válság kialakulását, annak bizonyosan nem oka. Ellenben a globalizáció következménye, hogy nem lehetett elszigetelődni a válságfolyamatoktól. Pozitív eredménye a válságkezelési kísérleteknek, hogy kialakulni látszott egy nemzetközi igény a közös fellépésre, az üzleti ciklusok szinkronban végrehajtott támogatására, annak elkerülésére, hogy az egyoldalú lépések ne a szomszéd vagy a fő külgazdasági partnerek kárára valósuljanak meg.

A fentiek alapján talán leszögezhető, hogy nem létezik minden helyzetben biztos és pláne egységes „tudományos” recept a tartós konjunktúrát és vele stabil munkahelyeket kínáló növekedési pályára való navigációhoz a világ legfejlettebb gazdaságában sem. Ez a bizonytalanság az elmélet, valamint a múltat magyarázó tapasztalatok szintjén egyaránt fennáll. Ekképpen pedig az előrejelzésekben megfogható bizonytalanságok mértéke még tovább növekszik, legalábbis a globális gazdasági folyamatok pontos irányait és a változások arányait tekintve. Ami nemzetgazdasági szinten is nehezen előre jelezhető, nos, - és ez majdnem bizonyos- az globálisan még több fejtörést okoz. Ennek mindenkor tudatában kell lenni, és ezen a téren semmilyen elbizakodottság nem indokolt.

II. rész: Pénzügyi liberalizáció és a nemzeti alkalmazkodás dilemmái (Általános kérdések és Magyarország esete)

Bevezető

„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)¹²

2007-2010 között a pénzügyi stabilitás biztosítása 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 a pénzügyi globalizációban keresendő, 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”.¹³

De lehet-e ellentétes belföldi és nemzetközi célokat szimultán követni? Erre az alapvető kérdésre kínál - lényegében nemleges - választ az alábbi elemzés. Az I. rész áttekinti az árfolyam és kamatcsatornán történő igazodás alapesetét egy kis nyitott gazdaságban. A II. rész a globális pénzügyi folyamatokhoz való nemzeti alkalmazkodás néhány aspektusát vizsgálja. A III. rész a „lehetetlen magyar szentháromság” különös esetét tárgyalja.

2.1. 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 kisegítő

¹² MNB-állásfoglalás a pénzügyi stabilitásról, letöltve (2009. 12.18.): www.mnb.hu/engine.aspx?page=7932

¹³ Idézi: The Wall Street Journal (June 7, 2010.): p.8.

rendszerek árfolyamaspektusait illetően.¹⁴ A lehetséges árfolyamok közüli 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 ún. *overshooting* vagy túlreagálásra akkor is, amikor az árfolyammozgás iránya ugyan helyes közgazdasági logikát követ, de mértéke a hosszútávon tartható szinthez képest jelentősen túlzott. Egy kötött rendszerbe 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 kérdésére. A második modell egy

¹⁴ Ennek illusztrálására érdemes elmondani, hogy 1997-ben a délkelet-ázsiai országokat (Thaiföldet, Burmát) leértékelésre, illetve lebegtetésre ösztökölte 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: Leaven, L. - Valencia, F. (2008), és Abiad, A. – Detragiache, E. – Tressel, T. (2008)

korszerű, portfólióelvű megközelítésben mutatja meg ugyanezt, a külső pénzügyi folyamatok és a kialakított belső gazdasági egyensúlyok összhangba hozásának kényes és a sok szempont egy időben való figyelembe vételének többnyire igen bonyodalmos feladatát. A továbbiakban e bonyodalmak legfőbb tényezőinek bemutatása következik.

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

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

a **B** országban pedig

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

ahol 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!¹⁵

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 az alábbi két kifejezés:

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

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

Miután

¹⁵ 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 $\frac{M^B}{M^A} = k^* \cdot \frac{I}{E} \cdot \frac{Y^B}{Y^A}$ -ra módosul.

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

ezért

$$E P_B = P_A,$$

tehát

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

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

Vegyük a (2b) és az (1b)- hányadosát!

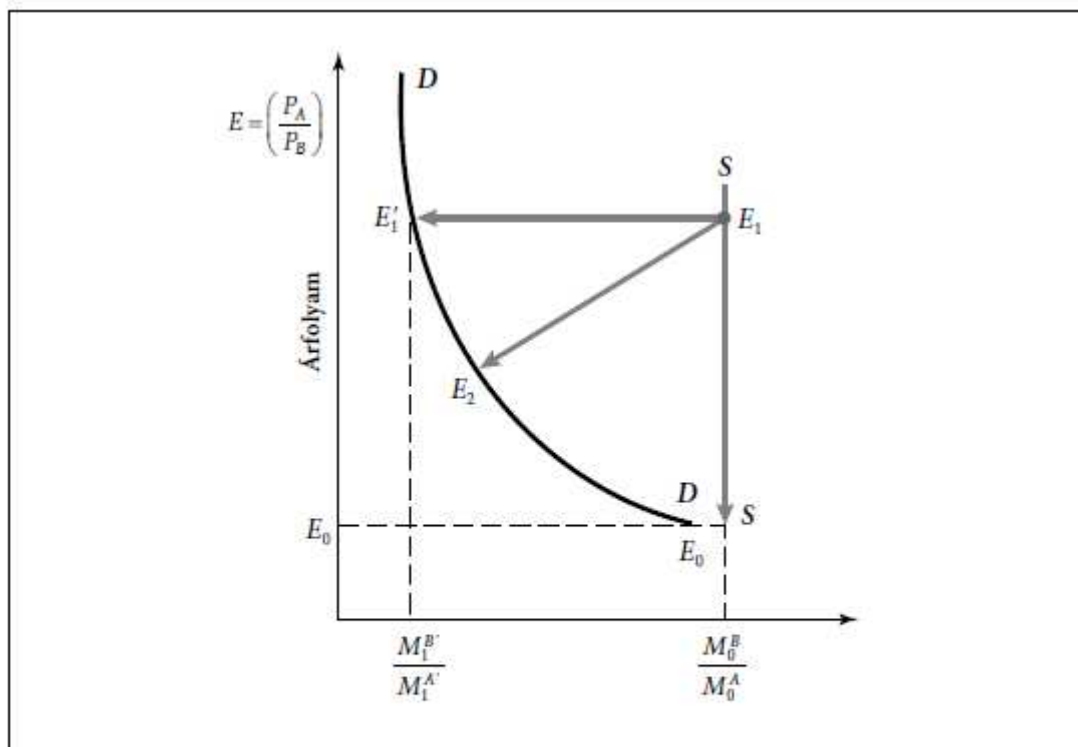
$$\frac{(2b)}{(1b)} = \frac{M^B}{M^A} = \frac{1}{E} \cdot \frac{Y^B}{Y^A} \quad (3a)$$

ezért

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

A kapott kifejezés (3) 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 (3. 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).

2.1. ábra: A valutaárfolyamok és a pénzmennyiség alakulásának egy hagyományos (vásárlóerő-paritáson alapuló) felfogása



5.0.3 ábra • A valutaárfolyamok és a pénzmennyiség alakulásának egy hagyományos (vásárlóerő-paritáson alapuló) felfogása

Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

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 a 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 ún. *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 valutaleértékelődés nyomán egyre többet kíván eladni **B**-be, és kevesebbet kíván vásárolni onnan. Így **A**-ban kialakul egy tartós kereskedelmi mérlegtöbblet. Ennek a többletnek az eltüntetése csak az **A** ország valutájának a felértékelődésével, E_1 -ből E_0 -ba való visszatéréssel oldható meg. A **B** országban mindennek az ellenkezője történik, a **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 valutája le kell, hogy értékelődjön. 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 tartozó, a pénzmennyiségek egyensúlyi arányát jelző hányados többféle változás eredményeként más és más kombinációval egyaránt kialakulhat, -pl. 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 legrealisabb alternatívát ebben a modellben szintén a köztes vagy az ún. *vegyes igazodás* jelenti, amikor az árfolyam E_1 -ből E_2 -re változik. Ez mind a pénzmennyiségeknek, mind az árfolyamnak a mozgását lehetővé teszi. Nem nehéz azonban belátni, hogyha a nemzeti pénzmennyiségeket jelentősen változtatni (növelni/csökkenteni) kell az árfolyamalakulás 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 ún. tranzakciós funkciójához, tehát nem a portfólió alapú, vagyontárgyként funkcionáló ún. *asset function* keretéhez köti. Arra mégis jó, hogy megmutassa az egyensúlyi helyzeten kívüli állapotból való visszaigazodás

elképzelt 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 portfólió befektetési, sőt, spekulációs tranzakciókban is közvetít, akkor az adekvát árfolyamrendszer és főleg az annak hosszútávon 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 mérvadóak a biztonság, illetve a kívülről érkező nyomások csillapítása szempontjából, mint maga a meglévő árfolyamrendszer.¹⁶

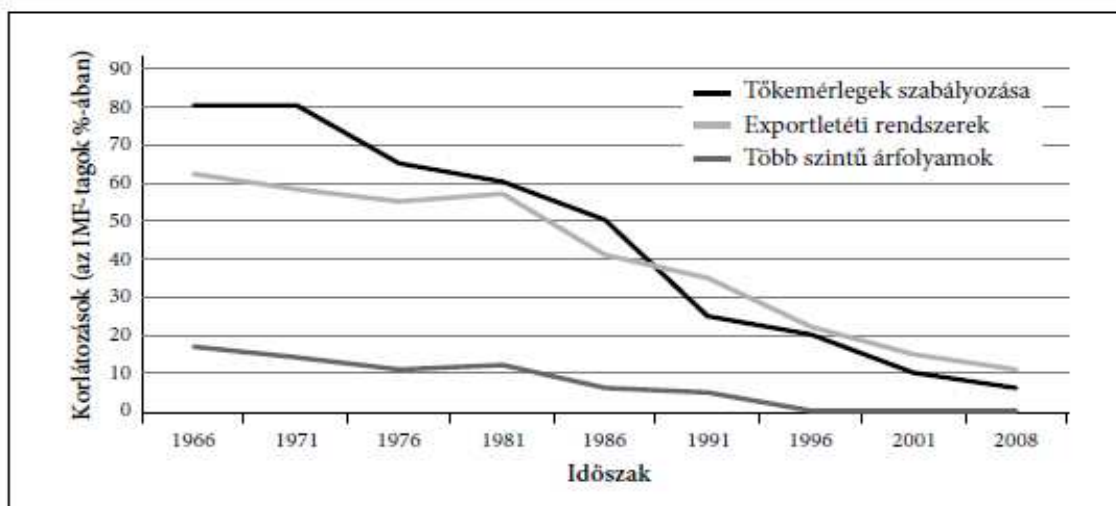
2.2. Pénzügyi liberalizáció és rugalmas valutaárfolyamok

Az ezredfordulón a világgazdaságban a nemzetközi tőke mozgások már egyre inkább liberalizált keretek között valósultak meg. A tőkemérleget és a folyó fizetési mérleget befolyásoló tranzakciók rendjét szabályozó nemzeti intézkedések egyre szabadabb és megengedőbb feltételeket szabtak a nemzetközi

¹⁶ Mexikó jó példája az ellentmondásokat mutató árfolyamrendszernek. 1998-ban az orosz rubel zuhanórepüléses leértékelődése után a mexikói lebegő árfolyamú valuta szintén több mint 10 százalékos 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 nominál-kamatlábaknak a reálhozamot is jóval magasabb szinten kellett kínálniuk, illetve folyamatosan felfelé kúszniuk. A tőkemobilitásnak és a külső forrásbevonási folyamatnak a 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 súlyos leértékelődés. Ezeknek a mesterségesen magasán 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 statisztikái is: 1998 végén az összes IMF-tagország 35,7%-a kötött árfolyamrendszerben működött, 29,7%-a szabályozottan lebegtetett (managed float), 25,3%-a ún. független lebegtetési (independently floating) árfolyamrendszerrel választott, 9,3%-a pedig egyéb vegyes rendszerben működött. Eichengreen, B. (1999). Ezek az arányok az elmúlt tíz évben csak némileg változtak a lebegtetők javára, (Leaven Valencia 2008). A gyakran kialakuló reálértékelődés összefüggéseiről lásd: Darvas (2003).

tőkeáramlások számára. A nemzetközi tőkeforgalom előtt álló akadályok fokozatos és jelentős mérvű felszabadításának történelmi perspektívájáról adnak képet a 2.2 és a 3.2 számú ábrák.

2.2. ábra: A nemzetközi pénzforgalom liberalizációja a fejlett ipari országokban (OECD), 1966-2008



5.0.5. ábra • A nemzetközi pénzforgalom liberalizációja a fejlett ipari országokban (OECD), 1966–2008

Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

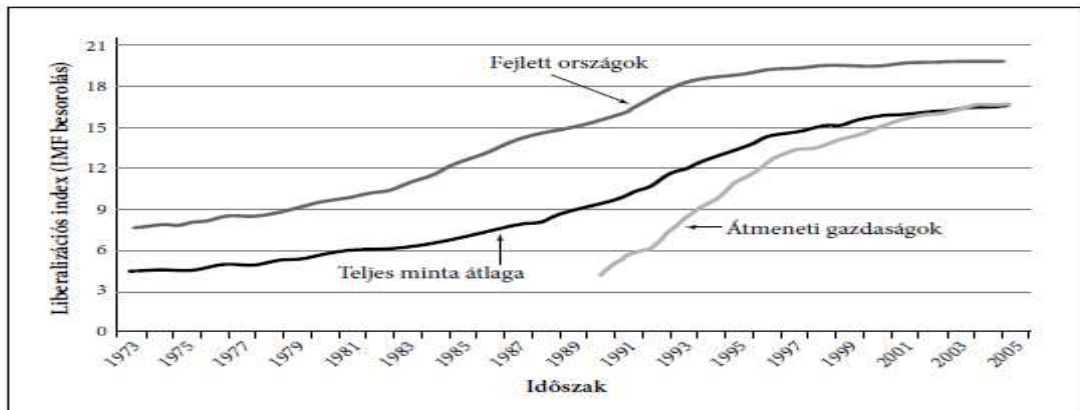
A fejlett ipari országokban már 1973-at követően igen jelentős pénzügyi liberalizációs folyamat indult be, amely felszabadította a tőkemérleg-tranzakciókat megkötő szabályozási béklyókat, továbbá enyhítette az exportletéti rendszert. Ezek a lépések már 1990-es évek közepére nagymértékben szabaddá tették 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 az alábbi 3. ábra, amely egy ún. „liberalizációs index” alapján (tartalmáról lásd: az ábra alatti jegyzetet!) veti össze a pénzügyi piacainak a felszabadítást leíró tendenciákat a világgazdaság főbb

régióiban. Az ábra üzenete meglehetősen egyértelmű: a világgazdaság a vizsgált három évtizedben igen jelentős általános pénzügyi liberalizációt élt meg. Ez a nagyfokú piacositás, amely az állami ellenőrzések lebontását éppúgy jelentette, mint a külföldi tőkeáramlások felé való nyitást.

2.3. ábra: Pénzügyi liberalizáció a világgazdaság főbb régióiban, 1973-2005*



5.0.6. ábra • Pénzügyi liberalizáció a világgazdaság főbb régióiban, 1973–2005

Forrás: Laeven–Valencia (2008): 27 p.

Megjegyzés: A hivatkozott IMF-műhelytanulmány hat országcsoporthat különböztetett meg: fejlett országok, feltörekvő országok és DK-Ázsia, Latin-Amerika és a Karib-térség, Sahara alatti afrikai térség, átmeneti gazdaságok és Közép-Kelet-Észak-Afrika. A liberalizációt 7 kategóriában mérték – így a hitelkontroll kiterjedtsége, a kamatlábkontroll, a belépési korlátok, a banki szabályozás, a privatizáció, a tőkemérleg nyitottsága, az értékpapírpiacon szabadsága – egy 0-tól 3-ig terjedő skálán. Ennek alapján a liberalizáltság mértékében a mért maximum 21 ($7 \times 3 = 21$) lehetett. Az egyes kategóriákban 2671 db megfigyelést végeztek, tehát a minta kellően nagy volt. A világgazdaság minden, a nemzetközi tőkeforgalomban aktívan résztvevő 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, ugyan tartalmaz (némi erőltetést) torzítást, ám még mindig ez elérhető egyik legjobb kellően átfogó, kvantitatív és kvalitatív mutatókat egyaránt figyelembe vevő felmérés.

Forrás: Laeven-Valencia (2008): 27 p.

- Jelmagyarázat: a hivatkozott IMF-műhelytanulmány hat országcsoporthat különböztetett meg:
- fejlett országok, feltörekvő országok és DK-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 tőkemérleg nyitottsága, az értékpapírpiacon szabadsága-. Ennek alapján a liberalizáltság mértékében a mért maximum 21 ($7 \times 3 = 21$) lehetett. Az egyes kategóriákban 2671 db megfigyelést végeztek, tehát a minta kellően nagy volt. Amint az ábrából jól előtűnik, a világgazdaság minden, a nemzetközi tőkeforgalomban aktívan résztvevő 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, ugyan tartalmaz (némi erőltetést) torzítást, ám még mindig ez elérhető egyik legjobb kellően átfogó, kvantitatív és kvalitatív mutatókat egyaránt figyelembe vevő felmérés.

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 (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 külpiazi 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 FM-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 igyekeznének.

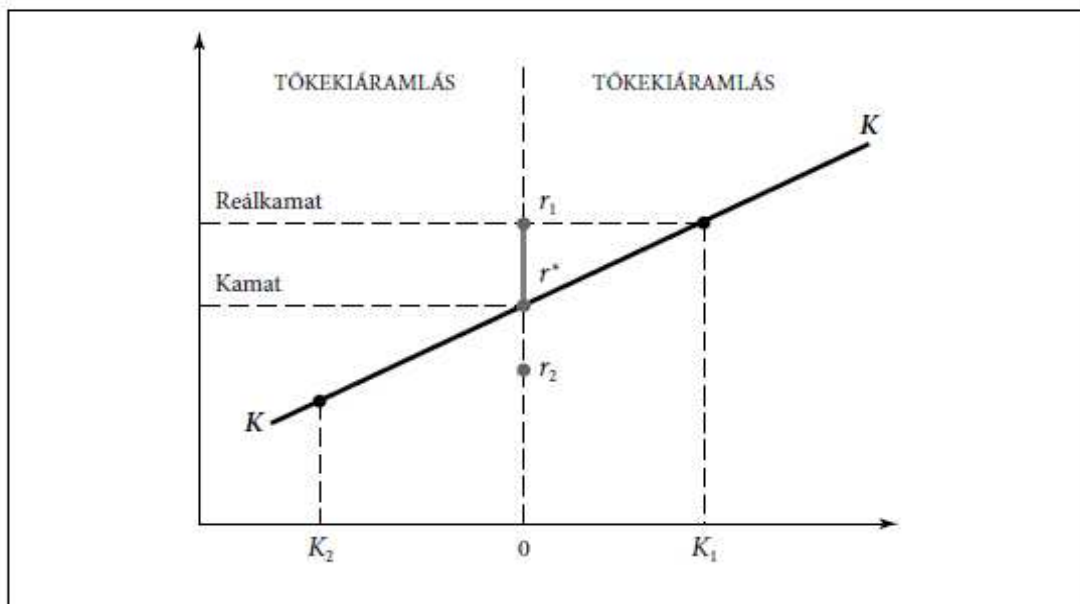
A fentiek általános megállapítások, amelyhez kapcsolódóan elméleti és gyakorlati komplikációk, kivételes helyzetek is szép számmal adódnak. Ezeket itt nem részletezzük.¹⁷

¹⁷ Az eredeti elméleti konstrukciót két, a szerzők által külön írt dolgozatban találhatók meg. Fleming (1971) és Mundell (1968.)

Következzenek ezek után a részletek és az F-M modell belső logikája!

Kiinduló feltételezés, hogy egy olyan országot tekintendő a modellben alapesetnek, amely ország 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 helyettesítói 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 FM-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.

2.4. ábra: Kamatlábak és tőkebeáramlás az FM-modellben



5.0.7. ábra • Kamatlábak és tőkebeáramlás az FM-modellben

Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

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).

Forrás: a kutatások nyomán a szerző saját munkája

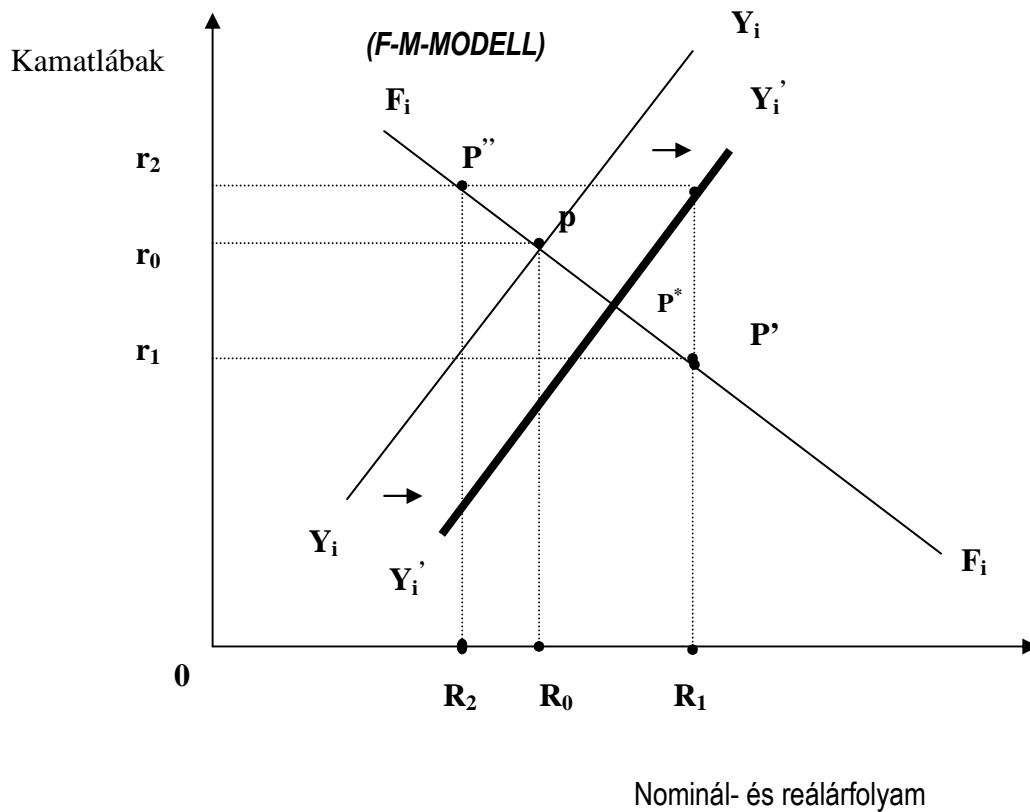
A **KK** egyenes mutatja az összefüggést a hazai és a külföldi kamatlábak szintjei és a tőkeáramlás vonatkozásában. A függőleges tengelyen a belföldi és külföldi kamatszintek, a vízszintes tengelyen pedig a tőke be- és kiáramlás mértéke a vizsgált változó.

Ha a külföldi kamatláb $0r^*$, akkor a belföldi kamatszintek $0r_1$ és $0r_2$ függvényében lehet szó $0K_1$ tőkebeáramlásról, $0K_2$ 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 közelebb. Tökéletes helyettesíthetőséget feltételezve azonban a központi bank elveszteni 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 FM-modellnek azt a feltételezését, miszerint a tőkeáramlás folyamatos, sok kritika érte. Mégis, rövidtávú elemzés céljára és a belföldi pénzügyi szabályozás, valamint a globális szabályozás korlátainak és lehetőségeinek a megvilágítására kitűnően alkalmas!

2.3. 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!

2.5. ábra: Rugalmas árfolyamok hatása a pénz és áru piacokra, intenzív tőkeáramlás esetén



Forrás: Kenen(1989) alapján

A függőleges tengelyen a reálkamatláb-alakulás (alakítás), a vízszintes tengelyen a hazai valuta árfolyama a változó, a nagyobb „R” leértékelődést jelöl. Az $F_i F_i$ egyenes negatív meredekségű, mert azon pontok mértani helye, amelyek a külső pénzügyi folyómérleg-egyensúlyt biztosítják a valutaárfolyam és a kamatok függvényében. Az $Y_i Y_i$ egyenes viszont azon pontok mértani helye, amelyek a belső pénz- és áru piacok egyensúlyát jelentik adott kamatszint 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, r_1 , ezért kétféle 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 $Y_i Y_i$ egyenest. Ezek az importhajlandóság határrátája és a tőkeáramlás kamaterzékenysége. Ezen 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 valutapiac 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 rövidtávon 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 pénzügyi egyensúlyt a monetáris politika kell, hogy visszaállítsa az általa helyesnek vélt egyensúlyba.

De érdemes megfontolni, 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 pl. 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 kezdeményezett 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 az alábbiakat!

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_1 -ből Or_2 lesz, akkor az így kialakuló gyengülő reálárfolyam –import drágulás 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 szűkíteni 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 őrködő, 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 FM-modellnek talán a legfontosabb mondanivalója, amely mind a mai napig érvényes.

Jogosnak tűnik azonban 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 (pl. euró-zóna) tartozó országokról van szó.¹⁸ De a gyakorlat ott is problematikus.

Általános érvényű konklúzióként lehet rögzíteni az FM-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.

¹⁸ Részletesen lásd: Kenen, P. B. (1989): 314-317. oldal vagy Krugman-Obstfeld (2003): 339-377. oldal.

2.4. Nemzeti alkalmazkodás - „a lehetetlen szentháromság”

A F-M modellben is megjelenő egyensúlyi logika eléggé könyörtelen: a globális pénzpiacokhoz harmonikusan illeszkedni kívánó gazdaságpolitika, illetve a pénzügypolitika nemzeti felelőseinek három olyan célra kell egyszerre figyelniük, amelyek szimultán való kezelése kifejezetten nehéz, szinte lehetetlen. E három cél a következő.

1. Minden nemzeti kormányzat szuverén nemzeti pénzpolitikát (árszínvonal- és konjunktúravédelmet) kíván.
2. Minden nemzeti kormány szabályozott és még időben lefojtható, illetve vészhelyzetben saját keze által kellő eréllyel helyreállítható stabil belföldi pénzügyi piacokat szeretne.
3. Minden nemzeti kormányzat szeretné kihasználni a nemzetközi tőkepiacok integrációja által kínált forrasszerzési, kihelyezési, illetve az ezekkel kapcsolatos hatékonyság és árbeli javulást.

E három cél egyenlő súllyal való egyidejű érvényre juttatása azonban egyszerűen nem lehetséges. Ezért ezt a dilemmát az ún. „*lehetetlen szentháromság*”-nak nevezték el a szakirodalomban, mert bármely kettő a harmadik cél ellen dolgozik.¹⁹

A probléma tehát abban áll, hogy a „lehetetlen szentháromság”-ból bármely két cél kiemelése és egyértelmű szolgálata csak a harmadik cél rovására teljesülhet! Ha például egy kormány a nemzeti pénz- és tőkepiacokat kellően, de kizárólag 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, regulációs szabályozóit, elvárásait, mert a nemzetközi tőkeáramlás felszabadítása éppen ezt igényli.

Végül, ha egy nemzeti döntés a globális bank-üzemet elfogadja és a nemzetközi integrációt választja a belföldi pénzügyi szabályozás normájául is, akkor a támogatott hármas célok közül

¹⁹ Találón így nevezte el e dilemmát Lerry Summers, az USA egykori pénzügyminisztere, *The Economist*, (1999. január 30.) Larry Summers jelenleg a Harvard Egyetem professzora.

értelemszerűen fel kell adni a belföldi piac autonóm befolyásolást, mint egyfajta szuverenitást, és ezzel javarészen el kell fogadni a nemzetközi pénzügyi szabályozási elveket és szabályokat. Magyarország esetében is ez, vagyis az ellentétes belföldi és a külföldi célok közötti ellentét okozta a súlyos pénzügyi bonyodalmak javarészét. Erről azonban később, a tanulmány III. részében szólnunk.

2.5. Globális pénzügyi szabályozás?

A pénzügyi globalizációval járó kellemetlen, negatív sokkszerű jelenségek nem ma kezdődtek. Laeven-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 csúcса az 1980-as évek elejére datálható. Az említett IMF-műhelytanulmány, Laeven-Valencia (2008), eredményei több mint figyelemre méltóak: a vizsgált 1970-2007 időszakban kialakult 42 bankválságot 55 százalékában 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 hármás válság (tehát valuta-, bank- és szuverén adósságkrízis) egy időben jellemző volt.²⁰ Mind a nagyobb pénzügyi válsággyakoriság, mind a nemzetközi fertőzésveszély („*contagion*”) egyre sürgetőbbé teszik egy olyan megreformált, nemzetközi pénzügyi rendszer kialakítását, amely gyakorlatilag új alapokra helyezné, „modernizálná” a Bretton Woods-i rendszert.²¹

²⁰ Nem meglepő módon a bankválságok kialakulásában a rossz makrogazdasági környezet volt az előfeltétel: a fizetési mérleghiány, 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 gazdaságszerkezeti problémák torlódtak fel. A teljes mintában az esetek túlnyomó többségében (közel háromnegyedénél) a nem teljesítő hitelek arányának megnövekedése volt a kiváltó ok, többek között a chilei válság esetében is. A válságok kiváltó okainak közel 30-30%-ánál fordulhatott elő az állami tulajdonú bankok jelenléte (banki eszközök állami tulajdonlása), illetve a hitelek túlzott mérvű megnövekedése. 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%-ában a bankok alapvetően a betétesek bizalomvesztése, a betétes rohamok áldozataivá váltak. Ezek a klasszikus bankpánik változatok.

²¹ 2010-re a korábbi elképzelések már csak nyomaikban voltak jelen. A 2010 júniusában Busanban, Dél-Koreában tartott pénzügyminiszeri csúcsértekezleten a G-20 pénzügyi vezetői megállapodtak, hogy a nemzeti bankrendszereket kell megerősíteni, mindenekelőtt a bankok szavatoló tőkéjét emelni és a tőke-megfelelési mutatókat javítani. Továbbá Európában létre kell hozni egy, a Luxemburgi magánjog alapján bejegyzett, de a 16 euró-zóna kormánya által birtokolt pénzügyi alapot, amelyet a szuverén adósságot halmozó európai kormányok és bankjaik vehetnek igénybe speciális, a piacnál némileg enyhébb feltételekkel. A könyvelés az EU számláihoz kapcsolódna. Ez tehát egy európai megoldás, semmiképpen sem globális.

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 válság. A kérdés, hogy 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)²², 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 ugyan a pénzügyi liberalizáció igen komoly előnyöket hozott, alacsonyabb kamatú hitelfelvételi lehetőségeket a világ minden táján, amely a megnyújtott konjunktúrában, a megnőtt globális fogyasztásban testesült meg, ellenben új típusú kockázatot teremtett.

Am koordinációs problémák, torz irányba mutató ösztönzési formák, különféle, alapvetően információtorzulási eredetű portfóliókezelési nehézségek - a mikro-ökonómiából 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, ún. „tail end” vagy szélsőséges 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 venni²³. 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 kezelésüknek a szükségességére.

Az állam és a szabályozó hatóságok kiszámíthatatlanul viselkedtek a világ legfejlettebb pénzpiacán (USA-ban) is, és ez egyben globális bizalomvesztéshez vezetett a bankrendszerekben.²⁴ De nem rejthető véka alá az sem, hogy vannak a tőkeliberalizációt szkeptikusan fogadó véleményeket erősítő

²² Rajan (2005).

²³ Rajan (2005): 47-48. oldal.

²⁴ Erről részletesen lásd: Magas (2009): I. és II. részek. Csaba (2009)

statisztikák is, amelyek szintén gondolkodóba ejtik a független megfigyelőt.²⁵ 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.²⁶

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.²⁷

Ennek az ország-csoportnak 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 kikezdhetheti e piacok ellenálló képességét. Egy-egy nagyobb külföldi vásárló vagy éppen eladó könnyen kibillentheti a stabil pénz- és tőkepiaci ártrendeket északi vagy déli irányba²⁸.

²⁵ 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 (GDP szintjében mérve).

²⁶ Erről részletesen lásd: Rodrik, D. (1999). Bhagwati (2004)

²⁷ 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).

²⁸ Erről részletesebben lásd: Magas (2009): 75-104. oldal és 203-222. oldal.

2.6. Külső sokkok, deviza-kitettség: 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 pl. 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 Unió csatlakozással kapcsolatos strukturális reformokból és a makrogazdasági stabilizációból származó alacsonyabb kockázati felárból táplálkozó jobb gazdasági kilátásoknak volt köszönhető.²⁹ Későbbiekben azonban a beáramló tőkét inkább az ipari államok csökkenő kamatlábaival és a növekvő világgazdasági likviditással magyarázhatjuk.³⁰ 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 szentháromság dilemmája”: nyitva tartani a tőkeáramlások előtt a kapukat úgy, hogy ne keletkezzen zavar belső és külső gazdaságpolitikai célok szimultán követése között: tehát pl. a privát szféra (lakosság + vállalatok) és a költségvetés devizahitel-ellátásában, továbbá a belső piac növekedése, hiteligenyes szektorok, főleg a lakásépítésben. A forint árfolyamrugalmassága – elvileg! - segíthet feloldani a belső és külső gazdasági célok között.

Am a gyakorlatban ez nagyon nehéz. Elméletben a nagyobb árfolyamrugalmasság tényleg segíthet feloldani a feszültséget a szerteágazó gazdaságpolitikai célok között, a felértékelődésre bízva a tőkebeáramlás hatásainak elnyelését.³¹ De a valóságban az árfolyamok csak korlátozott kiigazító képességgel rendelkeznek, ez volt a tapasztalat a legtöbb Közép-Kelet Európai állam számára. A valutaárfolyamok hosszan tartó volatilitása (2.6. ábra), nem segített a gazdaság stabilitásában. Ellenkezőleg, az árfolyam-csatornán beérkező sokkok nem tudtak egy irányba hatni, sőt felforgatták a devizahitelezési piacot.

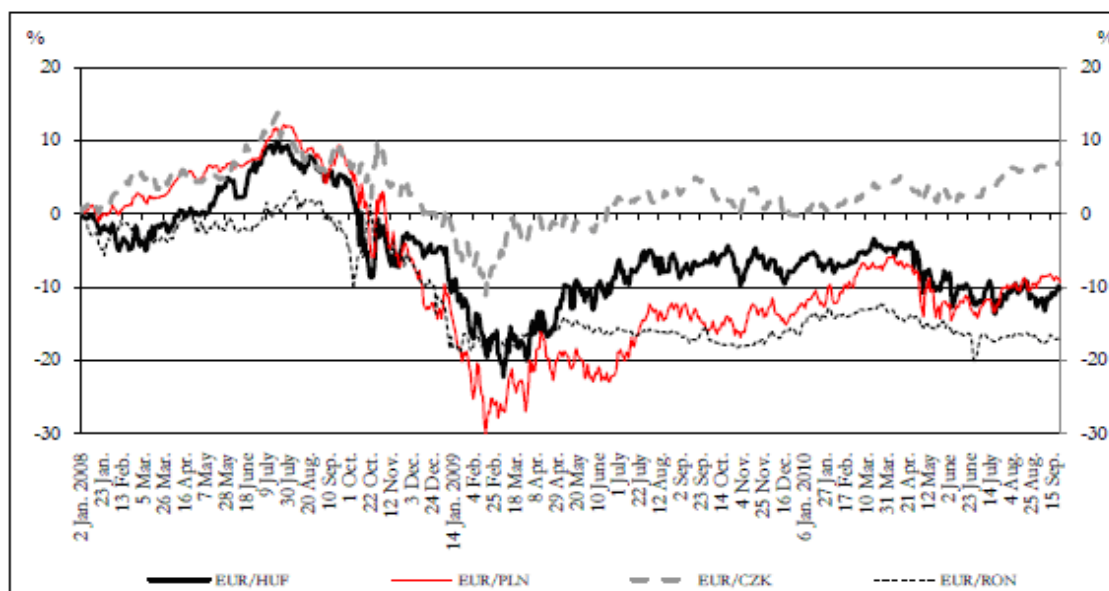
²⁹ Ötker-Robe, İnci, Zbigniew Polański, Barry Topf, and David Vávra, (2007), p.6.

³⁰ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Washington, D.C., 2005. Április.

³¹ Ötker-Robe et al., 'Coping with Capital Inflows', p. 3.

2.6. ábra: 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 (HUF, CZK, PLN, RON), százalékban)



Forrás: Thomson Reuters

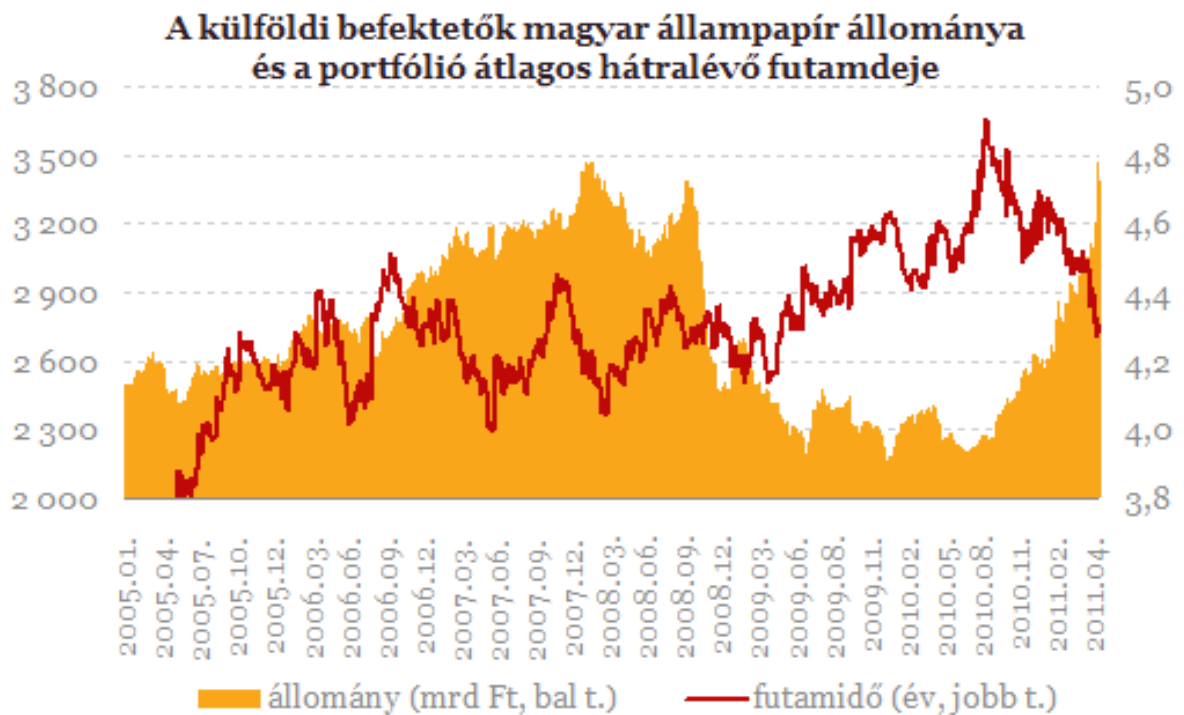
Noha a világgazdasági sokk jelentősen befolyásolta a kamatfelárak és más indikátorok volatilitását Magyarországon, a zűrzavar mögött meghúzódó legfontosabb tényezők mégis inkább a nem kívánt belföldi banki és pénzügyi folyamatok voltak.³² Amikor a válság 2008 végén felerősödött, a likviditás és a tőkésítettség túlfeszítette 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, amelynek negatív hatásait a 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 %-ot, és körülbelül 19 % 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

³² International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.

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 swap ügyletek piaca) is, ahogyan az 8. ábrában is látható alább.

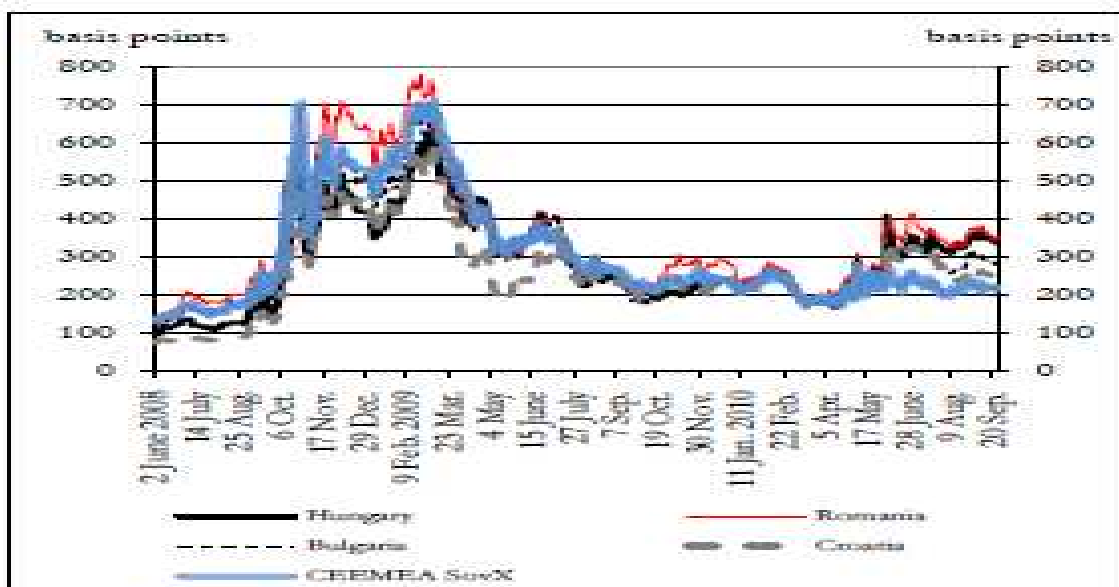
2.7. ábra: Külföldiek által birtokolt magyar állampapírok, 2006-2011



Forrás: ÁKK, Portfolio.hu

Forrás: MNB

2.8. ábra: Szuverén adósságok felára néhány Közép-Kelet Európai országban (Magyarország, Bulgária, Románia, Horvátország), 2008-2010 (bázis pontokban)



Forrás: Thomson Reuters

Miután a nagyobb kockázatokat kedvelő befektetők bizalma továbbt a válság által gerjesztett pénzügyi mélységben, Magyarország is jóval bizonytalanabb környezetben találta magát a válság után is.³³ A szuverén kötvények kamatfelára megnőtt, és maguk a kamatok is sokkal volatilisabbá váltak. Ezzel kapcsolatban érdemes megjegyeznünk, hogy a magas kamatfelár és a magas kamat-volatilitás gyakran egyszerre volt megfigyelhető, globálisan is.³⁴ A globális tényezők és piaci likviditás fontos szerepe ellenére a befektetők egyre inkább differenciáltak az országok között a fundamentumaik és a 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).³⁵ Ily módon a globális pénzügyi sokkhatás kilengéseit is figyelembe véve, 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 kibocsátás-csökkenés hamar kiigazításokhoz és gazdasági visszaeséshez vezetett.

³³ International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.

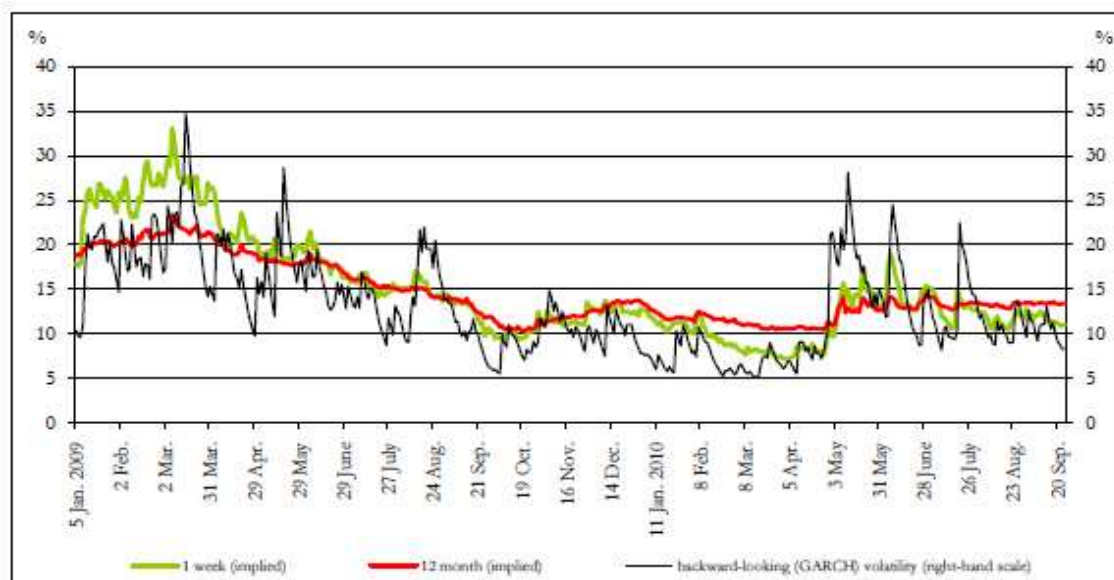
³⁴ Fernandez-Villaverde, Jesus, Guerron-Quintana, Pablo A., Rubio-Ramirez, Juan, and Uribe, Martin, 'Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks,' *NBER Working Paper No. 14875*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2009.

³⁵ 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

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 magán szféra teljesítménye körül, nos, akkor az – aligha meglepetésre - a hektikusan mozgó, várakozásokat magába olvasztó, a forint és az euró árfolyama közötti volatilitás-index volt. Ahogyan az megfigyelhető a Huf/Euro árfolyamban a 2.9. ábrán, lefedve a válság által leginkább sújtott hónapokat 2009 és 2010 között, az éves volatilitás mértéke 10 % körüli érték környékén mozgott az időszak legnagyobb részében, az ún. historikus kilengés (GARCH index) pedig elérte a 20 % -ot.

2.9. ábra: A forint-euró árfolyam historikus volatilitása, (heti, havi, éves, a piac által észlelt kockázatként bemutatva, százalékban)



Forrás: Bloomberg

A 2.9. 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 eurozóna 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.³⁶ A közép-kelet európai országok jelentős tőkebeáramlást tapasztaltak a banki és vállalati szektorban, nagyobb folyófizetési mérleg 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 tudták kompenzálni a teljesítmény deficitet, és a növekedésllassulást.³⁷

A külső finanszírozás nem önmagában rossz vagy eltévesztett út a növekedésben. A nemzetközi tapasztalatok, precízen mért ökonometrikus eljárásokon alapuló tanulmányok (pl. IMF (2007), (2010)) több irányba mutatnak a külső tőkebevonásnak gazdasági növekedést elősegítő sikeresség kritériumai tekintetében. A külső egyensúly tartása és a növekedés konvergencia nem magától értetődően haladnak együtt, bár vannak európai országok ahol ez sikerült. Magyarország pedig sajnos nem kedvező gazdaságtörténet 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 elosztó rendszerek 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.

³⁶ International Monetary Fund, *Regional economic outlook: Europe*, Washington, D.C., 2009. Október.

³⁷ 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 % alatt volt, összehasonlítva Lengyelország és Csehország 6 % felett, míg Szlovákia 10 % felett teljesített); az infláció 7 % fölött Magyarországon, míg 3 % alatt a V-3 országokban, a folyó fizetési mérleg hiány 7 % körül volt Magyarországon, míg 5,3 % volt a V-3 országokban.

2.7. 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 monetáris politikában (Erdős (2010), és 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 fel-címkezett 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 kiinduló pontomban az MNB saját elemzései segítenek, amelyeket Király Júlia, mint kutató, és nem min MNB hivatalban lévő alelnöke kommentált is interpretált egyik újabb munkájában, (Király (2011). Ő is emlékeztet, hogy a devizahitelezés gyors felfutásának és a forintHITELEK kiszorításának értékelésében széleskörű szakmai vita alakult ki, a tipikus véleményekről jó áttekintést adnak: Surányi (2010), Bihari-Valentiny (2010), Balázs- Nagy (2010), Magas (2010). Általános vélekedés volt 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 %-a 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 magyar bankok versenyhátrányba kerültek az olcsóbb devizaforrás kínálatban, sőt a magyar piacon lakossági *piacfelosztás egyértelműen már a stabilitás kárára ment* – érvelt pl. Király J. (2011) 48. o). Jól jellemezte a devizahitelek iránti csillapíthatatlan étvágyat, hogy 2010-ben a teljes lakossági hitelállomány 70% a! már devizában volt denominálva. Ezen állomány kb. 10 ezer Mrd forintot, vagyis a GDP 38%-át tette ki. Nemzetközi összehasonlításba is magasnak minősült csak a balti államok menetek ennél is messzebbre.

Amit Király J. bűnös magyar triumvirátusnak nevez, az nem más mint a közismerten lesújtó adósság statisztikák: 2008-ban a lakossági hitel állomány több mint 70%-át kitevő devizahitelek, valamint a GDP 50 %-át kitevő nettó privát vállalati és szuverén deviza- adósságok. E három adósságelem egymástól elszakíthatatlan volt - ahogy azt elemi szintű makroökonómia kurzusokban 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 az központi banki orvosi táskában sem. Marad a szuverén adósság sérülékenysége, vagyis az országkockázati 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 országkockázatot jól bár nem tökéletesen közvetíti, a pénzpiaci döntéshozók számára, ez idő szerint, még

nincs jobb. A jelentős kamatkülönbség vonzóvá tette minden hitelfeltevő számára a deviza kölcsönt, a forint hitellel szemben. 2007-ig az árfolyam-ingadozás is kisebb volt, így az erős forintárfolyam kezdetben garantálni látszott a hitelfelvétel indokoltságát, amennyiben olcsóbbnak látszott felvenni a devizahitelt, mint forintba eladósodni. A hitelezés mind bankok mind az adósok számára kellően vonzónak bizonyult. A reálkamat különbség és viszonylag túrhetőnek ítélt árfolyamkockázat az események normál folyásában jónak ígérkezett. Az eredeti egyszerű F-M modell logikája tehát működött mindkét irányban: a külföldieknél forint, a belföldieknél deviza-adós pozíciók épültek ki. Igaz nem azonos lejáratú szerkezetben Ez okozta az egyik súlyos veszélyforrást. A nagyobb baj azonban abban rejlett - érvel pl. Király (2011), (42-43 old.), hogy fogyasztási boom alakult ki, amelyben a jelzáloghitelek is nagyobb részt fogyasztást és nem lakásépítést finanszíroztak. Az állami és a magán szektor túlköltekezése veszélyessé vált immáron a bankrendszer számára is, mind lejárat mid deviza nem megfelelés alakult ki (mismatch). A bankok hitel / betét rátája pedig már meghaladta a 150%-ot. Ez veszélyt jelezett - érvel Király (2011) 48 o. – 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 márpedig látszottak már 2007 elején is, erről tanúskodott Surányi Györgynek a Népszabadság 2007 jan. 21. számában napvilágot látott véleménye, amely elvi és 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, - majdnem 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 konjunktúra alakulási bonyodalmat tud okozni az olyan hosszú távú hiteleknel, mint a jelzáloghitelek. Ezt Surányi Gy. 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 túltájékozott 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 árú és az eszköz piacoknak, 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 hitelkínált bővüléssel (konjunktúraélenkítés). Miért baj az, hogy a lakást, autót fogyasztó adós próbált jól járni az olcsóbb deviza hitellel? Ez csak annyiban bajos, ha nagyságrenddel számolta el magát törlesztő képessége dolgában a helyettesített forinthitelhez képest. Vagy, ha jelzáloghitelből folyó-fogyasztást fedezett. Utóbbi egy könnyű eset a valóban negatív megítélést érdemlő változatok között.

Az igazán nehéz eset,- elméletileg és gyakorlatilag is – az, amikor a jegybank is válságos helyzetben cselekszik és mint „makroprudenciális rendszergazda” jár el, likviditást bővít, de a kamat oldalon 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 elhúzódását. Korábbi, a fejlet ipari országok tapasztalatából is ismert tény, egyben követendő hüvelyk-ujj szabály, 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 a közvetítésével. A pénz csak közvetít, mint ahogy bankrendszer is. Gazdaság- és fogyasztás-szerkezeti, 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 forint leértékelés szintén nem old meg minden gondot. De ez sem triviális proposíció.

Ezt a kérdést járta körül Erdős Tibor, amikor a hazai hitelpiacról kiszoruló forint alapú hitelezést és a deviza-eladósodást 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 deviza-eladósodás 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 o.). 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.

A fenti állásponttal kapcsolatban a következő kiegészítéseket érdemes megfontolni

- A hitelfeltevők és a devizapiacra az árfolyamokat alakító azonnali illetve határidős kereskedésben aktívan szereplő nagy bankok 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 kívülről, azaz külföldi kötvénytulajdonosok által történik, ezért a pozitív reálkamat mechanizmus, pontosabban az elvárt pozitív reálkamat jelenlétéről nem lehetett lemondani. Márpedig pozitív reálkamat erősíti a forintárfolyamot. Ha nincs pozitív reálkamat realizálási lehetőség, vagyis ha a nominál kamatok 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 ide érkező, jobbára forintkötvénybe fektető külföldi tőke fedezeti ügyletet köt a határidős piacon rögzített árfolyamon – forint eladásra jövőbeli lejáratra-, és ezzel a kötvény-pozícióban 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 kamat-politikát 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 deviza kibocsátás a realitás, viszont ez a fejlett piaci hozamok háromszorosán megy csak.
- Van példa arra, hogy erős valuta mellett is versenyképes exportszektorok tudnak tartósan létezni (ilyen például Japán és Németország, ráadásul ezen országok tartósan nettó tőkeexportőri pozíciót is ki tudtak építeni. El kell ismerni ez a két teljesítmény egyáltalán nem általános a világgazdaságban.

- Az euró-bevezetés dátumának kitolásával az adekvát vagy inkább kívánt valutaárfolyam kialakítására történő erőfeszítések egyszerűen elodázódnak, a belföldi hitelteremtés alapján szükségesnek mutatkozó 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 vagyontárgy-piacok (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 deviza-eszköz kereskedelem (tőkeáttételek miatt, de egyébként is) többszöröse az áruforgalomnak. Ennélfogva a jelentős magyar belső megtakarítások híján, a külföld finanszíroz, a forint árfolyam tág határokhoz tehát nem elengedhető. Ezért sincs „királyi út” a trilemma megoldásában.

A hitelpiac újraélesztésében a reálgazdaságban, főleg a nagy megrendelőknél minden előtt a lakásépítésben, kell jelentős változásoknak történnie. Egy friss, 2011. áprilisi MNB felmérés is ezt, negatív fejleményt igazolta, ti. a magyar belföldi hitelezés további szigorodását, értsd zszigorodásáról tanúskodik.³⁸. A kereskedelmi banki szféra tehát kívár, közvetítő szerepének

³⁸ 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 2001 évi első negyedévi adatokra épült, illetve a következő két negyedévre vonatkozó várakozást tükrözi. A felmérés tanúsítja, hogy néhány nagybank csökkenti hitelkínálatát, miközben a válaszdó 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 tőke-vonzóképeséggel 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 zszigorodott 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 törlesztő teherrel járó türelmi ideje, így az átstrukturálás sikerességét még nem lehet megítélni.

jelentős növelésére ösztönzést és további kockázat csökkentést vár. Az, hogy ez honnan fog jönni, még nem látszik

2.8. 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 ti. számba kell vennie a választott út előnyeit, hátrányait és alternatív költségeit. Meg kell nézni a meglévő ellentétes érdekeltségeket és lehetőségeket, majd – jó intuitív érzékkel - 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 szabályzó belső mechanizmusokat is. Ha ellenben sajátos belföldi célokat kívánunk követni ahhoz vagy olcsó belföldi forrás vagy külföld számára különösen vonzó magas reálkamat kell, vagy -és ez a kívánatos-, de jelenleg nem kínált 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 tőkebevonásnak gazdasági növekedést elősegítő sikeresség kritériumai tekintetében. Nincs egyetlen helyes út. A külső egyensúly tartása és a növekedés konvergencia nem magától értetődően haladnak együtt, bár vannak európai országok, ahol ez sikerült. Magyarország azonban sajnos nem kedvező

A banki válaszok alapján a kereskedelmiingatlan-hitelek körében is jelentősek az átstrukturálások: 2011 első negyedévének végére az állomány 18 százalékát strukturálták át, és az év végére 30 százalékos arányt. A rossz ingatlanpiaci helyzet miatt a bankok aktív átstrukturálási politikája kényszerhelyzetre utal, ami növeli a kereskedelmi ingatlanhitelek "örökzölddé válásának" kockázatát. Ez azt jelenti, hogy a bankok a kereskedelmi ingatlanhitelek folyamatos átütemezésére 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 "örökzölddé válásának" kockázatát. Ez azt jelenti, hogy a bankok a kereskedelmi ingatlanhitelek folyamatos átütemezésére kényszerülhetnek.

gazdaságtörténet tapasztalatokat halmozott fel, legalább is, ami az elmúlt két és fél évtized folyó fizetési mérleg gazdaságélénkítő hatásait illeti. A külső forrás nem segített, mer nem helyes beruházási célokra lett felhasználva.

Egy régi tételre emlékeztetni kell: a pénz csak közvetít szorgalmak, lehetőségek és erőforrások között, mint ahogy a bankrendszer is. Gazdaság- és fogyasztás-szerkezeti, pláne /termelékenységi- versenyképességi problémákat nem tud megoldani a bankrendszer, az nem is feladata, legfeljebb hosszú távú megtakarításra és hitelfelvételi prudenciára ösztönözhet. Ahogy az euró-övezetben 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 pl. legutóbb a 20 %! feletti hozammal eladott 2-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.). Nos, ugyanígy a magyar deviza-eladósodás sem önmagában baj, hanem amiatt, hogy az adósságszolgálat kitermelése nem látszik könnyűnek, rosszabb esetben teljesíthetőnek. Sikeres gazdaságpolitika – és ez nagy biztonsággal leszögezhető - a 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.

Abstract

Part I.

Based on the empirical evidence accumulated until 2011, using official statistics from the OECD data bank and the US Commerce Department, the article addresses the question whether one can, or cannot, speak about generally observable recession/crisis patterns, such that were to be universally recognized in all major industrial countries, (the G7). The answer to this question is negative, with a firm no. Changes and volatility in most major macroeconomic indicators such as output-gap, labor market distortions and large deviations from trend in consumption and in investment did all, respectively, exhibit wide differences in depth and width across the G7 countries. The large deviations in output-gaps and especially strong distortions in labor market inputs and hours per capita worked over the crisis months can hardly be explained by the existing model classes of SDGE and those of the real business cycle. Especially bothering are the difficulties in fitting the data into any established model whether business cycle or some other types, in which financial distress reduces economic activity.

It is argued that standard business cycle models with financial market imperfections have no mechanism for generating deviation from standard theory, thus they do not shed light on the key factors underlying the 2007-2009 recession. That does not imply that the financial crisis is unimportant in understanding the recession, but it does indicate however, that we don't fully understand the channels through which financial distress reduced labor input.

Long historical trends on the privately held portion of the federal debt in the US economy indicate that the standard macro proposition of public debt crowding out private investment and thus inhibiting growth, can be strongly challenged in so far as this ratio is neither a direct indicator of growth slowing down, nor for recession.

Part II.

The second part of the paper reflects on the shock absorption experience of a small open economy. The main questions asked are: why and how can a strong external financial orientation lead to amplified external shocks in a small open economy; and whether the shocks could have been better absorbed or dampened with some foresight? Our answer is in the affirmative as we indicate that the dangers of extended foreign currency exposure were known from the literature and from other small countries' experience. However, we argue that for Hungary a fully effective defence, let alone full absorption of the shocks was not possible by any measure; nor was it offered by any known policy measures of standard theories. The article outlines the general world economic conditions during the crisis period and follows with Hungary-specific features and vulnerabilities in order to identify crucial points of crisis-management related economic policy formation. Data series cover the 2004-2010 period with expectations for 2011. This 6-year period well represents Hungary for the EU post-accession economic development path. We demonstrate that capabilities of a non euro-zone member small open economy for external shock absorbing, and for applying standard crisis-dampening instruments, fiscal or monetary, were most limited. Due to huge foreign exchange losses realized at the worst possible time on both private and public debt, crisis management in general, and adjustment to shrinking export markets and to drying up foreign lending in particular, remained very ineffective. This was especially the case when the traditional domestic economic policy instruments - such as high real interest rate - were tried to attract long term cheap foreign funds. Trying to serve, simultaneously, domestic and foreign economic policy targets, was, and is a very tough assignment as the impossible trinity dilemma holds it. Successful external shock absorption, with large foreign debt exposure, is more challenging than the profession or the general public might think.

JEL classification: E20, E32, E52,

Hivatkozások

- Abiad, A.- Detragiache, E.- Tressel. T.** (2008) A New Database of Financial Reforms, IMF WP. No. 08/266 December. Washington D.C.
- Alessandria, George, and Horag Choi.** 2007. "Do Sunk Costs of Exporting Matter for Net Export Dynamics,?" *Quarterly Journal of Economics*, 122(1):289–336.
- Backus, David K., Patrick J. Kehoe, and Finn E. Kydland.** 1992. "International Real Business Cycles." *Journal of Political Economy*, 100(4): 745–75.
- Balázs Tamás- Nagy Márton** (2010) A devizahitelek forinthitelekre való átváltása, MNB Szemle október (7-16)
- BASU, S. – TAYLOR, A.** (1999): Business Cycles in Historical Perspective. *Journal of Economic Perspective*, 13(2): 46–48.
- Benczes, István** (2007) Trimming the Sails, The Comparative Political Economy of Expansionary Fiscal Consolidations: A Hungarian Perspective (CEU Press, Budapest-New York,)
- Bernanke, Ben. S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist.** 1999. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." Chap. 21 in vol. 1 of *Handbook of Macroeconomics*, 1341–93. Elsevier.
- Bihari Péter-Valentiny Ákos** (2010) Pirrhuszi dezinfláció vagy tartósan alacsony inflációs környezet, *Közgazdasági Szemle*, október, Vita (865-875)
- Blanchard, Olivier J.**(2009) , 'Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity,' *NBER Working Paper No 1265*, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 20
- CECETTI, S. G. – KRAUSE, S.** (2001): *Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy*. National Bureau of Economic Analysis, NBER Working paper, 7153. Cambridge Mass.
- Chari, V. V., and Patrick J. Kehoe.** 2009. "Confronting Models of Financial Frictions papers2009/Chari_Kehoe.pdf.
- Chari, V. V., Lawrence Christiano, and Prick J. Kehoe.** 2008. "Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008." Working Paper 666, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Csaba László** (2011), Financial Institutions in Transition : the long view, *Post Communist Economies*, Vol. 23 No. 1 March (1-13)
- Csaba, László** (2009) Crisis in Economics, In : *Crisis in Economics*, Akadémiai Kiadó, BP.(19-50)

- DARVAS Zs.** (2003): Nagymértékű reálfelértékelődések nemzetközi összehasonlítása. *Külgazdaság*, 2003/7–8: 30–56.
- DENIZER, C. – IYUGIN, M. F. – OWEN, A. L.** (2000): *Finance and Macroeconomic Volatility*. World Bank Policy Research Paper, No. 2487. Washington D.C.
- EASTERLY, W. – ISLAM, R. – STIGLITZ, J. E.** (2000): Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility. The World Bank, Mimeo.
Econometrica, 50(6) 1345-70
- 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)** árfolyam, kamatszint és deviza alapú eladósodás, *Közgazdasági Szemle*, LVII okt. (847-867)
- Fernandez-Villaverde, Jesus, and Juan F. Rubio-Ramirez.** 2007. "Estimating Macroeconomic Models: A Likelihood Approach." *Review of Economic Studies*, 74(4): 1059–87.
- 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.
- Fleming, J. M.** (1971): Domestic Financial Policies Under Fixed and Flexible Exchange Rates. In: *Essays in International Economics*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz.** 1963. *A Monetary History of the United States: 1867–1960*. Princeton Univ. Press.
- Hansen, Gary D.** (1985) Indivisible Labor and the Business Cycle, *Journal of Monetary Economics*, 16, (8) 309-327
- IMF** (2007) World Economic Outlook, October, Globalization and Inequality, Chapter 5, Washington D. C
- IMF** (2010) Public Debt and Growth, Washington D.C.
- Karras, G. – Song, F.** (1996): Sources of Business Cycle Volatility: An Exploratory Study on OECD Countries. *Journal of Macroeconomics*, 18: 621–637.
- Kenen, P. B.** (1989): *The International Economy*. Second Edition. London–New Jersey: Prentice Hall Inc, ch. 15.: 313–328.
- Király Júlia,** (2011) 20 év múlva, Képzletbeli előadás 2030 áprilisából, In: Muraközy L. /szerk./ 20 Év múlva, Vissza a jövőbe, Gazdaságpolitikai kerekasztal, Akadémiai Kiadó, Budapest.

- KOVÁCS** János Mátyás [2009]: Ex occidente flux. Vita a makroökonómia hasznáról és a közgazdaságtan felelősségéről. *Közgazdasági Szemle*, 56. évf. 10. sz. 881–912. o
- 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. – 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: 669–682.
- Kydland F. E. and Prescott, E. C.** [1980] A Competitive Theory of Fluctuations, and the Feasibility and Desirability of Stabilization Policy, NBER WP No. 6263
- Kydland F. E. and Prescott, E. C.** [1982] Time to Build and Aggregate Fluctuations
- Leaven L. - Valencia, F.**(2008) Systemic Banking Crisis: A New Database, IMF WP /08/ 224.
- Lőrincné, Istvánffy H.** (2001): *Nemzetközi Pénzügyek*. Budapest: Aula.
- Magas I.** /szerk./ (2009) Világgazdasági válság, 2008 - 2009, Diagnózisok és kezelések, Aula kiadó BP.
- Magas I** (2010) Devizahitelezés Hitek, Tévhitek, Tanok, Élet és Irodalom, augusztus 19.
- Magas I. - Kutasi G.** /szerk./ (2010) Változó világgazdaság, Globális kormányzás- vállalati nemzetköziesedés - regionális fejlődés, BCE, Budapest.
- Magas I.** (2004): The American Economy and its Global Links: New and Reborn Concerns. *Society and Economy*, 26(1): 1–40.
- Magas I.** (2008): Megtakarítások és külső finanszírozás az amerikai gazdaságban, a hitelpiaci válság háttere, 1997–2007. *Közgazdasági Szemle*. LV, november, 987– 1009.
- Magas, I.** /szerk./ (2009) Világgazdasági válság, 2008-2009, Diagnózisok és kezelések, Aula kiadó BP.
- Medvegyev P.- Száz J.** (2010) A Meglepetések jellege a pénzügyi piacokon, Kockázatok vételre és eladásra, Bankárképző,, BP.
- Mellár Tamás** (2010) Válaszút előtt a makroökonómia, *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., 2010. július–augusztus (591–611. o.)
- MNB** (2010) Elemzés a konvergencia folyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből MNB Május.

- Mulligan, Casey** (2008) Is Macroeconomics off Track ? *The Economist's voice*, 6 (10), Art 6.
www.bpress.com/ev/vol6/iss10/art6/
- Mulligan, Casey**(2010) Aggregate Implications of Labor Market Distortions: The Recession of 2008-2009 and Beyond, NBER Working Papers , 15777
- 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): 9–30.
- Ohanian, Lee, E. (2010a)** The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24 No. 4 Fall (45-66)
- Ötker-Robe, İnci, Zbigniew Polański, Barry Topf, and David Vávra**, (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.
- Razin, A. – Rose, A. K.** (1994): Business cycle volatility and openness: an exploratory analysis. In: Leiderman, L. (ed): *Capital Mobility: the Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge University Press, 48–75.
- Rodrik, D.** (1999): *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*. Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press.
- Rogenson Richard** (1988) Indivisible Labor, Lotteries and Equilibrium, *Journal of Monetary Economics*, 21, (1) 3-16
- Sterling, William** (2009) Looking Back at Lehman,: An empirical analysis of the financial shock and the effectiveness of counter measures, *Musashi University Journal*, Vol 57. No 2 (www.trilogyadvisors.com/worldreport/200910.Lehman.Pdf).
- Stock, J. H. – Watson, M. W.** (2002): *Has the Business Cycle Changed and Why?* Harvard University. Mimeo.
- Surányi György** (2010) Téves Diagnózis, Téves Terápia, *Népszabadság*, 2010-jan. 20.
- Sutherland, A.** (1996): Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility. *Scandinavian Journal of Economics*, 98: 129–539.
- Weise, Charles and Barbera, Robert.** Minsky Meets Wicksell: Using The Wicksellian Modell To Understand the 21 Century Business Cycle, In: Fontana and Mark Setterfield /eds./ *Macroeconomic Theory and Pedagogy*, NewYork, Palgrave Macmillan

with the Data.” [http:// research.stlouisfed.org/conferences/policyconf](http://research.stlouisfed.org/conferences/policyconf)

Ábrajegyzék

1. ábra: Makrováltozók volatilitása történelmi perspektívában.....	13
2. ábra: Output-rés az OECD-ben és az EU-ban, 1969-2009 (ötéves átlagok alapján).....	14
3. ábra: Változások az USA GDP komponenseiben, a ciklusok csúcs- és mélypontjai között.....	22
4. ábra: Recesszió diagnosztika az USA-ban és a G7 ben a II Vh. utáni visszaesésekben	23
5. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása az OECD-ben, 1990-2010, (1991=100).....	24
6. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása az USA-ban, 1990-2010, (1991=100).....	25
7. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása Japánban, 1990-2010, (1991=100).....	26
8. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása Németországban, 1990-2010, (1991=100).....	27
9. ábra: Fellendülések az USA-ban (1982-2010).....	28
10. ábra: Konjunktúraváltozás és munkaerő-piaci alkalmazkodás az USA gazdaságában, 1990-2010.....	30
11. ábra: Az USA szövetségi költségvetési hiányának a magánszféra által finanszírozott állományának a változása történelmi perspektívában, 1970-2010.....	31
12. ábra: A magánszféra által birtokolt állam-adósságállomány és a fogyasztó árak változása az USA-ban (1970-2010).....	32
13. ábra: Fogyasztói árak, CPI és energiaárak alakulása a városi lakosság körében az USA-ban (1950-2010), éves változás az előző évhez képest, (%).....	33
2.1. ábra: A valutaárfolyamok és a pénzmennyiség alakulásának egy hagyományos (vásárlóerő-paritáson alapuló) felfogása	41
2.2. ábra: A nemzetközi pénzforgalom liberalizációja a fejlett ipari országokban (OECD), 1966-2008	44
2.3. ábra: Pénzügyi liberalizáció a világ gazdaság főbb régióiban, 1973-2005*	45
2.4. ábra: Kamatlábak és tőkebeáramlás az FM-modellben	47
2.5. ábra: Rugalmas árfolyamok hatása a pénz és árupiacokra, intenzív tőkeáramlás esetén	49
2.6. ábra: Közép-Kelet Európai országok valutamozgásai,.....	57
2.7. ábra: Külföldiek által birtokolt magyar állampapírok, 2006-2011.....	58
2.8. ábra: Szuverén adósságok felára néhány Közép-Kelet Európai országban (Magyarország, Bulgária, Románia, Horvátország), 2008-2010 (bázis pontokban).....	59
2.9. ábra: A forint-euró árfolyam historikus volatilitása, (heti, havi, éves, a piac által észlelt kockázatként bemutatva, százalékban)	60

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat: Globalizáció és a pénzpiacok jellemzői történelmi perspektívában.....	12
2. tábla: Konjunktúraciklus és pénzügyi globalizáció a fejlett ipari országokban: reprezentatív empirikus eredmények a szakirodalomban /1994-2010/.....	16

Jelen tanulmány a VERSENYKÉPESSÉG KUTATÁS MŰHELYTANULMÁNYSOROZAT kötetét képezi.

BCE Versenyképesség Kutató Központ
Kiadásért felelős: Chikán Attila igazgató
ISSN 1787-6915