



NYUGAT-MAGYARORSZÁGI EGYETEM  
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

SZÉCHENYI ISTVÁN  
GAZDASÁGI FOLYAMATOK ELMÉLETE ÉS GYAKORLATA  
DOKTORI ISKOLA

PÉNZÜGYI PROGRAM

# **INTEGRÁCIÓ ÉS PÉNZÜGYI STABILITÁS**

DOKTORI (PH.D.) ÉRTEKEZÉS

**JUHÁSZ ZITA**

Nyugat-magyarországi Egyetem  
Sopron  
2008

## INTEGRÁCIÓ ÉS PÉNZÜGYI STABILITÁS

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében

Készült a Nyugat-magyarországi Egyetem  
Széchenyi István Gazdasági folyamatok elmélete és gyakorlata Doktori Iskola

Pénzügyi programja keretében

Írta:  
**Juhász Zita**

Témavezető: Dr. Báger Gusztáv  
Elfogadásra javasolom (igen / nem)

.....  
(aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton 100 % -ot ért el,

Sopron, 2004. október 7.

.....  
a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javasolom

Első bíráló (Dr. ....) igen /nem

.....  
(aláírás)

Második bíráló (Dr. ....) igen /nem

.....  
(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján.....% - ot ért el

Sopron,

.....  
a Bírálóbizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése.....

.....  
Az EDT elnöke

## Tartalomjegyzék

Bevezetés.....	5
A disszertáció céljai, hipotézisei.....	6
1. A pénzügyi folyamatokra ható főbb gazdasági tényezők .....	10
1.1. Integráció és globalizáció.....	10
1.1.1. A pénzügyi folyamatokra ható főbb gazdasági tényezők című rész bevezetése .....	10
1.1.2. A globalizáció és az integráció fogalma .....	10
1.2. Az IMF mint válságkezelő intézmény .....	14
1.2.1. Az IMF tevékenysége általánosan a globális pénzügyi intézményrendszerben .....	14
1.2.2. Az IMF Magyarországgal kapcsolatos tevékenysége .....	17
1.3. Az integrációs folyamatok jellemzői .....	20
1.3.1. Integrációs törekvések és fő okaik .....	20
1.3.2. Gazdasági integrációs formák jellemzői .....	22
2. Alapvető elméleti vonatkozások .....	25
2.1. A pénzsemlegességről.....	25
2.1.1. Makroökonómiai közelítés.....	25
2.2. Pénzügyi válságok.....	28
2.2.1. Postkeynesianus elmélet.....	28
2.2.2. Monetaristák véleménye .....	29
2.2.3. Modern pénzügyi válság megközelítése .....	30
2.2.4. Várható jövőképek (a két típus szerint csoportosítva) .....	34
3. Az európai gazdasági és monetáris unió rövid és hosszú távon.....	41
3.1. Kihívások rövid távon .....	41
3.1.1. A monetáris önállóság – szükség van-e rá? .....	41
3.1.2. A fő érvek a monetáris szuverenitás megőrzése mellett .....	43
3.1.3. A jelen- és jövőérték számítás a makrogazdasági folyamatokban .....	45
3.1.4. Az elmaradt hasznok becslése.....	50
3.1.5. Az SNP mint a hosszú távon fenntartható növekedés gátja .....	52
3.1.6. A feltételek változtatásának elérhetetlensége.....	54
3.2. Középtávú kihívások az Európai Gazdasági és Monetáris Unió számára .....	59
3.2.1. Optimális-e a valutaövezet vagy sem? .....	59
3.2.2. Specializáció és munkaerő mobilitás –az OCA elmélet .....	61
3.2.3. EKB garancia szükségessége az árfolyamok védelmére .....	66
4. Monetáris kihívások Magyarországon .....	69
4.1. Magyarország ma – makrogazdaság, veszélyek és lehetőségek .....	69
4.1.1. A magyar gazdaság állapota.....	69
4.1.2. A konkrét lépésekről .....	78
4.1.3. Önbeteljesítő hatások az euro bevezetése kapcsán .....	81
4.1.4. Amitől tartunk: mit hozhat egy pénzügyi válság?.....	85
4.2. A magyar pénzügyi szektor helyzete .....	94
4.2.1. A pénzügyi intézményrendszer átalakulása .....	94
Kamatkockázat.....	105

4.2.2. Basel II.....	113
4.3. Árfolyamrezsimek, váltási lehetőségek, spontán tendenciák.....	120
4.3.1. Adalékok az egyes árfolyamrendszerek megítéléséhez.....	120
4.3.2. Az árfolyamrendszer változtatásának lehetősége.....	122
4.3.3. A monetáris transzmisszió a rögzített árfolyamrendszer lehetőségének tükrében.....	128
4.3.4. Hogyan alakulna (vagy alakul?) ki spontán kettős valutarendszer Magyarországon és milyen következményekkel jár? .....	148
4.3.5. Latin-amerikai makromodellek felhasználása.....	150
4.4. Tendenciák hosszú távon .....	158
4.4.1. Hátrányok a seigniorage jövedelem elvesztése miatt.....	158
4.4.2. Nyugdíjreform után és előtt .....	161
JAVASLATOK, EREDMÉNYEK .....	164
ÖSSZEFOGLALÁS.....	167
SUMMARY .....	174
FELHASZNÁLT IRODALOM.....	179
TÁBLÁZAT ÉS ÁBRAJEGYZÉK.....	182
FÜGGELÉK.....	191
Az Ize-Parrado tanulmány.....	197

## BEVEZETÉS

Magyarország történelmi jelentőségű lépést tett, amikor 2004. május 1-én az Európai Unió tagja lett. Másik ilyen különleges napja lesz történelmének, mikor átveheti a Gazdasági és Monetáris Unió közös pénzt, bevezetheti az euro-t is. Bár nem az első működő monetáris unió tagja lesz ekkor, de az európai pénzügyi egyesülés bizonyos tekintetben előzmény nélküli és egyedülálló. Mindezt azonban hátráltatja a közelmúlt rossz teljesítménye: az időben előre haladva csökken a valószínűsége annak, hogy a magyar gazdaság ezen, mostani pálya mentén haladhasson. Ezért is fontos annak vizsgálata, hogy mi okozta ezt a mai, nehezen kezelhető helyzetet, mit veszítünk és mit nyerhetünk a jelen állapotban az integrációba való tömörülés révén. A pénzügyi stabilitás több vetületének és az integrációba tömörülés hatásainak vizsgálata a stabilitásra széleskörű érdeklődésre tart számot.

Az stabilitás elemzésekor szükséges megvizsgálni, hogy milyen mértékben képes ellenállni a rendszer egésze a külső és belső megrázkódtatásoknak, sokkoknak. A sokkok természetesen nem minden esetben vezetnek gazdasági és társadalmi válsághoz, de az instabil pénzügyi környezet önmagában is gátolja a gazdaság egészséges fejlődését. A pénzügyi instabilitás okait illetően többféle nézet létezik, melyek felhasználhatósága eltérő lehet attól függően, hogy milyen időszakot, illetve milyen országokat tekintünk az elemzés tárgyának. A pénzügyi rendszert érintő okok közül az alábbiakat említi leggyakrabban a szakirodalom: a pénzügyi szektor túl gyors liberalizációja, rossz gazdaságpolitika, helytelenül megválasztott árfolyam-mechanizmus, inhatékony erőforrás allokáció és intézményi tényezők; gyenge pénzpiaci felügyelet, nem kielégítő szabályozás, piaci fegyelem hiánya. A pénzügyi válságok említett okai nem csak együttesen, hanem külön-külön is, illetve tetszőleges kombinációban is előfordulhatnak, így a pénzügyi stabilitás elemzése is rendkívül komplex feladat. Az egyes részterületekre való koncentráció torzítja az összképet, így a pénzügyi stabilitás elemzése során a kérdést szükségszerűen a maga komplexitásában kell vizsgálni. Ezért tartom fontosnak azt, hogy többféle közelítési mód és terület segítségével mutassam be a jelen problémát.

## A DISSZERTÁCIÓ CÉLJAI, HIPOTÉZISEI

A pénzügyi stabilitás gyakran elemzett, széles körben vizsgált témakör. Feltételezve, hogy napjainkban a világgazdaság felgyorsult eseményei közepette az elméletek és megállapítások is gyors avulásnak vannak kitéve, szeretném egyébként bőséges irodalmát időt állósági szempontból áttekinteni és aktualizálni. A vizsgálatok középpontjában hazánk áll. Elsősorban Magyarországra vonatkozóan szeretnék hasznosítható eredményeket kapni. Ezért ha az Európai Unióra vonatkozóan végzek összehasonlítást vagy elemzést, akkor ennek háttere a Magyarországra vonatkozó következtetések alátámasztása, továbbá célom a kapcsolat, a Magyarországra való hatás bemutatása. Az elemzésnek nem célja a reáloldali folyamatok vizsgálata, mivel a dolgozat terjedelmi korlátai ezt nem engedik meg. A reálfolyamatok olyan mértékben kerülnek megemlítésre, amennyire ez feltétlenül szükséges.

1. Eredményt kívántam elérni a változások időigényét érintő kérdésekben, arra vonatkozóan, hogy a fentebb említett időtényező hogyan befolyásolja a levont következtetések használhatóságát. Ezzel összefüggésben egy korábbi konferencia tanulmánykötetben megjelent vizsgálat<sup>1</sup>, az euroövezet optimális méretének és az Optimális Valutaövezet Elméletéhez kapcsolódó korábbi megállapításoknak a helytállósága érdekel, most, hogy az euroövezet működésének megfigyelésére rendelkezésre áll megfelelő időtáv. Azonkívül itt is módosítják az eredményeket bővülési tendenciák. Fontos kérdés, fog-e közeledni az EU az Egyesült Államokhoz, vagy olyan eltéréseket mutat a kettő, amely inkább távolodáshoz vezet.

2. A Stabilitási és Növekedési Paktumot jelentős kritikák érik, kritikai szempontból szeretném ezért elemezni, megállapítani, hogy milyen hatása van létezésének és hibáinak a tagországok pénzügyi stabilitására. Ugyanakkor hasonló szempontból át szeretném tekinteni az euroövezet bővítési politikáját.

---

<sup>1</sup> Juhász Zita: Magyarország pénzügyi stabilitásának változása az EU csatlakozás kapcsán, WEU konferencia, Mosonmagyaróvár, 2004. máj. 6.

3. Céлом megvizsgálni, a magyar gazdaság mit, mekkora és milyen áldozatot hoz az euroövezeti csatlakozás érdekében. Van-e olyan nagy horderejű intézkedés (sorozat), lépés, amely jelentős áldozatként fogható fel jelenlegi pénzügyi stabilitásunk szempontjából. Olyan, amely esetleg megkérdőjelezi, hogy érdemes-e csatlakoznunk.

4. Eredetileg az eurozónába való belépés költségei és hasznai, az ezzel kapcsolatban elszenvedett károk és nyert hasznok pénzügyi stabilitás szempontú elemzése volt a célom. Ezt azonban a 2006-os év fejleményei, a csatlakozás bizonytalan, távoli jövőbe való eltolódása módosította. Figyelmem az átmeneti időszakra összpontosult, amelynek vizsgálata így időszerűbbé vált és mind emellett jelentős hiány mutatkozott az ebben a témakörben található európai szakirodalmak körében.

5. Az egyik legfőbb cél, hogy az árfolyamrendszer váltás lehetőségét megvizsgáljam az új körülmények között illetve az egyoldalú eurorizáció és a spontán folyamatok hatásmechanizmusát vizsgáljam. Miután a célra alkalmas Ize - Parrado tanulmánnyal megismerkedtem, célul tűztem ki, hogy ennek az irodalomnak, eredményeinek a felhasználhatóságát, az euroövezetre való átranzferálhatóságát veszem górcső alá.

6. A hasznok és költségek becslése, most már mint az euroövezetbe való csatlakozás későbbi időpontra való tolodása miatti elmaradt haszon - elemzés maradt az értekezés egyik lényeges eleme. E szempontból is nagy figyelmet kívántam szentelni a seigniorage-nak, amelynek megítélése a szakértők részéről eltérő.

**Feltevésék, hipotézisek, azok az elképzelések, amelyeket igaznak vagy lehetségesnek találtam és vizsgálni kívántam:**

a) A levont következtetéseket folyamatosan frissíteni kell, mert a változások gyorsasága miatt 1-2 év is számottevő változást hozhat.

b) Így például vizsgálni kívántam, hogy az Optimális Valuta Övezet Elmélet tekintetében nyilván máris jelei vannak a specializáció növekedésének és a munkaerő mobilitás javulásának és az Egyesült Államokhoz való közeledésnek, (bár elsősorban az első tényezőt kívántam vizsgálni).

c) A Stabilitási és Növekedési Paktumot ért számtalan bírálat miatt úgy gondoltam, ebben változásra lenne szükség, szerettem volna felülvizsgálni ezt és kritikai elemzést adni.



- d) Magyarországon a seigniorage jövedelem elvesztése semmiféle számottevő költséget nem jelent majd a csatlakozás után.
- e) A költség-haszon elemzés eredményeképpen szerettem volna felmérni az elérhető előnyök (illetve most már az elmaradt hasznok) több éves nagyságrendjét.
- f) Nincs olyan stratégiája Magyarországnak, amely akár egy hosszabb átmeneti időszakot átvészeltetné.
- g) Árfolyamrendszer váltásra van szükség, mert a jelenlegi árfolyamrendszer nem nyújt biztonságot a pénzügyi stabilitás szempontjából.
- h) Szükséges behatóan foglalkozni a meghosszabbodott átmeneti időszakkal (az euro bevezetésig hátralevő várhatóan további 5-7 éves időszak). Ennek az időszaknak a tanulmányozásához a latin-amerikai országok részleges dollárátvétellel kapcsolatos tanulmányainak az európai viszonyokra való átültetése lehetséges.

# 1. A PÉNZÜGYI FOLYAMATOKRA HATÓ FŐBB GAZDASÁGI TÉNYEZŐK

## 1.1. Integráció és globalizáció

### 1.1.1. A pénzügyi folyamatokra ható főbb gazdasági tényezők című rész bevezetése

Úton vagyunk egy gazdasági és monetáris integrációba, melynek tagjai visszafogott növekedési ütemet, magas kamatlábat és munkanélküliséget értek el. De nem csak az integráció, azaz a jogharmonizációval, intézményi keretek megváltoztatásával kapcsolatos költségek és feladatok terhe nehezedik ránk, hanem a globalizáció is, amely az előbbivel összefüggő, ám mégis különválasztható folyamat. A verseny erősödése nem feltétlenül kedvez a demokráciának sem.<sup>2</sup> A monetáris szférát is jelentősen megterheli. A monetáris politika kiterjesztése sok bíráló szerint komoly mértékű jövedelem átcsoportosítás a dolgozók felől a tőkés felé. A gazdaságpolitikát is terheli a monetáris szuverenitás majdani elvesztése. Az a kérdés is felmerül, szinte naponta, hogy egységes gazdaságpolitika, a fiskális politika támogatása nélkül elérheti-e a célját a Gazdasági- és Monetáris integráció?

### 1.1.2. A globalizáció és az integráció fogalma

Sokrétű a fogalomhasználat a globalizációra és az integrációra vonatkozóan, erre a két folyamatra, amely együtt és egyszerre érint minket: a rendszerváltás előtti elzárkózás óta ez a két szó fordul elő talán a leggyakrabban az újságcikkek és tanulmányok címében, témáiban. A megítélés különböző, ez természetesnek is mondható, azonban jelentős eltérés van az értelmezésekben is. Elmondható, hogy egységes definíció tekintetében nem jutottak még konszenzusra a társadalomtudományok jeles képviselői.<sup>3</sup> A globalizáció tágabb értelmezésben olyan folyamatként fogható fel, amely évszázadok óta tart. A szűkebb értelmezés a transznacionális társaságok tevékenységével fonódik

---

<sup>2</sup> David C. Korten: Tőkés társaságok világhuralma (Magyar Kapu Alapítvány, 1996)

<sup>3</sup> Shaw, M. (2001) 'Review - Jan Aart Scholte: Globalization. A critical introduction, Millennium. A journal of international studies

össze, azaz az 1970-es évek óta tart. A nemzetközi tőkeáramlás előtt álló akadályok lebontása eredményezett egy olyan tendenciát, amely az egész glóbuszt egységes, strukturált rendszerbe foglalja és ez egyre inkább elmélyül.<sup>4</sup> Tendenciáról van szó, sokféle hatásról, kölcsönhatásról, de nem szándékolt folyamatról.<sup>5</sup> Az integráció nyilvánvalóan szándékolt folyamatként jöhet létre. De van-e összefüggés a kettő között? Nyilvánvalóan van. Ma megvalósuló formái a globalizáció nem kívánt hatásai ellen való védekezésnek is értelmezhető ma már: versenyképesség ösztönző, stabilizáló hatásokat is tulajdoníthatunk neki, amely védelmet és előkelő helyet biztosít az integrációba tömörült országoknak. A globalizáció pénzügyi válságaival szemben valósultak meg sikeres árfolyam alapú stabilizációs kísérletek, és továbblépésként a valutaunió, a közös valuta jelenti a biztosabb védelmet.<sup>6</sup> Más oldalról nézve a dolgot, éppen az ellenkező következtetésre juthatunk. Arra, hogy a globalizáció számunkra elsősorban az integrációba való törekvésen és közeledésen keresztül valósul meg.

Kofi Annan mondata, amelyben azt állítja, hogy a fejlődő országok jó része kimarad a folyamatból, rávilágít, hogy tulajdonképpen nem is az egész világ globalizációjáról beszélünk, hanem leginkább fejlett országok egymás köti viszonyairól. Azt állítani, hogy az erőforrások áramlásának teljes liberalizációja, a közös pénz egy egész kontinensre való kiterjesztése, a kultúratranszfer – mindez lassítólag hatna a globalizálódás folyamatának – képtelenség lenne. Az integrációs folyamat a globalizáció katalizátora, erősítve a globalizáció káros hatásait épp úgy, mint előnyeit. Ezért keveredik asszociációinkban az integráció és a globalizáció, hiszen ugyanazon folyamat részei. Persze az igaz, hogy az amerikai kultúra terjesztése helyett egy sajátos európai arculat kialakításának szándéka jelent meg, de az Európai Unió nagyon sok tekintetben rá van kényszerülve az amerikai minták átvételére. Ugyanakkor valószínűleg nem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy máshonnan indultunk. Ilyen nehézségei lehetnek a problémák nemzeti, nyelvi szempontok miatt, gazdasági-, gazdaságpolitikai kudarcok, tényezőáramlási merevségek, piac merevségek, intézmény- és jogrendszer átalakításának jelentős idő- és erőforrás igénye miatt.

---

<sup>4</sup> Farkas Péter: A globalizáció és fenyegetései /A világgazdaság és a gazdaságelméletek zavarai / Aula Kiadó, 2002.. Budaapest

<sup>5</sup> Bod Péter Ákos: A pénz világa – a világ pénze, KJK-Kerszöv, Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest, 2001.

<sup>6</sup> Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Aula Kiadó, 2001. Budapest

A „globális pénzügyi válság” napjaink pénzügyi szakértői körökben talán legdivatosabb témája. Mégsem lehet eleget foglalkozni egy olyan kérdéssel, amely Paul Hellyer, Kanada egykori miniszterelnöke, „alternatív” közgazdász szerint olyan mély válság fele sodorja a világgazdaságot, amilyen a 1929-’33-as volt.<sup>7</sup> Hellyer 1996-ban kiadott könyvében már előrejelzi az 1997-1999 év pénzügyi válságait. A szerző a monetarizmust okolja az eseményekért és más alternatívákat kínál. Azóta nem csak postkeynesianus vagy radikális, de monetarista vagy klasszikus tanokra épülő eszmeáramlatoknak hívó közgazdászok sora sokszorozta meg a lehetséges megoldások, forgatókönyvek mennyiségét. Mégis, mintha a javaslatok többsége zsákutcába vezetne, gyakorlati megvalósításuk előtt sok akadály áll.

Magyarország „veszélyeztetett” a pénzügyi fertőzések szempontjából: a kicsi, feltörekvő, nyitott országokba való befektetés hasznos lehet a külföldi befektetők számára a kamatprémium miatt, ami a stabilizáció során eltűnik - ahogy a kamatláb egyre csökken. Néha, előfordul, hogy meginog az adott gazdaság: nagy államháztartási- vagy fizetési mérleg hiányok halmozódnak fel, egekbe szökik az infláció, a gazdasági növekedés megtorpan. Amíg a válság előjeleit nem veszik komolyan, befektetőket még az sem mindig érdekli, egészséges-e a gazdaság. Jó példa erre, hogy 1998 nyarán a májusi események ellenére tovább áramlottak a befektetések Oroszországba. A tőzsdei forgalom további élénkülése azért negatívum, mert a válság bekövetkezése után (a buborék kipukkadása után) a befektetői kedv által „feldobolt” árfolyamok annál nagyobbat estek vissza, annál több vesztese volt a tőzsdeválságnak, annál több tőke áramlott ki, teljesen kihúzva a talajt az amúgy sem rózsás állapotú gazdaság lába alól. 1998 májusában egyébként meginogtak az árfolyamok bizonyos mértékig, de ez csak arra volt jó, hogy a befektetési alapok „vérszemet kapva” az árfolyam növekedést remélve új befektetéseket helyeztek el. Természetesen tudatában voltak annak, hogy nagy kockázatot vállalnak fel, de a piac „jutalmazza” az intézményi befektetők részéről az elért profitot, azonban a veszteséget közvetlenül nem torolja meg; más lenne a helyzet, ha az alapkezelők ösztönzési rendszere az el nem szenvedett veszteséget is jutalmazná.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Paul Hellyer: A globális pénzügyi válság túlélése Gondola Kiadó, 1998.

<sup>8</sup> Darvas Zsolt - Szapáry György: A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben (Közgazdasági Szemle, 1998 november)

Annyi mindenesetre bebizonyosodott, hogy Hellyer nem tévedett amikor a globalizáció veszélyei között az új típusú pénzügyi válság kialakulásának lehetőségét jelölte meg a legsúlyosabb következményként. E válságtípus esetén nem számít az, hogy két országnak van-e egymással kereskedelmi kapcsolata, hitelügyletei: az átterjedés egyfajta „fertőzésként” terjed, a befektetői hangulat határozza meg. A befektetők egymás reakcióit felerősítve, néha hisztérikus módon próbálnak megszabadulni azoktól a befektetésektől, részvényektől, kötvényektől, amelyek olyan országokban vannak, amelyeket a „ténylegesen” válságba jutott országgal rokonítanak. Elsődleges ok az információk hiánya, egy kaliforniai befektető például valószínűleg nem tudja megkülönböztetni lengyel és magyar részvényeinek kockázatát. Miért válik két ország egymással „rokonná” a távoli ország befektetője számára? Mert feltörekvő gazdaságokról lévén szó, bizonyos fokú bizonytalanság lehet jelen gazdasági téren illetve politikai labilitás is. Hatványozza ezt a „hasonlóságot” a földrajzi közelség - a tovaterjedés legalapvetőbb áldozatai a régió országai, ez a regionális vonatkozások fontosságára utal.

„Egyelőre sem az IMF, sem más nem rendelkezik biztos elképzeléssel arról, hogy a gyenge pénzügyi szektorral rendelkező, politikai rendszerüket tekintve alulfejlett gazdaságok tökeigénye hogyan elégíthető ki úgy, hogy közben védve vannak a tőkemérleg-válságokkal és az azok által okozott jóléti veszteségekkel szemben.”<sup>9</sup> Az IMF folyamatos útkeresésben van, a megelőzés tekintetében a legnagyobb lépés az volt, hogy e gazdaságok intézményrendszerének átalakítására tett javaslatokat. A pénzügyi stabilitásra vonatkozó felmérések, amelyben mikro- és makroprudenciális szempontokat vizsgált, Magyarország kedvező minősítést kapott, ugyanakkor, hogy mindez mennyire került az átláthatóság és a nyilvánosság szempontjai szerint a befektetők figyelmének középpontjába, az kérdéses. A kisbefektetők oldaláról érkező legfőbb veszély az, hogy ők nem egyszerűen kevésbé kívánnak az információszerzésre akár anyagi, akár időbeli áldozatot fordítani, hanem az ő szempontjukból lehet ezt a legkevésbé megoldani a racionalitás szempontjainak figyelembe vételével. Az intézményi befektetők tájékozottsága ennél nagyobb, ugyanakkor jellemző, hogy a befektetéseket kockázati szintjüknek megfelelően osztályozva, hosszú távon a biztos, fejlett országbeli

---

<sup>9</sup> Orbán Gábor: Régi és új válságkezelési technikák a globális pénzügyi architektúrában, Fordulat, 2002. tavasz

befektetéseket tartják, (állampapír, blue chip részvények), a többi befektetés leggyakrabban spekulatív, rövid távú. Ezzel éppen azoknak az országoknak okoz gondot akár csak válság árnyékának megjelenése esetén is – amelyek legkevésbé képesek védekezni az ilyen típusú válság elhúzódó hatásaival szemben. A globalizáció legnagyobb problémája, hogy a nemzetközi tőkepiaci folyamatok büntetnek minden olyan kísérletet, amely alternatív fejlődési utat próbál találni.

## **1.2. Az IMF mint válságkezelő intézmény**

### **1.2.1. Az IMF tevékenysége általánosan a globális pénzügyi intézményrendszerben**

A bretton woods-i rendszer felbomlásának egyik fontos következménye a globális pénzügyi intézményrendszer jellemzőinek átalakulása. Az egyes intézmények, miközben küldetésük újraértékelésekor igyekeznek alkalmazkodni a globális környezetben bekövetkezett változásokhoz, természetes módon arra is törekszenek, hogy létjogosultságukat folyamatosan igazolják. Az aranydeviza rendszer megszűnése a nemzetközi pénzügyi szervezeteknek az adósságválság során kialakult, folyamatosan változó világgazdasági körülményekre adott válaszként értelmezhető. A folyamat, amelyre a kortárs szakirodalom, így a Meltzer-jelentés<sup>10</sup> is „mission creep” -ként hivatkozik nem más, mint a nemzetközi szervezetek feladatkeresése, ad hoc-jellegű intézményi és stratégiai alkalmazkodási folyamata a megváltozott körülményekhez. A Meltzer-bizottság abból az állításból indul ki, illetve arra alapozza reformjavaslatainak nagy részét, hogy az a „felállás”, amelyben a bretton woods-i szervezetek eredetileg létrejöttek, és feladataik meghatározódtak, ma már nem létezik. A legfontosabb változások (az aranydeviza rendszer megszűnése, az elhúzódó pénzügyi válságok, a valuta-, deviza árfolyamrendszerek instabilitása, a felgyorsult nemzetközi tőkeáramlás, a pénz- és tőkepiaci liberalizáció) együttesen kényszerítették ki a pénzügyi intézményrendszer korrekcióját.

Az aranydeviza rendszerben az IMF (Nemzetközi Valutaalap) elsődleges feladatai a következők voltak: örökös az árfolyamok stabilitása fölött, a nemzetközi kereskedelem

---

<sup>10</sup> Orbán Gábor: Régi és új válságkezelési technikák, Fordulat, 2002. tél-tavaszi

kiegyensúlyozott növekedésének biztosítása, ehhez kapcsolódóan a nemzetközi likviditás menedzselése és a tagországok fizetésimérleg problémáinak áthidalása rövid távú kölcsönök segítségével. Az IMF feladatköre a korábbiakhoz képest ma már lényegesen szélesebb, jelentős mértékben kibővült az alábbiakkal:

- a feltörekvő gazdaságok pénzügyi válságainak kezelése,
- fejlődő és volt szocialista országok számára hosszú távú hitelek nyújtása,
- tanácsadás nemzetállamok kormányainak,
- az IMF tagországok gazdasági adatainak elemzése.

Az IMF tevékenységének hatékonysága különösen megosztja a közgazdászokat, a különböző vélemények a Valutaalap pénzügyi válságkezelésének eltérő megítéléséből adódnak.<sup>11</sup> A 3 fő irány, gondolatmenet:

- A pénzügyi válságok nem elkerülhetők. Az IMF feladatait a korábbiakhoz képest is szűkíteni kell, elsősorban a sürgős és kritikus válságkezelésekre kell koncentrálni. Ilyen célt szolgál az 1999 áprilisában létrehozott új, ún. feltételes hitelkeret (Contingent Credit Line, CCL). E koncepciónak részét képezi a magántőke bevonása a válságkezelésbe (pl. a magántőke követeléseinek befagyasztása).
- Az IMF-nek erős szerepet kell kapnia, a nemzetközi pénzügyi rendszer végső hitelezőjévé kell válnia. Ennek az alternatívának a megvalósítása kevésbé valószínű, mert a fejlett országok ilyen mértékű hitelkoncentrációt nem hajlandók támogatni.
- Az IMF-nek a válságkezelés mellett elő kell segítenie a tagországok gazdasági növekedésének felgyorsulását. Válsághelyzetekben új SDR teremtésre is lehetőség nyílhatna. A likviditási többletet a válsághelyzet megszűnése után vissza lehetne vonni, mint ahogy azt a központi bankok az egyes országokban teszik. Felvetődött, hogy a BIS (a központi bankok fóruma) szerepet vállalhatna a válságkezeléshez szükséges egyetértés kialakításában.<sup>12</sup> Törekvés mutatkozik regionális monetáris alapok létrehozására, a létező regionális fejlesztési bankok reformjára.

---

<sup>11</sup> Kálmán Dezséri: Economic Relations between Russia and the Central European Countries, MTA, Working Papers, No. 111 August 2000

<sup>12</sup> Transparency in Government Operations, International Monetary Fund, 1998.

A Meltzer-bizottság a Washingtoni Konszenzus feltételrendszerének<sup>13</sup> nem kellő hatékonyságát és az IMF mentőakciókban rejlő erkölcsi kockázatot emeli ki, és a szervezet karcsúsítását, hatáskörének szűkítését javasolja. Egy másik tanulmány, a Council on Foreign Affairs Task Force<sup>14</sup> új, a magánszektor áldozatvállalását ösztönző válságkezelési technika bevezetésének lehetőségét hangsúlyozza. E cikk arra tesz kísérletet, hogy a régi válságkezelési módszereket szembeállítsa az újabb javaslatokkal. A korábban válságkezeléssel kapcsolatban felvetett problémák két téma köré csoportosulnak: az egyik a feltételelességre vonatkozó dilemmák, a másik pedig az erkölcsi kockázat kérdése – mindkettő kapcsolatba hozható az intézményrendszerben alkalmazott ösztönzők problémájával. Az újabb javaslatok tehát egyfelől az IMF-ben már meglévő válságkezelési létesítmények reformját, a feltételelesség revízióját szorgalmazzák, másfelől a magánszektor bevonását sürgetik a válságkezelési folyamatba.

---

<sup>13</sup> A Washingtoni Konszenzus foglalja magába a nemzetközi pénzügyi rendszerbe való beilleszkedés feltételrendszerét. Nemzetállami szinten azonban a tőkepiacra való erőteljes támaszkodás megkövetel bizonyos gazdasági, politikai és intézményi környezetet, amelynek kialakítását korábban a feltételelesség rendszerével próbálták elérni.

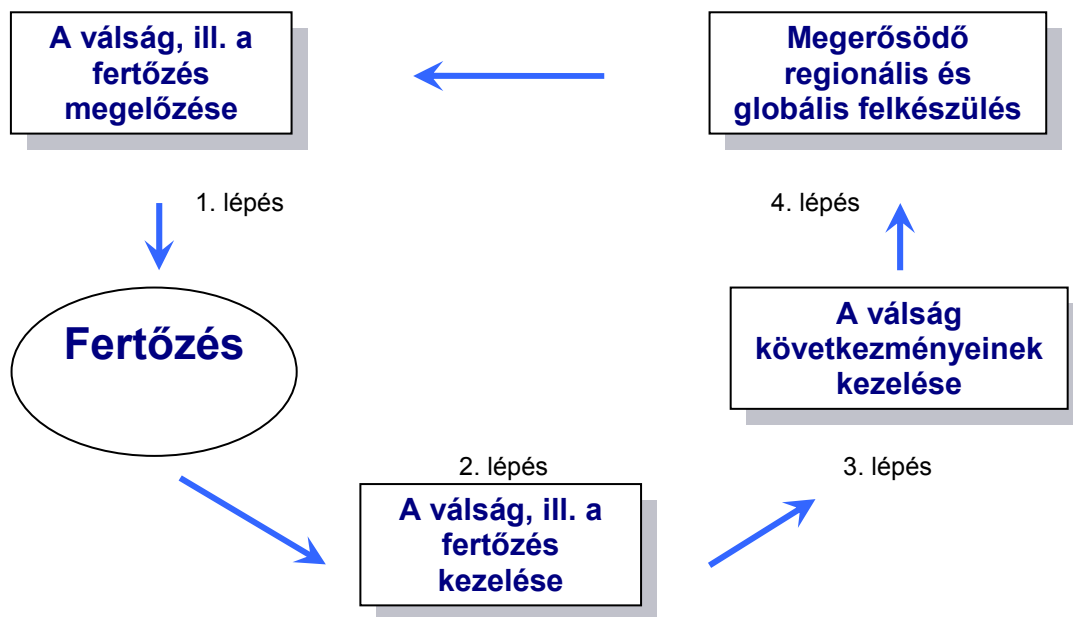
<sup>14</sup> Council on foreign relations (CFR): Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture, Report of an Independent Task Force, New York, 1999



## 1.2.2. Az IMF Magyarországgal kapcsolatos tevékenysége

Az IMF 4 lépésben jelölte meg azokat a feladatokat, amelyek szükségesek a válság ill. fertőzések kialakulásának megelőzéséhez, következményeinek kezeléséhez.

### 1. ábra: Az IMF válságkezelő és megelőző tevékenységének fázisai



*Forrás: Andrew Campbell, Graeme Harrison and Jamie Uprichard: Containing the spread of contagion, Queen's University, Belfast, December 2001.*

Az IMF 2001-ben készített egy válságmegelőző tevékenységre irányuló elemzést Magyarországról, amely az FSSA (Financial System Stability Assessment) a FSAP (Pénzügyi szektorokat ellenőrző program) része volt. Az IMF elemzéséből a következő megállapítások a legfontosabbak:

- Magyarország Közép- és Kelet-Európában élenjár a pénzügyi szektor megreformálásának területén.
- A pénzügyi szektorban jelentős tőke koncentrálódik, a kereskedelmi bankok döntő részben külföldi multinacionális társaságok tulajdonában vannak, amely nagyfokú biztonságot jelent az ügyfélkörük számára, a pénzügyi intézményrendszer stabilitásához is hozzájárul. Természetesen arra is volt már példa, hogy nagy tőkeerejű bankok kerültek csőd közeli állapotba (a

kereskedelmi bankok egymás közötti kereszttulajdonlásainak problémája, pár éve például többen felhívták a figyelmet a németországi bankrendszer koncentrációjára, annak problémáira.<sup>15)</sup> Azonban kétségtelen, hogy a külföldi többségi tulajdonlásnak előnyei is vannak, illetve, hogy semmiképpen sem lehetett volna a gyorsan fejlődő magyar pénzügyi szektort - biztonságosan - magyar kézben tartani. (Ennek előnyeiről ír például Várhegyi É.<sup>16)</sup>

- A pénzügyi szektor gyors fejlődése során eltűnnek azok veszélyforrások, amelyek a rendszerváltás után fenyegették a gyengén fejlett magyar pénzügyi szektort. Például a külföldi tőke segítségével, illetve állami tőkeinjekcióval sikerült eltüntetni a „csontvázakat” a régi, behajthatatlan kintlévőségek miatti bankszűkítések sorát.
- Gyorsan fejlődött a biztosítási piac, amely a '90-es évek elején szinte hiányzott. Igaz, 2001-ben az IMF úgy ítélte meg, gyenge a verseny.
- Az IMF a nyugdíjalapok által forgatott tőkét a kívánatosnál jóval alacsonyabbnak találta.
- A tőkepiacot kellőképpen likvidnek nevezi, ám megjegyzi, hogy a kevés a nagyvállalat, így kevés vállalat felel meg a tőzsdére való bevezetés kívánalmainak.
- Fejlett bankközi piacról, aktív repo piacról számol be.
- A VIBER rendszer bevezetését, annak előkészítését sikeresnek ítélte meg.
- A pénzügyi piac fejlődése lépést tart a piacgazdaság, illetve más szektorok fejlődésével.
- A növekedés stabil és a pénzügyi szektor kellőképpen erős.
- Fontos, hogy a bankszektor nagyobb mértékben finanszírozza meg a vállalati szektort, legyen beindítója a gazdasági „vérkeringésnek”. A kereskedelmi bankok államkötvény vásárlásainak kontrollja.
- Hitelkoncentráció csökkentése: a hitelek többsége multinacionális cégekhez illetve nagyvállalatokhoz áramlik. Ezek képesek megfelelni a hitelezési elvárásoknak, amely abból a hitelezési kultúrából táplálkozik, amelyet a külföldi

---

<sup>15</sup> Pozsonyi Gábor: Az univerzalitás helye a bankszabályozásban (Bankról, pénzről, tőzsdéről; szerk.: Bácskai Tamás, Bankárképző Intézet 1998.)

<sup>16</sup> Várhegyi Éva: Bankvilág Magyarországon, Helikon Kiadó., 2002 , „Mit adtak nekünk a Rómaiak?”

bankok fejlett piacgazdaságokból hoztak maguknak. Így nincs lehetősége a kis- és középvállalati szférának a hitellehetőségek kihasználására.

Négy fő területet jelöl meg a tanulmány:

1. Makro kihívások: stabilitás, külső és belső egyensúly, infláció csökkentése. Hiteles gazdaságpolitika. Ez garanciát jelentene a befektetői bizalom megtartásához.
2. Pénzügyi szektor fejlődése:
  - növekvő verseny, nagy nyomás a profiton
  - nagy a koncentráció mértéke a szektoron belül
  - Nőnie kell a vállalati és háztartási szektor hiteleinek.
3. A pénz- és tőkepiac infrastruktúrájának fejlődése:
  - Bankközi rendszer fejlődése
  - OTC piac-
  - Biztosítási piac növekedése
  - A törvényi keretek EU harmonizációja.
4. Szabályozás, ellenőrzés

Elsősorban a banki szféra szabályozásáról van szó, ugyanakkor ahhoz, hogy a hitelezés kiterjeszhető legyen kis- és közepes vállalkozásokra, hogy azok biztonsággal meg tudjanak felelni a banki előírásoknak, a fekete gazdaság visszaszorítására volna szükség. A kereskedelmi bankok belső szabályozása is alkalmas kell, hogy legyen, ez felkészült kockázati menedzsmentet feltételez.

A tanulmány végső következtetései: A magyar gazdaság, pénz- és tőkepiac jól integrálódott a környezetébe, alkalmazkodott a fejlett országok hasonló intézményeihez és piacaihoz. Két veszélyforrást láttak azonban: először is, a makro kihívásoknak való megfelelés, a hitelesség megőrzése miatt, a külső sokkoknak való kitettség kérdése. A másik: a bankszektor stabilitása. Hitelezési válságok előfordulásának kérdése.

Az eltelt néhány év azzal a tanulsággal szolgált, hogy láthatjuk, egyik IMF által feszegetett kérdés sem nyert megnyugtató választ. A makro kihívások, ezzel együtt a hitelesség kérdésében egyértelmű válasz adható. A hitelezési válsággal kapcsolatosan azóta felfokozódott válsághelyzet van. Elsősorban a háztartások eladósodottsága

tekintetében találunk kritikus adatokat, ha megnézzük a Függelék 2. sz. táblázatát. A bruttó pénzügyi adósság a rendelkezésre álló jövedelem %-ban túllépte a 40%-ot. Szemléletesen azt is mondatjuk, hogy a háztartások minden elköltött 100 Ft-jából 30 Ft adósság. Szerencsére azonban bankcsődök még nem jelentkeztek az adósok fizetéseképtelensége miatt.

Az IMF tevékenysége azonban nem ért véget a FSAP programmal. Évről évre lefolytatja ún. IV. cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultációs tárgyalásait, amelyben jellemzi a helyzetet, értékeli, tanácsot ad. Az alábbiakban az IMF saját megfogalmazásában olvasható a IV. cikkely szerinti tárgyalások célja:

„A Nyilvános tájékoztatók (PIN = Public Information Notices) a Nemzetközi Valutaalap azon erőfeszítéseinek részét képezik, amelyek nézeteinek és a gazdasági folyamatok és gazdaságpolitikai intézkedések átláthatóságának javítását szolgálják. Az érintett tagország (tagországok) beleegyezése esetén Nyilvános tájékoztatók kiadására kerül sor a tagországgal folytatott IV-es cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultációs megbeszélések tárgyaló, a regionális gazdasági folyamatokat felülvizsgáló, a hitel-megállapodások lejártát követő fokozott gazdaságpolitikai felügyeletet áttekintő, valamint az elhúzódó hitel-megállapodással rendelkező tagországok ex-post értékelését vizsgáló ügyvezető igazgatósági üléseket követően. Nyilvános tájékoztatók megjelentetésére az általános elvi ügyeket tárgyaló igazgatósági üléseket követően is sor kerül, amennyiben az ügyvezető igazgatóság arról másként nem határoz.”<sup>17</sup>

A IV. cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultáció Magyarországot érintő megállapításairól a 4. részen belül lesz bővebben szó.

### **1.3. Az integrációs folyamatok jellemzői**

#### **1.3.1. Integrációs törekvések és fő okaik**

Az alapvető cél, a kereskedelem liberalizálása illetőleg az erőforrások jobb, az optimálisához közelebb eső allokációján és az ezekből nyerhető gazdasági előnyökön kívül az is minden bizonnyal szerepet játszik a XX. század végi számtalan regionális integrációs törekvésekben, hogy egy intézmény sem volt képes olyan megoldást találni,

---

<sup>17</sup> MNB: IMF 2006. évi IV-es cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultáció

ami a kisebb, sérülékenyebb gazdaságokat fejlődésük kiteljesedése érdekében megvédené a versenyképességben egyelőre meglévő hátrányaik miatti hatásoktól.

A közelmúlt integrációs törekvései a teljesség igénye nélkül<sup>18</sup> :

- *Amerika*

Latin-amerikai Integrációs Társulás

Közép-amerikai Közös Piac

Dél-amerikai Szabadkereskedelmi Övezet

Karib Közösség és Közös Piac

Déli Közös Piac

Észak-amerikai Szabadkereskedelmi Övezet

Háromak Csoportja

Andok Közösség

- *Arab világ*

Arab Közös Piac

- *Ázsia*

Délkelet-ázsiai Nemzetek Szövetsége

Dél-ázsiai Regionális Együtműködési Szövetség

- *Afrika*

Nyugat-afrikai Államok Gazdasági Közössége

Mano-River Unió

Nyugat-afrikai Gazdasági Közösség

Közép-afrikai Vám- és Gazdasági Unió

Dél-afrikai Vámunió

Közép-afrikai Országok Gazdasági Közössége

- *Európa*

**Európai Unió**

Európai Szabadkereskedelmi Társulás

Közép-európai Szabadkereskedelmi Társulás

---

<sup>18</sup> Kocziszki György: Regionális integrációk gazdaságtana, Bíbor kiadó, Miskolc, 2000.

### 1.3.2. Gazdasági integrációs formák jellemzői

1. táblázat: Integrációs formák

	Szabad-kereskedelmi övezet	Vámu nió	Közös piac	Gazdasági Unió	Pénzügyi Unió
Protekciónizmus leépítése	x				
Közös külső vám működtetése	x	x			
Termelési tényezők mobilitásának szabályozása	x	x	x		
Egységes gazdaságpolitika bevezetése	x	x	x	x	
Egységes pénzügyi politika alkalmazása	x	x	x	x	x

*Forrás: Kocziszki György: Regionális integrációk gazdaságtana, Bíbor kiadó, Miskolc, 2000.*

2. táblázat: A közös koordináció potenciális eszközszerkezete gazdasági ill. pénzügyi unió esetén

Eszközök		Gazdasági Unió	Pénzügyi Unió
1. Közös politikák	a) Ágazati (pl. ipar, agrár, közlekedési, stb.) politikák	x	x
	b) Fejlesztési politikák	x	x
	c) Foglalkoztatási, szociális politika	x	x

	d) Regionális politika		
	e) Pénzügyi politika		
	- Közös monetáris politika		<b>x</b>
	- Közös devizapolitika		<b>x</b>
	- Közös költségvetési politika		<b>x</b>
<b>2. Közös intézményrendszer</b>	a) Közös információszolgáltató intézmények (pl. statisztikai, szerzői jogi, stb.)	<b>x</b>	<b>x</b>
	b) Közös kutató intézmények (pl. alap-, alkalmazott kutató intézmények, stb.)	<b>x</b>	<b>x</b>
	c) Közös közigazgatási intézmények (pl. bíróság, stb.)	<b>x</b>	<b>x</b>
<b>3. Közös jogalkotás, szabályozás</b>	a) közös szabványok, normák	<b>x</b>	<b>x</b>
	b) közös jogalkotás (pl. pénzügyi, gazdasági)	<b>x</b>	<b>x</b>

*Forrás: Kocziszki György: Regionális integrációk gazdaságtana, Bíbor kiadó, Miskolc, 2000.*

A pénzügyi integrációnak három területe lehet:

- a közös monetáris politika
- közös devizapolitika
- közös költségvetési politika (ez az európai monetáris uniót nem jellemzi, illetve részben.)

A közös monetáris politika eszköze a közös jegybank illetve tartalékok előírása és a leszámítolási kamatláb egységes mértékű előírása. Célja a pénzkínálat és az infláció szabályozása, a hitel- és betéti kamatok összehangolása.

A közös devizapolitika eszköze a közös pénz bevezetése, elsődleges célja az árfolyam-ingadozások megszüntetése.

A közös költségvetési politika közös szabályozáson keresztül valósulna meg, a cél a bevételek (pl. adók) és a kiadások (pl. szociálpolitika) összehangolása volna.

Hátránya, hogy a pénzügyi integráció korlátozza a tagállamok monetáris autonómiáját

és költségvetési politikáját; hatására nőhet a munkanélküliség és az infláció, továbbá a régiók közötti aránytalanság. Egyéb ellenérvek is vannak az integrációkkal szemben:

- Az első és talán legsúlyosabb ellenérv, hogy a globalizáció alapvető mozgató erejévé a spekulatív tőke vált<sup>19</sup>. Ennek hatására nem a szabadpiac mechanizmusa, hanem a „spekulatív kapitalizmus” szelleme érvényesül.
- A második veszély az, hogy a társadalmakon belül nő az egyenlőtlenség. A világkereskedelem és a tőkebefektetések előtt álló korlátok lebontása kedvezőbb helyzetbe hozza azokat a tőkecsoportokat, amelyek globális méretekben dolgoznak, szemben azokkal, amelyeknek valamilyen oknál fogva meg kell maradniuk a nemzeti keretek között.

A pénzügyi integráció előnye, hogy javítható a források elosztásának hatékonysága, megszüntethető a spekulációs célzatú tőkeáramlás a tagállamok között, továbbá deviza takarítható meg.<sup>20</sup>

Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió egyedülálló vállalkozás. Olyan szintű integrációs mélységet céloz meg, amely eddig egymástól független országok társulásának eredményeképpen még nem jött létre. Sem évszázados föderális szövetség, sem azonos elvek alapján vezérelt gazdaságpolitika nem előzte meg létrejöttét.

---

<sup>19</sup> Cohen, D.: Fehldiagnose Globalisierung. Frankfurt, Campus, 1997.

<sup>20</sup> Mazzaferro, Francesco et al. (2002): Economic relations with regions neighbouring the euro area in the "euro time zone" ECB Occasional Paper Series No. 7



## 2. ALAPVETŐ ELMÉLETI VONATKOZÁSOK

### 2.1. A pénzsemlegességről

#### 2.1.1. Makroökonómiai közelítés

A pénzsemlegesség fontos kérdés, mivel főként ennek elfogadásától vagy elvetésétől függ, hogy a monetáris politika önállósága egyáltalán jelent-e előnyt. Az MNB kutatói azt állítják, hogy az önálló monetáris politikai lépésekre Magyarországon nem feltétlenül van szükség, kivéve, ha aszimmetrikus sokk keletkezik, amelynek feloldásához saját eszközökre lenne szükség. Egyszerűsíti a helyzetet, hogy már évtizedek óta az a tendencia, hogy a monetáris politikát az infláció mérséklésében tartják fontosnak és nem a kibocsátás fokozásában. Ennek nyilván alapvető oka az, hogy a pénzsemlegességet valló nézetek megerősödtek az új közgazdasági kutatásokban. Az, hogy a pénzkínálat bővülése jelent-e reálkibocsátás növekedést, több úton vizsgálható. De milyen időtávon vizsgáljuk a változást? Ha egy egyszerű varianciaanalízist alkalmazva empirikus adatokat vizsgálunk, arra a következtetésre juthatunk, hogy a GDP és a pénzkínálat bővülés szoros kölcsönkapcsolatot mutat. Ez azonban egyáltalán nem lehet bizonyíték a kapcsolat létezésére. Részint a több oldalú összefüggésrendszer, részint pedig a vizsgálat többféle elfogadott adattípusa miatt.<sup>21</sup> Az bizonyos, hogy a keynesi „engedékeny” álláspont alapja nem más, mint hogy az általa feltételezett ármerevség miatt lényegesebbnek ítéli a nominális kibocsátásban beállt változást mint az árszínvonal változását. Így pozitív előjelű reálkibocsátás változást képes előidézni e módon.

A rövid távú hatások vizsgálata esetén lehet ezt a hatást megmutatni, mikor az árszínvonalnak még nincsen ideje az alkalmazkodásra. Még akkor is így van, ha

---

<sup>21</sup> Már az egyszerűbb vizsgálatból is látható, hogy a kapcsolat gyengül, ha az M2 pénz aggregátumot vesszük figyelembe. Korábban is végeztek hasonló vizsgálatokat és akár homlokegyenest ellenkező eredményeket kaptak. Az elemzést végzők véleményei abban is eltértek egymástól, hogy mi az, amit célszerű felhasználni, mely adatok relevánsak adott helyzetben. Amíg az adatok kiválasztása elméleti vita tárgyát képezi, nem lehet fekete-fehéren kimutatni egyik vagy a másik oldal igazát statisztikai elemzések segítségével.

elméletében a transzmissziós mechanizmus<sup>22</sup> során többet elnyel a gazdaság az alkalmazkodás során: az emberek ugyanis helyettesítések sorozata után „nyitnak” a pénzeszközök kereslete felől a reáleszközök felé. A monetaristáknak a klasszikus elméletből kiinduló, kidolgozott elképzelése arról, hogy a haszon maximalizálás során a relatíve magasabb határhasznú „termékek” felé átcsoportosul a felhasználás, beleértve a termékek közé a pénzt is, mint hasznos (likviditással bíró, kényelmet, biztonságot jelentő) jószágot.

A szakirodalmak megosztottak, hogy a szűken értelmezett pénz az M1 aggregátum, vagy az M2. Ha az M2-t tekintjük annak, nyilván kevésbé tűnik hatékonyabbnak a monetáris politika, hiszen az Keynes szerint az átcsoportosítás első hulláma a legközelebbi aggregátumot érinti leginkább, ezt azonban „egy kalap alá” vettük az elsővel. Ha a monetáris gondolatsort igazolnánk inkább, ez kedvezőbb, mert az M2 aggregátum esetében mondjuk a kamatláb emelkedés csak a pénz különböző formái közötti átrendeződésnek tekinthető, a pénzkészletek egészére nincs hatása. Persze, ez esetben belejátszik a hatásokba a kamatrugalmasság, ennek mértékével is lehet játszani: a hosszú távú kamatlábak megváltozása jobban befolyásolja a gazdaság résztvevőinek szándékait és cselekedeteit, mint az egyébként is nagyon változékony rövid távú kamatlábak.<sup>23</sup>

A monetarista megközelítés azonban nem kibékíthetetlen a keynesivel. Az új neoklasszikus szintézis (NNS) ennek jó példája. Egy ideje már nem is láthatjuk tisztán, önmagában a monetarista iskola elveinek alkalmazását a fejlett országok gazdaságpolitikájában. Ahogy Farkas Péter is észrevette: a keynesizmus „belopakodott”<sup>24</sup> a nagy gazdaságok gazdaságpolitikájába. Főleg az ár- és bémerevségekről alkotott elképzelései miatt az NNS elfogadja a keynes-i modellt, más okból elutasítja azt, biztos azonban, hogy fejlett modellrendszernek tekinthetjük, mert

---

<sup>22</sup> Ma: a MNB kiadványaiban szereplő transzmissziós mechanizmus nem a pénz növekmény hatása a reálgazdaságra, hanem a monetáris politika különböző eszközeinek ereje az infláció letörésében.

<sup>23</sup> Freedman: In defence of footnotes-a clarification of a misunderstanding of Keynes's definition... Cambridge Journal of Economics 1993; 17: 241-244

<sup>24</sup> Farkas Péter: A globalizáció és fenyegetései; Aula kiadó, Bp., 2002.

figyelembe veszi a jólét növekedésének kérdését a monetáris alternatívák alapján és figyelembe veszi a monetáris megszorítások negatív hatásait is.<sup>25</sup>

Az NNS egyrészt elfogadja, mint tény, hogy Friedman a pénzkínálat egyenletes növekedési ütemére vonatkozó javaslatát a defláció-depresszió spirál kialakulásától való félelem miatt – ez az adósságok reálértékének növekedése, adósságválságtól való félelem elsősorban - sehol sem követik, másrészt a monetáris politika fő feladataként – mintegy megkerülve a választást a különböző iskolák pénzsemlegességre vonatkozó elhúzódo vitájának alternatívái között – a monetáris politikának egyszerűen azt a szerepet szánja, hogy az árstabilitásért feleljen, még inkább: az alacsony inflációért. Az NNS egyébként is szívesen helyezi a hangsúlyt az inflációra, az infláció költségeire és annak kifejtésére, az alacsony, kiszámítható inflációjú környezet miképpen tudja elősegíteni a gazdaság hatékony működését. A gazdaságpolitika több területén érzékelhető az NNS ismerete és elfogadása: a racionális várakozások iskolája szerint felgyorsult az ismeretek áramlása és ez a gazdaságpolitika terén is – talán – jellemzővé válik. Legalábbis nem lesz igaz sokáig, hogy politikusaink „halott közgazdászok rabzolgái”.<sup>26</sup> Igaz ugyan, hogy nehéz elhinni, a politika érdekektől átszőtt útvesztőiben valaha majd a tudomány lesz a vezércsillag, ugyanakkor számolni kell vele, hogy az angolszász elméletek jó része nem érvényesül az európai gyakorlatban, legalábbis nem ugyanazzal a hatásfokkal, hiszen a piac szinte kizárólagos érvényesüléséhez jóval kevésbé áll közel mint a rugalmas piacokkal rendelkező Egyesült Államok, ugyanakkor a gazdasági hagyományok és társadalmi elvárások, szerepek figyelembe vételével a kizárólagosan piaci alapokon működő, jóléti jellegű intézkedéseket elvető modellek szorgalmazásának kérdése mélyebb problémákat és etikai kérdéseket vet fel. (Pl. a svéd gazdaság, amely korábbi jóléti rendszerének csak fokozatos leépítését vállalta, ugyanakkor a munkaügyi szabályozástól kezdve az intézményrendszer egyéb szintjéig mindmáig erősen magán viseli a szolidaritás elvűség lenyomatát, ma az egyik legsikeresebben teljesítő gazdaság Európában.)<sup>27</sup>

<sup>25</sup> Goodfriend, Marvin és Robert G. King: The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. In.: NBER Macroeconomics Annual (1997)

<sup>26</sup> Todd G. Buchholz: Új ötletek halott közgazdászoktól, Európa Kiadó, Bp., 1998.

<sup>27</sup> Györfly Dóra: Globális kihívások és nemzetgazdasági alkalmazkodás /A gazdaságpolitikai fegyelem érvényesítése Svédországban/ Közgazdasági Szemle LIII. Évf., 2006. június

## 2.2. Pénzügyi válságok

### 2.2.1. Postkeynesianus elmélet

A postkeynesianusok elméletét hívják az eredendő instabilitás elméletének, (systemic fragility), és a lényege, hogy a gazdaság örökös ingadozása miatt a konjunktúra csúcán túlzott eladósodás, pénzügyi válság következik be.

A túlzott eladósodás oka (Irving Fisher elmélete): a konjunktúra nyomán növekvő pénzmennyiség, általános optimizmus, emelkedő forgási sebesség, az adósság reálértékét csökkentő áremelkedés közepette felvett hiteleket képtelenek visszafizetni, megújítani a hitelt, ezért a bizalom megingása miatt a bankok nem nyújtanak új hiteleket. A pénzmennyiség csökken, az adósságok likviditása nem tart lépést az árszínvonal csökkenésével („Minél többet fizetnek az adósok, annál többel tartoznak”). Tömeges csődök következnek be, (vállalatok, bankok), így a túlzott adósságok „elolvadnak”. Ez a laissez fair megoldása a túlzott eladósodásnak. Úgy lehetne megakadályozni, hogy az árszínvonalat „mesterségesen” azon a szinten tartják, amelyen a szerződések kötöttek.<sup>28</sup>

H. Minsky a gazdasági alanyokat 3 csoportba sorolta az adósság fedezettsége szerint fedezett finanszírozás, spekulatív finanszírozás, Ponzi-finanszírozás.<sup>29</sup> A fellendülés szakaszában az adósságok szerkezete egyértelműen eltolódik a kevésbé finanszírozható forma felé. A globalizáció is e formák felé tolja el az adósság-szerkezetet, a GNP növekedésének kényszere, a kiélezett versenyhelyzetek, konjunktúra kilátások „mesterséges” javítása (ezek a banki versenyre is hatnak).

Kérdés, hogy a hitelkockázatot a bankok miért nem ismerik fel? Postkeynesianus magyarázata, hogy "katasztrófa-rövidlátás" van, a szubjektív valószínűség formálódása, deformálódása a jellemző. A bankok közötti verseny nem kellően prudens, óvatos működés irányába mozdítja el a bankokat. Azonkívül a likviditás fogalma mindig

<sup>28</sup> Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Bp., Aula, 2001

<sup>29</sup> Hyman Minsky: "Financial Instability Hypothesis", 1993, in Arestis and Sawyer, Handbook of Radical Political Economy (www.levy.org)

viszonylagos, a piac nem lehet a szereplők összessége számára likvid, ha mindenki kölcsönt akar felvenni, vagy nyújtani, ha a kereslet-kínálat összhangja megbomlik. A vezetői teljesítmény-ösztönző rendszerek és a munkaerő mobilitás is ebbe az irányba hat.

Jellemzőek a szubjektív elemek nem csak a katasztrófa észre nem vétele, hanem a katasztrófa-felnagyítás is: az élmény közelsége miatt a szubjektív valószínűség lép előtérbe az objektívval szemben. A válság ellenes politika lehet költségvetési politika (diszkrécionális eszközök, vagy automatikus stabilizátorok az adósság-defláció spirál fékezésére), vagy jegybanki politika: kamatláb csökkentés, végső kölcsönnyújtó lehet a jegybank.

Azonban a válság sorozatos elkerülése esetén: az infláció és a pénzügyi vagyonok felhalmozódnak „pénzmenedzser kapitalizmus” és törekény lesz a pénzügyi rendszer, spekulatív tevékenységek elburjánzása. Ilyen szempontból a „természetes lefolyású” válság megtisztítja a gazdaságot, stabilizál.

### **2.2.2. Monetaristák véleménye**

Monetaristák (destabilizáló spekuláció): ok csak a bankpánik lehet, mert a pénzügyi rendszer alapvetően stabil. Intézményi úton megelőzhető. Szerintük a válság „ál-pénzügyi válság”. Megold(ód)ás: laissez faire alapján, „minden a maga útján”.

Friedman: A spekuláció funkciója az intertemporális különbségek mérséklése, a monetaristák szerint a hatékony piac kialakulását segíti elő.

Spekulációs stratégiák:

- fundamentális elemzés,
- technikai elemzés,
- hírek,
- nyájszellem.

A fundamentalisták abból indultak ki, hogy az árfolyam egyensúlyi külkereskedelmi mérleget kiegyensúlyozó szintre törekszik. A technikai elemzés hívei azt vallják, hogy

az árfolyam mozgása múltbeli alakzatot követ. Azaz a fundamentalisták várakozása regresszív, stabilizáló, a technikai elemzés híveinek extrapolatív, destabilizáló várakozásai vannak.

Mivel mindkettő típusú stratégia jelen van, a számítások azt tükrözik, hogy az árfolyamok aperiodikusan, kiszámíthatatlanul ingadoznak az egyensúlyi érték körül, de soha nem állapodnak meg ott, stabil ingadozások megszakadnak, mert egymást tompíthatják, erősíthetik, akár semlegesíthetik is. Ez exogén sokknak tűnik, ám endogén okai vannak.<sup>30</sup>

A destabilizáló spekuláció hatására (túl magasra felhajtott illetve túl alacsonyra leszorított árak következtében):

- helytelen forrásallokáció
- indokolatlan helyettesítési döntések (pl. portfólió-)
- az árak ingadozása nagyobb, mint a spekuláció nélkül lenne
- "spekulációs buborék" keletkezik.

### **2.2.3. Modern pénzügyi válság megközelítése**

A postkeynesianusok elméletét eredendő instabilitás elméletének hívja a szakirodalom és lényege, hogy a gazdaság örökös ingadozása miatt: a konjunktúra csúcsán optimista hangulat uralkodik el, magas kamatlábak mellett is hajlandóak hiteleket felvenni, a bankok pedig nyújtani azokat. Ekkor túlzott eladósodás, pénzügyi válság következik be. Kérdés, hogy a hitelkockázatot a bankok miért nem ismerik fel? Postkeynesianus magyarázata, hogy az ún. szubjektív valószínűség deformálódása a jellemző. A bankok közötti verseny nem kellően prudens, óvatos működés irányába mozdítja el őket. Lényeges megállapítás az is, hogy a likviditás fogalma mindig viszonylagos, a piac nem lehet a szereplők összessége számára likvid, ha mindenki kölcsönt akar felvenni, vagy nyújtani, ha a kereslet-kínálat összhangja megbomlik. A kellenél nagyobb kockázatvállalási készség irányába hatnak a vezetői teljesítmény-ösztönző rendszerek és

---

<sup>30</sup> The Triumph of Monetarism? J. Bradford DeLong, 1999. october, [www.berkeley.edu](http://www.berkeley.edu)

a munkaerő mobilitása is. Jellemzőek a szubjektív elemek: nem csak a katasztrófa észre nem vétele, hanem a katasztrófa-felnagyítás is: az élmény közelsége miatt a szubjektív valószínűség lép előtérbe az objektívval szemben. A válság ellenes politika lehet költségvetési politika (diszkrecionális eszközök, vagy automatikus stabilizátorok az adósság-defláció spirál fékezésére), vagy jegybanki politika: kamatláb csökkentés, végső kölcsönnyújtó is lehet a jegybank.

A monetaristák pénzügy válság felfogása merőben más. Véleményük szerint az ok csak bankpánik lehet, mert a pénzügyi rendszer alapvetően stabil. Szerintük a válság csak intézményi úton előzhető meg. A „monetaristák pénzügyi válsága” egy „ál-pénzügyi válság”. Megoldódása a laissez faire alapján garantált, „haladjon minden a maga útján”. Friedman szerint a spekuláció funkciója az intertemporális különbségek mérséklése, azaz a hatékony piac kialakulását segíti elő. Azonban az információ tökéletes áramlását biztosítani kell. A válság kialakulásában szerepük lehet a befektetők spekulációs stratégiáinak is, mint a fundamentális elemzés, technikai elemzés, hírek, nyájszellem. A fundamentalisták abból indultak ki, hogy az árfolyam egyensúlyi külkereskedelmi mérleget kiegyensúlyozó szintre törekszik. A technikai elemzés hívei azt vallják, hogy az árfolyam mozgása múltbeli alakzatot követ. Azaz a fundamentalisták várakozása regresszív, stabilizáló, a technikai elemzés híveinek extrapolatív, destabilizáló várakozásai vannak. Mivel mindkettő típusú stratégia jelen van, a számszerű értékekre végzett számítások azt tükrözik, hogy az árfolyamok aperiodikusan, kiszámíthatatlanul ingadoznak az egyensúlyi érték körül, de soha nem állapodnak meg ott, stabil ingadozások megszakadnak, mert egymást tompíthatják, erősíthetik, akár semlegesíthetik is. Ez máris ellentmond a spekuláció stabilizáló tulajdonságának.

A hírek, illetve a nyájszellem hatása is az információ részlegességével van összefüggésben. Az információkkal való ellátottság esetén, azaz a kormányok gazdaságpolitikájának és az IMF tanácsainak jobb transzparenciája esetén bizonyos javaslatok szerint elő tudnák segíteni a jobb döntéshozatalt és az IMF politikája és tanácsai iránti nagyobb nyitottságot, bizalmat.<sup>31</sup> Nyilván egy adott országban portfóliója

---

<sup>31</sup> Dr. Báger Gusztáv: Az IMF és a Világbank új prioritásai

nagyon kis részét tartó befektető nem szeretne „elmélyülni” az adott ország makrogazdasági jellemzőiben, vagy a részvénytárcájában szereplő cégek pénzügyi mutatóinak elemzésében. De a '90-es évek végén kialakult válságokhoz hasonló problémák esetén sokat számíthat a terjedés megakadályozása, a fertőzés minél kisebb veszteségekkel való lezárulása szempontjából, hogy hallgatnak-e a befektetők az említett intézmény tanácsaira, véleményére. Ha nem állnak rendelkezésre objektív adatok az adott ország helyzetéről, a befektető megpróbálhat másolni bizonyos e területen nagy tekintélyt szerzett személyeket – ehhez válság sem kell, csak egy időben jött hír) illetve pánikszerű kapkodás jelenik meg és hajlamos más befektetőkkel azonos módon cselekedni.

Jellemző sikeres befektetők portfóliójának, tranzakcióinak másolása is. Soros György ismertségét többek között azzal alapozta meg, hogy több ország devizájának árfolyamával szemben is sikeres hadjáratot folytatott. Az IIA tőzsdei magazin által összeállított befektetői rangsornak is élén volt, amely 2003-ban elért spekulációs eredmények alapján rangsorolja a világ legeredményesebb befektetőit. 2003-ban összesen 750 millió dollárt - több mint 160 milliárd forintot - keresett, és ezzel a teljesítménnyel megelőzte a sorban utána következőket. Nevével immár elválaszthatatlanul összefonódik az a pénzügyi manővere, amikor a kilencvenes évek elején hatalmas pénzeket keresett az angol font árfolyamesésére játszva, de ezt csak „piac-csinálóként” tudta megtenni: minden tranzakcióról szóló hírt árgus szemekkel figyeltek követői és másolták azt. Így amit tett, az hatással volt a piac alakulására.

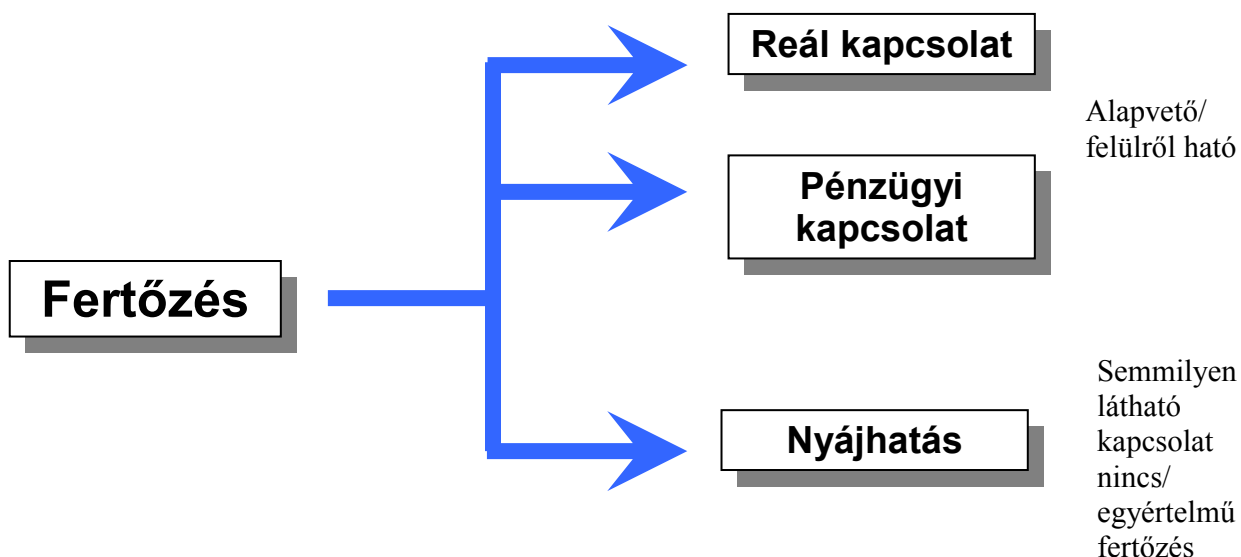
A „nyájszellem”-re szemléletes példa az „étterem példa”. A tőzsdei és devizapiaci hangulatot e példa ahhoz hasonlítja, hogy olyan, mintha két étterem nyílna egy városban. Egyszerre és egymás mellett. Aki vacsorázni szeretne, a jobbik éttermet kívánja választani. De amíg senki nincs és nem is volt egyikben sem, az elsőnek valahogy választania kell. A másodiknak már könnyebb dolga van: ő már látja, hogy az egyik étteremben valaki van, a másik üres. Így fordulhat elő az, hogy az egyik étterem megtelik, a másik pang, pedig lehet, hogy semmivel sem jobb, mint a másik.<sup>32</sup>

---

<sup>32</sup> Robert J. Shiller: Tőzsdemámor, Alinea Kiadó, Bp. 2002.147-165.o.



## 2. ábra: Hogyan terjed a pénzügyi fertőzés?



*Forrás: Andrew Campbell, Graeme Harrison and Jamie Uprichard: Containing the spread of contagion, Queen's University, Belfast, December 2001. (Dornbusch, Park és Claessens, 2000)*

A gazdasági szakirodalom a fertőzés 3 lehetséges csatornáját nevezi meg és a fertőzési csatornától való elszigetelődést a legfőbb „védekező eszközként”. Az „igazi” fertőzés esetén azonban nem lehet elszigetelődni; hiszen semmilyen látható kapcsolat nincs. A válság áttérése mégis megtörténik. Igaz, általában található magyarázat: politikai berendezkedés, makrogazdasági helyzet hasonlóságai, események hasonlósága, regionális okok, stb. Ilyen rész- vagy esetleg annak sem nevezhető információk, okok alapján vonhatnak analógiát a befektetők az adott gazdasággal, így megindul a forró tőkék kiáramlása. Ezt, a globalizáció mai tendenciával összekapcsolható viszonylag új jelenséget „modern” pénzügyi válságnak is nevezhetjük.<sup>33</sup>

<sup>33</sup> Andrew Campbell, Graeme Harrison and Jamie Uprichard: Containing the spread of contagion, Queen's University, Belfast, December 2001.

## 2.2.4. Várható jövőképek (a két típus szerint csoportosítva)

### A monetáris politika megszűnésének hatásai

A saját valuta és az önálló monetáris politika feladásának jóléti költségét az határozza meg, hogy az üzleti ciklus ingadozása mennyivel lesz nagyobb az euró bevezetése után. Ez nagyban függ attól, hogy a magyar gazdaság mennyire van kitéve ún. aszimmetrikus sokkoknak, azaz a gazdasági környezet olyan hirtelen változásainak, amelyek Magyarországot és az eurozónát eltérő mértékben érintik.

Bár a monetáris önállóság a ciklikus ingadozások simítására szolgáló eszköz, bizonyos körülmények között akár fel is erősítheti a ciklusokat. A saját valuta fenntartása egy kis, nyitott és jelenleg még a „feltörekvő ” befektetési kategóriába eső ország esetében önmagában is nemkívánatos sokkokat: pénzügyi fertőzéseket, a valuta elleni spekulatív támadásokat indukálhat. A saját valuta fenntartása ezekben az országokban a tőkeáramlások nagyobb ingadozásához vezet, mint ami egy fejlett és / vagy főbb kereskedelmi partnereivel valutaunióban lévő országban jelentkezne. Ez az üzleti ciklusra is rányomhatja a bélyegét: ennek ingadozásai jóval nagyobbak lehetnek, mint a fejlettebb vagy saját valutájukat feladó országokban.

Az euro bevezetésekor az árfolyam-bizonytalanság megszűnésével a magyar háztartások feltehetően átrendezik befektetési portfóliójukat: megtakarításaik nagyobb részét fogják külföldi, eurozónabeli eszközökben tartani. A diverzifikáltabbá váló portfóliókkal a magyar és eurozónabeli háztartások közötti kockázatmegosztás mértéke nő, ami mindkét fél számára kedvező.<sup>34</sup> A növekvő kockázatmegosztás az aszimmetrikus sokkoknak való kitettséget csökkenti, hiszen diverzifikáltabb portfóliók esetén ezek kisebb jövedelemváltozást okoznak. Az ezen a csatornán bekövetkező hasznosságnövekedést azonban nehéz számszerűen megadni, ehhez ugyanis ismerni kellene mind a diverzifikáció várható mértékét, mind a hazai lakosság kockázatvállalási preferenciáit.

---

<sup>34</sup> William R. Emmons: Convergence in the Euro-zone? Monetary Trends, octoiber, 1999., <http://research.stlouisfed.org/publications>

## A pénzügyi rendszer instabilitásának növekedése

Fő tényezők:

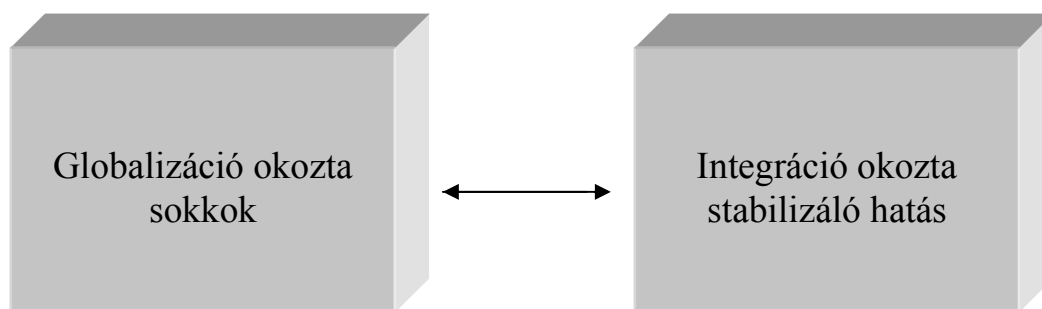
a.) értékpapír-finanszírozás térnyerése a banki finanszírozással szemben – dezintermediáció: növelni, növelni fogja a pénzügyi rendszer instabilitását, mert az értékpapírpiac sokkal inkább ki van téve a destabilizáló spekuláció hatásainak, mint a banki hitelezés. A bank ugyanis alaposan megvizsgálja a hitelkérelmet, viszont a befektető mint likvid befektetést megvásárolja azt vonzó hozam érdekében, azonban a piac nem likvid minden befektető számára.

b.) intézményi befektetők súlya megnő - nyílt végű befektetési alapok, nyugdíjalapok, hedge fund: mindezek azonnal visszaválthatják a pénzüket, ezért sokkal kockázatosabb, mint a bank, a befektetési jegy kockázatosabb, mint a pénz, hiszen a bank erősen szabályozott és felügyelt intézmény, a betétbiztosítási intézmények jobban működnek, mint az befektetési alap biztosítások., a kereskedelmi bankokat valószínűleg kimentti a jegybank. (moral hazard)

c.) globalizáció - nemzetközi spekuláció lehetősége, áttérjedő válságok: az értékpapírpiacok illetve a spekulatív alapok nemzetközileg orientáltak, és bár kis részük jut a fejlett világon kívülre, a fejlődő országok GDP-jéhez képest ez nagy hányadot testesít meg. (mag-portfólió, szatellit-portfólió). A nemzetközi tőkemozgások instabilitásának a fejlődő – ázsiai, latin-amerikai és kelet-európai - gazdaságokra gyakorolt hatására, az egész világgazdaságra tovaterjedő pénzügyi fertőzésekre az utóbbi években, a XX. század utolsó éveiben nagyon sok példa volt.

Az integrációról szóló és a globalizációs elméletek általában külön, párhuzamos „vonalon” jelennek meg. Ugyanakkor összefüggéseik nyilvánvalóak. A 3. és 4. ábra „oda-vissza” mutatja meg, milyen megfogalmazást kap a probléma és megoldása a kétféle gondolatmenetben. Tehát, mivel a globalizáció áttérjedő pénzügyei válságokat okoz, az integrálódó országok stabil valutával, üzleti biztonság feltételrendszerének megteremtésével reagálnak. Az adósság-defláció spirál erősödése ellen kiszámítható gazdaságpolitika a válasz. Elmondható az alábbiak alapján, hogy ezek az elméletek erősen összefüggenek, az integrálódás egy bizonyos szempontból a globalizációra adott válasz.

### 3. ábra: A különböző elméletek egymásra hatásai 1.



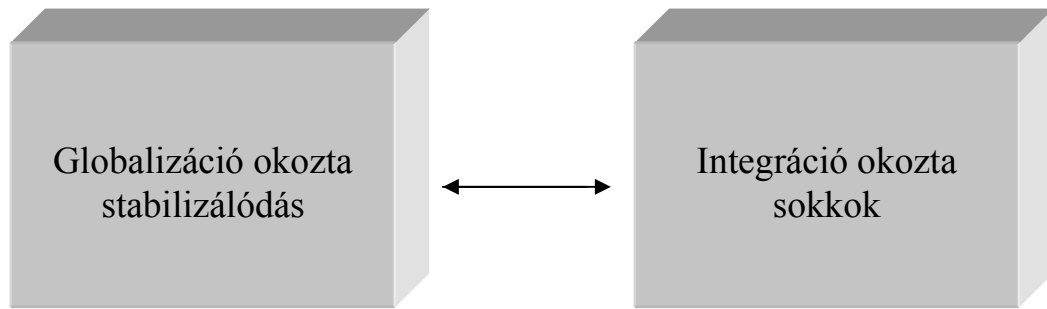
- |   |   |
|---|---|
| - áttérjedő válságok  | - stabil valuta, üzleti biztonság   |
| - adósság-defláció spirál (postkeynesianus)   | - kiszámíthatóság   |
| - destabilizáló spekuláció, pénzügyi buborék  | - hatékonyság   |
| - szubjektív várakozások  | - átváltási veszteségek hiánya  |
| - manipuláció   | - makrogazdasági környezet közeledése (gyorsabb fejlődés)                       |
| - felügyeleti, szabályozási intézményrendszerek különbözőségei, különbözően fejlett pénzügyi szektorok miatt bekövetkező válság | - a portfólió diverzifikációja miatti kockázatmegosztás, stabilizálódás         |
|   | - egységes termékszerkezet, oda-vissza kereskedelem lehetőségeinek kihasználása |

*Forrás: saját ábra*

Példaként megnézhetjük még a különbözően fejlett pénzügyi szektorok miatt bekövetkező destabilizációs jelenséget, amelyre válaszul jelenik meg a portfólió diverzifikáció nagyobb lehetőségei miatt bekövetkező kockázatmegosztás és stabilizálódás.

Ugyanakkor, még ha nem is annyi területen, megjelenik ellenhatásként a globalizáció stabilizáló hatása, amely az integráció okozta sokkokat enyhíti. Ugyanis az integrációk számos destabilizáló hatást is hozhatnak; aszimmetrikus sokkok veszélye, régiókon belül nagy fejlettségbeli, infrastrukturális különbségek, üzleti ciklusok eltérései, valutaövezetek között erősebb tényezőáramlás, mint övezeten belül, eltérő fiskális politikák destabilizáló hatásai, stb.

#### 4. ábra: A különböző elméletek egymásra hatásai 2.



- |  |          |   |
|--|----------|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- a felügyeleti szervek, pénzügyi szektor erősödése világszerte</li> <li>- a stabilizáló spekuláció</li> <li>- hatékonyság</li> <li>- kockázatmegosztás, diverzifikáció hatása</li> <li>- pénzügyi intézményrendszerek erősödése</li> </ul> | <p>↔</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- aszimmetrikus sokkok veszélye</li> <li>- régiókon belül nagy fejlettségbeli, infrastrukturális különbségek</li> <li>- üzleti ciklusok eltérései</li> <li>- valutaövezetek között erősebb tényezőáramlás, mint övezeten belül</li> <li>- eltérő fiskális politikák destabilizáló hatásai</li> <li>- kevés eszköz (Tinbergen –szabály), monetáris politika feladása</li> </ul> |
|--|----------|---|

*Forrás: saját ábra*

A globalizáció a hatékonyságnövekedéssel, a kockázatmegosztási és diverzifikációs lehetőségekkel, a modern pénzügyi intézményrendszer kialakulásával, felügyeleti rendszerek tendenciózus, egyre gyakoribb beavatkozásaival a stabilitást szolgálják. Erre az utóbbi folyamatra jó példa, hogy az egész integráció érdeke a fiskális fegyelem betartása, de lehet, hogy végül egy IMF ajánlás, vagy szankció hatására miatt választják a fiskális fegyelmet, szemben a laza költségvetési politikával.

### 2.3. Lehetőségek árfolyamelméleti szempontból

Az árfolyamrezsimek elméleti szempontból két leginkább kidolgozott változata a kemény rögzítés és a tiszta lebegtetés valójában a gyakorlatban nem gyakran alkalmazott változatok. A kettő között folyamatos skálán képzelhető el az árfolyamok rugalmasságának foka. A valós esetek mindegyike a két szélső eset tulajdonságait ötvözi, de különböző mértékben. A puha rögzítés és a menedzselt lebegtetés különbözősége gyakran inkább az alapelvek eltéréseiben keresendő, mint a gyakorlati megvalósulásban.<sup>35</sup>

Árfolyamrezsime-váltás tekintetében Magyarország előtt az alábbi elméleti lehetőségek álltak, ezért csak az alábbiakról esik szó a továbbiakban (a még ezen kívül is széles skáláról):

- egyoldalú eurorizáció
- valutatábla
- lebegő árfolyam
- széles sávós rögzítés
- CESM<sup>36</sup>

Az eurozónához való közeledést, hasznainak egy részét azonnal realizálhatóvá tette volna egy rögzített árfolyamrendszer, exogén pénzteremtő mechanizmusokkal, amely tulajdonképpen ma „currency board” valutatábla néven ismert. Miután igazolódott, hogy az általunk választott út távolabb vitt a konvergencia kritériumok teljesítésétől, logikusnak tűnt átgondolni ezt a lehetőséget is. (Többen kardoskodtak emellett a megoldás mellett –pl. Mihály Péter). Az inflációs célkövetés önmagában nem képes megteremteni a pénzügyi stabilitást, mivel a stabilitás ma elsősorban olyan tökemérleg válságként értelmezhető, amely szubjektív, fertőzősként terjed, ún. második generációs válság, részben gazdasági megítélésünktől függ. Az árfolyamrögzítés azonban áldozatokkal jár. Ez a nyitott gazdaságokra jellemző lehetetlen hármasság esete: az árfolyam befolyásolására van mód (rögzítés), viszont a pénzmennyiség és a kamatláb a jegybanktól függetlenül alakul.

<sup>35</sup> Bock Gyula – Misz József: Nemzetközi közgazdaságtan, Tri-mester Kiadó, Tatabánya, 2006.

<sup>36</sup> Andor László egy sajátos Közép-Európai árfolyamrendszert javasol.; Andor László (2003) Monetáris evolúció Európában, MEH, Kormányzati Stratégia Elemző Központ, STRATEK, Euró, érvek és ellenérvek, 2003. december

A Balti államok az euroövezeti csatlakozás éllavasai (Észtország, Lettország, Litvánia). Ebből kettő alkalmazza a valutatábla intézményét. (Észtország, Litvánia). Ezzel csak az a gond, hogy mindez nem pusztán az árfolyamrendszernek tudható be. Hanem többek között annak is, hogy a rendszerváltás után a Balti államok adósságait leírták. Észtország és Litvánia a már érvényben lévő valutatábla-rendszerét vitte át az ERM-II-be, gyakorlatilag változatlan formában. Ennek korábbi szakaszában az észt koronát már 1992-ben a német márkához rögzítették, majd 1999-ben, az euró bevezetésekor a közös európai valutához kötötték. Hasonló a helyzet a litván litas esetében. Litvánia 1994 áprilisában vezette be a valutatáblát, de valutájának árfolyamát először a dollárhoz kötötte, s csak 2002 februárjában tért át az euróra. A valutatábla („currency board”) intézményének lényege az, hogy az állam csak az általa birtokolt keményvaluta-, illetve aranytartalékok mértékében bocsát ki nemzeti valutát, amelynek fedezete és átválthatósága ily módon 100 százalékosan szavatolt. A hazai pénz árfolyamát egyidejűleg a kiválasztott kulcsvaluta árfolyamához kötik.

Bipoláris logika: a szabad tőkeáramlásból kiindulva, a gazdaságpolitikában ismert lehetetlen hármasság problémája, amely kimondja a szabad tőkeáramlás, a rögzített árfolyamrendszer és az autonóm monetáris (kamat) politika egyidejű tarthatatlanságát – azt sugallja, hogy az országok kötelezzék el magukat az egyik vagy másik szempont felé, ugyanis ha egyszerre próbálják meg érvényesíteni a kettőt, (kamatpolitika, árfolyampolitika) növelik a valutaválság veszélyét. A fentebb leírt nézet a kétpólusú szemlélet nevet kapta („bipolar view”). Eszerint kis, nyitott országok számára a „soft peg” árfolyamrendszerekről való elmozdulás biztosíthatja a lehető legnagyobb növekedést és pénzügyi stabilitást.<sup>37</sup> IMF statisztikák szerint ugyanakkor a '90-es években markánsan kirajzolódó tendencia szintén ebbe az irányba mutat: egyre több ország lép ki az árfolyamrögzítésből, és szélesít sávot vagy irányítottan lebegő rendszerben lebegtetni a valutáját („hollowing out”).<sup>38</sup> Ugyanakkor jelentős problémákkal, költségekkel is szembe kell nézniük. Rögzítés esetén a kamat exogén alakulása mindenképpen a világpiacon felé terelődik, ha a többi mutató nem indokolja a magas kamatprémiumot! Mundell, majd McKinnon a '60-as években

<sup>37</sup> Bebéssy Dániel: A „peg”-ek alkonya, Fordulat c. folyóirat 2002. tél-tavaszi, Társadalom Elméleti Kollégium kiadvány

<sup>38</sup> Fisher Stanley (2001): Exchange Regimes: Is the Bipolar View Correct?, Finance and Development, 2001. június, Vol. 38, No. 2.

azonban arra jutottak, hogy kis ország számára az az ideális, ha egy nagy ország valutájához rögzíti valutáját. A közgazdaságtan főáramának elemzése természetesen elsősorban az USA-ra vonatkoznak, amely nagy, nyitott gazdaság. Ugyanakkor a kis ország kamat csökkentésére irányuló elképzelései csak elképzelések maradnak, ha a befektetői környezet bizalmatlan. Magyarország nem alakíthatja függetlenül kamatpolitikáját. Nem rossz gondolat, hogy az euroövezet előszobájában átmenetileg kvázi lebegtessük a forintot, mintegy az euroövezeti csatlakozás miatt megnövekedett bizalmú befektetői légkörben. Így nincs szükség különösebb devizatartalékokra az intervencióhoz, megtisztul a piac, spontán kialakul az az egyensúlyi árfolyam, amely mellett az euróra való átváltás megtörténhet. Azonban a független hitelminősítők által jóslott 2014-es dátum túl hosszú idő ahhoz, hogy átmenetinek nevezhessük.

A bipoláris logikának megfelelő mindkét út járható az átmeneti országok számára az eurozónára való felkészülési folyamatban, de kérdéses, kell-e ragaszkodni a rendszerváltási és integrációs folyamatban kialakított pénzügypolitikai hagyományok érvényesüléséhez. A megoldás az érintett országokban, tekintve, hogy egy új rendszer mindig több éves betanulási időt igényel mind a gazdasági vezetés, mind a piaci szereplők részéről. Azonban úgy tűnik, 2014-ig megfelelő időtávot kapunk akár az árfolyamrendszer megváltoztatására is. De persze ez nem csodaszer. A régi és az új tagállamok tapasztalatai is alátámasztják, hogy mindkét pólus használhatónak bizonyult a megfelelő elkötelezettséggel vegyítve a kijelölt céleléréséhez. A szigorú rezsimeket érő pénzügyi válságok arra figyelmeztethetnek bennünket, ez sem véd meg az esetleges kormányzati túlköltekezés és az újjáéledő populizmus kedvezőtlen konzekvenciáitól.



## 3. AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ RÖVID ÉS HOSSZÚ TÁVON

### 3.1. Kihívások rövid távon

#### 3.1.1. A monetáris önállóság – szükség van-e rá?

A nemzeti valuta négy szempontból jelent a számunkra gazdaságpolitikai eszközöket. A nemzeti valuta felváltása bizonyos szempontból egy nagyon szigorú sáv nélküli árfolyamrögzítéshez hasonlítható, amelyből nem lehet kihátrálni. (A valutaunió kifejezés szélesebb értelemben magába foglalja a szűk sávós árfolyamrögzítést is.)<sup>39</sup> Ha Tinbergen tételére gondolunk, mely szerint, ahány megvalósítani kívánt cél, annyi független eszköz szükséges. Mégis mi az, amit feladunk, melyek azok a célok, amelyekre már a közös valuta bevezetése után nem lesz hatásunk? A rögzített árfolyam korántsem azonos a monetáris szuverenitás feladásával, azonban a közös valutára való áttérés, használata a Gazdasági és Monetáris Unióban (GMU), viszont igen. (A valuta átvételén kívül számos kötelezettség felvállalását is jelenti). Más oldalról nézve: a közös valuta használata sem jelenti önmagában valamennyi a GMU-val kapcsolatosan ismert függőséget. Legismertebb példa más ország valutájának egyoldalú átvételére Panama, amely 1904 óta használja a dollárt.<sup>40</sup> A dollarizáció, amelynek mintájára ma már az eurorizáció kifejezést is használják, teljesen mindennapos jelenség a világban. Hogy csak a '90-es években az amerikai dollár használatára átállt országokat említsük; Latin-Amerika országai, El Salvador, Ecuador, Óceánia, Kelet-Timor.

Európában szintén volt példa arra, hogy megrendült gazdaságuk miatt, bizonyos országok használatba vették az akkor még létező német márkát. Ez pedig két állam esetében az euro használatával folytatódott. Erre jó példa a frissen függetlenné vált Montenegró. (A másik Koszovó.) Montenegró, amely még éppen csak most kezdte meg európai uniós társulási tárgyalásfolyamatát, évek óta használja az euro-t. Először mindenféle hivatalos engedély nélkül: mára megkapta a GMU nem hivatalos áldását.

<sup>39</sup> Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Bp., Aula, 2001

<sup>40</sup> John Lindsay-Poland : Fellowship of Reconciliation, U.S.-Panama Policy: Canal, Bases, and Dollars Volume 1, Number 14, November 1996

Az euro bevezetése a lakosság szerb dinárba vetett bizalmának drasztikus csökkenése miatt következett be. A rendszerváltás után a bankok fizetéképtelenné váltak és a jelentősebb megtakarítások ma sem kerültek visszafizetésre. Az átállás mintegy spontán módon történt, a munkavállalók nem fogadták el fizetésüket dinárban és az üzletek is euroban határozták meg az árakat. Kezdetben persze drágulást okozott az euró és a dinár pénzlába miatti eltérés. De más gondot ez nem okozott, túlzottan marginális jelentőségű volt Montenegró az EU számára, hogy ne hunyjon szemet. Tulajdonképpen paradox is a helyzet annyiban, hogy azért ez a Baltikumra küldött ENSZ misszió EU diplomatáinak bábáskodásával történt meg. De az euro stabilitásába vetett bizalom még erősítette is az euro elitvaluta státuszát. Tehát Montenegró az euro bevezetéséhez nem vállalt és nem teljesített konvergencia kritériumokat és nem alakította át a pénzügyi intézményrendszerét, a jegybanktörvényt. (Már csak azért sem, mert Szerbia-Montenegró közös jegybankkal rendelkezett és ez Szerbiára nem vonatkozott, tehát a valuta átvétele is részleges (földrajzilag egy területre korlátozódott). Érdemes azonban megfigyelni az Egyesült Államok és az EU hozzáállása közötti különbséget. Tudjuk, hogy az euro bevezetését nem szorgalmazza az EU egyoldalúan, a vele folytatott tárgyalássorozatok nélkül, az általa szabott feltételek teljesítése nélkül.

Az Egyesült Államok azonban semleges álláspontot képvisel, egyedül a „3 nem” kritériuma fogalmazódik meg:

- nem veszi figyelembe monetáris döntéseinél a dollárt használó államok érdekeit
  - nem részesíti őket a pénzkibocsátás nyereségéből
  - nem nyújt hitelt a FED ezen országok kereskedelmi bankjainak szükséghelyzetben
- Ebben tehát jelentős az eltérés a két esetben.

A közös valuta jelenthet kevesebb kötelezettséget, mint a GMU esetében ismeretes. De azt is figyelembe kell vennünk, hogy a függőségnek is lehetnek olyan formái, amelyek nem öltik szabályozottság, vagy hivatalos szerződés formáját. Például Kelet- és Nyugat-Németország egyesítése után a német márka jelentősége annyira megnőtt, hogy nagyban befolyásolta a többi európai ország monetáris politikáját. Ugyanakkor ezeknek az országoknak nem volt beleszólásuk a Bundesbank politikájába. Jelentős előnye a GMU-nak, hogy szabályozott, demokratikus szabályrendszeren keresztül az érintettek beleszólási jogát megteremti.

### 3.1.2. A fő érvek a monetáris szuverenitás megőrzése mellett<sup>41</sup>

- A makrogazdasági menedzsment kérdése. Az állam szabályozni tudja a reálgazdasági folyamatokat a pénzmennyiségen keresztül. Ha befolyásolni tudja. A keynes-i és a neoklasszikus, monetarista nézetek kardinális ütközőpontja a kérdés. Hogy vélekedik erről az New Neoclassical Synthesis (NNS)<sup>42</sup>? Az NNS szerint rövid távon létezik befolyásolhatóság, az aggregált kínálat az árszínvonallal együtt nő, pozitív meredekségű, a Phillips görbe negatív meredekségű, szemben az újklasszikus irányzattal, amely rövid távon is semlegesnek találja a pénzt a reálgazdasági folyamatokra, a munkanélküliség és kibocsátás nagyságára. Ezt az eszközt Keynes előtt (mármint a reálváltozók befolyásolását a pénzmennyiségen keresztül), a kormányok ösztönösen használták, Keynes nagy hatású Általános elmélete után viszont tudatosan.<sup>43</sup>
- Fontos szempont a seigniorage bevételek részleges elvesztése. Ma az államháztartás bevételeinek körülbelül 3 % - át adja. Igaz, ennek is több típusa ismeretes.<sup>44</sup> A fiskális seigniorage kisebb mértékű volt és mára nagy arányban lecsökkent, hiszen a seigniorage bevételek ott érvényesíthetőek jól, ahol a monetáris politika alárendelődik a költségvetési politikának és a hazai fizetőeszköz más fizetőeszköz használatával nem váltható fel. Magyarországon a monetáris politika alárendelése a költségvetési politikának gyakorlatilag megszűnt a 2001-es új jegybanktvénnyel és annak 2004-es módosításával.
- A monetáris elszigetelődés, a saját valuta használata más hatalmaktól való függőséget csökkent. Nem kívánatos befolyás, kényszer és erőforrások elszívása lehet a következménye a közös valutahasználatnak: jó példa erre Panama, amely az amerikai dollár használata során került jelentős függésbe az Egyesült Államoktól.

<sup>41</sup> Cohen, Benjamin J.: The Geography of Money, Ithaca: Cornell University Press, 1998.

<sup>42</sup> New Neoclassical Synthesis: a makroökonómia új főáramának tekinthető. Letisztulva alkalmazza az új-keynesi, újklasszikus, monetarista gazdaságtan elemeit, ugyanakkor használhatósága több forrás szerint ismét főleg az angolszász országok vonatkozásában igaz.

<sup>43</sup> Andor László: Nemzetek és Pénzügyek, Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2003. (Európai Iskola sorozat)

<sup>44</sup> Erdős Tibor: Dezinfláció, seigniorage és az állami költségvetés egyenlege, Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. december (1021.1046. o.)

- A pénz nemzeti szimbólum is, erősíti az összetartozást, közösségi tudatot, erősíti az állam legitimitását. Ez azonban nem veszik el teljesen, az euro érmék különbözősége ennek a törekvésnek a megtestesülése, vagy például az is, hogy Panama az amerikai dollár mellett használ egy saját váltópénzt. Mindennek gazdasági szempontból nincs jelentősége, az ok a nemzeti szempontokban keresendő.<sup>45</sup>

Az euroövezethez történő csatlakozás előnyeit pedig Csermely Ágnes és Csajbók Attila az MNB 24. sz. műhelytanulmányában az alábbiakban jelülte meg:

- A tranzakciós költségek csökkenéséből származó nyereség
  - A tanulmány a GDP egyszeri, 0,18-0,3 százalékpontos emelkedését várja tőle. Olyan költségek tűnnek el, mint az átváltási költség, eladási és vételi árfolyam különbözete miatt elszenvedett veszteségek. Nem tekinthető igazán jelentős nyereségnek.
- A külkereskedelem bővüléséből származó nyereség
  - A tanulmány a GDP 0,55-0,76 százalékpontos növekedési ütem gyorsulását várja tőle. Mivel Magyarország szerkezetileg egyébként is felettebb nyitott (kb. 70% export/GDP arány) és külkereskedelme 80%-ban az EU-val zajlik - amit már az EU tagság miatt nem is hívunk külkereskedelemnek- kérdés, hogy nagyságrendekkel bővíthet-e tovább. Empirikus kutatásokra hivatkozva további bővülést tart elképzelhetőnek. Ennek hatása azonban csak az export bővülése miatt lenne közvetlenül kedvező. A tanulmány azonban főként a közvetett hatásokat elemzi: a GDP növekedésére a fokozódó külkereskedelmi kapcsolatok a technológiatranszferen illetve a know-how beáramlásán keresztül hatnak.
- A pénzügyi fertőzéseknek való kitettség mérséklődéséből származó előnyök.
 

Ez az egyik legjelentősebb haszon, a későbbiekben részletes kifejtésre kerül. Bár a monetáris önállóság a ciklikus ingadozások simítására szolgáló eszköz, bizonyos körülmények között akár fel is erősítheti a ciklusokat. A saját valuta fenntartása egy kis, nyitott és jelenleg még a „feltörekvő” befektetési kategóriába eső ország esetében önmagában is nemkívánatos sokkokat: pénzügyi fertőzéseket, a valuta elleni spekulatív

<sup>45</sup> Jaap Donath (1999) Why Do State Give Up Sovereignty? International Studies Review 1 (3), 168–170.

támadásokat okozhat. A saját valuta fenntartása ezekben az országokban a tőkeáramlások nagyobb ingadozásához vezet, mint ami egy fejlett és főbb kereskedelmi partnereivel valutaunióban lévő országban jelentkezne.

- A csökkenő reálkamatok és a kedvezőbb külsőforrás-bevonási lehetőségek hatása a gazdasági növekedésre.
  - A hazai kamatok jelenleg még tartalmaznak egy kockázati prémiumnak nevezett összetevőt, ami a külföldi befektetőket a jövőbeli árfolyam bizonytalanságáért kompenzálja. A kamatláb növelésére legváratlanabban – és akár legvégtlenebbül – akkor kell számítanunk, ha ilyen második generációs pénzügyi válság, pénzügyi fertőzés ér minket. A reálkamatláb csökkenése révén 0,08 - 0,13 százalékpontos GDP növekedési ütemre számítanak. Ugyanakkor az alacsonyabb reálkamatláb az államháztartás teljes egyenlegére is jelentős hatással van, hiszen nem mindegy, hogy az adósságszolgálat milyen kamatláb mellett keletkezik.

Mindez nem jelenti azt, hogy a GDP növekedési ütemének gyorsulása kb. 0,8-0,9 százalékpontnyi, mert le kell vonni belőle azt a veszteséget, amit a seigniorage részleges elvesztése jelent. Ez kb. 0,17-0,23 százalékpontot vesz el ebből az értékből.

Azt is becsülni kell, vajon az euro bevezetés késlekedése miatt keletkezett elszalasztott haszon mértéke mekkora. A 2006-os tervezett bevezetési időponthoz képest 2014-ig a leendő várható időpont, hitelminősítők szerint, hiszen céldátumot az új konvergencia program nem tartalmaz- hátralevő 8 évben nem realizáljuk ezeket a hasznokat, de számszerűsítéséhez a ciklusok megbízható előrejelzése és jelenérték számítás alkalmazása szükséges.

### **3.1.3. A jelen- és jövőérték számítás a makrogazdasági folyamatokban**

A makrogazdasági folyamatok, az EU- illetve EMU-val kapcsolatos kérdések tárgykörében, szinte valamennyi szakirodalom felhívja a figyelmet a jelenérték számítás fontosságára. A hosszú távú gazdaságpolitikai program alátámasztásaként vagy elvetése érdekében mégis, alig fordul elő nagyobb igényű vállalkozás. Az intertemporális költségvetési korlát ismerete, a jelenérték számítás módszerének elsajátítása a

közgazdaságtan alapvető ismereteihez tartozik. Ugyanakkor használatának minden területen vannak nehézségei. A legközkedveltebb szakirodalom a módszerről Brealey és Myers Modern vállalati pénzügyek című könyve<sup>46</sup>, két kötetben át folyamatosan, majd vissza-visszatérve a témához azt bizonyítja, hogy a legjobb döntési módszer a nettó jelenérték számítás. Valójában azonban arról szól, hogy miképpen tudjuk áthidalni a jövő bizonytalanságából fakadó nehézségeket döntéshozatalunk során. Makrofolyamatok esetén különösen kényes kérdés, hogy a döntési alternatíva mérlegelése során hogyan határozzuk meg a két ismeretlent: a jövőbeni pénzáramlások nagyságát és a megfelelő diszkontrátát. Makrogazdasági vizsgálatok során figyelembe kell venni, hogy bonyolult, soktényezős rendszert vizsgálunk. A jövőre vonatkozó feltevéseink bizonytalanabbnak hatnak, így a jelenérték számítás alkalmazása még behatároltabbnak tűnhet. Az Orbán-Szapáry<sup>47</sup> szerint: „az intertemporális költségvetési korlát horizontja végtelen, és így nem korlátozza eléggé a kormányzati politikát, hiszen a jövőről bármilyen feltevéssel lehet élni”. Ennek a problémának a kiküszöbölésére (mármint a végtelen időhorizont figyelembevétele) vannak módszereink és az, hogy a jövőre nézve bármilyen feltevéssel élhetünk, nem egy erős érv, hiszen bármely rosszul megalapozott jelenérték számítás esetén komoly hibákat jelenthet a jövő bizonytalansága. De ahogy a vállalati döntéshozatalnak ki kell indulnia valamiből, úgy kell kiindulnia a költségvetéssel, gazdaságpolitikai stratégiákkal kapcsolatos döntéshozatalnak is valamiféle megalapozott feltételezésekből, még ha ez bonyolultabb feladat is. Enélkül semmiféle közgazdasági tervezésnek nincs szakmai szemlélete, inkább politikai. Ennek kezelése csak úgy megoldható, hogy minden esetben megfelelő költség-haszon és költség-hatékonysági felméréseknek kell megelőznie a döntéseket.

Dolgozatomat érintő 3 területen van feltétlenül szükség a várható pénzáramlások és a megfelelő diszkontráta „kiderítésére”;

- A fenntartható növekedési pálya vizsgálata során (ezen belül a fiskális gazdaságpolitika teljesítményének vizsgálatára is, a költségvetés elérhető bevételeire és várható kiadásaira). A fenntartható növekedés, hogyan viszonyul a konvergencia kritériumokhoz és az SNP-hez. Vannak olyan vélemények, hogy mivel a fenntartható növekedési pálya elérésének feltételei szigorúbbak, mint az

---

<sup>46</sup> Brealey-Myers: Modern vállalati pénzügyek, Panem kiadó, Budapest, 2004.

<sup>47</sup> Orbán Gábor – Szapáry György: A Stabilitási és Növekedési Paktum az új tagállamok szemszögéből, MNB füzetek, 2004/4

SNP költségvetési hiányra és adósságállományra vonatkozó követelményei. Így hát erről, amíg nem, vagy alig sikerül a küszöbszámokat teljesíteni, beszélni sem érdemes. Azonban tervezésünkben ez esetben ezt kell figyelembe vennünk és mivel felmérve a reál- és nominális konvergencia során potenciálisan elérhető előnyöket és hátrányokat, számszerűsítve ezeket, eltérő helyzetünkől adódva, egészen más számok alapján kell nettó jelenérték számítást végezni mint a nyugati országoknak, előfordulhat, hogy a fenntartható növekedési pálya követelményei kevésbé szigorú feltételeket jelentenének. Niels Thygesen, dán professzor, aki ez időben a BIS vezérigazgatója volt, tehát a kritériumok kialakításának folyamatát közelről figyelte és talán javaslattevő volt, azt írja, az ominózus 3% és 60% az alábbiak miatt került kialakításra:

- A '90-es évek elején az EU tagállamainak átlagos adósságállomány/GDP aránya 60% volt.
- Az EKB árstabilitásként 2% körüli inflációt tartott számon, ebben közgazdasági tanulmányokra támaszkodott, amelyek a 0% inflációt veszélyesnek tartják, mert a gazdaság ez esetben könnyen sodródhat recesszióba .
- A GDP növekedése 5% volt.
- Ha 5% a növekedés és 2% az infláció, a reál GDP növekedése 3%.
- Akkor egy gazdaság még elbír 3%-os deficit/GDP arányt úgy, hogy ne nőjön az államadósság/ GDP arány a 60%-os mértékről.<sup>48</sup>

Amennyiben ez így van, a megváltozott körülmények között már ez elegendő indok lenne az SNP sürgős korszerűsítéséhez. Az derül ki ebből, hogy a küszöbszámok az adott időszak empirikus adatait vették figyelembe, szó sem volt reális jelen- és jövőértékelésről, tanulmányokról, költség-haszon elemzésekről, döntési alternatívák nettó jelenérték szabály segítségével való összehasonlításáról, különböző adottságú országok különböző helyzetének figyelembevételéről. E számok és a fenntartható növekedés igényei között mai viszonyok között sztochasztikus a kapcsolat.

---

<sup>48</sup> Thygesen, Niels. (2002) "The Stability and Growth Pact: Any Need for Revision?", A note for the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, 4th quarter 2002.

- Az euroövezethez való csatlakozásból illetve csatlakozási szándékból számszerűsíthető előnyök és hátrányok különbségének számításakor. Itt a csatlakozás időpontja jelent jelentős bizonytalanságot, mondhatjuk, hogy az EU magatartásának az az eleme, hogy bizonytalanságban tartja a „belső körhöz” csatlakozni kívánókat, az gátolja, korlátozza ésszerű döntések, tervezés kialakítását a részünkről.
  - Az euro bevezetéséig eltelt idő lényege abban a tekintetben, hogy mind a csatlakozás eltolódásából következő elmaradt hasznok, mind a költségek értékelése igényli az időtáv nagyságát és az elért nettó előny (egyes vélemények szerint rövid távon akár nettó hátrány) milyen diszkontfaktorral szorzódik majd? Értelemszerűen ez minél távolabb van, annál kisebb érték, mivel az addig elszenvedett hátrányok láthatóan magasabbak, mint a jelen időszak előnyei, és mivel a jól vagy rosszul megválasztott diszkontráta erre a (jól vagy rosszul megválasztott) alapra, mint kitevőre tevődik.
  - Az euro bevezetése utáni költségek, hasznok összevetése, hosszabb időtávon. Ez nem az a kérdés, amelynek megválaszolásának igénye még távol van, és először el kell jutnunk odáig, hanem az, ami meghatározza, érdemes-e a közeljövőben eljutnunk odáig. Bár alapvetően az a szakemberek, kutatók véleménye, hogy igen, de markáns ellenérvek találhatók a másik oldalon is, ezzel a kérdéssel még mindig érdemes foglalkozni.<sup>49</sup>
- A megmaradt mozgástér keretein belül hozott döntési alternatívák értékelésekor, például a nyugdíjrendszer reformjának további lépéseinél. Ez utóbbi esetben a hosszú távú tervezés nehézségeivel találkozhatjuk szemben magunkat, ugyanakkor a jövő várható tendenciái meglehetősen jól feltérképezhetők, hiszen az általunk legkritikusabbként emlegetett időszak leendő nyugdíjasai a jelenlegi munkaerő

---

<sup>49</sup> John Maloney: "Do Currency Unions Grow Too Large for Their Own Good?", *Economic Journal*, (1999) pp.139



állomány 40-50 éves korosztályába tartoznak és zömében azok is megszülettek, akikre majd eltartásuk hárulhat.

Születtek becslések a hasznokra és költségekre, ugyanakkor az üzletciklus-volatilitás számszerűsítését a "nem számszerűsíthető" kategóriába soroljuk.

### 3. táblázat: Az euro magyarországi bevezetésének fontosabb hasznai

	Számszerűsíthető	Nem számszerűsíthető
Rövid távon ható	Tranzakciós költségek megszűnése	A „feltörekvő státus”-ból való kikerülés miatti csökkenő üzletciklus-volatilitás
Hosszú távon ható	Csökkenő reálkamat Bővülő külkereskedelem	

*Forrás: MNB, Monetáris politika Magyarországon, 2006. augusztus, szerkesztette: Horváth Ágnes*

### 4. táblázat: Az euro magyarországi bevezetésének fontosabb költségei

	Számszerűsíthető	Nem számszerűsíthető
Rövid távon ható	Seigniorage-bevétel változása	A monetáris önállóság elvesztése miatti csökkenő üzletciklus-volatilitás
Hosszú távon ható		

*Forrás: MNB, Monetáris politika Magyarországon, 2006. augusztus, szerkesztette: Horváth Ágnes*

Az üzletciklus-volatilitás csökkenésének haszna Alain Ize és Eric Parrado modellje alapján (ld. Függelék) számszerűsíthető, amennyiben a makrokörnyezet jellemző mutatóinak tipikus mértékű ingadozását, csak várt külső sokkokat és a világkonjunktúra trend szerinti alakulását jelezzük előre.

### 3.1.4. Az elmaradt hasznok becslése

Ha hozzávetőleges számítást végzünk, mekkora Magyarország euroövezeti csatlakozásának elmaradt haszna, akkor a 2006-os és 2012-es dátum közötti 6 évet kell megvizsgálni: feltételezve, hogy az első év haszna 2007-ben jelentkezik és azt a feltételezést elfogadva, hogy 2012-re sikerül belépnünk az euro-t használó országok sorába. Elfogadjuk azt is, hogy a GDP % -ban meghatározott hasznok és előnyök mértéke reálisnak mondható, bár itt eltekintünk az üzletciklus-volatilitás hatásaitól. Ha a GDP növekedésének 0,8-0,9 százalékpontnyi várt gyorsulásából levonjuk azt a veszteséget, amit a seigniorage részleges elvesztése jelent, körülbelül kb. 0,7%-ot kapunk. A GDP tényleges növekedésének számításához felhasználhatjuk a konvergenciaprogramot, de ez is rávilágít a kérdés bonyolult voltára; valójában az a program, amelynek révén éppen ezeket a növekedési adatokat várjuk, azért került bevezetésre, mert nem léphetünk az euroövezetbe.

A konvergenciaprogram által megadott GDP növekedési ütem:

#### 5. táblázat: Növekedési ütem- Magyarország

Év	2007	2008	2009	2010	2011	2012
%	2,2	2,6	4	4,3	4,5	4,5

*Forrás: Magyarország Konvergenciaprogramja, 5.o*

A 2006. évi GDP (KSH közlés szerint): 23 561 549 millió Ft. A különbözetek:

#### 6. táblázat: Különbözet

Év	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GDP (M Ft)	24079903	24705980,56	25718925,76	26824839,57	28031957,35	29293395,43
Csatlakozás használ növelt GDP (M Ft)	24244833,9	24874539,88	25891867,62	27004872,05	28219731,23	29489619,13
Különbözet	164930,84	168559,32	172941,86	180032,48	187773,88	196223,70

*Forrás: saját számítás*

Mivel az adatok a reálkibocsátás növekedését mutatják, még az sem okozna semmiféle változást az adatainkban, ha a konvergenciaprogram készítése közben a szakértők feltételezték volna a forint nagymértékű le-, vagy felértékelődését az euro-hoz képest. Ennek nagyságrendi változást okozó hatását egyébként érzékelni lehetne a GDP növekedés nagyságán, sokszerű kiugrást vagy visszaesést látnánk. Azonban az adatok még a világkonjunktúra várható ingadozásainak ránk való hatásának figyelembevételét sem tükrözik. Kizárólag a megszorítások visszaesést okozó hatását, majd azt, hogy egy 4,5%-os éves reál GDP növekedést produkáló pályára állunk rá.

A jelenérték számítás problémája a diszkontfaktor mértéke, amellyel a fentebbi elmaradt hasznokat diszkontálni lehet, hogy 2007-es értékét megállapítsuk. Mivel ha az euro bevezetése megtörtént volna, az euro kamataiban kellene gondolkodnunk, ez esetben az euro valamilyen referencia kamatlábát érdemes használni. Vagy az euroban denominált állampapírok kamatlábát, vagy az Európai Központi Bank irányadó kamatlábát. Ez utóbbit használva, ki kell számítani, meg kell becsülni az elkövetkező évekre jellemző értéket. Az EKB közli egyébként a hitelek és betétek irányadó kamatlábát is, azonban a kettő közötti érték, egy névleges kamatláb is adott. Ennek a 2006-ot korábbi 6 évre számított átlaga a következő:

**7. táblázat: Euro kamatláb**

Év	2001	2002	2003	2004	2005	2006
%	2,75	2,08	2,0	2,0	2,67	3,71

*Forrás: EKB, <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018801>, 2007., június 9.*

Tekintve, hogy a kamatláb 2006-ban és 2007-ben is magasnak számít, nem feltételezhetjük sokáig tartó folyamatos növekedését. A kalkulációhoz olyan átlagra van szükség, amely tükrözi a növekvő tendenciát, ezért adaptív várakozásokkal élve és az előző évek kamatlábainak súlyozott átlagának figyelembevételével állapítjuk meg a diszkontfaktor(oka)t. Az évek száma összege módszer alapján a súlyozott átlag, amely tehát a legkorábbi év adatához képest ez esetben hatszoros mértékben veszi figyelembe a legkésőbbi még beszámított időszakot, 2,7. A diszkontfaktorok és az összegek:

**8. táblázat: Elmaradt hasznok**

	Diszkontfaktor	Elmaradt haszon	Elmaradt haszon 2007-es értéke
2007	1	164930,84	164930,84
2008	0,9737	168559,32	164127,87
2009	0,9481	172941,86	163968,06
2010	0,9232	180032,48	166203,26
2011	0,8989	187773,88	168792,60
2012	0,8753	196223,70	167235,63
Összesen:			830327,41

*Forrás: saját számítás*

A 830.327,41 millió forintnak a megítélése viszonylagos. Ahhoz képest, hogy felét sem teszi ki a költségvetés egyetlen évi, 2006-os elsődleges egyenlegének, vagyis hiányának, nem tűnik jelentékenynek. Ahhoz képest, hogy ez nem reálfolyamatok szándékolt élénkítésének, hanem egyszerűen az ország fizetőeszközének cseréjének hozadéka, kedvezőnek mondható a felvállalt kockázatokhoz (pl. a monetáris önállóság elvesztése miatti kockázatokhoz) képest is.

**3.1.5. Az SNP mint a hosszú távon fenntartható növekedés gátja**

A Stabilitási és Növekedési Paktum (SNP) az államháztartási fegyelem betartatásának garanciáját igyekszik biztosítani. Célja az, hogy költségvetési oldalról támogatni az Európai Központi Bank (EKB) monetáris politikáját. Követelményei közismertek.<sup>50</sup> Csak nagymértékű tartós világgazdasági recesszió és kismértékű, de hirtelen bekövetkezett hanyatlás adhat ez alól felmentést. Az EU tapasztalatot szerezhett az SNP betartathatóságának vonatkozásában, mikor a GMU (Gazdasági- és Monetáris Unió) létrehozásakor kvázi megszűnt – a monetáris unióban való részvétel reményének beteljesülésével – a résztvevő országok számára szigorúan követendő előírásként működni. A szankcionálás láthatóan erőtlen, hiszen az EU „belső köre” érintett, akik a

<sup>50</sup> Az államadósság nem mehet a GDP 60%-a fölé (ezt a 2001-2004-es időszakban Magyarország teljesítette, de az eurozóna országai átlagosan nem, sem a EU15, sem pedig az EU25), továbbá a költségvetési deficit nem mehet a GDP 3%-a fölé (ezt azonban Magyarország minden évben lényegesen meghaladta).

legbefolyásosabb „kemény magját” képezi az integrációnak és érdekérvényesítő képességük az unión belül erőteljes. Az újonnan csatlakozók megítélése azonban más, ezeket e megfontolásból érdemes lehet minél tovább várakoztatni. A számszerű, differenciálatlan előírások azonban jelentős hibákat is rejtnek magukban. Bár abban alapvetően megegyezik a szakértők véleménye, hogy a fenntartható növekedési pálya elengedhetetlen feltétele a makrogazdasági egyensúly, tehát az SNP követelmények betartását és a fenntartható növekedést célzó intézkedések nem jelentenek két külön vágányt, azonban az SNP számszerű követelményei lazának mondhatóak abból a szempontból, hogy nem jelölik meg azt az irányt, azokat a minőségi elemeket, amelyek az elérés módját a fenntartható növekedési pálya elérése érdekében követni kellene. Bizonyos szituációkban azonban túl rugalmatlan is lehet, ha a fenntartható növekedési pálya elérése jelentős beruházásokat követelhet különösen az infrastrukturális szempontból elmaradottnak mondható közép-európai országok számára. Azt sem veszi figyelembe, hogy minden országra más és más nagyságrendű kötelezettséget ró az előregedés és az ebből adódó nyugdíjreform előrehaladottsági szintje.

Problematikus abból a szempontból is, hogy a magasabb növekedési rátával rendelkező „felzárkózók”, a Balassa-Samuelson hatással magyarázható módon az árstabilitás tekintetében is gondokkal küszködhetnek.<sup>51</sup> Ez magasabb költségvetési hiányhoz vezethet, de az nem feltétlenül vezet hosszú távon fennálló egyensúlytalansághoz. Tulajdonképpen természetes lehetne, hogy ezekben az országokban magasabb a GDP arányos hiány.<sup>52</sup> Az SNP legutóbb az Európa-Tanács 2005. márciusi értekezletén esett át kisebb módosításokon. Bár sokan osztják azt a véleményt, hogy Magyarországnak és a többi kelet-közép európai EU tagnak ki kellene állnia mélyrehatóbb változások elérése érdekében, de ilyen változásokhoz az alapszerződés változtatására volna szükség. Jelen pillanatban ez azonban reménytelen próbálkozásnak tűnik, hiszen Franciaország és Hollandia az Alkotmányszerződés elutasításával tovább erősítette az EU belső megosztottságát.<sup>53</sup> A 3%-os költségvetési deficit/GDP arány elérése elsődleges

<sup>51</sup> Paul De Grauwe: The Stability and Growth Pact in need of reform; University of Leuven September 2003

<sup>52</sup> Orbán Gábor –Szapáry György: A Stabilitási és Növekedési Paktum az új tagállamok szemszögéből; MNB Füzetek, 2004/4

<sup>53</sup> Losoncz Miklós: A gazdasági Monetáris Unióba való belépés követelményei és a magyar államháztartás, Hitelintézetek szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám (Magyar Bankszövetség)

fontosságúvá válik a kiadás-bevétel szerkezetének minőségi átalakításával szemben. Jellemzően olyan kiadás-orientált eszközök kerültek és kerülnek a cél érdekében alkalmazásra, amelyek „fűnyíró elv”-szerűen kurtítják az állam kiadásait, miközben a bevételek változatlanok maradnak. A Magyarországon is alkalmazott elv mára a szolgáltatások minőségét kritikus szintre csökkentette, miközben a makrogazdasági egyensúly tovább romlott, a fenntartható pálya elérésének a lehetősége csökkent. Mindez magas adóterhek mellett, amelynek az ország versenyképességére jelentős kihatása van. Egyébként több eleme utal a költségvetési egyenleget javítani szándékozó intézkedéseknek arra, hogy prioritásként a küszöbérték elérését jelöli meg (manipulációk, költségek több időszakra történő felosztása, projektek időbeni széthúzása).<sup>54</sup> Többek véleménye szerint, a minőségi elemek figyelembe vétele nélküli „irányszám-fetisizmus” folytatása nem hatékony, akár még káros hatású is lehet a makrogazdasági folyamatok szempontjából. Az előremutató változások mindenképpen államháztartási reformokat, átfogó ésszerűsítést és átszervezést igényelnek úgy, hogy a meglévő adóterhek nem növelhetők (az adó- és járulékalapok azonban szélesíthetőek). Mindez a gazdaságpolitika hitelességének helyreállítását is szolgálja.

### **3.1.6. A feltételek változtatásának elérhetetlensége**

Néhány évvel ezelőtt a leendő és akkori EU tagországok úgy gondolták, a maastrichti konvergenciakritériumok valamint a Stabilitási és Növekedési Paktum közül a konvergencia kritériumok, azon belül is az inflációra és a kamatlábra vonatkozó követelmény teljesítése a nehezebb és talán nagyobb hatású. Részben a világgazdasági események, részben a pénzügyi válságok sora tették egyértelművé, hogy a költségvetési egyensúly hiánya a többi célra is kihat, tehát, hogy a költségvetés tájékán vannak igazán problémák, de ezek mindig is voltak.<sup>55</sup> A költségvetés hiányával és az államadóssággal kapcsolatos követelmények nem teljesítése nem kelet-közép európai jelenség. Az Eurostat 2004-ről 2005. októberében közzétett adatai szerint az eurozónában az államadósság/GDP arány 70,8%, ami további romlás az előző évhez képest, pedig a mutató már akkor is több mint 10 százalékponttal az SNP által megengedett mérték fölött volt. Magyarországon 57,6% volt ez az arány, tehát Magyarország ennek jobban

<sup>54</sup> Gazdaságpolitika 2005-ben, helyzetértékelés és javaslatok; Hitelintézeti szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám (Magyar Bankszövetség)

<sup>55</sup> Analógia James Tobin a munkapiacról mondott véleménye alapján: „Ott vannak igazán problémák, de ezek mindig is voltak.”

meg tudott felelni; de nem ugyanazokkal a következményekkel adósodik el egy felzárkózó gazdaság, mint a fejlettebbek. Mára egyébként túlléptük a küszöbértéket.

Nyilvánvalóan a felzárkózás során, a Balassa-Samuelson hatásból eredő reálfelértékelési nyomás, következtében magasabb inflációs ráta és főképp kamatláb az, ami miatt különösen rossz pozícióval indulnak a hasonló, különösképpen kelet-közép európai országok, hiszen az adósságok kamatterhe jelentősen befolyásolja a GDP arányos költségvetési hiányt. A magasabb növekedési ráta ugyanezen gazdaságoknak sajátosságaik miatt éppen úgy, ezért egyáltalán nem biztos, hogy bármelyik egyensúlymutató önmagában képes lenne bemutatni, milyen teljesítményt nyújt az ország, melyek a benne rejlő lehetőségek. Ezekben az országokban (és ebben élen jár Magyarország) messze meghaladta e mutató az engedélyezett 3%-os deficit /GDP arányt, pedig az EU és egyáltalán a külföldi befektetők figyelme éppen erre a mutatóra irányul elsősorban. Ezt a mutatót egyébként az Eurozóna 2,7%-ra teljesítette, Magyarországon pedig –legalábbis 2004-ben - 5,4%. Ha azonban figyelembe vesszük, hogy a GDP kb. 4%-át tette ki az államháztartás adósságának kényszerűségéből magas kamatláb mellett fizetendő kamatterhe, érthető, hogy miért közelíti a régió valamennyi országa ezt a mértéket. Így teljesen egyértelmű, hogy egyáltalán nem felelőtlen költségek miatt, „elítélendő” nem teljesítésről van szó, hanem a körülmények, eltérő gazdaságpolitikai helyzet egyértelmű következményéről. Úgy emlegetik, hogy felmentést kaptunk, a túlzott deficit eljárás velünk és a többi „kültaggal” szemben nem alkalmazandó, mintha jóindulatú gesztus lenne, de hát ennek hiányzik is, mind a jogi, mind a morális alapja. Az elsődleges költségvetési egyenlegünk a GDP arányában - 1,1% ez pedig pusztán 0,3-0,4 százalékponttal haladja meg Franciaország és Németország hasonló mutatóját. Ha figyelembe vesszük azt a számítást, amely szerint a GDP arányos költségvetési hiány a forint és euro közti kamatkülönbség következtében a legalább 2 százalékpontot jelent<sup>56</sup>, akkor e téren sem nyújtottunk rosszabb teljesítményt – legalábbis ez évben – az euroövezetnél. A számok azonban nem mutatnak jó teljesítményt – ahogy valójában az EU25 átlaga sem.<sup>57</sup> Nem véletlen, hogy többen

<sup>56</sup> Gazdaságpolitika 2005-ben, helyzetértékelés és javaslatok; Magyar Bankszövetség, Hitelintézeti szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám

<sup>57</sup> Az adatok alapjául az Eurostat New Release 2005. szeptember 26-i, a 2004-es költségvetési hiányról és az államadósságról készített jelentése szolgált.

vetették fel a Stabilitási és Növekedési Paktum módosításának igényét, felróva annak rugalmatlanságát, egységes elvek alkalmazásának indokolatlanságát. Az SNP hiányosságainak csoportosítása:

(1) Ellentmondásosság, elvi hibák, hiányosságok

- A küszöbértékek megállapítása egyetlen időszak eredményei, szempontjai szerint történt, azt azóta, az eredmények, a világgazdaságban bekövetkezett változások hatására lényegi kérdésekben nem nagyon módosították. Az új kutatások, elemzések hatására nem finomították a szükséges mértékben.
- A rendszer nem rugalmas, tehát nem feltétlenül marad elég mozgástér az aszimmetrikus sokkok megelőzésére és kezelésére, automatikus stabilizátorok alkalmazására, pedig ezeken kívül csak a fiskális politika eszköztára marad, hiszen a monetáris politika önállósága megszűnik.
- A ciklikusan kiigazított költségvetési hiány egyoldalúan szabályoz: megjelöli recesszió esetén a maximális hiány (a GDP %-ban) mértékét, de fellendülés esetére a kívánatos felfele való eltérést, vagy többletet nem. Így ezekben az időszakokban nem ösztönöz kellőképpen a hiány csökkentésére.
- Egyensúly közeli, vagy többletet mutató költségvetést tűz ki célul, de ha folyamatosan többlettel záródnak a költségvetések, az már alapjaiban szemben állna az EU elveivel, hiszen részleges kollektivizálás következne be. (Azért ettől egyelőre nem kell tartani.)
- Nem veszi figyelembe a bevételek és kiadások szerkezetét, a költségvetési egyenleg kialakulásának minőségi elemeit.

(2) A gazdaságok speciális feltételeinek figyelmen kívül hagyása

- Nem veszi figyelembe, hogy mekkora az adósságszint. Ugyanúgy kezeli az alacsony adósságszintű országokat, mint a magas adósságszinttel rendelkezőket, egyforma követelményt szab költségvetési egyenleg tekintetében.
- Nem tesz különbséget nagy és kis országok tekintetében, mert nem figyeli a monetáris unió egészének helyzetét, amelyre előbbiek



természetesen nagyobb hatást gyakorolnak. Az euroövezet stabilitása szempontjából tehát meghatározóbbak.

- Nem tesz különbséget a felzárkózó országok tekintetében, ahol a gazdasági növekedés nagyobb, így magasabb költségvetési hiány sem vezet feltétlenül krónikus, hosszú távú makrogazdasági egyensúlytalanságokhoz. Ugyanezen országokban az infrastrukturális beruházások szintje elmaradott. Ezekre részint szükség van ahhoz, hogy az euroövezet jól funkcionáló és teljesítő tagállama lehessen egy ország, valamint ezeknek felmerülésük időpontjában kell arra gondolni, hogy a beruházások hozamai, előnyei hogyan oszlanak meg különböző generációk között; ilyen típusú beruházások esetén adósság felvállalása történhet megalapozott közgazdasági szempontok alapján. Az alacsony infrastrukturális ellátottság magasabb eladósodottsági és deficitmutatókat kellene, hogy megengedjen.
- Az adósságra egységesen előírt küszöbérték nem veszi külön tekintetbe a népesség elöregedéséből és a nyugdíjreform állásából adódó, országról országra változó kötelezettségeket.

### (3) Szankcionálás eredménytelenségével kapcsolatos szempontok

- Nem teljesen világos, hogy ha egy ország már az euroövezethez tartozik, miképpen tartatják be az SNP követelményeit. Láthatóan sehogy. Az ECOFIN (Gazdasági és Pénzügyminiszterek Tanácsa) kezében van az érvényesítés, tehát elengedheti a szankciót, mint ez történt Franciaország, Németország, stb. esetében is.
- Ha érvényesítenek is egy szankciót, az már – a dolog természeténél fogva, hiszen egy éves periódus költségvetési hiánya csak utólag válik ismertté – késő ahhoz, hogy preventív jellegű hatást fejtsen ki, bár ennek lenne értelme. Utólag elmélyíteni egy válságos helyzetet nem feltétlenül kívánatos.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Orbán Gábor – Szapári György: A Stabilitási és Növekedési Paktum az új tagállamok szemszögéből, MNB füzetek, 2004/4

Kérdés, hogy ha a szakirodalomban ennyi ellenvetés merült fel, miért nem módosítják a Stabilitási és Növekedési Paktumot. Ez így persze nem igaz, mert a Stabilitási és Növekedési Paktum szinte folyamatosan módosul. Ilyen módosítás eredménye a már említett ciklikusan kiigazított költségvetési hiány kérdése, de legutóbb például 2005. márciusában is történtek apróbb módosítások az Európa Tanács értekezletén. Lényegi kérdésekben azonban, mint az egységes küszöbértékek differenciálása, vagy alapvető változtatása Alapszerződés módosítását érintő kérdés, tehát minden tagállamnak bele kell egyeznie.<sup>59</sup> Az Alkotmányszerződés elutasítása a belső feszültségek éleződéséről tanúskodik. Franciaországban és Hollandiában az Eurobarometer Közvéleménykutató Intézet felmérése alapján az ok a háttérben meghúzódó szociális feszültségek és a munkanélküliség növekedése volt. Ezek az országok úgy érezték, az Alkotmány gazdaságilag túl liberális és ezáltal előtérbe kell helyezniük nemzeti érdekeik védelmét, amelyet a bővítés, a jogok kiterjesztése nem szolgál, hanem a jelenlegi tagállamokra rója a kevésbé fejlett országok felvételének költségeit. Ez a további bővítés, elsősorban Törökország felvételének kérdésében konkretizálódott. Igaz, a magyar sajtóban elsősorban információhiányként és téveszmékként kommunikálták az okokat, radikális csoportok felerősödésével, azzal, hogy a francia és holland polgárok csak rövid távú előnyökben és hátrányokban gondolkoztak, de Angela Merkel német kancellár asszony azon mondata, miszerint „az EU elérte integrációs képességének határait”<sup>60</sup> arra vall, hogy valószínűleg nem csak két ország számára inog a bizalom a további bővítéssel kapcsolatban.<sup>61</sup> Bár arra is gondolhatott, hogy az intézményrendszert már a 25 tagú EU is kinötte, ami több szempontból jól alátámasztható. A francia és holland szavazók „szűkkeblűsége” azt mutatja meg, hogy az Alapszerződés számunkra kedvező irányú megváltoztatásának kezdeményezése felesleges vállalkozás a jelenlegi körülmények között.

---

<sup>59</sup> Losoncz Miklós: A gazdasági Monetáris Unióba való belépés követelményei és a magyar államháztartás, Hitelintézeti szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám (Magyar Bankszövetség)

<sup>60</sup> Constitutional Treaty: the "reflection period" [www.euractiv.com](http://www.euractiv.com)

<sup>61</sup> Jogi Fórum, <http://www.jogiforum.hu/hirek/12879>; Felmérés az Alkotmány francia és holland elutasításának okairól 2005. június 29

## 3.2. Középtávú kihívások az Európai Gazdasági és Monetáris Unió számára

### 3.2.1. Optimális-e a valutaövezet vagy sem?

A közös monetáris politika legnagyobb veszélye az aszimmetrikus sokkok bekövetkezése. Könnyen elképzelhető az, ha adott egy közös valutával rendelkező övezet, ahol van két jól elkülöníthető körzet, az egyik körzet legfőbb problémája az infláció, másiké a munkanélküliség és rövid távon érvényesül a Phillips-görbe, vagyis a munkanélküliség és infláció közötti átváltás, akkor a monetáris politika választás elé kerül; nem lehet egyszerre expanzív és restriktív – pedig ez esetben az lenne a legjobb. Ezek az úgynevezett aszimmetrikus sokkok, amelynek optimális megoldása az önálló monetáris politika lenne.<sup>62</sup> Az a kérdés, hogy vajon mennyire osztható fel az Európai Unió ilyen jól elkülöníthető körzetekre – Krugman az elkülönítést a körzetek specializáltsági foka alapján vizsgálta, amit pedig az ágazatokban dolgozó munkaerő mennyiségével súlyozott. Eszerint az Európai Unió e tekintetben sokkal szerencsésebb, mint az Amerikai Egyesült Államok, hiszen kialakult, önálló nemzetgazdaságok egyesültek, amelyek együttműködése ugyan mindig is szoros volt, azonban nem régóta működnek egyetlen közös piacként és gazdaságként.

Szemben az Egyesült Államokkal, amelynek tagállamai eleve a közös gazdasági viszonyok között rendezkedtek be; szinte minden körzetnek megvan a maga speciális rendeltetése. Kihasználva az egyes speciális erőforrásokat települtek le az egyes iparágak. Magyarország szorosan kapcsolódott az Európai Unióhoz, a rendszerváltás óta a kapcsolat mind erősebbé és erősebbé vált. Specializációról aligha beszélhetünk, a termelési szerkezet hasonló, mint a szomszédos országokban. Az aszimmetrikus sokk kialakulásának veszélye, vagyis hogy egyik területen konjunktúra van, míg a másikon dekonjunktúra, jól megfigyelhetően nincs jelen, de kizárni nem lehet. Az EU minden egyes kisebb gazdasági hanyatlására vagy megerősödésére hasonlóképpen válaszolnak Magyarország mutatói. Úgy tűnik, Magyarország csatlakozása az euroövezethez nem növelné az aszimmetrikus sokkok kialakulásának kockázatát, vele nagyon jó feltételekkel tud optimális valutaövezetet alkotni. (OCA: Optimal Currency Area.)

---

<sup>62</sup> John Maloney : "Do Currency Unions Grow Too Large for Their Own Good?", Economic Journal, (1999)

A Magyar Nemzeti Bank munkatársai is úgy látják, hogy az önálló monetáris politika feladása önmagában nem jár nagy költséggel, legalábbis ebből a szempontból, hogy Magyarország bizonyos szituációkban sajátos monetáris politikai lépéseket igényelne.<sup>63</sup> Ez azonban azt is jelenti, hogy a GMU-nak sincs olyan sok vesztenivalója Magyarország felvétele esetén – de ma az optimális valutaövezeten kívül egyéb szempontok kerültek előtérbe. Ha az euro méltó vetélytársa szeretne lenni az amerikai dollárnak (csúcsvaluta) – ma, a „második generációs” pénzügyi válságok megjelenése után a valuta iránti bizalom nagyon fontossá vált. A valuta iránti bizalom megrendülése a makrogazdasági egyensúlytalanságok következménye. A pénzügyekben a reálfolyamatok tükröződnek. Az euroövezet bennfentesei maguk is nagy bajban vannak az egyensúly megteremtése tekintetében, nem kockáztatják, hogy tovább rombolja helyzetüket és az euro tekintélyét olyan országok felvétele, amelyek – akár „önhibájukon kívül” – hátrányos helyzetben vannak, még az ő gyenge teljesítményükkel szemben is.<sup>64</sup> Attól függetlenül, hogy a korábban felvett kevésbé fejlett országok nem okoztak csalódást. Írország, de Portugália is, hatalmas sikertörténetet ír az euroövezeten belül. Az ő példájuk biztatja a magyar döntéshozókat: mind a Nemzeti Bank, mind a kormányzat illetve a Pénzügyminisztérium szakemberei tökéletesen egyetértenek abban, hogy számunkra az lenne a legjobb, ha minél előbb az euroövezetbe kerülnénk. Már csak azért is, mert „kívülállóként” a feltörekvő országok, köztük Magyarország, a „szubjektív alapon” kialakuló „második generációs” pénzügyi válság veszélyzónája. Ugyanakkor, egy ekkora valutaövezet ily módon való létrehozása példa nélkül álló történelemben, mondhatjuk hogy ez az egyik legnagyobb gazdasági kísérlet, amely természeténél fogva „élesbe” megy és amelynek alanyai lehetünk. Emiatt nagyon nehéz minden szempontot figyelembe venni, feltételezni, vagy akár csak jóslatokba bocsátkozni. Valószínűleg nem egyesével veszik fel az országokat, hanem egyszerre. Nyolc-tíz a már bent levők átlagától elmaradó, kevésbé fejlett ország felvétele várható egyszerre. Ez pedig más következményekkel járhat mint egy-egy gyengébben teljesítő ország felvétele.

---

<sup>63</sup> Csajbók Attila – Csermely Ágnes: Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése; MNB műhelytanulmányok 24.

<sup>64</sup> Rácz Margit: Tovagyűrűző instabilitás?, Világgazdasági Kutató Intézet, Hírlevél 71.2003., december

### 3.2.2.Specializáció és munkaerő mobilitás –az OCA elmélet

A különböző sokkok veszélye az OCA elmélettel kapcsolatos. Két lényeges megközelítés van: A Mundell-féle és a Mc Kinnon-féle megközelítés. A következők a Mundell-féle elmélethez kapcsolódnak, sarokköve a munkaerő-mobilitás kérdése. Az aszimmetrikus sokkok veszélyét is megnézték, vagyis hogy két egymás melletti régióban indulnak meg olyan folyamatok, amelyek az egyik régióban dekonjunktúrához, a másik régióban konjunktúrához vezetnek

#### Munkaerő mobilitás

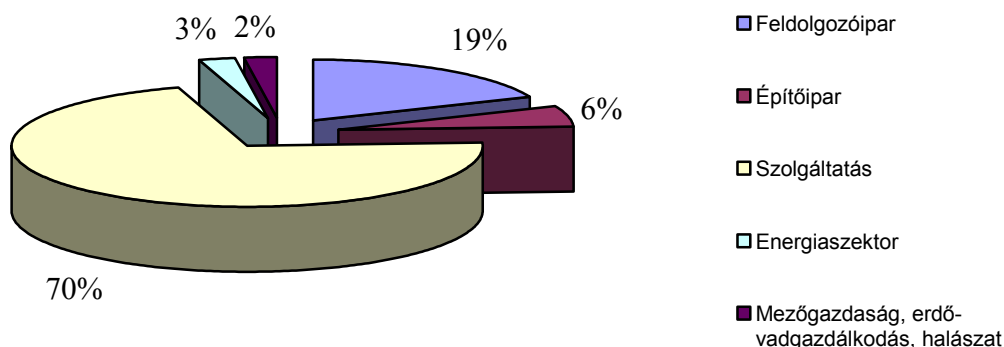
A munkaerő szabad áramlásának akadályai

- Országok között: nyelv, eltérő kultúra, vallás, jövedelmi eltérés, szakképzettségek elismerése, eltérő nyugdíjrendszerek, egészségbiztosítási rendszer
- Országon belül: merev lakásviszonyok, nehézkes közlekedés, régióként eltérő jövedelmek

Összehasonlító vizsgálatok alapján Magyarország a termékpiac rugalmasságát tekintve nem marad el a nyugat-európai átlagtól, a munkaerőpiac rugalmasságát tekintve pedig megelőzi azt. Eszerint az aszimmetrikus sokkok kezelésében a piaci ár-és béralkalmazkodásra legalább annyira lehet számítani, mint az euroövezet jelenlegi tagországaiban.

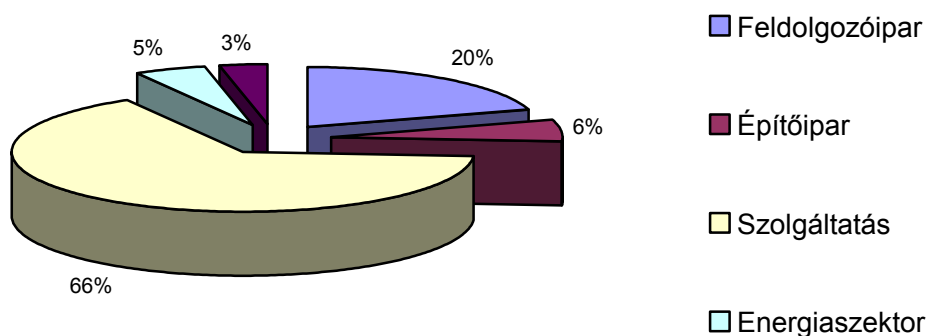
#### 5. ábra: Aszimmetrikus sokkok veszélye

Az új (2004-es) 10 tagország GDP-jének ágazati megoszlása



*Forrás: saját ábra, az adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

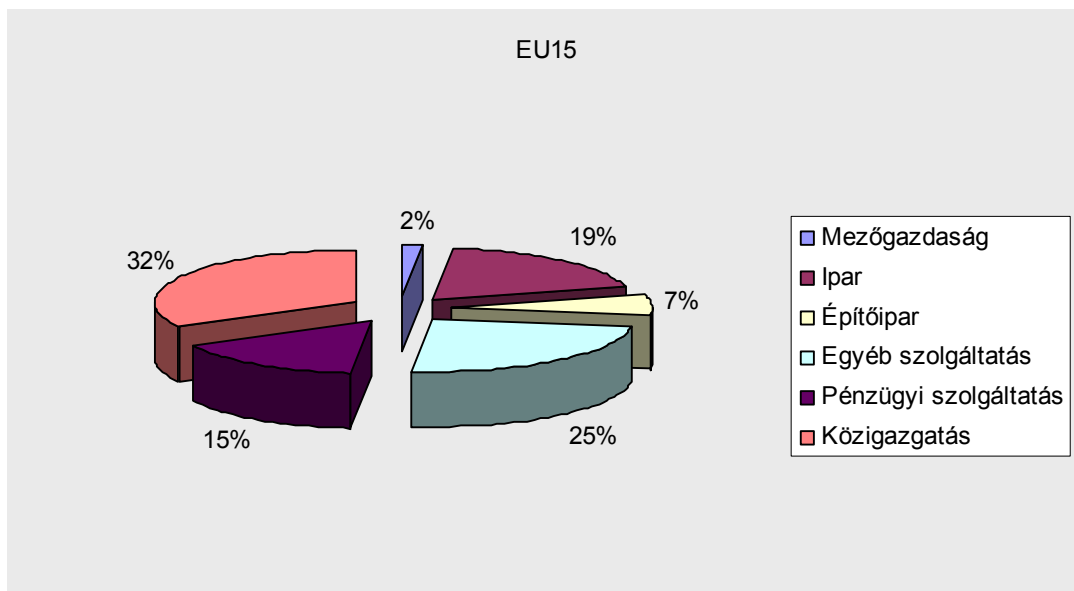
**6. ábra: Az EU GDP-jének ágazati megoszlása (átlagos) 2003**



*Forrás: saját ábra, az adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

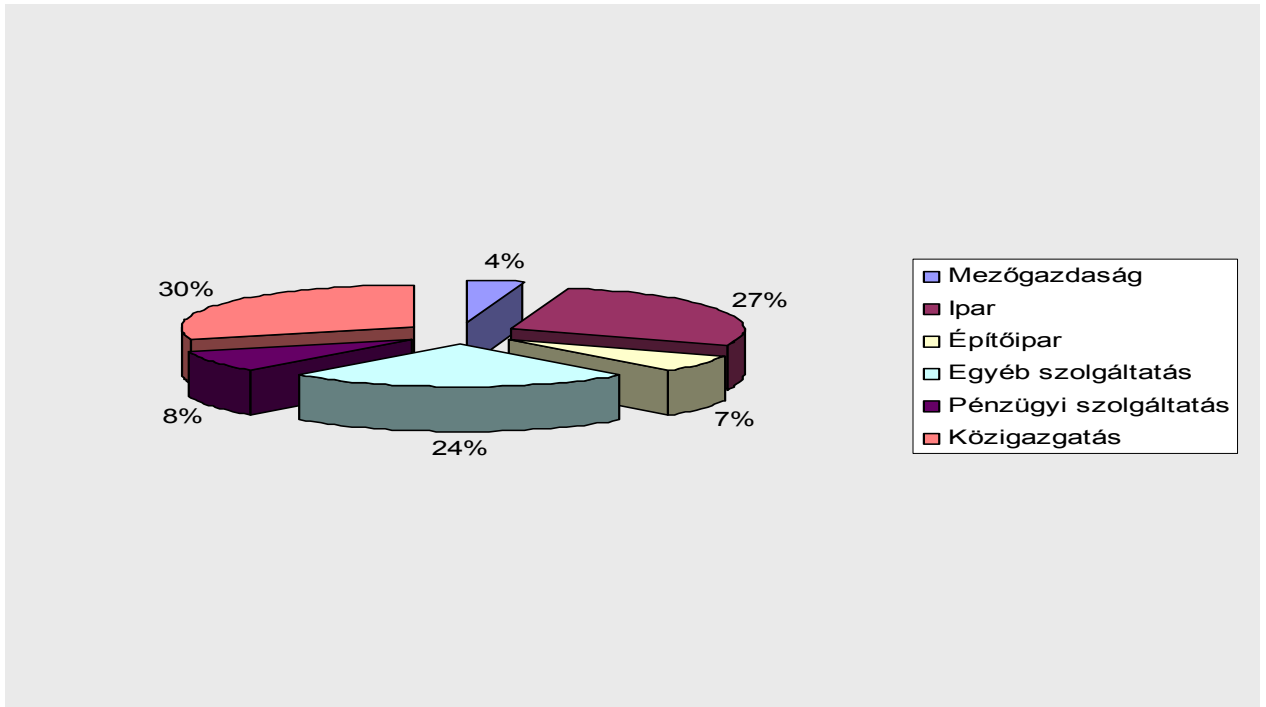
Ami még többet mutat (és jobban megfelel a specializáltsági fok Krugman szerinti számításának):

**7. ábra: A foglalkoztatás megoszlása a korábbi 15 EU tagállamban, 2004**



*Forrás: saját ábra, adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

### 8. ábra: A foglalkoztatás megoszlása Magyarországon, 2004-ben



*Forrás: saját ábra, adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

### Krugman-féle specializációs index:<sup>65</sup>

$$K_{jk} = \sum \left| \frac{E_{ij}}{E_j} - \frac{E_{ik}}{E_k} \right|$$

ahol:

j és k régió specializációjáról van szó

$E_i$  a az i ágazatban,

$E_j$  a j ország valamennyi ágazatában foglalkoztatottak száma.

Az ágazatok relatív foglalkoztatási szintjeiben fennálló különbségeinek abszolút összegei adják meg a gazdaságok specializációjának mértékét. A Krugman-féle index GDP megoszlásból is számítható, de a foglalkoztatási szintekben fennálló különbségek alapján pontosabb eredményhez jutunk.

Ennek alapján:

<sup>65</sup> Lőrincné Istvánffy Hajna: Pénzügyi integráció Európában KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Könyvkiadó, 2001. Budapest

EU - Magyarország viszonyában a mutató értéke:

$$K_{jk} = |-0,02| + |-0,086| + |-0,04| + |0,05| + |0,075| + |0,031| = 0,01$$

A Krugman-féle mutató értéke maximálisan 2 lehet, 50%-tól számottevő, 1 %-jhoz közeli érték azt mutatja meg, hogy nagyon hasonló a specializáltság Magyarország és az EU gyengébben fejlett régió között. A specializációs szint eltérése, mértéke nem jelentős. Néhány évvel korábbi számításom eredménye (szintén az OECD adatbázisára építve) 4% volt, tehát várakozásaim ellenére rövid idő alatt mérhetőek változások e területen.<sup>66</sup>

Az aszimmetrikus sokkok valószínűsége Magyarországon nem nagyobb, mint az euroövezet jelenlegi kevésbé fejlett tagországaiban. Oka lehet, hogy a magyar gazdaság az euroövezettel való külkereskedelmi integráció terén mind a mennyiségi (euroövezettel való kereskedelem aránya), mind a minőségi (export/import szerkezete, ágazaton belüli kereskedelem súlya, magas hozzáadott értékű piacok részaránya) mutatók alapján a jelenlegi tagországok integrációjával azonos szinten áll. Az Európai Unió optimális valutaövezet létét bizonyítani vágyók gyakran érvelnek ezzel és az Egyesült Államokat jellemző számottevő, jóval nagyobb értékkel. De figyelembe kell venni, hogy még csak az integrációs folyamat elején tartunk az Egyesült Államokhoz képest. Valószínűleg a specializálódás az integráció mélyülésével folytatódni fog, miközben a munkaerő mobilitás tendenciái javulni fognak, az akadályok idővel elhárulnak. Tehát e tekintetben mindenképpen közeledés várható az Egyesült Államokban mért értékhez. Természetesen ez a munkaerőmobilitási mutató javulás miatt pozitív tendencia is lehet, A kérdés az, melyik, irányba mozdulunk el számottevőbben vagy kevésbé megfelelő ütemben. Az is fontos kérdés, miként lehetne a folyamatok szinkronitását biztosítani.<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> Juhász Zita: Pénzügyi ingadozásokra ható tényezők az EU csatlakozás után, PhD konferencia, Lillafüred, 2003.

<sup>67</sup> Karen Helene Midelfart Knarvik: Delocation and European integration, *Economic Policy*, 35, Fall 2002



Az euro bevezetésének számszerűsíthető hasznai meghaladják a költségeket, ami hosszabb távon az ország növekedési ütemének emelkedését, a Nyugat-Európához való jövedelmi felzárkózás (reálkonvergencia) gyorsulását eredményezi. A saját valuta feladásával elvész egy, az aszimmetrikus sokkok egy részét kezelni képes eszköz, ugyanakkor az aszimmetrikus sokkok egy potenciális forrása (feltörekvő piaci pénzügyi „fertőzés”) is megszűnik. Az egyéb eredetű aszimmetrikus sokkok valószínűsége a termelési szerkezet hasonlósága, az eurozónával való kereskedelmi integráció előrehaladottsága és a ciklikus összhang következtében nem nagyobb, mint az euroövezet kevésbé fejlett tagországaiban. Az esetleg bekövetkező sokkokat a rugalmas ár- és béralkalmazkodás és a fiskális politika diszkrecionális eszközei legalább annyira képesek kezelni, mint a fejlettség tekintetében hozzánk közelebb álló EMU tagországban.

A számított Krugman-indexre visszatérve: bár az új mutató az előző negyede, az új eredményt nagy változásnak nem tekinthetjük, hiszen mindkét érték nagyon kicsi. Mindenesetre, ha ez tendenciát jelöl, nem kedvező. Ahhoz ugyanis, hogy Magyarország az Európai Unió teljes jogú és hasznos tagja legyen, meg kell találnia helyét. Ahhoz, hogy megálljon a saját lábán, meg kell találnia azokat a területeket, amelyeken komparatív előnyben van. A komparatív előnyök kihasználása pedig specializálódáshoz vezet. Ha azonban az elképzeléseimnek megfelelően alakulna Magyarországon és a többi tagországban a specializáció, akkor idővel felerősödne az aszimmetrikus sokkveszély. A felgyorsult változások közepette azonban gyors alkalmazkodási folyamatok várhatóak. Az Egyesült Államokkal való összehasonlítás most nagy különbségeket mutat, de az eurozóna gazdasági szerkezete és jellemzői közeledni fognak az Egyesült Államokéhoz.

### 3.2.3. EKB garancia szükségessége az árfolyamok védelmére

Az EU nem kényszerítette a 2004. májusában csatlakozókat az ERM II.-be való belépésre – de nem adta meg a lehetőséget a döntésre, mint korábbi tagjainak, hogy külön dönthessenek az unióba való belépésről és az euroövezeti tagságról.<sup>68</sup> Az euro bevezetésének pedig gyakorlatilag két elérési útvonala lehetséges: olyan széles sávban történő lebegtetés, amely mellett nincs biztosan szükség sávközép-eltolásra, vagy a valutatanács illetőleg valutatábla alkalmazása, amely kifejezések a kemény rögzítést jelentik. A feltétel, amelyet teljesíteni szeretnénk, a két éves ERMII tagság. Van azonban olyan vélemény, hogy az ERMII nem jelent optimális környezetet a „belső körhöz” csatlakozni vágyó „kültagoknak” a gazdasági stabilizációhoz.

Wyplosz professzor<sup>69</sup> figyelmeztet, hogy a belépésre várók valutái fokozott pénzpiaci spekulációnak vannak kitéve. Lehetőség arra, hogy kontrollálják ezeket a külső hatásokat csak a közép-európai országok fokozott pénzügyi együttműködésével nyílhatna.<sup>70</sup> Azzal azonban, hogy elveszítik az árfolyampolitikai függetlenségüket – mikor problémáik kezelése speciális árfolyampolitikát igényelne – elvesztik ezt a lehetőséget. A ERMII tagság, mint az euroövezethez való csatlakozás előszobája kétarcú dolog. Egyrészt természetesen növelheti a bizalmat és stabilizáló szerepet tölthet be; be kell azonban látni, hogy mindez kevés, ha komoly makrogazdasági egyensúlyromlás következik be. Ekkor árfolyampolitikai oldalról a védekezés lehetősége nincsen meg, csak kamatprémiumok tarthatják itt a befektetőket, vagyis inkább a spekulatív tőkét.

A kamatszint növekedése komoly makrogazdasági áldozatokkal és károkkal jár. 2005-ben Magyarországon a forint és euro közti kamatkülönbség következtében a GDP

---

<sup>68</sup> Igaz, lehet, hogy szükségtelen is lett volna; a közgazdászok zöme abban látja az unió elsődleges előnyét, hogy az euroövezethez is csatlakozhatunk majd, sőt, John Maloney és Malcolm Macmillan<sup>68</sup> az Economic Journalban egyértelműen úgy fogalmazzak, hogy nettó veszteség csak az Európai Unióhoz csatlakozni, a nettó nyertesek azok, akik az euroövezet tagjai is – igaz, főleg a régi tagokra vonatkoztatják ezt.

<sup>69</sup> Pl.: Wyplosz, Charles Do not impose a currency crisis on Europe, Financial Times, June 15. 2003

<sup>70</sup> Andor László: Monetáris evolúció Európában, Euro – érvek és ellenérvek, Miniszterelnöki Hivatal, Kormányzati Stratégiai Elemző Központ (STRATEK) 2003. november

arányos deficit legalább 2 százalékponttal volt magasabb.<sup>71</sup> Az pedig, hogy az ERMII rendszer önmagában nem nyújt védelmet, a 2006. júniusi forint elleni spekulációs támadás is bizonyítja. Az, hogy mely árfolyamrendszer teremti meg a biztonságot, egyértelműen nem megválaszolható. A szűk sávós árfolyamrendszer fenntartása egy kiegyensúlyozatlan, labilis gazdaság számára nem megfizethető költségekkel jár. A lebegő árfolyamrendszert tartják a legjobbnak spekulatív támadások esetén, de ez a kamatszint mozgása miatt okoz kárt. Az ERMII azért nem jelent köztes esetet, mert – 2006. júniusig legalábbis – a forint jobbra az erős sávszél közelében tartózkodott. A lebegő árfolyamrendszer egyébként nem elfogadható az EMU számára, kitolná az euroövezethez való csatlakozás időpontját.<sup>72</sup> Ez pedig, ha igaz, hogy semmilyen árfolyamrendszer nem küszöbölheti ki a spekulációs támadást és annak fájdalmas következményeit is esetleg enyhítheti, viszont a monetáris unió konkrét előnyt biztosít a védelem szempontjából, szinte kényszerpályának tűnik várakozni bebocsátásunkra, bármilyen is legyen az árfolyamrendszer, amelybe kényszerülünk. Más kérdés az, hogy komoly számvetés történt-e azzal kapcsolatban, hogy ez hány éven belül lehet reális cél, és hogy addig nem lehetne-e a helyzeten javítani az árfolyam önálló, minden ország, vagy a kelet-közép európai régió számára testre szabott stratégiájával. Az EU kontrollálási lehetőségeit ez azonban nagyban csökkentené.

A bizonytalan időintervallum azonban szinte méltatlan helyzetet teremt, ha számba vesszük, hogy egyelőre hat év monetáris bizonytalanságban kell gondolkodnunk a kettő helyett, amiért cserébe nem kapunk semmit azokból az előnyökből, amelyeket a „beltagok” élveznek. A másik kérdés, hogy a közös valuta és a kívülmaradók valutája közötti árfolyam fenntartása speciális hitel vagy intervenciós likviditás nyújtását követelheti meg. Bár az intervenciót az EKB és a nemzeti jegybankok is lebonolyíthatják és kezdeményezhetik,<sup>73</sup> kérdés, hogy ha egy ország minden tekintetben sikeresen betartaná az összes kritériumot és az EKB által kijelölt úton járna, rajta kívül eső ok miatt kényszerülne az árfolyam sávon belül tartásához szükséges intervencióra, ennek költségeinek viselését miért nem garantálja az EKB? Természetesen ez esetben

<sup>71</sup> Gazdaságpolitika 2005-ben, helyzetértékelés és javaslatok; Magyar Bankszövetség, Hitelintézeti szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám

<sup>72</sup> Losonczi Miklós: Mit ér az önálló monetáris politika? Euro – érvek és ellenérvek, Miniszterelnöki Hivatal, Kormányzati Stratégiai Elemző Központ, (STRATEK) 2003. november

<sup>73</sup> Horváth Ágnes- Szalai Zoltán: Gazdasági és Monetáris Unió, MNB Műhelytanulmányok 12.

nem lenne szó moral hazardról, amivel az EKB indokolja azt, hogy ezt nem teszi. A különböző „elitklubok” jellemző viselkedése ez napjainkban, amikor befolyásuk kiterjesztése nem csak presztízs, hanem elemi érdekek sora fűződik hozzá. Azonban a felelősség vállalása soha nem teljes körű. (Elég, ha azokra a gazdasági, pénzügyi válságokra gondolunk, amelyek az IMF javaslatai, intézkedései mellett, vagy még inkább azok hatására bontakoztak ki.) Mindazonáltal az EU döntéshozói tisztában vannak azzal, hogy a régióban kibontakozó válságok az egész integráció stabilitására károsan hatnak és ebben egyes vélemények szerint Nyugat-Európa felelőssége is nagy.

## 4. MONETÁRIS KIHÍVÁSOK MAGYARORSZÁGON

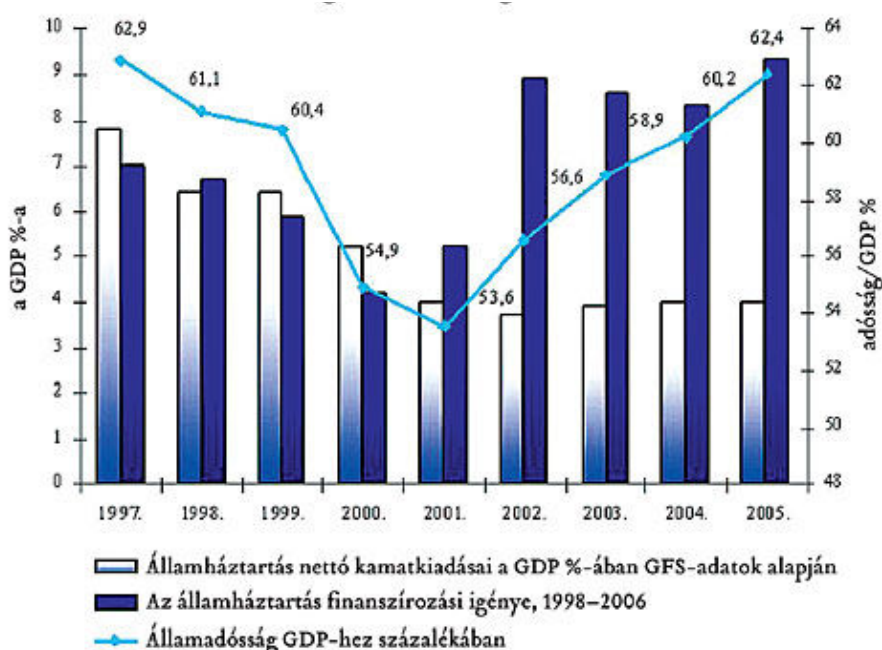
### 4.1. Magyarország ma – makrogazdaság, veszélyek és lehetőségek

#### 4.1.1. A magyar gazdaság állapota

Magyarország 1996-tól az ezredfordulóig kedvező pályát futott be. Makromutatói folyamatosan javultak, a gazdasági növekedés nagysága volt, hogy meghaladta az 5%-ot. A magyar gazdaság fenntartható növekedési pályára állt. A gazdasági szerkezet átalakítása már a végéhez közeledett.

Ma Magyarország a hanyatlás jeleit mutatja. Az EU maastrichti kritériumaiból egyet sem teljesít.

9. ábra: Az államadósság és az adósságterhek alakulása

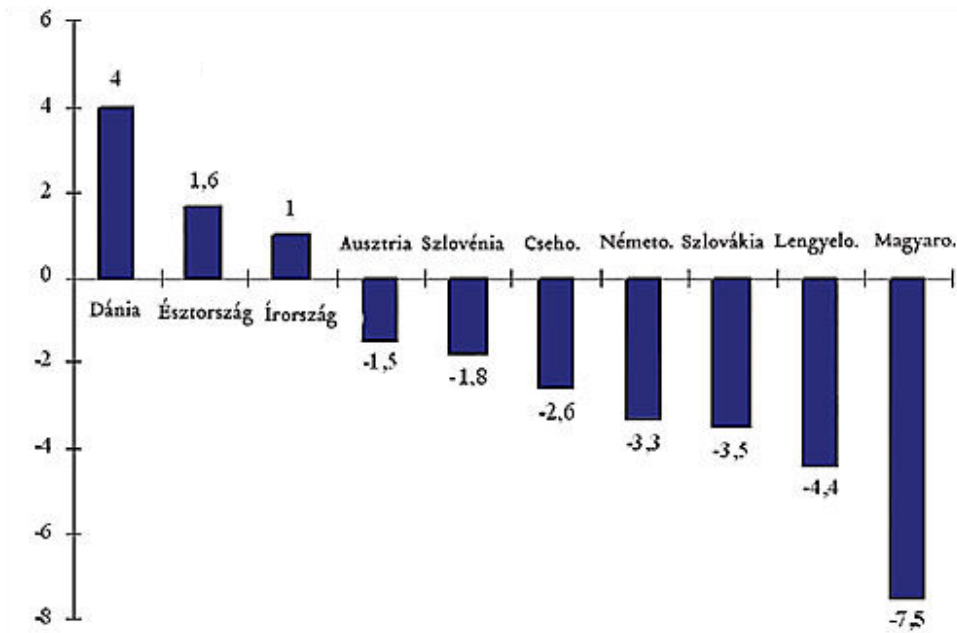


Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról<sup>74</sup>, MNB, (magánnyugdíjpénztári korrekció nélkül)

<sup>74</sup> Dr. Bod Péter Ákos - Dr. Mellár Tamás - Dr. Vukovich Gabriella: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, SzPM Alapítvány, 2006.

Az ábrán a kritikus mértéket megüő 2006-os adat nem látható, de megtalálható a függelékben. Az alábbi ábra a legkritikusabb adat, az államháztartási hiány nagyságát mutatja be. A magyar államháztartási hiány példátlan akár 2005-ben, akár 2006-ban az Európai Unióban.

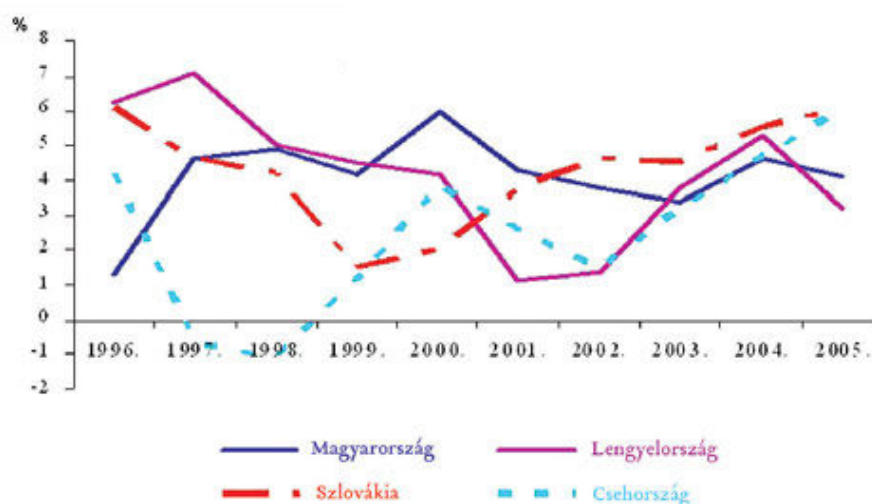
**10. ábra: Az államháztartási hiány és többlet mértéke néhány uniós tagországban  
2005-ben a GDP %-ban**



*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról*

A 2006-os évben Magyarország a „vártnál jobb” eredménye: 8,7% volt a deficit és a GDP aránya.

**11. ábra: A GDP növekedése a visegrádi országokban**



*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, MNB, KSH*

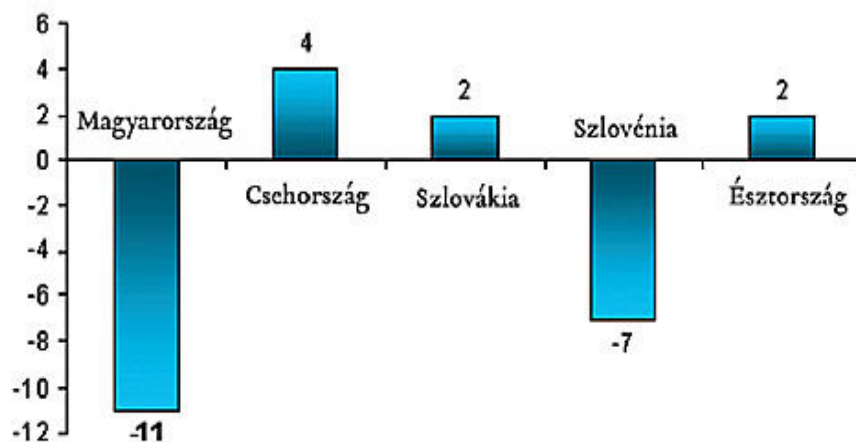
A gazdaság növekedési üteme csökkent, negatív trendvonallal jellemezhető. Magyarország ma már egyértelműen mondható, hogy nem tudta kihasználni a feltörekvő, felzárkózó státuszból adódó gyorsabb növekedési ütem lehetőségét. A független hitelminősítők ország minősítő értékeléseiben is egyre rosszabb eredménnyel szerepel. (Ld. még Függelék, Moody's.)

**9. táblázat: A régiós helyzet változása a Fitch ország-kockázati értékelésében**

Ország	2002 szeptember	Sorrend	2006 június	Változás	Sorrend
Bulgária	BB-	6.	BBB	Javult	5.
Csehország	BBB+	3.	A	Javult	2.
Észtország	A-	2.	A	Javult	2.
<b>Magyarország</b>	<b>A-</b>	<b>2.</b>	<b>BBB+</b>	<b>romlott</b>	<b>4.</b>
Lettország	BBB	4.	A-	Sokat javult	3.
Litvánia	A	1.	A	Változatlan	2.
Lengyelország	BBB+	3.	BBB+	Változatlan	4.
Románia	B+	8.	BBB-	Sokat javult	6.
Szlovákia	BB+	5.	A	Sokat javult	2.
Szlovénia	A	1.	AA-	Sokat javult	1.

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

**12. ábra: Magyarország és néhány velünk csatlakozott ország relatív pozíciójának változása az IMD<sup>75</sup> versenyképességi rangsorában (2001-2006)**



*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

Sikereinket egyrészt a külső tőke bevonására építették. Csakhogy lecsökkent az értékesíthető vagyontömeg, így visszaesett a működő tőke beáramlás. A költségvetési és fizetési mérleg mind kedvezőtlenebb képet mutatott. Emiatt versenyképességünk romlott és társadalmi feszültségek is keletkeztek. A kedvezőtlen világgazdasági jelenségek is hatással voltak erre, sőt a külföldi tőkére is; bizonytalanabb gazdasági teljesítményünk mellett emiatt is várható volt a külföldi tőkebefektetések csökkenése. Ez pedig gazdasági és foglalkoztatási nehézségekben csapódott le a külsőerőforrás-vezérelt gazdaságban. Az ezredfordulón azonban bevezetésre került a Széchenyi Terv, amely arra a felismerésre alapozódott, hogy az elapadó külföldi tőkebefektetések már nem képesek a gazdasági növekedést dinamizálni, a hazai, illetve a Magyarországon működő nemzetközi nagyvállalatok költségvetési eszközökből történő támogatását biztosította. (Nem volt piac-konform EU-s értelemben) A terv a világgazdasági recessziót nem tudta kompenzálni, már csak azért sem, mert 2000-ben kormányváltás volt és folyamatosan leépítették. Kitorési kísérletként is értelmezhetjük ezt a belsőerőforrás-fejlesztésre irányuló átfogó programot. A beruházási kiadások aránya ez évben 2,5-szöröse volt az EU-s 2,3%-os aránynak (az összes kiadáshoz). Ez a

<sup>75</sup> A lausann-i székhelyű IMD (Institut für Management Entwicklung) vezetőképző és gazdaságkutató intézet évente publikálja a World Competitiveness Yearbook című kiadványát. Ez 54 országot, 7 régiót rangsorol 314 kritérium alapján versenyképesség szempontjából. Az adatok kétharmada hivatalos statisztikákon alapul, körülbelül egyharmada az intézet szakértőinek számításain és becslésén alapul. Az összesített rangsorban Magyarország a 2005-ös év után a 37. helyről a 41. helyre került, miközben a többi felsorolt ország javított helyzetén. A rangsor felállítása során egyébként többek között a kormányzati hatékonyságot, a versenyszféra teljesítőképeségét, infrastrukturális feltételeket.



csatlakozási felzárkózással kapcsolatos szükséges infrastrukturális beruházásokkal és a vállalkozóknak nyújtott fejlesztési támogatásokkal magyarázható.

Tagadhatatlan, hogy Magyarországon a piacgazdasági átmenetben a külföldi tőke meghatározó szerepet töltött be. A világkereskedelmi jelentősége megkétszereződött az elmúlt évtizedben. Magyarország az 1990-es évek közepéig a volt szocialista országok között élenjárt, a befektetett külföldi tőke 50%-a hazánkba érkezett. Ez az érték azonban 1998. után rohamosan csökkent. A külső működő tőke befektetésekből származó versenyelőny, amellyel Magyarország eddig az évig (1998) rendelkezett, megszűnőben volt az ezredforduló után. Igaz, ezek a jelenségek a világgazdasági növekedés lelassulásával is összefüggésben voltak. A külsőtőke befektetések visszaesését tekintve helyes és időszerű lett volna a belső erőforrás fejlesztése és a külső erőforrások apadó teljesítményének mintegy alternatív módon helyettesítése a hazai kereslet élénkítésével.

#### 10. táblázat: Az euró átvételéhez szükséges feltételek teljesülése 2006-ban

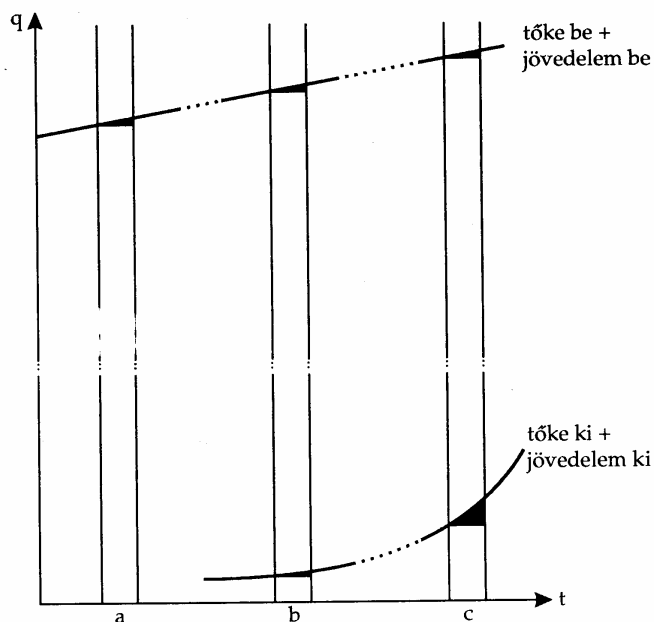
Ország	Harmonizált inflációs ráta	Hosszútávú kamatláb	Államháztartási hiány	Bruttó állam-adósság	Teljesülő feltételek száma	ERM 2 tagság
Szlovénia	igen	Igen	igen	igen	4	igen
Csehország	igen	Igen	igen	igen	4	nem
Litvánia	nem	Igen	igen	igen	3	igen
Észtország	nem	Igen	igen	igen	3	igen
Lettország	nem	Igen	igen	igen	3	igen
Szlovákia	igen	Igen	nem	igen	3	igen
Ciprus	igen	Nem	igen	nem	2	igen
Málta	igen	Igen	nem	nem	2	igen
Lengyelország	igen	Nem	nem	igen	2	nem
Magyarország	nem	Nem	nem	nem	0	nem

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

Minden bizonnyal elhibázottnak minősíthető az a módja a külső erőforrásra építkezésnek, amelyet Magyarország követett. A konvergencia táblázat szerint élenjáró országok ugyanis más utat jártak be. Szlovénia, amely ország 2007-től elsőként válhatott az euroövezet részévé, körülbelül privatizálható vagyona 15%-át bízta külföldi befektetőkre. A többi, ha lassabban ment is így a privatizáció – szlovén gazdára talált. A

forrásbevonás ugyanis a privatizálható tőke fogyasztásával forráskiszívásba csap át. Oka, hogy bár a kölcsöntőkék kezdenek megtérülni, de a repatriált kamat és profit „csurog” ki az országból, egy része pedig a jó megtérülés ellenére is máshol keres immáron jobb megtérülést. (Pl. Romániába, Ukrajnába áttelepült összeszerelő üzemek.) Erre a veszélyre szinte az összes külgazdasági stratégia idevonatkozó részével foglalkozó írás kitér.

### 13. ábra: Forrásbevonás átcsapása forráskiszívássá<sup>76</sup>



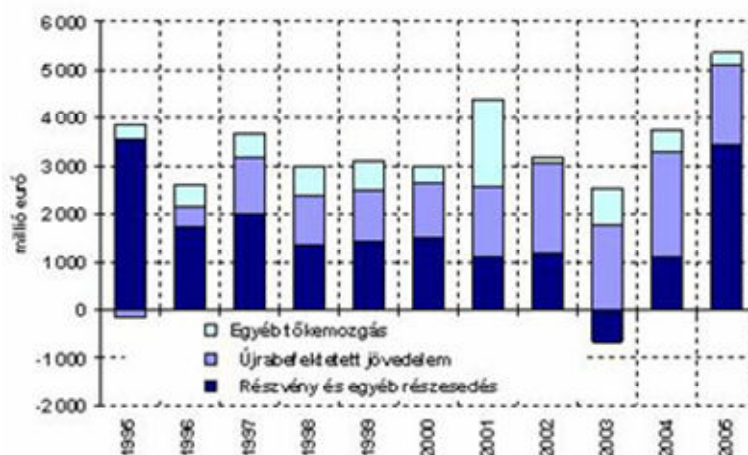
Forrás: Kozma Ferenc, 292.o.

Bár számos statisztikai adat mutatja, hogy a külföldi tőkebefektetések mértéke növekvő tendenciát mutat, ami azt is jelentheti – a privatizáció kifulladásának ténye miatt – hogy zömében újra befektetett tőkéről van szó. Ez kedvező, ugyanakkor a jegybank az uniós statisztikai előírások szerint visszamenőleg is módosított adatai arról árulkodnak, hogy 2005-ben már meghaladta az osztalék kifizetés az újra befektetett tőke nagyságát.<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Kozma Ferenc: Külgazdasági stratégia, 1996, Aula

<sup>77</sup> Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején, szerk: Dr. Lentner Csaba, 2007., Akadémiai Kiadó

#### 14. ábra: Közvetlen külföldi tőkebefektetések Magyarországon, 1998-2005



*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

A forint 2003 nyaráig történő felértékelődése a magyar exportot csökkentette. Az ez után bekövetkező leértékelődés nem eredményezi az exportpiacok visszaszerzésének lehetőségét. A nyitott gazdaságok az elhibázott árfolyampolitikával, még ha korrigálják is, nehezen érhetnek el gyors sikereket a reálgazdasági folyamatokban.<sup>78</sup>

Az Európai Unió tagországból adódó jogszabályi követelményeknek megfelelően a tagállamok minden évben stabilitási, illetve az eurót még nem bevezetett tagállamok konvergencia programot nyújtanak be a Tanács és a Bizottság részére. Magyarország az előírt menetrend alapján 2005 decemberében elkészítette konvergencia programját. A Tanács a programról nyilvánított véleményében javasolta a Kormánynak, hogy „... a lehető leghamarabb és legkésőbb 2006. szeptember 1-ig nyújtsa be aktualizált konvergencia programjának módosítását, amely azonosítaná az ország középtávú kiigazítási pályájával teljes mértékben konzisztens konkrét és strukturális intézkedéseket.” A tanácsi vélemény figyelembe vételével a Kormány a hagyományos menetrenden kívül 2006 szeptemberére elkészítette a 2005 decemberi konvergencia program módosított változatát. A 2006 júniusában beiktatott új Kormány e program keretében mutatja be középtávú gazdaságpolitikai elképzeléseit, különös tekintettel a magas költségvetési hiány csökkentésének módjára. A program a 2005 és 2009 közötti időszakot öleli fel, de kitekintést ad 2011-ig terjedően is. A programot a Kormány 2006. augusztus 31-i ülésén fogadta el.

<sup>78</sup> Dr. Lentner Csaba: Rendszerváltás és pénzügypolitika, 2005., Akadémiai Kiadó

A konvergenciaprogram szerint az államháztartási egyensúly megteremtése a csak rövidtávon ható kiigazító lépések mellett képzelhető el és e cél érdemi reformokat igényel. Hosszútávon és szisztematikusan gátat kell vetni az állami túlköltekezésnek, és el kell kerülni azt, hogy az államháztartás és a fizetési mérleg egyensúlyának rendszeres megbomlása akadályozza a felzárkózás folyamatát.

Az államháztartási egyensúly javulása csökkenti az állam hiteligényét, ami várhatóan a kamatfelárak csökkenésével jár, és így kedvezőbbé teszi a magánszektor számára a fejlesztések finanszírozásának költségét. A program szerint ezt a hatást erősíti az uniós fejlesztési források növekedése, valamint a beáramló működő tőke, így a beruházások továbbra is a GDP-nél gyorsabban fognak növekedni. A gazdaság teljesítményének növekedése a jelenleg is foglalkoztatottak által előállított érték (a termelékenység) növelését és ezzel párhuzamosan a foglalkoztatottak számának bővülését igényli. A Kormány a rendelkezésére álló források felhasználásával segíti a foglalkoztatás és termelékenység hosszú távú növekedését. A program szerint a gazdaság növekedési üteme az egyensúlyjavító intézkedések hatására 2007-2008-ban átmenetileg lassul, de a meginduló fejlesztések és reformok hatására, 2009-től visszatér a 1998-2006 közötti időszakot jellemző, az Európai Unió átlagát meghaladó, 4 százalékos körüli szintre. A reformok kiteljesedése és a fejlesztési források felhasználása nyomán bővülő beruházások 2011-ig tovább gyorsíthatják a növekedést.

A Nemzetközi Valutaalap IV.- es cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultációját 2006. október 11-én zárta le és az ügyvezető igazgatók lényegében az alábbi megállapításokat tették:<sup>79</sup>

- Magyarország jelentős mértékben profitált az elmúlt évtized jelentős gazdasági reformjaiból,
- mégis elmarad az Európai Unióhoz újonnan csatlakozott tagállamok teljesítményétől.
- Sürgős lépésekre van szükség a gazdaságpolitika hitelességének, valamint a költségvetési- és folyó fizetési mérleg egyensúlyának a megteremtésére.
- Az EU Konvergencia Program fontos és üdvözlendő lépés.

---

<sup>79</sup>MNB: A Valutaalap IV-es cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultációjának megállapításai /IMF eredeti levelének fordítása/

- A gazdaságszerkezeti reformok előrevitele iránti folyamatos eltökéltségre van szükség.
- Hosszú távon fenntartható költségvetési konszolidációra van szükség ahhoz, hogy az államadósság GDP-hez viszonyított arányát fokozatosan egy biztonságosabb szintre tudják csökkenteni.
- Középtávú költségvetési keretterv kialakítására ösztönözték a hatóságokat.
- Az igazgatók üdvözölték a Konvergencia Program kiadáscsökkentő intézkedéseit.
- Támogatták a költségvetési fegyelem javítására irányuló friss kezdeményezést.
- A bevételnövelés lehető legjobb módja az adóalap szélesítés lenne, beleértve egy széles kört érintő ingatlanadó bevezetését.
- MNB inflációs célkitűzési rendszerének eredményeit elismerték, de
- monetáris politikai szigorítás szükségességét vetették fel.
- A bankszektor erejének növekedését szembeállították a devizakitettséggel szemben növekedő fokozódó kockázatokkal,
- egy aktívabb felügyelet és szabályozás szükségességét vetették fel.
- A lebegő árfolyamrendszer tartanak megfelelőnek kockázatkezelési szempontból,
- de az árfolyamrendszer megváltoztatása azonban vegyes üzenet lenne a piacok felé.
- A foglalkoztatás emeléséhez csökkenteni kell a munkabéreköltségeket, és a szociális jóléti programok célzottabbá tételére lenne szükség.
- Javítsák az EU források felhasználási ütemét a termelékenység növelő ágazatokban, és kapcsolják össze azokat a költségvetési szerkezeti reformok megvalósításával.

A megállapítások jó részének elemzésére a továbbiakban még sor kerül.

#### 4.1. 2. A konkrét lépésekről<sup>80</sup>

- Közsféra.

A Kormány már rövidtávon csökkenti a központi igazgatásban foglalkoztatottak létszámát, és ösztönzőkkel elindítja az önkormányzati szférában szükséges létszámcsökkentést (pl. a közoktatásban egyebek mellett a kötelező óraszám emelésével).

- Egészségügy

A biztosítási elv erőteljesebb érvényesítése az eddig látszólag korlátlan közfelelősség és közfinanszírozás helyett egyértelművé teszi az egyén felelősségét egészsége megőrzéséért, szabályozottá válik az egészségügyi ellátás finanszírozásához történő egyéni hozzájárulás.

- Nyugdíjrendszer

- az előrehozott öregségi nyugdíjazás korhatárának egy évvel történő felemelése,
- az induló nyugdíjak szintjének korrigálása;
- az egyes munkakörökben eltöltött időhöz kapcsolódó karkedvezményes nyugellátás további megszüntetése, valamint a rokkantsági nyugdíjrendszer átalakítása;
- a korhatár alatti nyugellátások szüneteltetése keresőtevékenység esetén;

- Közoktatás

2007. szeptember 1-től a pedagógusok kötelező óraszama két órával megemelkedett;

- Felsőoktatási rendszer

A 2007-től bevezetett fejlesztési képzési hozzájárulást (tandíj) a hallgatóknak első ízben 2008-tól kell megfizetniük az államilag finanszírozott felsőoktatásban és a képzési szerkezet és a finanszírozás a bolognai folyamat kibontakozásához igazodóan alakul át.

---

<sup>80</sup> Az Új Egyensúly Programja (2006-2008) – [www.meh.hu](http://www.meh.hu)

- Ártámogatások

A Program szerint a fogyasztói árkiegészítések és az árakon keresztül nyújtott támogatások túlnyomó többségére igaz, hogy nagy társadalmi ráfordítással igazságtalan támogatási arányokat alakít ki. Az árakon keresztül nyújtott támogatásokból ugyanis az kap többet, akinek nagyobb a fogyasztása. A rendszer az erőforrások pazarló felhasználására ösztönöz, és nem szolgálja a gazdaságilag ésszerű, takarékos gazdálkodást.

Ma három nagy területen van jelentős ártámogatás és éppen ezért e területeken csökkent:

- a gyógyszereknél, ahol a támogatás mainál hatékonyabb rendszerének kialakítására az egészségügyi reform részeként kerül sor;
- a közlekedésben, amelynek módosítására, a tarifa- és kedvezményrendszer átalakítására az új közlekedésfejlesztési koncepció keretében 2007-ben kerül sor;
- a lakossági energiafogyasztás támogatásában, amelynek legnagyobb részét a gáz árához adott tömbtarifa támogatás teszi ki.

A bevételnövelő intézkedések

- a már eldöntött, de részleteiben még nem kidolgozott ingatlanadó 2008.évi bevezetése – egyelőre eltolódott, előre láthatólag 2009-re..
- Az adóbevételek növelésének fontos eleme, hogy 2006. szeptemberétől a kedvezményes áfa kulcs 15-ről 20%-ra nőtt,
- az egyéni egészségbiztosítási járulékok mértéke és az egyszerűsített vállalkozói adó kulcsa emelkedett.
- A minimálbér kétszeresében meghatározott járulékalap a kormány szerint nem a valóságosan az ennél kevesebbet keresők számára jelent többletterhet, hanem csupán azoknak, akik eddig tényleges vállalkozói jövedelmüknél jelentősen kisebb összeg után fizettek közterheket, vagy munkavállalóiknak a minimálbéren felüli részt szürkén, zsebbe biztosították.
- Az elvárt társasági adó pedig azoknak jelentett elsősorban többletterhet, akik eddig nyereségüket eltitkolták.
- A házipénztáradó megszüntette a személyes jövedelmek vállalkozásból való adómentes kivonásának lehetőségét.

- A 4%-os különadót a legmagasabb jövedelműeknek kell fizetni az egyéni nyugdíjjárulék alapjának felső határát meghaladó jövedelmük után. A kormány szerint ezek mellett meghozott intézkedések összességében növelik az adóterhelést, ugyanakkor tartalmuk már az új, igazságosabb közteherviseléshez igazodó adófilozófiát is tükrözi: jobban terheli azokat az adóalanyokat, amelyek feltehetően el kívánják kerülni az adó- és járulékfizetést, az adó és járulékalap szélesítését célozza és megszüntet indokolatlanná vált adókedvezményeket.

Más olvasatban a probléma az, a program rövid távú célokat, az elvárt mutatók rövid távú teljesítését célozza – szinte egyáltalán nem számol a hosszú távú romboló hatásokkal. Ezek az intézkedések teljesen szétzilálják a még megmaradt szociális hálót. Ezen kívül súlyos, már-már elviselhetetlen mértékű terhet rónak a lakosságra és a vállalkozásokra. Veszélyes a polgárosodási folyamat szempontjából, drasztikus méreteket ölt az elszegényedés, az ún. „roncstársadalom” bővülése. Bár szerepel a programban a foglalkoztatás növekedése, 2008-tól a tervszámokban szerepel is, de logikusan nem következik a szociális és reálszektor elsorvasztó intézkedések ilyen hatása. A programban nem szerepel hathatós intézkedés ez irányban, csak feltételezések, amelyek elsősorban a javuló makromutatókkal magyarázzák ezt. Egyáltalán nem biztos, hogy ezek a folyamatok versenyképességünk javulásának irányába hatnak és nem teremtenek olyan körülményeket, amelyek a hazai vállalatokat, vállalkozókat ellehetetlenítik, a külföldi tőkét pedig elriasztják. Ez esetben a várt gazdasági növekedés adatok teljesülését megkérdőjelezzük és az infláció 2008-as évtől tervezett ismételt leszorításának lehetőségét is kérdésessé tesszük. Az is kérdés, hogy a magyar gazdaság, a lakosság állapota és a beruházások elsorvadása, ha teljesítjük is a kritériumokat és bevezethetjük az eurót, milyen státusban engedi csatlakozásunkat az euroövezethez, azaz az EU-ba történő teljes integráció Magyarország számára milyen érdekérvényesítési feltételekkel fog történni. Valószínűleg erősen alárendelt szerep hárul ránk ez esetben.

Ezek az érvek azt támasztják alá, hogy az eurobevezetés áldozatai közé ezeknek az intézkedéseknek a hatását is be kell számítani. Reális lehet az eurocsatlakozás tekintetében kevésbé „direkt”, nem csakis a makromutatók számszerű értékére törekvő célrendszer követése, amely a hosszú távú érdekeinkkel is harmonizál.



### 4.1.3. Önbeteljesítő hatások az euro bevezetése kapcsán

Az EU csatlakozás idején éles vita bontakozott ki annak tekintetében, hogy prioritást élvezzen-e a konvergenciakritériumok és az SNP teljesítése a gazdasági növekedéssel szemben. A vita a korábbi és az akkori jegybankelnök, Surányi György és Járai Zsigmond képviselésében bontakozott ki. Surányi György a maastrichti konvergenciakritériumok miatti megszorítások káros hatásáról beszélt és Nagy-Britanniára hivatkozott, miközben Járai Zsigmond a növekedés előfeltételeként jelölte meg a kiegyensúlyozott költségvetést, amely így azonos intézkedéseket követel, nem szükséges a két cél között választani. A modern szakirodalom szintén a kiegyensúlyozott költségvetést állítja előfeltételként az inflációs-, kamatláb- és árfolyam célok eléréséhez. Ennek gyakorlati alátámasztásaként elegendő, ha a közelmúlt pénzügyi válságait vesszük sorra, amelyek okai visszavezethetők a költségvetés tetemes hiányára. A restriktív fiskális politika recessziót előidéző hatása a keynes-i elméletből eredeztethető. A klasszikus gyökerű elméletek nem ismerik el a keresletszűkítő gazdaságpolitika recessziót előidéző hatását – gyakran már rövid távon sem. Ilyen az újklasszikus iskola, amelynek feltevéseit a valóság – legalábbis e tekintetben – nem igazolta.

Kérdés, melyik közgazdasági modell útmutatását fogadhatjuk el, illetve ma a gazdaságpolitika mely makrogazdasági megközelítésre támaszkodik. Ismeretes, hogy a két meghatározó irányvonal összehangolására, eredményeinek szintetizálására számos kísérlet történt. Napjainkban az új neoklasszikus szintézis elvei (New Neoclassical Synthesis, NNS) a legelfogadottabbak. Ennek az irányzatnak sikerült megbékítenie az ellentétes következtetéseket levonó korábbi elméleti irányzatokat. Ma a gazdaságpolitika művelői is elsősorban ezt használják fel. A keynes-i elmélet fennmaradt, az IS-LM-rendszerbe azonban monetarista elemek keverednek, a keynesi elmélet fontos kiegészítőjeként is értelmezhető hosszú távú viselkedés leírása, a várakozások kezelése, az infláció fontossá nyilvánítása. Ebből az elméletből következik az a feltevés, hogy míg rövid távon recessziót idéz elő a kereslet szűkítése, hosszú távon a gazdaság visszatér a természetes munkanélküliség és potenciális kibocsátás szintjére. Így azonban nem érdemes feláldozni a kereslet ösztönzésével nyerhető rövid távú előnyökért a szűkös erőforrásokat; a hosszú távon fenntartható növekedési pálya a cél, amely kapcsán hangsúlyozzák, hogy a ma nemzedékének többletfogyasztása a jövő

generációi elől szívja el az erőforrásokat. Ezzel, úgy tűnik, a makroökonómia morális alapokra épülő, megfontolt tanácsot és támogatást nyújt a gazdaságpolitika számára. Azonban, ha már új közgazdasági elméletekről van szó, nem feledkezhetünk meg a napjainkban feltűnt hiszterézis-elméletről. A hiszterézis fogalmat korábban a fizika használta, majd az ökológia, az ökonómiaihoz hasonló értelemben. Az ökológia hiszterézis fogalma alatt azt értik, hogy az eredeti állapot visszaállításához nem elégséges, ha környezeti paramétereket az eredeti szintre állítjuk vissza. A özgazdasági elmélet szerint a rövid távú történések tartós hatást válthatnak ki, így a restriktív intézkedések is. Akár a reálfeltételek is változhatnak, szerepük változtathat a természetes ráta nagyságán. Mankiw megfogalmazásában: „a recessziók a munkanélküliség természetes rátájának a megváltoztatásával maradandó sebeket hagyhatnak a gazdaságon”.<sup>81</sup> Elsősorban a munkerőpiacon ismerték fel a hatását: a tartósan munka nélkül maradó személyek értékes képességeket veszíthetnek, egyre nehezebbé válhat elhelyezkedésük. Megváltozhat a munkapiacon a bennfentesek és kívülállók aránya, ennek következtében emelkednek a reálbérek, korlátozva a foglalkoztatás színvonalát. Élessé éppen az euroszklerózis néven ismert recessziós tünetek tették. Miközben az elmúlt évtized második felében az USA fogyasztásra alapozott gazdaságpolitikával szárnyalt,<sup>82</sup> az EU válságjelenségektől szenvedett. Ez vonta maga után az integrációba vetett hit megrendülését.

A növekvő munkanélküliség nem ad okot bizakodásra. Mindebből levonható a következtetés, hogy egyáltalán nem mindegy, hogy hogyan, milyen ütemben és milyen lépéseken keresztül megy végbe a makrogazdasági stabilizáció és milyen mértékű recesszió árán „találunk rá” a fenntartható gazdasági pályára. Az eközben alkalmazott gazdaságpolitikai intézkedések meg kell hogy feleljenek az optimális beavatkozással szemben támasztott követelményeknek; Pareto-optimálisnak kell lenniük, tehát a kitűzött cél elérése úgy kell, hogy végbemenjen, hogy a lehető legkevesebb torzulással és káros következménnyel járjon más területeken. Felmerül, hogy idejében és jelentős kompromisszumokat kell elfogadni. Könnyen belátható, hogy minél később vezethetjük

---

<sup>81</sup> N. Gregory Mankiw: Makroökonómia, Osiris kiadó, 1999., Budapest

<sup>82</sup> Farkas Péter: A tőkés világgazdaság jelenlegi válságáról; Sajátosságok, lopakodó keynesizmus, perspektívák, Eszmélet folyóirat, 44-es szám

be az eurót, a költségek annál magasabbak, illetve a hasznok és költségek különbsége annál kisebb, az euro-övezettől remélt előnyök és hátrányok egyenlege annál kedvezőtlenebb képet mutat.

A probléma alapvetően a hosszú távú nemzetgazdasági stratégia hiányából fakad. Azt ugyanis az euro bevezetési stratégia nem pótolhatja. Minden országnak magának kell megtalálnia a legmegfelelőbb utat. Amikor Magyarországot megdicsérik, (IMF IV. cikkely) hogy nem a bevétel növelésre helyezte új konvergenciaprogramjában a hangsúlyt, hanem a kiadáscsökkentésre, kissé értetlenül állunk előtte, a program számos hangsúlyos eleme bevétel orientáltságra vall. Az a már más kérdés, hogy a bevételek realizálása a lecsökkentett kiadások figyelembevételével – bizonytalan. Ugyanakkor jelzés arra, hogy a nemzetközi intézmény sem lát lehetőséget a kiadások akár ennél is drasztikusabb megnyirbálására. A sokszor emlegetett „vízfej” problémája sem feltétlenül helytálló, Magyarországon az adóbevételek GDP-hez viszonyított aránya nem magasabb, mint az EU legfejlettebb tagországainak átlaga. Svédországban azonban az adóbevételek meghaladják az 50%-ot (a GDP %-ban). Természetesen ez annak a következménye, hogy Svédország az ajánlásoknak megfelelően ugyan jóléti rendszerét valamilyen szinten leépítette, de a szerkezetátalakítás ésszerű mértékkel történt és olyan lassan történik ma is, hogy az a társadalom részére ne járjon drasztikus következményekkel. Azonban a jól és rosszul működtetett rendszerek példája itt is felhozható: a svéd rendszer kiváló eredményeket mutatott fel az elmúlt években.<sup>83</sup>

Jelentős szerepe van az EU magatartásának arra, hogy a később csatlakozott országok nem, vagy csak részben képesek teljesíteni az euroövezethez való csatlakozás kritériumait és ezen országok jó részében tartós és jelentős makrogazdasági egyensúlytalanságok a jellemzőek. Az EU később csatlakozott tagjainak minden jel szerint azért sem adta meg az EMU-hoz való csatlakozás kérdésében a szabad döntési jogot, mert számára garanciát, kontrollálási lehetőséget jelent a fegyelmezett gazdaságpolitika folytatására a konvergencia-kritériumok teljesítésének igénye, a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásainak betartása. Ez ugyanis elemi érdekévé válik a később csatlakozott országoknak, hogy az EU „beltagjaivá” válhassanak,

---

<sup>83</sup> Györfly Dóra: Globális kihívások és nemzetgazdasági alkalmazkodás /A gazdaságpolitikai fegyelem érvényesítése Svédországban/ Közgazdasági Szemle LIII. Évf., 2006. június

bevezethessék az eurót. Wyplos genfi professzor költség-haszon elemzéséből ugyanis az derül ki<sup>84</sup>, hogy az előnyök jó részének realizálására csak az euroövezeten belül van mód, a később csatlakozók várakoztatása az EMU „előszobájában” (ERM II) oda vezethet, hogy ők akár negatív nettó hatást is elszenvedhetnek költségvetésükben a „fállás” EU-csatlakozás révén. Andor László szerint egy Közép-Európai árfolyamrendszerre lenne szükség (CEMS) az ERM II. helyett<sup>85</sup>. Az ERM II.-ben való részvétel az euroövezetben való részvétel nélkül nem eredményez optimális környezetet a konvergenciához és az EMU tagságból származó előnyök realizálásához. Azonban az euroövezetben való gyors belépés minderre megoldást jelenthetett volna és jelenthetne is. Ez mindenképpen erős törekvést kell hogy eredményezzen az érintett országok, köztük Magyarország részéről.

A probléma az, hogy ez az „ösztönzés”, ösztönző rendszer számos buktatót rejt. Bár nem tartották indokoltnak az EU fennállása óta a döntéshozók a fiskális politika egységesítését, tehát e területen a tagállamok (bizonyos irányelvektől és a jogharmonizációból eredő, valamint a piacgazdaságokkal kapcsolatos elemi elvárásoktól eltekintve) szabad kezet kapnak fiskális politikájuk kialakításában. Számos kutató szerint így nincs elég stabil háttér a közös monetáris politikának, amellyel a fiskális politikának összhangba kellene kerülnie. Az ösztönzőrendszer jelentős hibája abból fakad, hogy a nem teljesítés, az alkalmatlanság hangsúlyozása a távoli, bizonytalan jövőbe tolja ki az euroövezethez való csatlakozás időpontját. Így az outputként megszabott mutatók teljesítésére való készítés is folyamatosan lanyhul. Ha azonban a jelentkezők érdekeltsége elvész az euroövezethez való csatlakozás tekintetében, akkor az EU ellenőrzési és befolyásolási lehetőségei is jelentősen beszűkülnek. E tekintetben az EU döntéshozói valószínűleg hibát követnek el, ha valamely „kültag” valamennyi kritérium tekintetében jó, legalábbis elfogadható teljesítményt mutat, mégis elodázzák az euro bevezetését adott országban. Ez ugyanis aláásná az EU hitelességét és a gazdaságpolitikai folyamatokra gyakorolt befolyását teljesen meg is szüntethetné. A fiskális politika legtöbb országban egymást négy évente

---

<sup>84</sup> Wyplos, Charles (2003) Do not impose a currency crisis on Europe, in. Financial Times, June 15.

<sup>85</sup> Andor László: Monetáris evolúció Európában, Euro – érvek és ellenérvek, Miniszterelnöki Hivatal, Kormányzati Stratégiaelemző Központ (STRATEK), 2003. november

váltó kormánypártok kezében összpontosul. Ha nem könyvelhetik el a megválasztásuk után következő négy évben a csatlakozás sikerét, inkább népszerűtlen fiskális politikai döntéseiket is elodázzák; az intézményi gazdaságtan elvei szerint a különböző csoportok különböző preferenciákat mondhatnak magukénak, ez azonban az aktuális kormányzatok esetében előbbre helyezi a preferenciaskálán a hatalomban maradáshat. A közösségi választások elmélete szerint pedig a szavazók természetesen a saját jólétük rövid távú maximalizálására törekcszenek. Ez a fiskális szigor, költségvetési fegyelem betartása ellen hat. Így az EU bírálatai és a nem betartás esetére irányuló, mind későbbi és későbbi időpontot megjelölő „fenyegetései” önbeteljesítő hatásúak.

Fontos szempont, hogy a nominális konvergencia előtérbe kerülése azt követeli meg, hogy e mutatók minden más szempont félresöpítését eredményezzék. A független hitelminősítők is képesek rövidlátóak lenni, a látószögbe élesen nem tartozó államok (Románia, Bulgária) tekintetében az euroövezethez való csatlakozás lehetséges időpontját 2011-12-ben jelölik meg, Magyarország tekintetében 2014-ben, pedig nyilvánvaló, hogy a reálkonvergencia tekintetében ezen államok jóval hátrébb tartanak. Ezt a körülményt mindenképpen figyelembe kellett volna venni és mindenképpen a nominális konvergenciának nem távolodó, hanem a kritériumokhoz közeledő, vagy legalább szinten tartónak kellett volna lennie. Kérdéses, hogy a bevezetésre kerülő megszorító csomag milyen hatást vált, ki, hiszen egyetlen az egyensúly irányába tartó lépés nem pótolhatja a folyamatos szerkezetátalakítást, rossz társadalmi morált, rossz várakozási mutatókat, negatív várakozásokat, tőkekiáramlást, reálgazdasági válsághelyzetet hozhat. Egyetlen mutató javítása nem tudja a többi mutatót javítani, mert ilyen a többi fölött álló, domináns mutató nincs, a költségvetési egyenleg sem az.

#### **4.1.4. Amitől tartunk: mit hozhat egy pénzügyi válság?**

Feltörekvő voltunkból következően talán leginkább a helyzet bizonytalanságával, sebezhetőségünkkel és támadhatóságunkkal magyarázzuk az euroövezeti tagság elérése miatti türelmetlenségünket. Pedig elmondható, hogy eddig azért nem teljesültek a „globalizáció ellenes” közgazdászok sötét víziója, érték minket károk, ámde szerencsére

viszonylag rövid idő alatt helyreállt a magyar gazdaság. *Darvas és Szapáry*<sup>86</sup> négy szempontot vett figyelembe az orosz válság következményeinek feldolgozásakor (és mindezt 5 feltörekvő, illetve stabilizálódó, reformok előtt és után álló országra nézte meg): leértékelődés mértéke, kamatnövekedés (kockázati kamatfelár növekedése miatt), részvényárak esésének a mértéke és a tőkeáramlás nagyságrendje. Mindez Magyarországon egyáltalán nem mutatott alacsony értékeket, de nem volt elviselhetetlenül magas, ennek pedig legjobb bizonyítéka az, hogy a mai gazdaságpolitikai helyzetet nagyon kevesen írják ma ezen események számlájára. Nézzük meg, mi történt, miről van szó?

Az ismert pénzügyi válságok leértékelődéssel jártak együtt. A Dél-Kelet Ázsiai válság a thai jegybank bejelentése volt az események elindítója. 1997. júl. 2-án Thaiföld szabad lebegtetésre tért át és a baht árfolyama drámaian zuhant. Bár csak Thaiföld makroökonómiai háttere (magas államadósság, túlértékelt befektetések) indokolták a válság megjelenését, hamarosan a térség többi országa is követte. Augusztusban az indonéz rúpia értékelődött le, decemberben a koreai won. A sokk hullám elérte a tőzsdét illetőleg a devizapiacot is. 1997. október 20-23-ig érte a térség tőzsdéit a legerőteljesebb hatás; a hongkongi tőzsdeindex 25%-ot esett. A tőzsdéken keresztül azonban a válság érintette az Egyesült Államokat és ezen keresztül a világ szinte valamennyi tőzsdéjét.

Az orosz válság 1998. májusában kezdődött és köze volt a dél-kelet ázsiai válsághoz azért, mert a befektetők sokkal érzékenyebbek voltak a válság előjeleire és pánikreakcióik is erőteljesebbek voltak. A dél-kelet ázsiai válság miatt már valamiféle „katasztrófa-rövidlátással”<sup>87</sup> bírtak és ez felgyorsította a válság kibontakozását. Nem történt ez másképp 1999-ben a brazil válság idején sem. Az orosz összeomlás jelei 1998. májusában mutatkoztak amikor még a jegybank védte a rubelt, azonban '98 augusztus 17-én ezt feladták, szabadon kezdték lebegtetni. 3 hét alatt 210%-os leértékelődés következett be. Braziliában a felgyorsult tőkeáramlás következtében voltak kénytelenek 1999. jan. 1-től lebegtetni a valutát, ez 78%-os leértékelődéssel járt

---

<sup>86</sup> Darvas Zsolt-Szapáry György: A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben (Közgazdasági Szemle, 1998 november)

<sup>87</sup> Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Bp., Aula, 2001

együtt. A közép- és kelet európai országok gazdaságára az orosz válság volt legnagyobb hatással, ez arra utal, hogy pénzügyi válságoknak regionális hatása van.

A devizaárfolyam változásának legfőbb oka, hogy a tőkekiáramlás miatt a devizakínálat visszaesik, a deviza ára megnő hazai valutában mérve, azaz a hazai valuta leértékelődik. Elmondható, hogy a közép-európai régióban a piac reakciója regionális vonatkozású. Ha ez esetben az árfolyamrendszert is megvizsgáljuk, a '98-as orosz válság idején, látható, hogy a jegybanki intervencióval megvédett, szűk árfolyamsávban mozgó forint nem az egyetlen, amelyben nem ment végbe túl nagy leértékelődés. A +/-15%-os intervenció sávot alkalmazó Görögország, amely belépett az ERM II.-be és várományosa volt a GMU tagságnak ez időtájt, szintúgy nem kellett, hogy nagy árfolyam ingadozással számoljon az orosz válság után. Ebből lehet arra a következtetésre jutni, hogy a hitelesség legalább annyira fontos szempont a válság hatásainak elemzésénél mint az árfolyamrendszer milyensége: Görögországnak javítania kellett külgazdasági pozícióján, csökkenteni kellett az inflációs rátáját. Minderre kötelezettséget vállalt az ERM tagsággal. Ez pedig azt jelenti, hogy az iránta tanúsított befektetői bizalom jóval nagyobb volt mint a többi feltörekvő ország iránt. Görögország példája lényeges Magyarország mai helyzetének megítélése szempontjából. Magyarországon ekkor sterilizált intervencióval tartották szűk sávban a forintot, de ennek jelentősek a költségei. (Igaz, ezt szembe lehetne állítani a versenyképesség megtartásával, árfolyam hitelesség előnyeivel.) Görögország azonban e költségek nélkül sem viselte a drachma árfolyamának sokszerű változását. Görögország példájára érdemes odafigyelnünk, hiszen ma az euro övezeti tagság várományosai vagyunk és mi sem biztos pozícióból próbáljuk teljesíteni a maastrichti kritériumokat.<sup>88</sup> Igaz azonban, hogy a görög „adathamisítási botránynak” is köze lehet ahhoz, hogy sajnos nem élvezzük már a 2002 második felében tapasztalt bizalmat, amely gyors ERM II. - csatlakozást, illetve monetáris unióba való belépést feltételezett, az elmúlt év során felváltotta egy lassabb és bizonytalanabb konvergencia pálya lehetősége. Elsősorban Lengyelország, Csehország és Magyarország növekvő költségvetési hiánya miatt kellett a régióban a korai csatlakozásról lemondani.<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> Artner Annamária: Az Európai felzárkózási tapasztalatok Görögország példáján. MTA Világgazdasági Kutatóintézet Kihívások 127. szám, 2000. április

<sup>89</sup> Jelentés a pénzügyi stabilitásról. MNB., 2004. június

A nominális árfolyamra gyakorolt hatásnál talán lényegesebb a reálárfolyamra gyakorolt hatás. Ma a közgazdászok töredék része hiszi csak, hogy a spekuláció stabilizáló. Ez azt jelentené, hogy ha pénzpiac jól működik, megvéd az árfolyamkockázattól, mégpedig a határidős piac segítségével. Ugyanis minden tranzakcióra fedezeti ügyletet kötnek. Így a vállalat nyereségessége, a termelés, a foglalkoztatás nem változik. Csakhogy az árfolyam ingadozásai miatti bizonytalanság töretlenné teszi az ellenügyleteket. A fedezeti ügyletek időhorizontja pedig eltér az exportőrök és importőrök tervezési időszakától ami több mint 1 év. Az árfolyam-fedezeti ügyletek csak az exportbevétel és az importköltség nominális értékét képesek rögzíteni; semmi biztosítékot nem nyújtanak az árfolyamváltozás más hatásai ellen. Ilyen a hazai költségekre gyakorolt hatás.

A beruházási döntésekre hátrányos a változékonyság is, ami a pénzügyi tervezést bizonytalanítja el, hiszen a fedezeti ügyletnek költsége van, ami változhat. Több empirikus vizsgálat (Campa, Baldwin-Krugman,<sup>90</sup> Gourinchas) megállapították, hogy a reálárfolyam mozgás hatással van a külkereskedelemre, az exportszektor termelésére, a munkahelyteremtésre egyaránt. Tehát a reálárfolyam alakulás hat a beruházási döntésekre; különösen olyan országokban igaz ez, amelyek átmeneti, feltörekvő gazdaságok. Ezekben az országokban ugyanis kevésbé fejlett a hitelpiac és a származékos piac. Legtöbb ilyen ország kicsi és nyitott, tőkemozgásoknak jelentősen kitétt. Mivel említett szerzők találtak kapcsolatot a reálárfolyam változás és az árfolyamrendszer milyensége között, elmondható, hogy a rugalmasabb árfolyamrendszerrel rendelkező gazdaságok nagyobb mértékben vannak kitéve a forráselosztás kedvezőtlen hatásainak.

Görögország példája azonban azt mutatja meg, hogy a hitelesség még az árfolyamrendszerénél is fontosabb lehet. (Éppen ezért az időpont megválasztása a sávszélesítésre nagyon fontos, politikai, gazdasági stabilitás, aminek időben fenn kellett állnia.)

A kamatlábak vizsgálatokor érdemes lehet 3 hónapos kamatlábakat használni, mert az átmeneti gazdaságok változó kamatlábakat alkalmaznak (ha minden halad a maga útján többnyire csökkenő tendenciájú a stabilizálódással), és a 3 hónapos kamatláb mindig

---

<sup>90</sup> Paul R. Krugman-Maurice Obstfeld: Nemzetközi gazdaságtan, Elmélet és gazdaságpolitika, Panem Kiadó, 2003., 498.o.



irányadó az aktuális kamatláb szempontjából. A 3 hónapos nominális kamatlábak tekintetében az orosz krízis okozott hirtelen változást, mégpedig 4-5 százalékponttal emelte meg a nominális kamatlábat (20-21%-ra). Az, hogy a lengyel és cseh kamatlábak nem változtak ilyen drasztikusan, azt igazolja, hogy ez a rugalmatlan árfolyamrendszer miatt következett be. Ha a forint leértékelődhetett volna, a kamatláb ennyivel nem emelkedett volna. Mivel csúszó leértékelés volt érvényben a kamatprémium kiszámításához nem elegendő belföldi kamatlábból levonni a külföldi kamatlábak általános nagyságát, az előre bejelentett csúszó leértékelés nagyságával is korrigálni kell. A válságsorozat előtt a magyar gazdaság teljesítménye általánosságban is elmondható, hogy jó volt, illetve Cseh- és Lengyelországgal összehasonlítva is jó volt. Ez az oka, hogy a kamatfelár alatta maradt e két gazdaságénak, de az orosz tőzsdeválság után felment az említett két ország kamatfelár-szintjéig. Ez megmutatta, hogy mindegy, melyik ország milyen kamatszintről indult el, a kockázat valamilyen szintje jár együtt egy bizonyos kamatfelárral és ez esetben ugyanazt a kockázati szintet társították a három gazdasághoz. Sajnos, a pénzpiaci feszültség enyhülése után a kamatfelár ugyan visszasüllyedt, de Magyarország elveszítette jobb gazdasági teljesítménye miatti előnyét, a kamatfelár nagyjából azonos szintűvé vált a három országban. Ma Magyarországon kamatláb kamatprémium tartalma másik két ország kamatfelárát meghaladja.<sup>91</sup>

Reálkamatláb számításakor a nominális kamatlábat a várt inflációval korrigáljuk. Ezért gyors ütemű dezinfláció esetén ezt nehezebb becsülni. (VAR modellel, vagy múltbeli adatokkal számíthatjuk adott múltbeli időszakra.) Ilyen számításnál Magyarország tekintetében a legalkalmasabb kamatláb referencia kamatlábként talán a három hónapos kincstárjegy kamata. A Darvas-Szapáry tanulmányban másik négy feltörekvő gazdasággal összehasonlítva mindkét módszerrel és a három hónapos kincstárjegy kamatlábat figyelembe véve (a másik négy országnál a megfelelő bankközi kamatláb) azt az egyértelmű következtetést lehet levonni, hogy minél rugalmasabb az árfolyamrendszer, annál jobban ingadozik a reálkamatláb. (McKinnon<sup>92</sup> is ezt a következtetést vonta le fejlett országokra.)

<sup>91</sup> PSZAF: Beszámoló a Felügyelt Szektorok 2004. első negyedévi tevékenységéről, 2004. április

<sup>92</sup> MCKINNON, R. I. [1996]: The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates. MIT Press, Cambridge, Mass.

Ma Magyarországon, a forint elleni támadások miatt az alapkamat mértéke nagyon magas – ez Stanley Fisher<sup>93</sup>, az IMF volt igazgatója szerint a pénzügyi válsághelyzet legbiztosabb jele, hiszen a válságba jutott országok próbálták kamatláb növeléssel visszatartani a tőkét. Szerencsére ezt a befektetők tavaly, Magyarországon nem így értelmezték és a kamatemelés 2003. novemberében megtette a hatását; a lengyel zloty és kötvényzuhanás illetve a Yukos-fejlemények illetve a magyar gazdaság fundamentumaival kapcsolatos befektetői kétségek miatti aggodalom, amely regionális áttérjedések rémét hordozta magában, magasabb kockázati felár mellett, de megtartotta a befektetéseket Magyarországon.<sup>94</sup> Ez azonban nagyon drága módja a tőkeáramlás megakadályozásának, ráadásul nem is hatékony, ha a befektetők óvatosak lennének. Azonban érthetőek lehetnek a jegybank merész lépései, ha figyelembe vesszük például azt a jegybank elnöki nyilatkozatot, hogy a hosszú távú befektetők kivárása miatt kritikus mértékben nő a forró pénzek szerepe az államadósság finanszírozásában. Ilyenkor az alternatívák alapos mérlegelésére van szükség.<sup>95</sup> (Ez után a konkrét bejelentés után azonban éppen nem kamatnövelésre, hanem csökkentésre került sor. Ezt az indokolta, hogy megnőtt a külföldi befektetők kockázatvállalási hajlandósága az alacsony egyesült államokbeli és EU-s kamatszint miatt.)

Akár a régió többi országa, a magyar tőzsde is az orosz válságra reagált a legerőteljesebben. 1995 végétől a ázsiai eseményekig a magyar tőzsde kiemelkedő teljesítményt nyújtott. Túlteljesítette a többi tőzsdét, ezen időszakig a magyar részvényárak megháromszorozódtak. Az 1996-1997-es jó teljesítmény oka mindenképpen a sikeres stabilizációban, a privatizáció viszonylag zökkenőmentes bonyolításában illetve a sikeres gazdaságszerkezeti reformban keresendő. A legtöbb működő tőkét Magyarország vonzotta a térségbe. Ez javította a növekedési várakozásokat és kedvező hatással volt a részvényárakra. Az alacsony magyar reálkamatláb javította a növekedési várakozásokat, így hatott közvetve a részvényárakra is. Ismerve az ellentétes irányú kapcsolatot a kamatláb és az árfolyam között, közvetlen kapcsolatot is kellene feltételeznünk. Az orosz válság után 55%-os zuhanás következett

---

<sup>93</sup> Stanley Fisher: Financial Crises and Reform of the International Financial System, Review of World Economics 2003, Vol 139. (1) p.6-7

<sup>94</sup> Manager magazin, 2003. december, 62-63.o.

<sup>95</sup> Forrás: Magyar Hírlap, 2004. 08..25.

be az árfolyamban és a magyar tőzsde csak lassan tért magához. Ahogy Lengyelországban, úgy Magyarországon is lassította a lábadozást a fizetési mérleg romlása. (Csehországban pedig gazdasági visszaesés következett be.)

A részvényárfolyamok esése különböző mértékű volt a feltörekvő országok között, Magyarországon az átlagosnál jóval nagyobb volt az árfolyamesés, a legkevésbé Görögországot viselte meg, amely ekkor már az ERM tagja volt. A kamatláb növekedése ugyanakkor itt is számottevő volt. Így előtérbe kerül a magyarázatoknál az árfolyam és a kamatláb közvetett kapcsolata; valószínűbb, hogy Magyarországon a gyors fellendülés és olyan tőzsdei jellemzők okozták a részvényárfolyam esését, mint külföldiek jelentős szerepe, a térség átlagos forgalmát meghaladó tőzsdei forgalom, nyitott pozíciók. Figyelemre méltó az 1995-től 1997-ig tartó időszak: A nyitott határidős pozíciók száma jelentősen megemelkedett, a határidős BUX piac gyorsan fejlődött. Lehetősége volt szereplőknek (külföldieknek is!) nagy tőkeáttételű pozíciók nyitására. A fedezeti ügyletek tovább erősítik a spekuláció destabilizáló hatását hangsúlyozók érvrendszerét. Magyarországon a fejletlen pénzügyi viszonyok között 1995-ben még csak a tőzsdei forgalom 0,025%-a volt határidős ügylet, 1997-ben már 0,311%-a. Ugyanez idő alatt a BUX tranzakciók értéke is felfutott a GDP%-ban, 0,03%-ról 8,3%-ra. Megjelent a lombard-hitel a tőzsdei részvényvásárlásban. Értékpapír fedezet mellett vásároltak részvényt. Ez például sem Cseh-, sem Lengyelországban nem volt jelentős. (Egyébként a future ügylet sem.) az orosz válság utáni részvényáresés a nyitott határidős pozíciók és a lombardhitelek felszámolásához vezetett. Mindkettő fokozóan hatott az azonnali piaci eladásra, árzuhanást idézve elő.

Magyarországon azon kívül a tőzsdei forgalom bővítése mintha kissé erőltetett menetben folyt volna, például 1995-ben bevezették az adókedvezményt a részvényekre, hogy fejlődjön a tőkepiac. A részvényvásárlók adójóváírást élveztek. (Idővel ezt aztán az adóhitel váltotta fel.) A kezdeti tapasztalatlanságnak tudható be, hogy a befektetők az alapvető óvatossági szempontokat sem érvényesítették. A BUX kontraktus kamatlábtartalma jelentősen meghaladta a 6 hónapos kincstárjegy hozamát. Tökéletesen működő piac esetén az arbitrázsnek el kellett volna tüntetni a hosszú távú kamatláb különbségeket a kincstárjegy és a BUX - kontraktusokból számított kamatláb között.

A reálkamatláb változása helyett valószínűleg a fentebbi három tényező hatott az árfolyamváltozásra. A forgalom 70-80%-át külföldiekkel bonyolították, tehát olyan szereplőkkel, akiket gazdasági kapcsolataik nem ide fűznek. Mivel ők általában nem egyetlen országban helyezik el befektetéseiket, lehetett ez (egyéneenként) befektetéseik töredéke is, így a magyar reálkamatlábak csak kis részben befolyásolták döntéseiket. Egyébként Görögországban 1998-1999-ben magasabb reálkamatok voltak jellemzőek mint térségünkben, a részvény árfolyamok mégis megtriplázódtak.

Az orosz válság után szerencsére a magyar részvényárak hamar visszaerősödtek - gyorsabban, mint sok olyan országban, ahol a veszteségek nem voltak ilyen nagymértékűek. Igaz, a reálkamatláb magas maradt. A válság idején nem volt erős támadás a Forint ellen. A csúszó leértékelési rendszer spekulációit jelentős mennyiségű határidős devizavásárlás jellemezte, míg az orosz válság idején ilyen spekuláció nem volt.<sup>96</sup> A krízis sikeres túlélését a kiszámíthatóságból táplálkozó bizalom kísérte.

A tőkekiáramlást megvizsgálva 3 csatornát érdemes megnézni;

- a forintban denominált állampapírokat, amelyek külföldiek kezében vannak
- devizák határidős eladása
- részvénybefektetések.

A Forintban denominált állampapírok állománya a kelet-ázsiai válság után közel felére, az orosz válság után kevesebb mint harmadára csökkent. Volumene 1999. elejére mégis jóval meghaladta a válságsorozat előtti nagyságot. Ráadásul a kamatfelár alacsonyabb volt a dinamikus növekedés időszakában. (1998. első nyolc hónapja.) Az is ellentmondás, hogy ekkor szüntették meg az egy évnél rövidebb futamidejű állampapírok állományát külföldieknek és bankokra vonatkozóan morális ráhatással próbálták csökkenteni a bankok állampapír vásárlásait és szankciókkal; bírság, repó kötési kötelezettség, átmeneti felfüggesztés.

A devizák határidős eladásakor a spekulánsok devizát adtak el a bankoknak határidőre, a bankok pedig eladták azonnali piacon és állampapírokba fektették, vagy az MNB-nél helyezték el. A spekulánsok nagy profitra tudtak szert tenni, ha a forint tényleges leértékelése nem haladta meg az előre meghirdetett mértéket, mivel a határidős pozíció

---

<sup>96</sup> Kiss M. Norbert: A makrogazdasági hírek hatása a pénzpiacra, MNB. Műhelytanulmányok 30.

megnyitáskor a budapesti tőzsdéken a kontraktus értékének mindössze 3%-ért kellett letétbe helyezni.

A bankok a pozíció nyitásához a szükséges devizához külföldi hitelek révén illetve vállalatok és háztartások devizabetéteiből jutottak. A külföldi hitelek állománya 1998. január és július között a külföldi hitelek állomány a mintegy 1 mrd \$-ral növekedett. Amikor '96-'97-ben a kamatfelár visszaesett 3-4 százalékponttal, az ilyen típusú spekulációk haszna még mindig 100% fölött volt. Az orosz válság után a forint sávon belüli leértékelődése és a kamatnövekedés miatt a spekulánsok a határidős eladási pozíciók zárására kényszerültek, határidőre devizát vettek a kereskedelmi bankoktól (a kereskedelmi bankok az MNB-től). Így a devizakereslet megnő, a forinthez képest és a forint sávon belül leértékelődik. 1998. augusztusa és októbere között a nyitott határidős devizapozíciók 1 mrd \$-ral csökkentek, a bankok nettó külföldi tartozásállománya pedig 700 m \$-ral. 1999. elejére jelentéktelen összegű devizapiaci nyitott pozíció volt. Ez is arra vall, hogy a határidős devizapozíciók szinte kizárólag spekuláció eredményei voltak és nem export-import fedezeti ügylet következménye.

A részvénybefektetésekről elmondható, hogy 1998. májusa és szeptembere között 260 m \$ áramlott ki, ami nem számít soknak a részvénybefektetések volumenéhez. Ez arra vall, hogy a külföldiek portfóliójukban hosszú távra tervezték a magyar részvényeket, de lehet az is, hogy meglepetésszerűen érte őket a hirtelen zuhanás. Fogalmazhatunk úgy, hogy Magyarország ekkor az ún. „helyettesítő fedezés” áldozata volt. (A befektetők likviditásproblémák esetén nem azt adják el amit akarnak, hanem amit tudnak.)<sup>97</sup> 1998. októberére a külföldiek ismét nettó vásárlók. 1998. augusztus és október között az MNB devizapiaci intervenciójának mértéke 2,5 mrd \$. A devizatartalék változás azonban nem ennyi. Csak 1,5 mrd \$. (8,3 mrd \$-ra esett.) Ez azért lehetséges, mert a kereskedelmi bankok jegybanki betétjei nőttek. Ez csillapította a tőkekiáramlást. Az orosz válság az 1998-as GDP 0,4%-nak megfelelő veszteséget okozott a pénzügyi szektor részére.

Az orosz válság hatását - nagy vonalakban - az alábbiakban foglalhatjuk össze:

- a GDP 0,4%-nak megfelelő veszteség a pénzügyi szektorban.
- A kereskedelmi bankok adózás előtti nyeresége 1998. második felében drámaian visszaesett.

<sup>97</sup> Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Bp., Aula, 2001

- 1998. második felében 87 bróker cég zárta veszteséggel az 1998-as évet.
- 12 banki háttérrel nem rendelkező bróker cég tönkrement illetve beolvadt más bróker cégbe.

## **4.2. A magyar pénzügyi szektor helyzete**

### **4.2.1. A pénzügyi intézményrendszer átalakulása**

A pénzügyi intézményrendszer átalakulásának legjelentősebb lépcsőfokai nem Magyarország 2004. máj. 1-i EU csatlakozásával kezdődött meg - a szükséges változások javarésze megtörtént. A Magyar Nemzeti Bank az 1995-2000. év között ment át jelentős változásokon. E változások röviden:

- a nem jegybanki tevékenységek feladása
- a monetáris politika eszköz- és elemző rendszerének megújítása
- a monetáris és fiskális politika szétválasztásának támogatása
- az egységes tartalékezelési és bankári szervezet létrehozása
- a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitásáért való felelősség terén szükséges lépések megtétele
- a pénzforgalmi rendszer fejlesztése
- az információs rendszer korszerűsítése
- új kommunikációs gyakorlat a döntések háttérének megvilágítására, a közgazdasági, kutatási, statisztikai munka bemutatására (transzparencia)
- felkészülés az EU-tagságra.

Mindez a jogi és szervezeti keret változásában, mindenek előtt az új jegybanktörvényben csúcsosodott ki. Ugyanakkor jelentős lépés a profiltisztítás, szervezet átalakítás, a belső működés hatékonyságának és biztonságának növelése és a megváltozott kapcsolatrendszer szabályozása más szervekkel. Természetesen nem minden változás tudható be az EU csatlakozásnak, sőt nagy részük a rendszerváltás, piacgazdaságba történő átmenet követelménye, de számos olyan lépés is található köztük, amely új feladat valamennyi jegybank számára és a globalizációs trend követelménye. Mindezek következtében jelentősen átalakult a közgazdasági és kutatási tevékenység tartalma, monetáris politika prioritási sorrendje és feladatai, a szerep, amelyet a

jegybank magára vállal, a kapcsolat a pénzügyi közvetítő rendszerrel, a devizasabályozás, a fizetési rendszerek, az információs rendszer, a nemzetközi tevékenység. Ugyanekkor alakultak a számviteli funkciók, de javultak az infrastrukturális feltételek és a bankbiztonság, a jegybank humánpolitikájában is változtatásokat vezetett be.<sup>98</sup>

A Magyar Nemzeti Bank 2000. évi jegybanktvényében az árstabilitás megőrzését tekinti elsődleges céljának, lényegében ez azt jelenti, hogy a fiskális politika támogatása háttérbe szorul, erősödik a függetlenség a két politika között. Ez nemzetközi követelmény is, csak a független monetáris politika lehet hiteles; a hitelesség pedig alapvető követelménnyé lép elő. Ennek támogatását szolgálja a kommunikáció javítása, a transzparencia követelménye. Mindez részben a piacgazdasági átmenet, részben a globalizáció követelménye; ugyanakkor mindez az EU jogharmonizáció jegyében zajlott. Részben negatívumként könyvelhetjük el a monetáris politika önállóságának csorbulását, amely az euro bevezetésekor teljesedne ki; ugyanakkor belátható, hogy a fenntartható növekedési pálya elérése részben vagy egészben ugyanúgy megköveteli azokat a lépéseket, amelyeket a monetáris politika tesz, az euroövezethez való csatlakozás elkötelezettjeként. Számos jegybanki szakértő véleménye alapján a konjunktúra-ingadozások, a külső sokkok, amelyek a gazdaságot érik, erősen illeszkednek abba a nemzetközi környezetbe, amely számára meghatározó, problematikus kérdései hasonlóak az ott megjelenő nehézségekhez, így önállóságra, az elvárásoktól ellentétes lépésekre egyébként is korlátozott mértékben van szüksége.

A pénzügyi közvetítő rendszer tekintetében szintén elmondható; a változások, amelyeknek a jogharmonizáció tekintetében le kellett zajlaniuk, a múlt évtized végéig 90%-ban megtörténtek. Hirtelen, nagy változásokat az EU csatlakozás nem hozott és minden bizonnyal az euroövezeti csatlakozás sem fog különösebb nehézségeket okozni, mint amit okozott az övezet „első körös” tagjainak 1999-ben, illetve 2002-ben, amikor is az euro bankjegyek és érmék fizikailag is felváltották a nemzeti valutákat. A pénzügyi közvetítő rendszerre is ugyanaz a három tendencia hatott: a liberalizálódás, ami a piacgazdasági átmenet követelménye volt, a bankpiaci illetve pénzügyi szolgáltató szektorbeli verseny megjelenése és folyamatos erősödése, a globalizáció

---

<sup>98</sup> Az MNB tevékenységének átalakulása 1995-2000. MNB kiadvány, 2000.

következtében a legújabb innovációk és információtechnológiai találmányok alkalmazása nálunk szerves fejlődés és előzmény nélkül azonnal, pár éven belül jelent meg, a változatos termékszerkezet elfogadtatása pedig először a sokat emlegetett „pénzügyi kultúra” hiányába ütközött, de mára ez a helyzet óriási változáson ment keresztül. (Igaz, a Magyar Nemzeti Bank megítélése szerint ez még nem elegendő). Azonnal megjelent problémaként a Nyugat-Európában már jól ismert kockázat, ami a koncentráció folyamatos növekedése miatt nyugtalanítólag hatott (ld. német bankszektor) és hamar kiderült, hogy ez a piac inkább oligopolisztikus jegyeket mutat, mint tökéletes versenyt. De a külföldi szolgáltatóknak köszönhetően a technikán és a termékek sokféleségén kívül fejlett vállalatirányítási technikák és hatékony, költségminimalizáló eljárások jelentek meg. Biztos, hogy a pénzügyi szféra multinacionális szereplői közvetetten sokat tettek új értékesítési eljárások, vállalati kultúrák, vagy például rendszeres dolgozói tréningek megjelenése érdekében a verseny kiéleződése során a magyar vállalatokra gyakorolt hatásuk és a kialakult vállalati kapcsolatok révén.

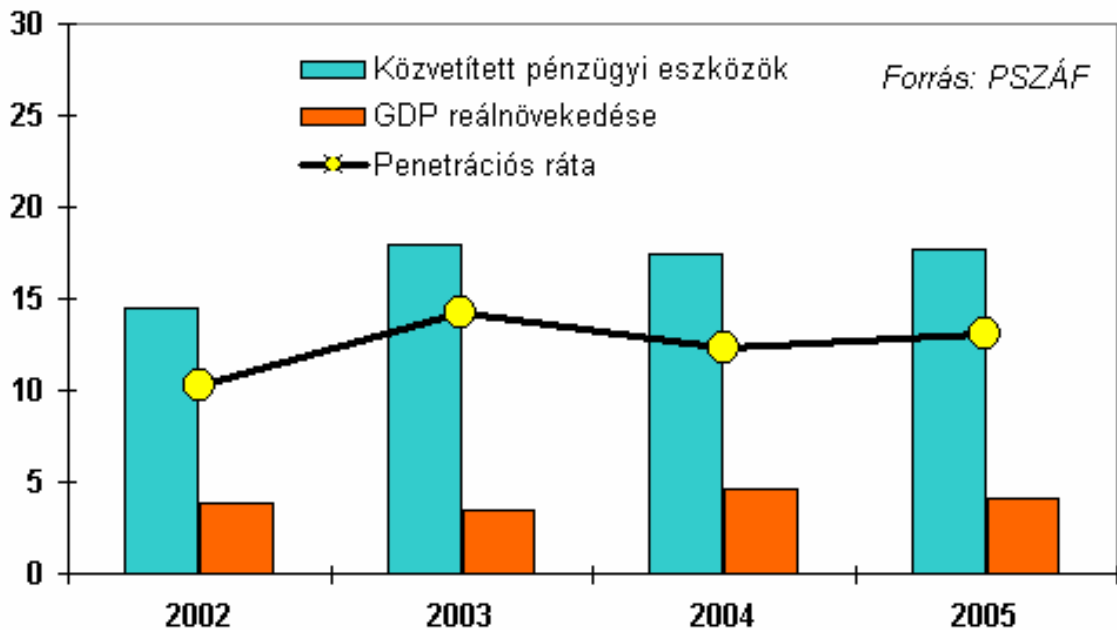
A verseny folytán megtisztult a piac, szereplőinek száma jelentősen csökkent a '90-es évek óta, igaz, nem feltétlen Magyarországról való kivonulás, vagy bankcsődök következtében, hanem elsősorban fúziók és összeolvadások révén, ami a nemzetközi trendbe jól illeszkedő folyamat. A külföldi szolgáltatók magukkal hozták szokásaikat és követelményeiket, nem egyszerűen a gazdasági helyzetnek köszönhető a '90-es évek első két-harmadának pangása. A hitelek elégtelensége nagyban gátolta a gazdaság fejlődését, pedig ekkor még a lakossági megtakarítások szintje példa nélküliesen magas volt (már csak azért is, mert a kedvező lakásvásárlási konstrukciók és kedvezmények kidolgozása váratott magára). A hazai vállalati szektor fejlesztése helyett azonban az állampapírpiacot részesítették előnybe befektetéseikkel, amely magas hozamokkal kecsegtetett. Persze, ez önmagában is egyértelműen utal a pénzügyi kultúra hiányára, hiszen a lakosság közvetlenül is fordulhatott volna az állampapírpiac felé. Sajnos a gyenge lábakon álló magyar vállalati szféra nem teljesítette a külföldi bankok hitelkritériumait: ugyanakkor a külföldi bankszektor nemhogy nem hozott kevesebbet magával, mint amit többnyire nyugat-európai anyavállalata révén hozhatott, igaz többet sem. Szinte egyáltalán nem vette figyelembe a hitelezés terén a kialakulóban levő gazdaság igényeit, nem engedte teljes mértékben kihasználni azt az előnyt, amelyet a magyar vállalati szektor a külföldi tapasztalatok révén nyújtott tanácsadás, folyamatos



konzultáció révén saját erősödésére, sikerességének növelésére fordíthatott volna. Mondhatni, szinte egyáltalán nem vállaltak e bankok és egyéb pénzügyi szolgáltatók a hazainál magasabb kockázatokat. Ezt pedig véleményem szerint bizonyos mértékben be kellett volna építeni a Magyarországon megjelenő multinacionális bankokkal szembeni igényként, a kapott kedvezményeket ellensúlyozandó. Ez egyébként is az egyetlen olyan megkérdőjelezhetetlen előny, amely ma az értékpapírosodás tendenciája ellen hat. Jellemző módon a labilis vállalati szektor irányából a bankok a lakosság felé fordultak, mert jóval alacsonyabb kockázattal és magasabb jövedelmezőséggel számolhattak. Ugyanakkor számarányuk nem tette lehetővé, hogy a lakosság valamennyiüket elartsa: mára elég letisztult, de telített és erős verseny uralta piaccal találkozhatunk.

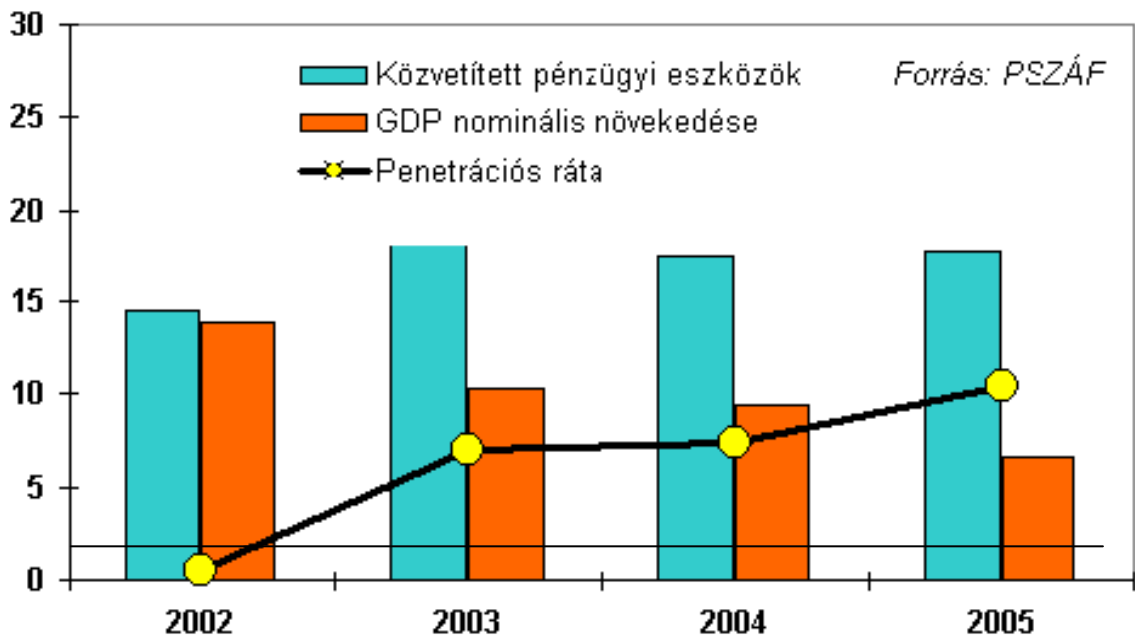
**15. ábra: A pénzügyi penetrációs ráta éves növekedése a GDP reálnövekedéséhez mérve**

(%)



*Forrás: PSZÁF, Rácz István 2006.*

16. ábra: A pénzügyi penetrációs ráta éves növekedése (%)



Forrás: PSZÁF, Rácz István 2006.

Mára a kis- és középvállalati szektor némileg erősödött, ugyanakkor jelentős fejlődés következett be a kockázatelemzési eszközök terén: szinte napról napra bővül a hitelek kezelésének és biztosítérendszerének repertoárja, ez ma talán a leggyorsabban fejlődő terület a pénzügyi szektorban. Mindez a Bázel II. egyezményvel összhangban történik, ahol számos kockázatelemzési eszköz használatát és mutató számítását követelik meg. Ez mindenképpen a stabilitás irányában hat. Nem úgy, mint az, hogy mindez magabiztosabbá téve a bankokat, mára már nem pusztán a lakosságra, a kisvállalatokra is nagy erővel „árasztják” devizahiteleiket, amely pénzügyi stabilitásunk legkevésbé megnyugtató problémája. Mindez (a kis- és közepes vállalatok és a lakosság) adja a kiskereskedelmi ügyletek összességét. Ez az a terület, ahol legkevésbé számíthatunk új belépők megjelenésére. Itt ugyanis a pénzügyi közvetítés mélysége és teljes körű lefedettsége nem sok esélyt adhat új belépők számára. Így az EU csatlakozás során az „egységes európai útleveél” jogot adott fiókok nyitására az EU egész területén, de teret nem adhatott hozzá. Persze ez a (pénzügyi) kiskereskedelmi tevékenységre igaz, ahol egyébként sem túl indokolt fióktelepekkel megjelenni, nem csak nálunk, hanem az EU egész területén sem. Ez a tevékenység ugyanis jelentős hálózati lefedettséget igényel sikeressége előfeltételeként, egyéb esetben az ország specifikus feltételei miatt jelentős (fiókmérethez képest) többletköltségekkel lehet számolni, amelyet méretgazdaságossági

hátrányoknak nevezhetünk. Persze, az euroövezethez tartozás ezt nagymértékben csökkentheti majd. De nem véletlen, hogy összesen nyolc fióknyitás történt Magyarországon 2004. májusa után (legalábbis 2006. februárig), és összesen három van jelen a kiskereskedelmi tevékenységben, tehát tulajdonképpen elhanyagolható.

Igaz, korábban is voltak fióktelepek, - ezek komolyabb feltételek árán jöhettek Magyarországra - tehát ez a nyolc nem az összes jelenlevő fióktelep. Magyar pénzügyi közvetítők közül öt nyitott fiókot az EU területén.<sup>99</sup> Ez nem jelenti azt, hogy a regisztrációk száma határon átnyúló szolgáltatások végzésére nem volt ennek sokszorososa; (129 pénzügyi szolgáltató, 260 biztosító) de többségük inkább csak a jogi feltételeket teremtette meg, hogy kedvező feltételek vagy egy illetve több, a palettáról még hiányzó új termékének megjelenése esetén majd azonnal megkezdhesse tevékenységét. Persze mindez nem utal arra, hogy a fiókok száma nem nőhet sokkal Magyarországon, főként mert azok a szolgáltatók, akik egy bizonyos területen fogják megtalálni a piac igényét, míg a „tömegtermékek” értékesítésében alulmaradnak a piaci versenyben, vagy nem elég költséghatékonyak, előfordul, hogy fiókként működnek tovább a sikeres területen. Ahol bővülésre és fióknyitásra nagyobb lehetőség van: azok a specifikus formák, amelyek jelen pillanatban piaci rést jelenthetnek. Azért nem jelentek meg, mert a pénzügyi szolgáltatók a jövedelmezőbb, alacsonyabb kockázatú területeken bontottak sátrat, ugyanakkor más területeken ma is érezhető a hiány. Erre példa a jelzáloglevelek kibocsátására szakosodott bankok terjedése az utóbbi pár évben.

Mára kirajzolódott a kereskedelmi bankrendszer egyik fő dilemmájának megoldása is; miközben a '90-es években a kereskedelmi bankok erősen próbáltak az univerzalizmus előnyeinek oldalvizein haladni, már megjelent a Deloitte véleménye arról, hogy a jövő a specializációé és szakosodásé; egy túlzottan szétforgácsolt tevékenységi kereskedelmi bank nem tudja olyan mélységben és választékban nyújtani az igényes ügyfelek részére szolgáltatásait és termékeit, mint a szakosodott cég. Persze, mind emögött az a feltételezés húzódik meg, hogy a jövő ügyfele jól meg tudja különböztetni a pénzügyi termékeket, elvárásai magasak, figyelme minden részletre kiterjed. Ugyanazon típusú termékek esetén nagy választékot és rugalmasságot igényel. A Deloitte a hálózatépítés előnyeinek elolvasását az elektronikus ügyintézés terjedésével indokolja és a

---

<sup>99</sup> Rácz István: A pénzügyi szektor fejlődése az EU csatlakozás után (tanulmány); 2006. június, PSZAF

méretgazdaságosságra is ez nyomja a bélyegét; az internetes szolgáltatást nyújtó és igénybevevő pénzügyi szolgáltató tört részére csökkentheti az ügyletekkel járó költségeit. Szélső esetben a kiterjedt hálózat inkább teherré válhat, mint előnnyé! (Nyugodtan eltekinthetünk a jogi szabályozás mindeközben bekövetkezett változásaitól; hatásai ugyan érezhetőek, de e szempontból formai változásokról beszélhetünk, a tendenciát megállítani nem volt képes, végül a Glass-Steagal vesztesen kullogott ki a magyar szabályozásból, amelybe nem is illeszkedett jól soha. Azért nem, mert minden szempontból a kontinentális illetve elsősorban a német bankszektor hatásait tükrözte, ahol a bankuniverzalizmust sohasem gátolták. Végül is azzal a probléma jórészt orvoslásra talál, hogy az univerzális bank két könyvet vezet kereskedési könyv és a bank tartós, - nem kereskedelmi célú - befektetési könyvét, ha van ilyen eszköze.) Ma a magasabb igényű, jól tájékozott ügyfeleket az univerzális bankok nem képesek magukhoz láncolni, az elektronikus szolgáltatások terjedése elképesztően gyors.

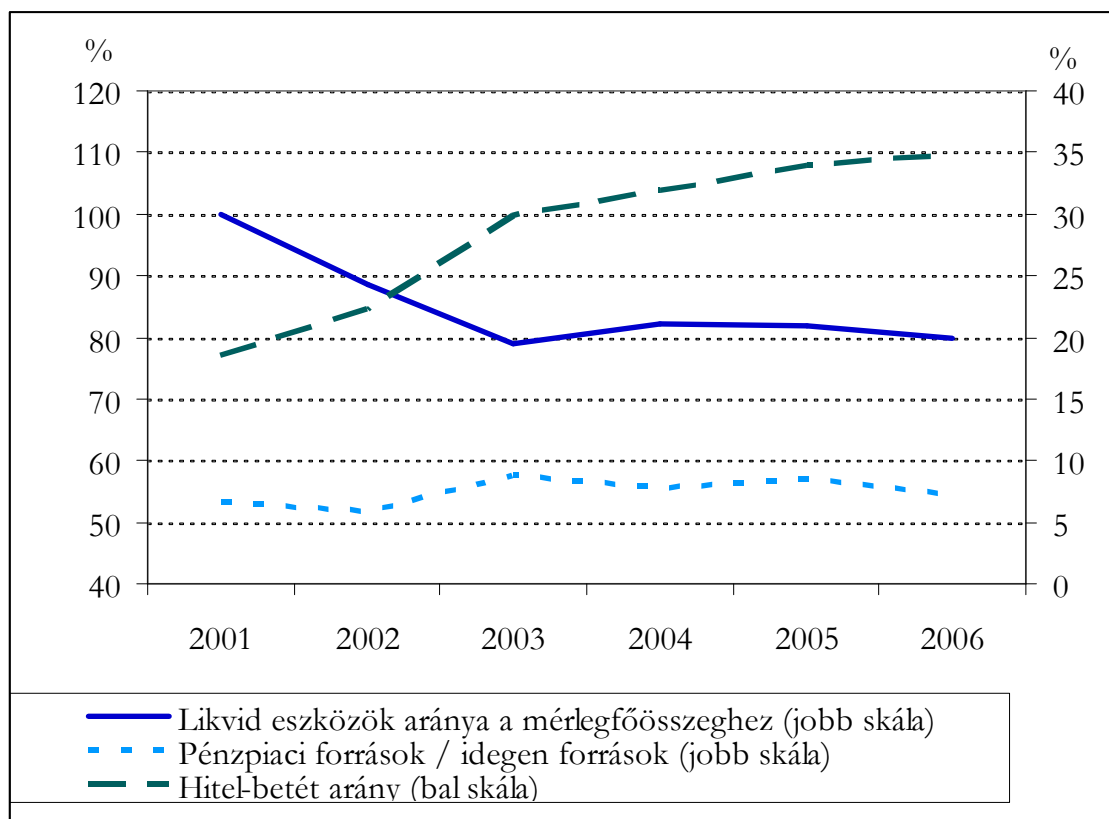
Olyan új ügylettípusok és termékek megjelenésének vagyunk a tanúi, amelyek bevezetésében előfordul, hogy - a minimálisra csökkentett dolgozói létszám mellett - egy-egy multinacionális óriásbank hazai leánybankja jelentős késéssel tud megfelelni. Ma ilyen termékek lehetnek a faktoring ügyletek. Az igény megvan, kérdés, a nagyok vagy a kicsik reakcióideje a jobb. Ez nem jelenti, hogy e bankoknak ne lennének bővülési igényei. A közeljövőben átlagosan 20 fiókkal bővülne az öt legnagyobb, akik a szektor forgalmának  $\frac{3}{4}$ -ét bonyolítják. S mi több, két nemzetközi háttérű biztosító kereskedelmi bankot szeretne alapítani Magyarországon; ésszerűségének elbírálása túlmutat ezen doktori értekezés keretein; természetesen az ok elsősorban a lakossági bizalom, ismertség megnyerése. A biztosítások értékesítésének fő átka a rendszerváltás után beáramlott ún. „amerikai típusú”, agresszív értékesítési módszerek voltak amelyek elriasztották a lakosságot, főként mert rossz időben történtek: a '90-es években a magas összegű lakossági megtakarítások olvadni kezdtek, legalábbis a rendszerváltás utáni recesszió sokaktól megkívánta, hogy megtakarításaikba „belenyúljanak”. Ennek e bizalomnak a helyreállítása a biztosítók legnehezebb feladata. Ugyanakkor 2000 után fokozatosan megtörni látszik a jég: jelentősen növekednek az életbiztosítások és a bizonytalan nyugdíjhelyzet fényében a nyugdíj előtakarékossági törekvések is. De: jelentős részt haragnak ki a biztosításokkal is foglalkozó kereskedelmi bankok! Legnehezebb helyzetben a kizárólag „Life-típusú” biztosításokkal jelenlevő biztosítók vannak. Ma ők is, ahogy a többi szereplő, unit-linked típusú biztosításokkal érnek el

sikereket, mert ma az ügyfelek szemében nem vonzó a technikai kamatlábbal növekvő élet- és nyugdíjbiztosítás. A biztosítások forgalmának növekedése az adókedvezményeknek is köszönhető. Persze, valószínűleg megnyugtatólag hat a kormányzatra a hosszú távú előtakarékoskodás az utóbbi öt évben duplájára történt emelkedése, ez azonban persze semmi garanciát nem jelent arra, hogy az e címen félretett összegek majd széles rétegek nyugdíjproblémáit enyhítik, a nyugdíjreform folytatása ettől még nem vált indokolatlanná. Eleve nem jelent kellően magas összegeket az ügyfelek egy részéről, illetve azok, akik igazán rászorultak lennének, nem is tehetik meg hogy hosszú távú megtakarításokat képezzenek. Akik pedig kellő összeggel pl. egy önkéntes nyugdíjpénztár tagjai, még nem tudjuk megmondani, mert nem áll kellő időtávban elegendő adat a rendelkezésre; milyen arányban fogják a minimális 10 év letelte után – amíg az adókedvezmény miatt e megtakarítások védelmet élveznek - 30%-os állami támogatást elkölteni 30-40 évesen?

Mindenesetre tény, hogy e célból keletkezett hosszú távú megtakarítások jelentősen növekedtek, miközben a megtakarítások összege és aránya megcsappant. A banki betétek valamennyire visszaszorultak. A jegybank elemzése szerint nem eléggé. Erre alapozza azt a megállapítást, hogy a pénzügyi kultúra nem eléggé fejlett. Az állampapírpiac által kínált konstrukciók előnyei nem eléggé kihasználtak, fél éves betétlekötések általában nem nevezhetők indokoltak, mert egy hasonló lejáratú diszkont kincstárjegy likvidebb és kivárás esetén is magasabb a kamata. Ugyanakkor új konstrukciók az állampapírpiacon sem jelentek meg, a vállalati és önkormányzati kötvények piaca továbbra is pang, a banki hitelfelvétel bővülő lehetőségei nem kívánnak ilyen speciális és magas költségeket. Az értékpapírpiac – leszámítva a befektetési jegyeket, ahol a zártvégű alapok megjelenése színesíti az egyébként is bővülő kínálatú differenciálódó termékpalettát, illetve a jelzáloglevelek frissen megjelent piacát – Magyarországon kifejezetten lassan fejlődik, alig tud felmutatni új termékeket, tulajdonképpen pang. Nyilván ebben nagy szerepe van a kamatadó, tőkejövedelem adóztatásáról szóló vitáknak és már megvalósult törvényeknek is. Igaz, a nemzetközi piac papírjai iránt folyamatosan bővülő kereslet tapasztalható. Mivel ez többnyire hazai közvetítőkön keresztül jut el az ügyfelekhez, a hazai pénzügyi közvetítő szektor mérlegének forrásoldalának devizaállományát növeli. Mindeközben az eszközoldalon a devizahitelek jelentős növekedése figyelhető meg. Az előbb említett növekedés nincs arányban a devizahitelek állománynövekedésével. Ha a bankok

kellőképpen biztosították magukat, természetesen a forrásoldali devizaállományok nagyobb kockázatot jelentenének.

2004-ban a hitelek szintje csaknem elérte a megtakarításokét, ilyen hitel-betét arány korábban nem volt. Ugyanakkor igaz, hogy a kereskedelmi bankokat ez nem zavarja, jobbnál-jobb eredményekre tesznek szert napjainkban: de éppen a hitelezésből. Viszont a megtakarítások eltűnésének megvannak a veszélyei: ha a lakosság nem takarít meg, nem halmoz fel megfelelő mértékben, az időzített bombaként fog a rendszerben ketyegni a következő évtizedekben is. Ezáltal pedig nem lesz reális lehetőség a kisebb, takarékosabb állam elérésére, amennyiben egyre növekvő aktuális adó-jellegű terhekből kell majd a növekvő nyugdíj-elvárásokat finanszírozni. Mivel alacsony a megtakarítási hajlandóság - és a sajnálatosan szintén nem megfelelően magas szintű általános pénzügyi kultúra - miatt előre jelezhető, hogy ösztönzők nélkül a mainál is jelentősen kevesebb fog az intézményesült megtakarítási formákba kerülni, kijelenthető, hogy az ilyen, Magyarországon sem magasnak nevezhető, de európai mértékben kifejezetten alacsony (kb. 450 illetve 750 euró havi nettó jövedelmi szint) bérszínvonal mellett aggasztóan kevés nyugdíj- és egyéb hosszabb távú felhalmozás fog a továbbiakban generálódni. Szükség lehet a megtakarítások elősegítésére irányuló lépésekre. Ezzel szemben a kormány 2,5 millió vagy 4 millió forint éves jövedelem felett teljes mértékben el kívánja törölni az adókedvezményeket, ez alatt pedig azok összevonásával és erőteljes korlátozásával csökkenteni hatásfokukat. Ez azt jelenti, hogy havi körülbelül 110 ezer, vagy jobb esetben 180 ezer forint nettó fizetés felett semmilyen ösztönzést nem élveznének a hosszú távú megtakarítások.

**17. ábra: A bankok likviditási mutatói**

*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2007 ápr.*

Új helyzetet teremtett a hitelezésben és egy új veszélyforrást idézett elő a szabályozás megváltozása; a lakosság drasztikus mértékű eladósodásának veszélyét. A pénzügyi instabilitás veszélyforrásai közül egyetlen elem sem ad okot ilyen mértékben aggodalomra. 2003 decemberében szigorították az állami lakástámogatási rendeletet. Lecsökkentették a piaci hozamoktól függő, az új és a használt lakás megszerzésére nyújtott állami támogatás mértékét, így emelkedett az ügyfelet terhelő költség, ezzel párhuzamosan 1,8–3,2%-ra csökkent a bankrendszeri teljes bruttó marzs. A bankok a jelenlegi devizaalapú termékeknél átlagosan 5,2%-os marzs-ot realizálnak. A használt lakásra felvehető támogatott hitelek maximális összegét pedig a korábbi 15 millióról 5 millió forintra csökkentették. A júniusi és novemberi jegybanki kamatemelések hatásaként a forint- és devizakamatok közötti különbség drasztikusan megugrott. A támogatott hitelek az ügyfelek számára jelentősen megrágultak. Ez a két tényező új helyzetet teremtett a lakáshitelezésben, mely a keresleti és a kínálati oldal figyelmét is a devizaalapú konstrukciók felé fordította. A devizaalapú hitelek alacsony kamataikkal méltán lettek népszerűek, pedig korántsem kockázatmentesek. A kockázatok

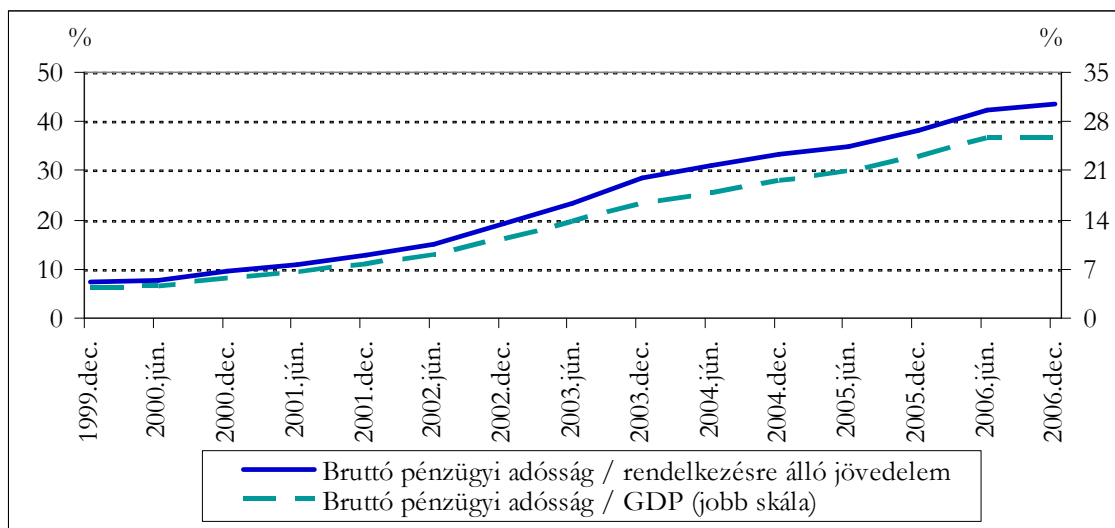
ugyanakkor vállalhatók, csak ismernünk kell a rizikófaktorokat és a rejtett költségeket. Ilyenek a hitel felvételek például a konverziós jutalék és az átváltási árfolyamkülönbség. A folyósításkor ugyanis devizavételi árfolyamon számolják az eurót és a svájci frankot, a törlesztés viszont a devizaeladás árfolyamán történik. A különbség ugyan néhány ezrelék (példának okáért legyen 4), ám egy többmilliós hitel esetén ez már nem elhanyagolható tétel (tízmilliós lakáshitelnél éppen 40 ezer forint). Feltételezések szerint, melyet a banki tapasztalatok támasztanak alá, hitelfelvételkor a hitelkérelmezők egy jelentős része elsődlegesen az aktuális kamat- és árfolyamszint melletti hitelköltségek havi mértékének ismeretében dönt, és jellemzően – az addicionális kockázatok mérlegelése nélkül – azt a konstrukciót választja, melynek havi törlesztése a legkisebb. Ezek alapján, rövid távon a devizaalapú konstrukciók a jelenleg alacsonyabb hitelköltségük miatt valószínűleg kiszorítják egyrészt a piaci forinthiteleket, másrészt a használt lakásra vonatkozó támogatott hitelek egy részét (ahol ráadásul kisebb a lehetséges hitelösszeg), illetve kiegészítik ez utóbbit. Jelenleg még az új lakásra vonatkozó támogatott konstrukciónak is versenyt támasztanak.<sup>100</sup> Különös, hogy az amúgy - banki felmérések alapján - erősen kockázatkerülő lakosság miért választja a hitelek ilyen kockázatos konstrukcióját ilyen szívesen. Sajnos valószínűleg valamennyire a tájékozatlanság is belejátszik. Az eladósodottság ugyan nem magasabb a Nyugat-Európai szintnél, sőt jóval elmarad, mégis érdemes odafigyelni, hiszen a megtakarítások még jobban elmaradnak. Figyelmet érdemel ezen felül az eladósodottsági ütem növekedése, a jövedelmek koncentrációja.

---

<sup>100</sup> Figyelőnet: Devizahitelek – bújtatott buktatók, 2004. július 1., [www.fn.hu](http://www.fn.hu)



### 18. ábra: A háztartások eladósodottsága



*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2007. április*

### Kamatkockázat

A banki hitelajánlatok közül alacsony kamataikkal messze kitűnnek a devizaalapú hitelek – ezek közül is a legvonzóbbak a svájci frankban denomináltak. Teljesen logikus tehát, hogy a hitelfelvevők elcsábulnak, és inkább azt az ajánlatot választják, amelynek révén havonta akár 20-30 ezer forinttal kevesebbet kell törleszteniük, mondjuk egy 5 millió forintos lakáshitelért. A kamatelőnyt az alapkamatok eltérő szintje indokolja, hiszen míg az MNB irányadó rátája jelenleg 11,5 százalék, addig az Európai Központi Banké 2 százalék, a svájci jegybanké pedig 1 százalék. A különbség tetemes, de hiba lenne pusztán a jelenlegi kamatkörnyezetre alapozni egy jellemzően hosszú távú (10-20 éves) hitelszerződés megkötését. Különösen akkor, amikor az európai (és amerikai) kamatok emelkedésére számít a piac, mivel ezek egy ideje történelmi minimumon tanyáznak. Mindeközben nálunk kamatcsökkentésben bízik a piac, hiszen az euroövezethez igyekeztén előbb-utóbb bekövetkezik a kamatkonvergencia, vagyis közelíteni fognak egymáshoz a forint- és az eurokamatok. Nem csak úgy, hogy az uniós kamatok emelkednek, hanem elvileg és elsősorban a regionális szinten is kiugróan magas magyar alapkamat süllyedése révén is. Hosszabb távon a csökkenő kamattendencia szinte borítékolható. Ha pedig az euró és a svájci frank forinttal szembeni kamatelőnye csökken, az a devizaalapú hitelek törlesztő részletére is hatással van.

### Árfolyamkockázat

A kamatok változása ugyanis gyakran együtt jár az árfolyamok változásával, ám ettől függetlenül is számolnunk kell az árfolyamkockázattal. A lakáshiteleket általában hosszabb futamidőre és rövid kamatperiódusra veszik fel az ügyfelek, a törlesztő részleteket alapvetően befolyásoló devizaárfolyam a futamidő alatt jelentős mértékben eltérhet a szerződéskötéskor érvényestől. Ha megint a jegybank kalkulációját vesszük alapul, akkor láthatjuk, hogy a forint 10, illetve 20 százalékos gyengülése a svájci frankhoz vagy az euróhoz képest éppen 10, illetve 20 százalékkal emeli a havi törlesztő részleteket. Ha mindez a már említett kamatemelkedéssel párhuzamosan következik be, akkor a helyzet természetesen súlyosabb: akár 20-40 százalékkal többet is kellene havonta törleszteni. Ezzel gyakorlatilag eltűnne a devizaalapú hitelek mostani kamatelőnye. Természetesen a svájci frankban felvett hitelek tűnnek kockázatosabbnak: az euró árfolyamkockázata mérsékeltebb a forint euróhoz való rögzítése illetve a majdani EMU tagság miatt.

#### 11. táblázat: A havi hiteltörlesztés százalékos emelkedése különböző negatív sokkok esetén

Euró, CHF kamatemelkedés / forint árfolyamgyengülés mértéke			
	0 %-os	10 %-os	20 %-os
0 százalékpont	0,00%	10,00%	20,00%
1,5 százalékpont	9,30%	20,30%	31,20%
3 százalékpont	19,10%	31,00%	43,00%

*Forrás: MNB*

„Az elmúlt négy évben Közép-Európában hihetetlen ingatlanpiaci fejlődés, növekedés volt tapasztalható. Ezzel összefüggésben ugrásszerűen megnőtt az ingatlanfejlesztéshez nyújtott hitelek mennyisége is. A legtöbb szakértő egyetért abban, hogy ez a fejlődés jelenség nem magyarázható kizárólag a gazdaság erősödésével. A régió, térség adottságai több fontos kérdésben, vonatkozásban az 1997-es pénzügyi válság előtti délkelet-ázsiai helyzethez hasonlíthatnak. A Nemzetközi Fizetések Települési Bankja (Bank of International Settlements) szerint, ha a bankok ingatlanfejlesztésekhez adott

hitelei egymást követő három évben bérbeadások több mint 20%-kal nőnek, az a közelgő pénzügyi válság biztos jele. Ez a mutató Magyarországon, Lengyelországban és Csehországban még ennél a mértéknél jóval magasabb.”<sup>101</sup> Az ingatlanpiaccal kapcsolatos kérdések mindig jelen voltak a válságok kialakulásánál, gyökereinél; ilyen volt a délkelet-ázsiai válság és nem különben a japán válság során a telekspekuláció összeomlása<sup>102</sup>. A dél-kelet ázsiai válságon Japán vesztette a legtöbbet, mivel részben ő finanszírozta a kis-tigrisek beruházásait. A tizenkét évig tartó feltartóztathatatlan előretörés során felmentek a telekárak, az ingatlanokra viszont óriási kölcsönöket vettek fel. A bankok az általános optimizmus részeseként természetesen fizettek. A válság kitörése után a telekárak a lezuhantak, a bankok nem tudtak mit kezdeni a jelzálogként náluk levő ingatlanokkal, a kihelyezett hitelek befulladások. Az ingatlanok árának növekedésének oka nem volt más, mint a jól ismert befektetői mánia, amely „buborék” kialakulásáért felelős: az ár az egymásra rálicitálók miatt egyre jobban elszakad a ténylegesen remélhető jövőbeli hozamok diszkontált jelenértékétől. A történelem során ez nagyon sokszor és nem csak részvényekkel, pénzügyi aktívákkal, hanem vasúttársaságokkal vagy akár tulipánhagymákkal való kereskedés során is előfordult.<sup>103</sup> Igaz azonban, hogy Magyarországon van jó viszonyítási alap, meddig nőhetnek az ingatlanárak; az Európai Unió kevésbé fejlett ill. hozzánk területileg közel elhelyezkedő országainak ingatlanárai alapján jól lehet következtetni, mekkora árnövekedést lehet, érdemes elfogadni.

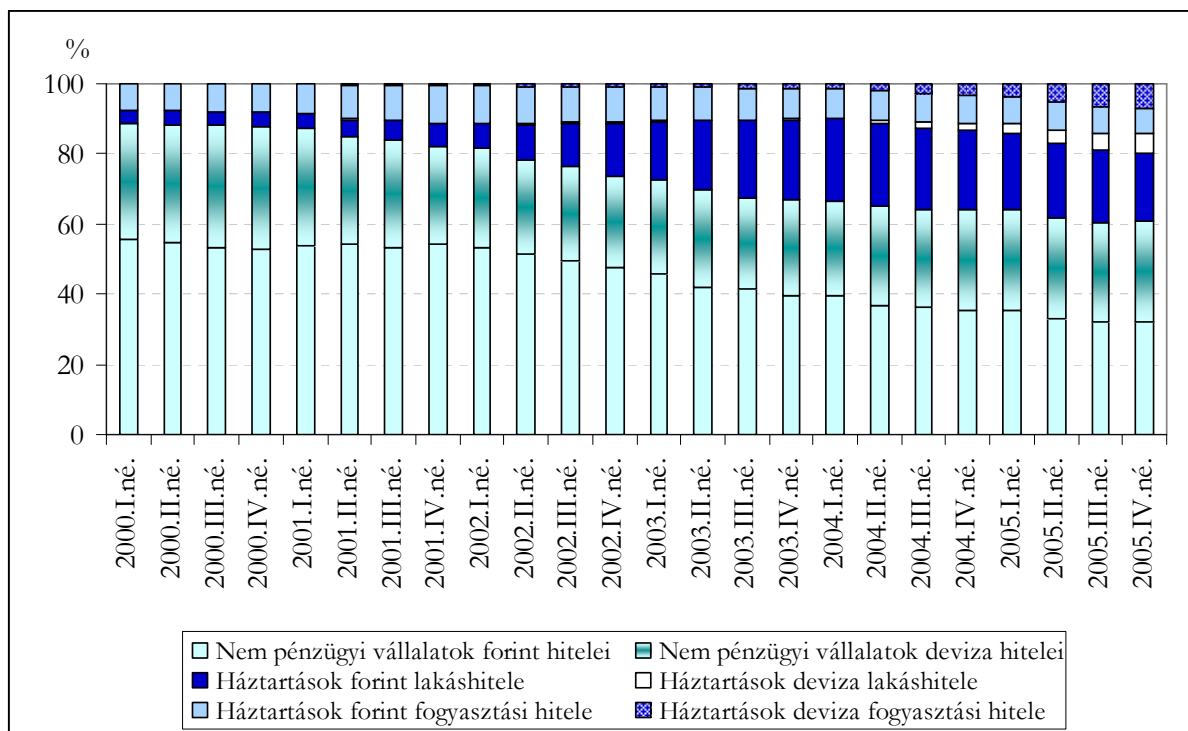
---

<sup>101</sup> dr. Walter Hook: A közép-európai ingatlanpiac túlfelkészítése és a pénzügyi válság veszélye, a Közlekedés és Fejlesztéspolitikai Intézet (Institute for Transportation & Development Policy) tanulmányának összefoglalója, New York – Budapest 2001. február

<sup>102</sup> Almási Miklós: Üveggolyók – az ezredvég globális játszmái, Helikon Kiadó, 1998., 21.o.

<sup>103</sup> Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatlanpiacokig, Bp., Aula, 2001

**19. ábra: A háztartásoknak és vállalatoknak nyújtott bankhitelek alakulása (2000-2005)**



*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2006.*

A pénzügyi stabilitás szempontjából az elemzésre érdemes kockázatok nem állnak meg a devizakockázatoknál. A hitel- és partnerkockázat, illetve a működési kockázat, rendszerkockázat hasonló jelentőségű lehet a piaci kockázatokhoz, amelynek pusztán egyetlen eleme a devizaárfolyam kockázat. Kamat-, áru-, részvényárfolyam kockázat is jellemzi ezt. A bankrendszer egyik alapvető problémája a magas tőkeáttétel.<sup>104</sup> A pénzügyi konglomerátumok tekintetében ez többszörös tőkeáttételt jelent, jelentős ún. „fertőzésveszélyt” rejt magában. Ezért lényeges, hogy pénzügyi csoportok ellenőrzés alá kevésbé rendelt tagjainál ne lehessen „elrejtteni” kockázatokat. Ugyanis ez esetben a válság a csoport összes tagján „végigfuthat”, jelentős károkat eredményezve. A prudenciális előírások megkerülésére azért van jelentős esély, mert ezek csökkentik a pénzügyi közvetítőrendszer jövedelmezőségét, megkerülésük előnyöket jelenthet az éles nemzetközi versenyben. Ugyanakkor valamely kockázati elem bekövetkezése esetén dominóelven döntheti le a pénzügyi stabilitást, a koncentráció és a többszörös

<sup>104</sup> Jelentése: milyen mértékben támaszkodik a gazdálkodó saját (tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott forrásokra, illetve az egyes években képződött, visszaforgatott tartalékokra) és milyen mértékben külső forrásokra (például rövid és hosszú lejáratú hitelek, kölcsönök, egyéb kötelezettségek).

tőkeáttétel révén. Természetesen ez a helyzet nem csak úgy hat a pénzügyi stabilitásra, hogy az adott nagy jelentőségű csoport és partnerei kerülnek válságba, hanem a tőkepiac egészén keresztül is. Például az árfolyamok alakulásában is lecsapódhat. Mindez nem csak a bankokra, hanem a pénzügyi szektor szereplőire is igaz. A pénzügyi stabilitás vizsgálata mikro- és makroprudenciális elemzés segítségével történik.

Mikroprudenciális indikátorok alatt az adott intézménytípusra vagy tevékenységre vonatkozó jogszabályokban meghatározott óvatossági előírásokat értjük. (pl. tőkemegfelelési szabályok, a portfólióminősítés és céltartalékképzés (illetve értékvesztés) szabályai, a befektetési és nagyhitel korlátok stb.)

A makroprudenciális indikátorok köre pedig mindazokat az adatokat és információkat tartalmazza, amelyek hozzájárulnak ahhoz, hogy fel lehessen mérni és elemezni lehessen a pénzügyi rendszer egészének potenciális sebezhetőségét és a különböző kockázatokkal szembeni ellenálló képességét. A makroprudenciális elemzés lehetséges forrásai:

#### 1. A mikropudenciális elemzés aggregált adatai:

A csoportosítás az indikátorok CAMELS módszer szerinti csoportosításával célszerű. Ezt a módszert használja az MNB is. Ezt a módszert az Egyesült Államok Betétbiztosítási Vállalata, annak ellenőrző szervezete dolgozta ki és használta. Sikeres alkalmazása révén terjedt el. Az ellenőrzésen, felügyeleti célokon kívül partnerminősítési célra is használható. Így a felügyeleti szerveken, hatóságokon kívül a hitelintézetek saját hitelezéseik optimális nagyságának meghatározására és piaci alapon működő minősítő társaságok is használják, sőt használatát már az egyes államháztartási alrendszerek számára is javasolják.<sup>105</sup> A módszer alkalmas pénzügyi intézmények csoportjának, vagy egészének vizsgálatára is.

C- capital: tőkehelyzet vizsgálata

A-asset quality: eszközök minősége

M- management: a banki felsővezetés minősége és felkészültsége

E – earnings: jövedelmezőség

---

<sup>105</sup> Vígvári András: Az önkormányzati szektor hitelképességének és forrásfelszívó képességének néhány kérdése

L – liquidity: likviditás

S – sensitivity to market risk: piaci kockázatoknak való kitettség vizsgálata

2. A makrogazdasági mutatórendszer a pénzügyi stabilitást alapvetően befolyásoló nemzetgazdasági aggregált makroadatok
3. piaci információk: kamatok, árfolyamok, az intézmények hitelminősítései stb.
4. kvalitatív, egyedi információk: az aggregált adatok mögött meghúzódó egyedi intézményi problémákra hívják fel a figyelmet

Legellentmondásosabb probléma a pénzügyi közvetítés mélységét mérő penetrációs ráta növekedése. A penetrációs ráta tekintetében a 2003-2005-ös időszakban a GDP nominális értékéhez viszonyítva gyorsuló ütemű növekedés, reálnagyságok figyelembevételével állandó ütemű, egyenletesnek mondható, de jelentős mértékű éves növekedést tapasztalhatunk és ez a helyzet a többi 2004-ben csatlakozott közép-európai ország tekintetében is. Egyértelműen a pénzügyi szféra befolyását növelő, kockázatot, kitettséget mérő tényező, amelynek növekedése egyben szükséges is. Az, hogy magas (a miénknek többszöröse nagyságú) penetrációs ráta egyben a gazdasági fejlettségről tanúskodik, megnyugtató tény, ugyanakkor az a kérdés merülhet fel, hogy nem utal e ez egy globális szintű veszélyforrásra. Természetesen igen, ez a globalizáció ellenzői és a pénzügyi szféra méretnövekedésének ellenzői<sup>106</sup> véleménye szerint a pénzügyi szféra „külön élete” a reálszféra mellett, komoly veszélyt rejt magában a gazdasági stabilitás tekintetében, mivel a reálfolyamatok zavartalansága esetén is előfordulhat elvben az, hogy a pénzügyi szféra zavara kikezdi a stabilitást.

Igaz, napjainkra az ún. második generációs válságok ezt bizonyíthatják, ugyanakkor ezek mögött mélyen meghúzódó okok és folyamatok mégiscsak a reálszférára, súlyos egyensúlyhiányokra vezethetőek vissza – legalábbis a válság kialakulásának helyén, a fertőzés „gócpontjában”. Minden olyan esemény, amely az utóbbi évtizedekben rávilágított a szekuritizáció és a globalizációs mellékhatások káros következményeire, azt bizonyítja, hogy a pénzügyi válságok kizárólag azokat az országokat érintették kevésbé károsan, amelyek képesek voltak a „bizalom légkörét” megteremteni, alátámasztani mindezt jó gazdasági mutatókkal. Ezért a penetrációs ráta növekedése Magyarországon csak akkor adna nyugalomra elegendő okot, ha párhuzamosan a makrogazdasági egyensúly és a mikroprudenciális környezet kérdése is megoldott

---

<sup>106</sup> Pl. Paul Hellyer

kérdés lenne. Természetesen az euró bevezetése ilyen körülmények között nagyon fontos, valamiféle garanciális elem lenne a számunkra, mivel az euroövezet az USA-hoz hasonló kedvező megítélésben részesül, sőt, pénzügyi válság kiindulópontja sosem volt. Azonban az addig való eljutás nehézkes, mivel a 22-es csapdájába kerülünk, önbeteljesítő hatások működnek. Kedvezőtlen környezetet teremt ugyanis, hogy nap mint nap szembesítenek minket. A probléma „felnagyul” azáltal, hogy a figyelem kereszttüzeiben kell jó mutatókat produkálnunk. A jó teljesítés kulcskategóriája mára a költségvetés, annak egyensúlya. Természetesen jó megoldásnak tűnik, hogy valahogy rövid távon teljesítjük a kritériumokat, későbbre halasztva egyébként megkerülhetetlenül fontos kiadásokat. Azonban egyáltalán nem biztos, hogy a csatlakozás után olyan kedvező elbírálásban részesülhetünk, mint a jelenlegi tagok ma. De: leépítheti-e Magyarország a szociális hálót anélkül, hogy munkát és megélhetést tudna adni az embereknek? Megfordítható-e a sorrend, a jólét ígérete kellő kompenzálást nyújt-e? A születések számának csökkenése nem tükrözi a társadalom jövőbe vetett hitét. A szocialista oldal folyamatos győzelme a külföldi sajtó számára egyértelműen azt jelzi – bár a jelek szerint kevésbé ismerjük ezt be – hogy az emberek a régmúlt szociális biztonságára vágnak és tulajdonképpen ehhez ragaszkodnak. A ma zajló folyamatoknak nincsen meg a társadalmi támogatottsága. Ez pedig súlyos nehézségeket jelenthet. Más utak választását teszi szükségessé, azonban ezek mindegyike több időt igényel.

A globalizáció oldaláról közelítő szempontok arra is rávilágítanak, hogy Magyarországon a penetrációs ráta növekedése csak a bizalom helyreállítása esetén nem okoz komoly kudarokat. Ez a bizalom azonban számszerű eredményekhez kötött. A 2005-ös események bebizonyították, hogy minderre kreatív számítási módszerek alkalmazása nem járható út. „A költségvetési trükkök, elszámolás újítás miatt nem látni, hogy valójában mekkora is a baj Különös, nem túl előrevivő vita zajlik egy ideje közéletünkben a gazdasági helyzetről. Nem mintha nem lenne kellő indok az alapos helyzetelemzésre, hiszen a világgazdaságban, az Európai Unióban és magában a magyar nemzetgazdaságban fontos fejlemények zajlanak.”<sup>107</sup> A penetrációs ráta növekedése bizonytalan – elsősorban makroegyensúlyi problémák esetén – környezetben mégsem

---

<sup>107</sup> Bod Péter Ákos: Kreatív könyvelés, kreatív kormányzat (2005. MDF Sajtószoba)

nevezhető káros jelenségnek. A King–Levine szerzőpáros<sup>108</sup> azt is megvizsgálta, hogy kimutatható-e valamilyen kapcsolat a pénzügyi fejlettségre vonatkozó mutatók kiinduló szintje és a következő időszak gazdasági növekedésének gyorsasága között. A rendelkezésükre álló adatok azt a hipotézist támasztották alá, hogy a pénzügyi közvetítés mélységének szintje igen jó előrejelzője a következő időszak gazdasági növekedésének. Amelyik ország pénzügyi közvetítőrendszere fejlettebb volt, az szignifikánsan erősebb gazdasági növekedést tudott felmutatni a következő 10–30 évben. Az a megállapítás, hogy a pénzügyi rendszerek fejlettsége nemcsak korrelál a növekedéssel, de előrejelző ereje is van, már kérdésessé teszi azt, hogy csupán együttmozgást mutat a pénzügyi fejlettség és a növekedés, és felhívja a figyelmet a pénzügyi rendszer növekedést vezérlő képességére. Tehát a növekedés előfeltételei, sőt fokozói közé tartozik.

A hitelezéssel foglalkozó pénzügyi intézmények (tulajdonképpen a bankok) egyértelműen prociklikus jellemzőket hordoznak. Amikor visszaesés, recesszió időszaka elé néz a gazdaság, a piaci várakozások borúlátóbbak. A bankok „túlzottan óvatossá” válnak, mivel bizonyos információs aszimmetria lép fel, azoknak a vállalkozásoknak sem nyújtanak hitelt, amelyek problémamentesen finanszírozhatóak lennének. Ezzel hozzásegítik a gazdaságot a jövőbeli válsághoz, egyfajta önbeteljesítő hatásként. Fellendülőben azonban a hitelezés a reneszánszát éli, nagy lendületet adva ezzel a beinduló konjunktúrális folyamatoknak. Az eszközárakat az eszközök által termelt jövőbeli jövedelmek jelenértékeként határozhatjuk meg. A növekvő eszközárak tehát növekvő jövőbeli jövedelmeket tükröznek, amiért érdemes több hitelt felvenni (megnő a hitelkereslet). A hitelkínálat is emelkedik, mert a nagyobb eszközárak magasabb hitelkihelyezést tesznek lehetővé. A hitelt felvenni akarók így kedvezőbb helyzetbe kerülnek. Ugyanakkor megítélésük is kedvezőbb lesz, hiszen a nagyobb jövedelem és cash flow várakozásokból elsősorban az következik, hogy a kölcsönvevők könnyebben lesznek képesek a hitelszolgálatra és - visszafizetésre. Ugyanakkor valóban igaz, hogy recesszió esetén a nemfizetések száma arányában jóval magasabb. Néhány szerző (Fisher) a leszállóág okát abban látja, hogy a fellendülés érett szakaszában a bankok elveszíthetik a kellő kontrollt, a verseny hevében egyre több és több olyan hitelt nyújtanak, amelyek majd nem térülnek meg: innen a következő időszak óvatossága,

<sup>108</sup> King, R.G-Levine, R: Finance, entrepreneurship, and growth. Journal of Monetary Economics, 32. 1993



amely egy adósság-depresszió-defláció spirállal jellemezhető. Azonban prudens működés mellett jellemezheti-e a bankokat ilyen rövidlátás?

Basel II. a világ minden pénzintézete számára komoly kihívás. 2007-től valamennyi nemzetközileg működő banknak alkalmaznia kell. A baseli ajánlások megváltoztatják a tőkemegfelelési számításokat, lehetőségeket teremtve egészen új és komoly gazdasági következményekkel járó eljárások bevezetésére is. A működési kockázatok számbavételi kötelezettsége, mint új elem, korábban nem gyakorolt feladatok elvégzésére készítetik a bankokat. Az ajánlások a működési kockázatok kezelésének teljesen új szintjét várják el. A felügyeleti ellenőrzés kiterjesztésén keresztül a pénzintézetek kontrolláltabb működését és az adatok nyilvánosságra hozatalának előírásával a működés piac számára áttekinthetőbbé tételét célozzák meg. Kérdés, hogy valóban a prociklikusság ellen hatnak-e?

#### 4.2.2. Basel II.

A mulasztás:

- 90 napon túli lejárt tartozás a bank felé bármely kötelezettségvállalásból eredően
- jogilag elismertethető a veszteség, a bank biztosítékokra való joga érvényesítésre kell, hogy kerüljön.

Nyilvánvaló, hogy a mulasztás többségében nem azonnal következik be, hanem a hitelképesség jól felmért kritériumainak változása után, tehát a mulasztás várható vesztesége nem a hitelügylet révén remélt összes tőketörlesztés és kamatjövedelem, hanem annak egy része. Ez a veszteség az LGD (Loss Given Default). Tehát azt mutatja meg, hogy a kockázatvállalás mely hányada nem térül meg, várhatóan.<sup>109</sup> A Basel II. két módszert kínál:

1. A Basel I. „felmelegített” változata: a kockázattal súlyozott eszközállomány 8 százaléka a minimális tőkekövetelmény. A kockázati súlyok a felügyelet által kerülnek meghatározásra.
2. Várható és nem várható veszteségre alapozott számítások:
  - PD (Probability of default): a mulasztás valószínűsége, egy éven belül

<sup>109</sup> Paulovics Ottó: LGD modellezés elméletben és gyakorlatban. Hitelintézeti Szemle, 2005. negyedik évfolyam, 5-6. szám

- LGD (Loss Given Default): a várható veszteség mértéke a mulasztás pillanatában fennálló kintlevőség százalékában
- EAD (Exposure at Default): az ügyfél mulasztásakor fennálló kintlevőség összességében
- M (Maturity): kintlevőség lejáratáig hátralevő idő

Alap megközelítés: a lakossági eszközkategóriát kivéve a bank csak PD becslést végez, a többi meghatározása a szabályozó hatóságra hárul.

Fejlett módszer: Valamennyi fentebbi számítás belső elvégzésére lehetőség van. Ilyenkor a bank nagyobb önállóságot kap, sok előírás feloldásra kerül, mivel csak alátámasztható és megalapozott számítások ismertethetőek el, tehát ennek ellenében a bankok tág „játékteret” kapnak. Maguk határozhatják meg a számukra elfogadható garanciák körét, az elfogadható biztosítéktípusok köre nagyobb.

Ha megnézzük az LGD módszert, annak is 3 típusát különböztethetjük meg.

1. Piaci LGD: a kötvény illetve hitel piaci ára megtérülési rátának tekinthető, ha ezt 1-ből kivonjuk, akkor veszteségi rátát kapunk. Alapul a bankhitelek másodlagos piacon jegyzett árai szolgálnak, egy hónappal a mulasztás után. (Idő szükséges, míg a piac reagál.) Feltételezzük, hogy a piacok hatékonyan működnek!
2. Implikált piaci LGD: kockázatos hiteleknél és kötvényeknél a hitel marzsa alapján. Elméleti árazási modell, de a másodpiac fejlettsége itt is feltétel.
3. Behajtási LGD (szerződési, biztosítéki modell): ha nincs fejlett másodpiac, a hitelkezelés múltbeli adatai alapján kell becslést végezni. A „bedőlés” (default) utáni pénzáramlások diszkontálásával tudjuk ezt megtenni.

Az eddigiekből következően:

**12 táblázat: Az LGD módszer**

Tulajdonságok	Piaci LGD	Implikált piaci LGD	Behajtási LGD
Vizsgált tényező	Kötvények, bankhitelek másodlagos piaci ára	Kötvények, bankhitelek másodlagos piaci ára	Behajtási tevékenység eredménye
Adatok származási helye	Külső (piaci)	Külső (piaci)	Belső (banki)
Módszertan	Árak explicit megfigyelése	Árazási modell alkalmazása	Múltbeli megtérülési események összegyűjtése
Költségek figyelembevétele	Implicit	Implicit	Explicit
Fedezetek figyelembevétele	Implicit (magyarázó faktorként)	nincs	Explicit és implicit is lehet
Időbeliség	Pillanatnyi piaci adatok figyelembevétele	Pillanatnyi piaci adatok figyelembevétele	Múltbeli adatok
Egyéb hiányosság a kockázatomérésben	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A piaci árak volatilitása</li> <li>▪ Az információáramlás gyorsaságától függ, ezért nehéz megtalálni az optimális időpontot az árak figyelembevételeéhez</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A piaci árak volatilitása</li> <li>▪ Az információáramlás gyorsaságától függ, ezért nehéz megtalálni az optimális időpontot az árak figyelembevételeéhez</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A konjunktúra változásai</li> </ul> <p>Az esetek egyedisége: nem számít az átlag, ha nagy ügyfélről van szó, amely átlagon felüli hitelezési veszteséget produkál</p>

*Forrás: Paulovics Ottó, saját kiegészítéssel*

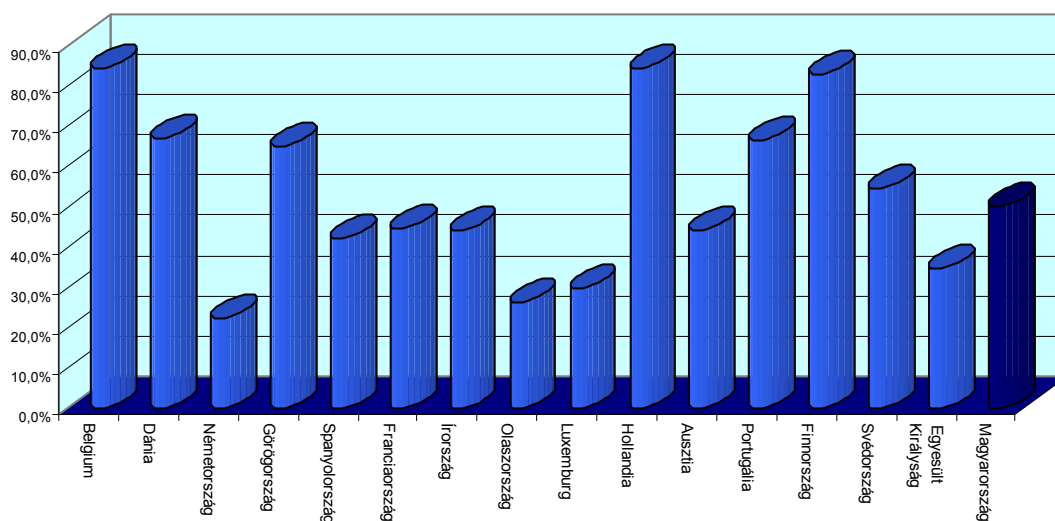
A gazdasági ciklus változásait nem veszik figyelembe! Rövid távú szemléletet tükröznek, és azt sem tekintik szempontként, hogy a nemfizetési valószínűségek időről időre változnak. Továbbra is a fokozó, spirális hatás kiváltása a valószínű. A fedezetek és a hitelveszteségek közötti korrelációk is a gazdasági ciklus függvényei. De a Bazel II. lehetőséget teremt arra, hogy a bank felhasználja adatait mindehhez, mégpedig úgy, hogy ha rendelkezésére áll legalább 7 éves idősor, abból következtessen a ciklikusságra, és figyelembe vegye azt. Mindez úgy történhet csak, hogy a minimális tőkekövetelménynek és a többi előírásnak is eleget tehet. (Szigorúbb saját szabály lehet, de enyhébb nem.) Igaz, a szoros banki versenyben nem biztos, hogy a bank érdekelt saját lehetőségeinek beszűkítésében.

Ha a mulasztás bekövetkezik, céltartalék képzés válik indokolttá, de bizonyos országokban működik a dinamikus céltartalék képzés rendszere is. (Spanyolország, Ausztrália). Itt megoldást nyer a kérdés, mert statisztikai modellek segítségével határozzák meg a várható veszteségekre irányuló céltartalék képzést. Igaz, a módszer Ausztráliában is csak felügyeleti ajánlás formájában működik. Lényege, hogy statisztikai eszközökkel becslik a jövőbeni veszteségeket. A céltartalék képzés várható veszteségek nyilvántartására szolgál, ha ezeket alulbecslik, nem beszélhetünk a tőke prudens megállapításáról. A minimális tőkekövetelmény ugyan a Bazel II.-ben a fedezetekkel súlyozott kockázatokhoz kapcsolódik, ez pozitívum, mert a fedezetek jobban lépést tartanak a piaci előrejelzésekkel, mint a hitel nominális összege. A hitelválságok legfőbb oka, hogy alulbecslik a várható veszteséget a konjunktúra csúcsa felé haladva, mert a kiindulást a jelenlegi állapot tarthatósága jelenti, a jelenlegi körülmények között. A ciklikus ingadozások és ennek mozgásában a hitel boom szerepe azonban jelentős (amely legtöbbször az ingatlanpiaci, mint a hitelezés húzóereje, az ott kialakuló „buborék”, túlértékeltség következtetésben jön létre.) Jó példa erre skandináv válság a 80-as ill. 90-es években.

Az utóbbi évek hazai pénzügyi fellendülésének egyik legfontosabb következménye a közvetített eszközállományok valutaszerkezetének megváltozása, pontosabban a devizaállományok arányának jelentős emelkedése. Ez elsősorban a banki és az alapszerűen kezelt befektetési közvetítésre jellemző helyzet, Magyarországon éppen úgy, mint a közép-európai régió más új EU-tagállamaiban. A devizásodás folyamatának a két említett területen jelentősen eltérő következményei vannak, amennyiben a

befektetési alapok, pénztárak és unit-linked biztosítások esetében többé-kevésbé az összes kockázat a befektetőt terheli, a bankok viszont a kockázatokat – és a hozamokat is – a saját mérlegükbe gyűjtik, s ezért esetükben jelentős a szolgáltató intézmény kockázata.

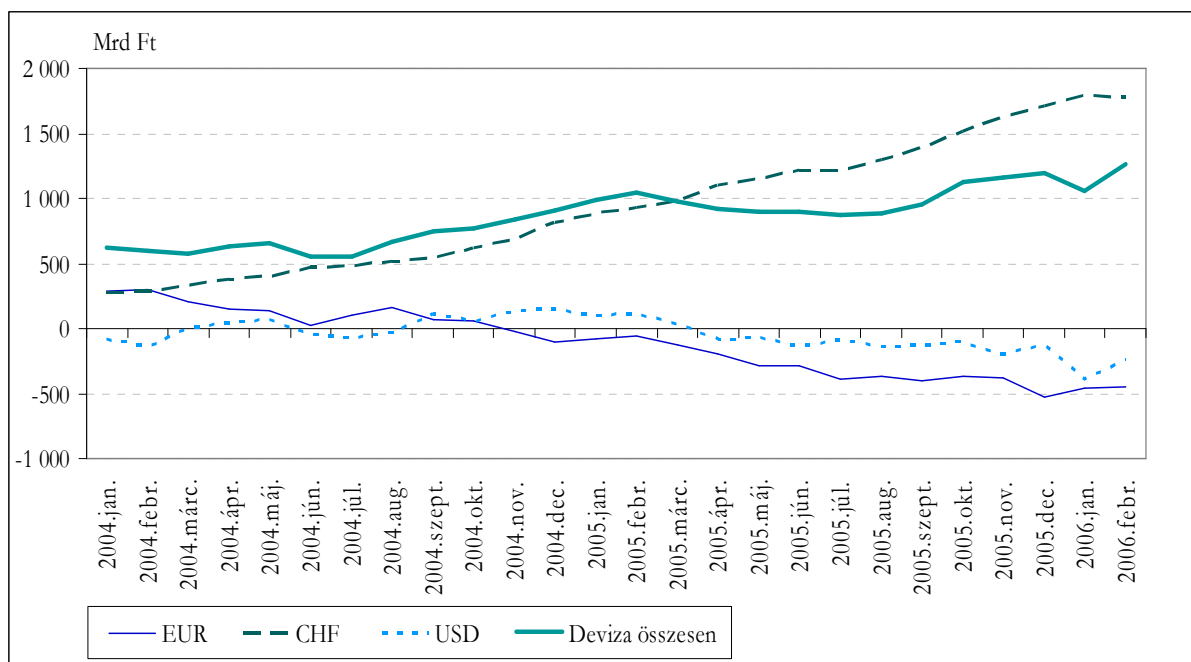
## 20. ábra: Banki koncentráció 2004.



*Forrás: EKB, (<http://www.ecb.eu/pub/pdf/mobu/mb200607en.pdf>)*

A konkrétumokat illetően látnivaló, hogy 2002 és 2005 között a magyar bankok által nyújtott összes ügyfélhitel állományán belül a devizahányad 12%-ról közel 21%-ra emelkedett. A devizahányad hazai növekedése valamelyest gyorsabb volt, mint a közép-európai országok átlagában, de a tendenciát tekintve nincs különbség. 2006. március végén a bankszektor teljes mérlegének devizahányada az eszközoldalon 41%, a forrásoldalon pedig 34% volt. A felhalmozott devizaeszközök mintegy két-harmada – az összes eszköz 29%-a – a belföldi nem-banki szférával szemben eszközölt kihelyezés, vagyis devizában folyósított, vagy devizaértékre szóló ügyfélhitel. Ezek állománya nagyjából fele-fele arányban oszlik meg svájci frank és euró kihelyezések között, más valuta viszont nem játszik jelentős szerepet. A forrásoldalon pedig a devizaállomány közel fele – az összes forrás 15%-a – külföldről származó bankközi betét vagy felvett hitel, a fennmaradó rész pedig bel- és külföldi tulajdonú számla- és betétállomány, értékpapír- és egyéb források között oszlik meg.

## 21. ábra: Bankrendszer mérleg szerinti devizapozíciója fő devizanemenként



*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2006.*

A bankok tehát gyorsabb ütemben generáltak külföldi valutában denominált eszközöket, mint ahogy hasonló valutában rendelkezésre álló forrásaik keletkeztek volna. Mérlegen belül az összes eszközállomány 7%-át kitevő hosszú nettó devizapozíciójuk alakult ki, ami a becsült szavatoló tőkeállománynak 96%-át éri el. Ez a pozíció teljes egészében svájci frankban jelentkezik, megfelelően annak, hogy a gyorsan terjedő lakossági devizahiteleknek lényegileg teljes egésze ebben a valutában kerül kihelyezésre. Sőt, a svájci frankban fennálló hosszú pozíció az összes eszközét is eléri, amelyet más külföldi valutákban, főként pedig euróban fennálló rövid pozíciók ellentételeznek. A keresztárfolyam-kockázatot megjelenítő összes nyitott pozíció, tehát a valutánemenkénti nettó pozíciók abszolút értékének összege a nettó devizapozíciónál jóval nagyobb, a becsült szavatoló tőke 254%-át teszi ki. A hazai bankrendszer itt tárgyalt nettó devizapozíciója lényegében az elmúlt három év alatt épült fel, a nyitott devizapozíció pedig ez idő alatt három és félszeresére növekedett.

A fentiekkel kapcsolatos jó hír az, hogy a bankok folyamatosan törekszenek a mérlegükben kialakult devizapozíciók fedezésére. Ez túlnyomórészt határidős valutaügyletek formájában történik, amelyek következtében a teljes nettó és nyitott pozícióikat igen alacsony szinten tartják, fedezve a felmerülő valutakockázat túlnyomó

részét. 2006. végén a teljes nettó devizapozíció a bankrendszer becsült szavatoló tőkéjének mindössze 1%-át, a teljes nyitott pozíció pedig 24%-át tette ki, utóbbit a hosszú deviza irányban.

A devizapozíciókkal kapcsolatban azonban rossz hír is van, mégpedig többféle. Az első rögtön a növekvő devizaállományokkal kapcsolatos, a valutaárfolyamok változásából adódó növekvő hitelkockázat, ami az utóbbi két évben a pénzügyi stabilitás kiemelkedően fontos és divatos kérdésévé vált. Egy másik rossz hír a mérlegen belüli nettó és nyitott pozíciók gyors növekedése, ami értelemszerűen nagyobb valutakockázatot jelent. Igaz, hogy a már említett határidős állományok a valutakockázat túlnyomó részét érdemben fedezik, de az ugyancsak folyamatosan és gyorsan növekvő határidős állománnyal kapcsolatban is felmerülnek olyan kérdések, mint az újraárazási kockázat, a mindenkori megújíthatóság kockázata, illetve a partnerkockázat. A valutaárfolyam változásával összefüggő hitelkockázat, illetve a banki devizapozíciók valutakockázata természetesen addig igazán jelentős, amíg a kormányzat nem tesz agresszív lépéseket az euró korai bevezetésére. Igaz, a valutakockázat az euró bevezetésével sem szűnne meg teljesen, mert például a kialakult hitelállományok, illetve pozíciók nagy része nem euróban, hanem svájci frankban jött létre. A svájci frank azonban szigorúan az euróhoz igazítva, hatékonyan szabályozott valuta, mely okból a forint/euró kockázat kiesése a hazai bankok által felhalmozott devizakockázat mértékét a jelenlegi szint tört részére csökkentené.

Az euró mielőbbi bevezetése, de még inkább az eurokritériumok teljesítése a jelenlegi körülmények között a pénzügyi stabilitás szempontjából gyakorlatilag kötelező! Egy jelentős, és nem kívánatos valutasok elméleti esetének kivételével nem számíthatunk arra, hogy a devizahitel-állományok arányának növekedése lelassul, vagy megáll. Amennyiben pedig a forint stabilitása kérdésessé válik, akkor számíthatunk a forrásoldali devizaállományok gyors növekedésére, mint ahogyan az, korlátozott, de nem jelentéktelen mértékben, a forintleértékelődéssel jellemzett 2006. márciusi időszakban is történt. A forrásoldali devizakonverzió természetesen a hiteloldalnál sokkal komolyabb stabilitási kockázatokkal járhat, amennyiben nem az euró bevezetéséhez szükséges konvergencia-kritériumok teljesítésére támaszkodva következik be.

### 4.3. Árfolyamrezsimek, váltási lehetőségek, spontán tendenciák

#### 4.3.1. Adalékok az egyes árfolyamrendszerek megítéléséhez

A 2008. február 25-én eltörölt euroval szembeni 15%-os árfolyamsáv eltörlése elsősorban az infláció megfékezése érdekében történt, tehát a döntésben résztvevő szakértők a forint – legalább is hosszabb távon való - erősödésre számítanak. Az időpont azonban talán korai volt; a vizitdíj-, kórházi napidíj és a tandíj ellenes népszavazás előtt, olyan politikai környezetben, amikor teljesen bizonytalanok a kormányzati reakciók; a korábbi „reformok iránti elkötelezettség” épp úgy jelen van, mint a közeledő választások, a politikai szövetségesekkel kapcsolatos elkötelezettség és távolságtartás. Számos kiszámíthatatlan elem jelenthet buktatót az erősödő forint árfolyam szempontjából. A Monetáris Tanácstól elsősorban kamatemelésre számítottak, amelynek be kellett volna következnie – e viszonylag váratlan – döntés nélkül. A kamatemelés azonban – ha a feljebb felsorolt tényezők valóban hatással lesznek az elkövetkező időszakra – így is várható. Középtávon azonban már hatásos lehet a sáveltörlés. Az azonban bizonyos, hogy az árfolyam volatilitása meg fog nőni, ami minden cégnek pluszköltségeket okozhat a fedezeti ügyletek miatt. Magyarországon a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény alapján az árfolyamrendszer megválasztása tekintetében a kormány az MNB-vel egyetértésben dönt. Mivel a döntés egyben a kormány döntése is, az inflációs folyamatok megfékezésében a kormány is partner, ezért arra kell törekednie, hogy a fiskális politika és a hatósági árak változtatása se „menjen” e céllal szemben.

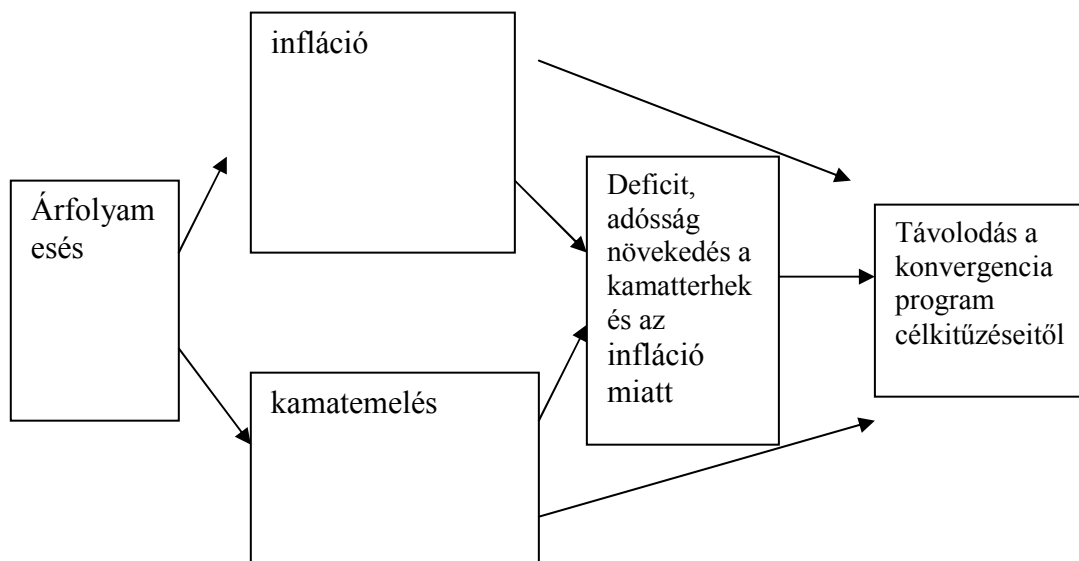
A rögzített árfolyam hívei szerint az árfolyamrendszer megváltoztatását éppen ellenkezőleg kellett volna véghezvinnünk; ezzel az árfolyamrendszerrel nem leszünk képesek az euroövezeti csatlakozás kritériumainak megfelelni.<sup>110</sup> A rögzítés híveinek érvrendszere világos, az alábbi sémák alapján magyarázzák elképzelésüket. Minden mutató „külön mozog” és egymásra kedvezőtlenül visszahat, bármelyik mozdul el a kívánatos értékről. Ekkor:

---

<sup>110</sup> Mihály Péter: Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája, Közgazdasági Szemle 2005. július – augusztus

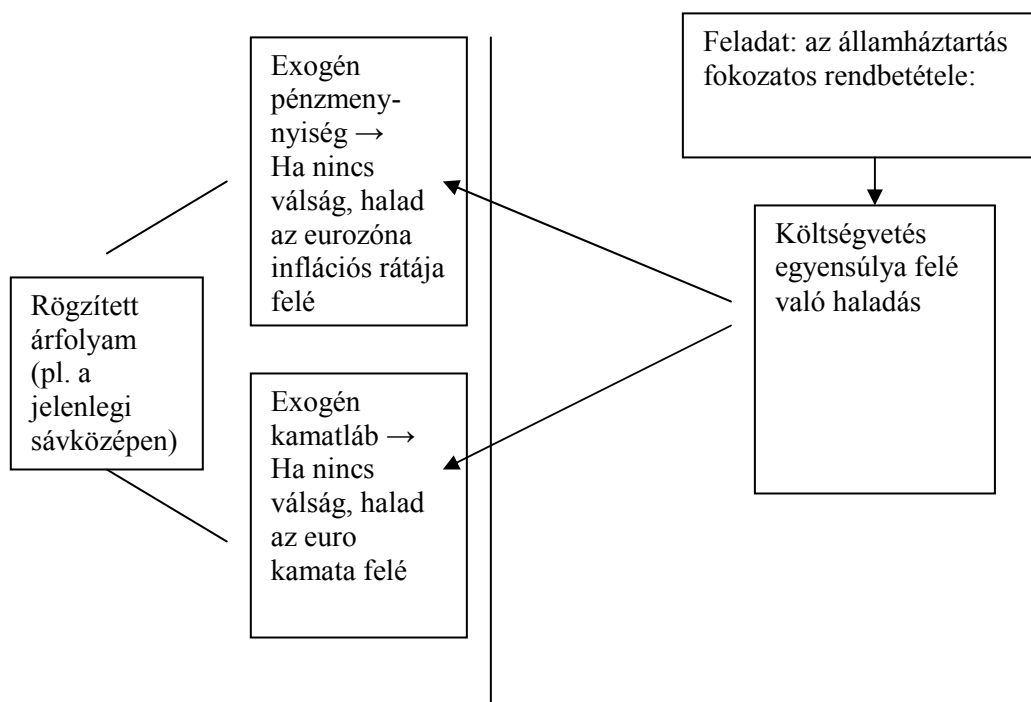


22. ábra: A gazdaság egyszerűsített transzmissziós sémája 1. (lebegő árfolyam)



Forrás: saját ábra

23. ábra: A gazdaság egyszerűsített transzmissziós sémája 2. (rögzített árfolyam)



Forrás: saját ábra

Ez a közelítés azonban jó néhány szempontot nem vesz figyelembe, körülbelül ugyanannyi lépéselőnyt ad a rögzített árfolyamrendszernek, mint az a tanulmány, egyszerűen azzal zárja le az árfolyamrendszer-váltás lehetőségének kérdését, hogy már

késő ezen gondolkodni, mivel hosszú a betanulási idő is.<sup>111</sup> Sajnos, a kimondhatatlanul távoli céldátum miatt elég időt kaptunk, nem beszélve arról, hogy a régebben szűk sávós árfolyamrendszer miatt már van némi tapasztalatunk e tekintetben. Az árfolyam lerögzítését tehát a fennmaradó hosszabb időtáv miatt érdemes megfontolni; bár láthatólag a térség iránti befektetői bizalmatlanság éppen Magyarország rossz mutatói miatt alakul ki. Ez esetben viszonylagos stabilitást, az euroövezeti tagság következtében létrejövő előnyök egy részének idő előtti realizálását teszi lehetővé. Ha kis lépésekben, de ugyanakkor stabilan halad a kiegyensúlyozott költségvetés felé az ország, jelentős intervenciótól nem kell tartani, a reálgazdasági sokk mértéke elviselhető, miközben egy jól megválasztott rögzítési árfolyam esetén a jegybank kezdeti tartalék felhalmozásra képes. Ez ugyan átmenetileg inflációt okoz, hiszen Magyarországon a transzmissziós csatornák közül éppen az árfolyam bizonyult a legszorosabb kapcsolatban levőnek az inflációs rátával. A versenyképességet viszont fokozza, bár tapasztalatok alapján arra lehet következtetni, hogy az export ár rugalmassága elmarad az importé mögött, valójában a versenyképességre nem hat a kívánt mértékben az árfolyamgyengítés. Nyilván az alkalmazkodási „tanulási” idő az új árfolyamrendszer esetén szintén kedvezőtlen tényező, de nem jelentős, hiszen Magyarország azért 2002-ig valutakosárhoz illetve az eurohoz rögzítette a forintot. A későbbiekben azonban elvileg automatikusan elkezdődne az inflációs ráta és a kamatláb fokozatos csökkenése. Ez után azt az előnyt élveznénk, hogy a deviza adósságok kiszámíthatóvá válnak, ez növeli a pénzügyi stabilitást, a pénzügyi szektor a kellő mértékű tartalékolást és óvatossági szempontokat tudja figyelembe venni. Ha a rögzítés lépne életbe, a Mundell-Fleming modell alapján a fiskális politika képes hatékony lenni, miközben nem feltétlenül szükséges ad-hoc intézkedésekkel ilyen drasztikusan rombolni a szociális hálót és hirtelen, kártékony intézkedéseket tenni. Tehát mindenképpen meg kell vizsgálni az értekezés hátralevő részében ezt a lehetőséget.

### **4.3.2. Az árfolyamrendszer változtatásának lehetősége**

Losoncz Miklós összefoglalása alapján az alábbi árfolyamrendszerek ismertek és használatosak:

1. Lebegő árfolyam központi banki intervenció nélkül

---

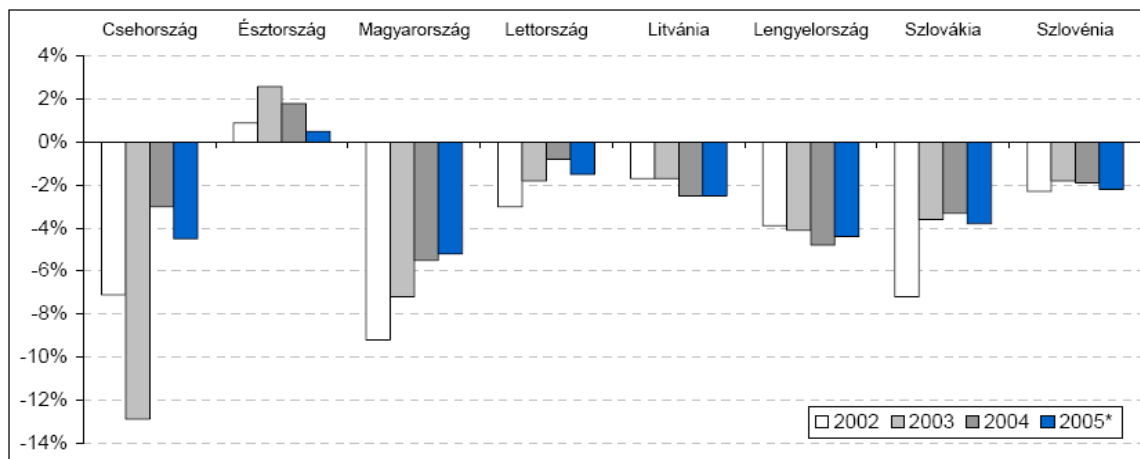
<sup>111</sup> Jankovics László, Debreceni Egyetem, doktori értekezés

2. Lebegő árfolyam központi banki intervencióval
3. ERM-2 típusú árfolyamrendszer széles ingadozási sávval központi banki intervencióval
4. ERM-2 típusú árfolyamrendszer központi banki intervenció nélkül
5. Szűk sávós árfolyamrendszer
6. Rögzített árfolyamrendszer ingadozási sáv nélkül (valutatábla vagy valutatanács)
7. Rögzített árfolyamrendszer ingadozási sávval
8. ERM-2 árfolyamrendszer
9. Egyoldalú eurorizálás (az euró hazai bevezetése a GMU csatlakozás előtt)

Napjainkban tehát egyre több vitát vált ki a megválasztott árfolyamrendszerünk helyessége, és helytelensége esetén ez mennyiben járult hozzá Magyarország sikertelen makrogazdasági teljesítményéhez. A napjainkban alkalmazott széles sávú ERM-2 típusú árfolyamrendszer alternatívájaként a teljes rögzítéstől (valutatábla) a sáv nélküli lebegtetésig szinte valamennyi változat felé elkötelezett számtalan javaslat született. A Valutaalap negyedik cikkely szerinti konzultációinak eredményeképp született javaslat a lebegő árfolyamrendszert, illetve a jelenlegi sávosan rögzített árfolyamrendszert látná szívesen. Illetve komoly viták folytak a Valutaalap berkeiben a Magyarország számára kívánatos árfolyamrendszer kérdésében és e két változatnak volt támogatottsága. A jelenlegi árfolyamrendszer mellett az az érv szólt, hogy a befektetőket és alapvetően a piaci hangulatot valószínűleg hátrányosan érintené a változás, piaci bizonytalanságot, kedvezőtlen tendenciákat váltana ki. Ugyanakkor ez az érv valamennyi árfolyamrendszer váltás esetén érvényes lehet. Azonban a magyar gazdaságpolitika jelenlegi helyzete azt a véleményt erősíti fel, hogy az euró övezeti csatlakozás bizonytalan, távoli jövőbe tolódása kellő időt ad nekünk arra, hogy esetleges, árfolyamrendszer szempontból rossz döntésünket korrigáljuk, illetve előnyösebb változatot részesítsünk előnyben. A lebegő árfolyamrendszer felvetődése a Valutaalap részéről azért is meglepő, mert nem fér össze az ERM-2-vel. Nem kötelező ugyan követni az ERM-2 rendszert, ugyanakkor korábbi állásfoglalások (nem a Valutaalap, hanem az Európai Központi Bank részéről) egyenesen nem euro konform megoldásnak nevezi ezt. Ez egyértelmű egyébként a maastrichti kritériumrendszer ismeretében, a lebegő árfolyamrendszer egyenesen értelmetlenné teszi az árfolyamra vonatkozó kritériumot. Ez a rendszer nem jelentene megoldást a nagyarányú árfolyam ingadozásokra, nem védi ki, sőt felerősítheti őket. Érdemes megvizsgálni a valutatábla intézményét is. Sokan a balti államok által

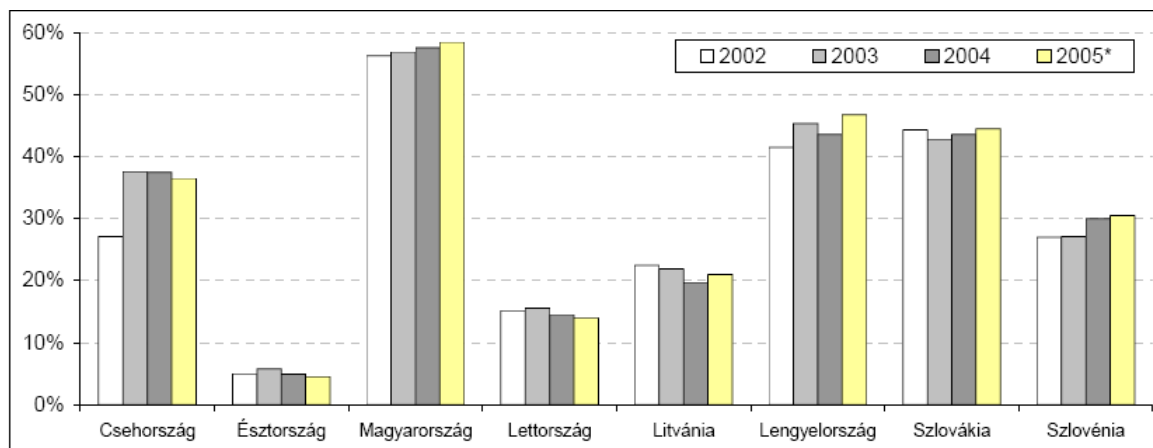
alkalmazott sáv nélküli rögzítés hívei. Számos érv sorakoztatható fel a valutatábla mellett. Ha azokat az érveket soroljuk a legfontosabbak közé, amelyek alkalmazásának konkrét eredményeire nyújtanak bizonyítékot, akkor legfőbb feladat az észt, illetve litván gazdaság eredményességének vizsgálata.

**24. ábra: Az államháztartási egyenlegek alakulása a balti és közép-keleti államokban**



*Forrás: www.icegec.hu, „Az új tagállamok konvergencia indexe”*

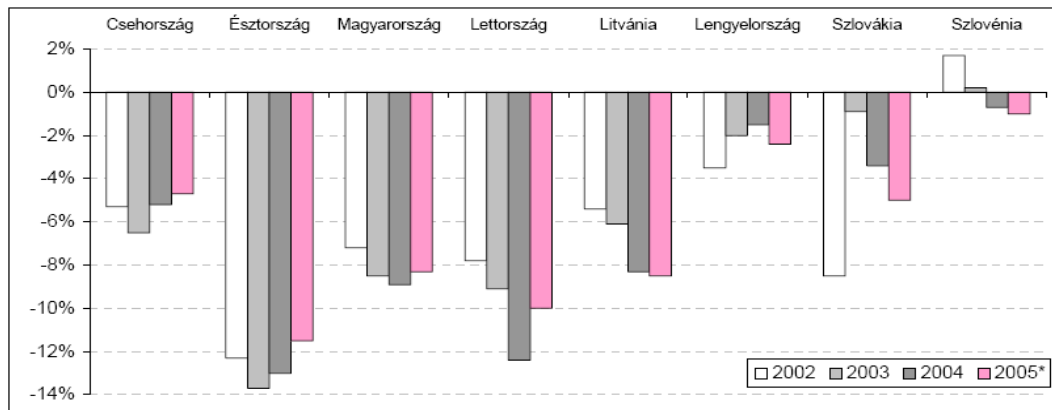
**25. ábra: Az államadósság/GDP arány kialakulása az új tagállamokban**



*Forrás: www.icegec.hu, „Az új tagállamok konvergencia indexe”*

Azonban:

**26. ábra: A folyó fizetési mérleg GDP arányos egyenlege az új tagállamokban**



*Forrás: www.icegec.hu, „Az új tagállamok konvergencia indexe”*

Ezeknek a balti államoknak az adatai azonban közvetlenül nem összehasonlíthatóak Magyarország adataival, mégpedig azért, mert láthatóan nem ugyanonnan indultunk, a költségvetési fegyelem pedig sokkal nagyobb arányban érvényesül. Ha nem tudjuk elválasztani a költségvetés hiányából eredő következményeket a külső hatásoktól, akkor rossz eredményekre juthatunk. Igaz ugyan, hogy az az érvelés sok tekintetben helyes, hogy a rögzített árfolyam a költségvetés egyenlegére pozitív hatásokkal is járna, de fordítottja is igaz, a rögzített árfolyamrendszer tarthatósága nagyfokú költségvetési fegyelem függvénye. Ez a balti államokban így is van. Azonban nemcsak ezen államok tudták teljesíteni a költségvetési fegyelemre vonatkozó maastrichti kritériumot (és ennek következtében jobban megközelíteni az összes többi határértéket is) miközben árfolyamrendszerük szűkebb vagy szélesebb ingadozási sávban mozgott az ERM-2 rendszer kívánalmainak megfelelően. Sőt, a legjobban Szlovénia teljesített sávros rögzítéssel, hiszen ez az egyetlen ország, amely a GMU hivatalos áldását megkapta.

Így az adatok vizsgálatából azt tudjuk leszűrni, hogy bizonyos feltételek megléte esetén mindkét árfolyamrendszer típus képes a gazdaság jó működését biztosítani. A kérdés inkább arra irányul, hogy válságos gazdasági helyzetben melyik az a forma, amelyik legjobban biztosítja a válságból való kilábalás legkedvezőbb feltételrendszerét. A rögzített árfolyamrendszerrel szemben már a múlt évtized közepe felé komoly kifogások merültek fel. A török válság kapcsán Calvo-Vegh 1997-es tanulmánya

levezeti a rögzítés miatt bekövetkező válság menetét. A következőképpen foglalható össze:

1. Bejelentik az árfolyamon alapuló dezinflációs programot
2. Növekvő tőkebeáramlás csökkenő árfolyamkockázattal
3. Növekvő likviditás
4. Csökkenő adóterhek magasabb fogyasztás
5. Több tőke és további kamatcsökkenés a minimális kamatszint eléréséig
6. Az alacsony kamatok miatt növekvő fogyasztás és beruházás, romló folyó fizetési mérleg.
7. Tőkekiáramlás, csökkenő likviditás, emelkedő kamatok. A bankok is eladják állampapírjaikat.
8. A jegybank nem tud beavatkozni, így likviditási válság.
9. A tőkekiáramlás csökkenti a tartalékokat, így nő a nyomás az árfolyamon.
10. Feladják az árfolyam-horgonyt.

Calvo-Vegh tulajdonképpen egy ország kapcsán vezeti le – bár egy tipikus – forgatókönyvet a rögzítésre vonatkozóan, bár kérdés az, hogy törvényszerűen e következményekhez vezet-e a rögzítés, de erre akár a balti államok példáját felidézve is mondhatjuk, hogy nem. Kevésbé nyugodtan mondhatjuk akkor, ha a szóban forgó ország nagy államadóssággal rendelkezik, óriási költségvetési hiánnyal és mindez a fizetési mérleg krónikus hiányához társul. Egyébként e forgatókönyv tanulságos eleme, hogy hogyan tevődik át ilyen környezetben a folyó fizetési mérleg válsága a tőkemérleg válságává. Ha megvizsgáljuk a forgatókönyv egyes elemeit, akkor a kedvezőtlen jelenségek megjelenésekor a növekvő fogyasztás és beruházás romló folyó fizetési mérleget okozó trendjével találkozunk. A fogyasztás befolyásolásával Magyarországon korábbi kormányok próbálkoztak már és ennek tapasztalatai alapján mondható, hogy ez nem eredményes. A fogyasztást valószínűleg nem tudjuk úgy befolyásolni, hogy hazai termékekre tevődjön át, hiszen kis nyitott gazdaságként importra való rászorultságunk mértéke egyértelmű. A beruházások tekintetében viszont egyáltalán nem biztos, hogy nem lennének olyan kormányzati programok és ösztönzők, amelyekkel versenyképes magyar exportcikkek termelésének a növelését lehetne ösztönözni. Tehát a fentebbi forgatókönyv egy adott ország válságának a története, és beépíti azokat a gazdaságpolitikai hibákat is, amelyek a jelenséget kísérték. Az emelkedő kamatok hatására növekvő banki terhek feltételezése is egy a magyarnál fejlettebb pénzügyi

piaccal rendelkező országra utalna, és valószínű, hogy Magyarországon az állampapírok eladásának tendenciája nem indulna meg ilyen mértékben. Paradoxonként elég a '90-es évek közepére gondolni, mikor az emelkedő kamatok a bankszféra felgyülemelő állampapír állományát is magukkal hozták. A tőke kiáramlásának okaként pedig a csökkenő kamatszint abban az esetben szolgál, hogy ha az ország megítélése a gazdasági stabilitás tekintetében kedvezőtlen marad. Jelen pillanatban azonban a gazdaság sérülékenysége, instabilitása nem biztos, hogy kedvező feltételeket teremt ennek az árfolyamrendszernek. Fontos mutató az adósságok aránya a jegybank tartalékaihoz. Magyarországon a fejlett monetáris szféra ezzel kapcsolatosan nem hordoz veszélyeket, a devizatartalékok értéke az államadósság közel 250-szerese.

Az összes olyan országban, ahol az adósság jegybanki tartalékokhoz viszonyítva 100% fölötti volt, kénytelenek voltak feladni az árfolyam-horgonyt. Ha el is fogadjuk, hogy kiszámíthatóbb környezetet teremt a rögzített árfolyamrendszer az államháztartás hiányának csökkentéséhez, lehet, hogy e folyamattal megkéstünk. A változtatás ellen irányuló érvek közül annak van a legnagyobb súlya, hogy vajon krízishelyzetben nem mélyítené-e a válságot a piac kiszámíthatatlan reakciója. A másik gyakran hangoztatott érv az új árfolyamrendszerre való átállás „tanulási költségei” és betanulási ideje. De ezek attól is függenek, hogy az adott árfolyamrendszer mennyire idegen a jegybank korábbi árfolyampolitikáitól. A rögzített árfolyamrendszerre való átállás elleni érvek abból a szempontból, hogy Magyarországnak már több mint egy évtizedes gyakorlata volt mikor a széles sávú árfolyamrendszerre áttért - eltúlzottnak tűnnek. Igaz Magyarországon szűk sávú árfolyamrendszer működött és ez nem azonos a valutatáblával, ahol nincs ilyen sáv. Az is kérdés, hogy egy új rendszernek mennyi a betanuló ideje, de valószínűleg ez az előkészítés folyamatától függ. Az előkészítő munka éveket vehet igénybe, tehát hirtelen irányváltásra, amely hozadékaiban felülmúlja veszteségeit, kevés esély van. Itt megint csak az az aggályos, hogy nem tudjuk, hogy akár a rendszer megtartása mellett, akár megváltoztatása esetén konkrétan milyen időpontra tehető az euroövezethez való csatlakozás. Gondos elemző munka esetén is számos külső tényező befolyásolja, mint a világgazdasági konjunktúra, egy esetleges a régiót érintő pénzügyi válság vagy az Európai Unió politikája, az ennek irányában megnyilvánuló hajlandóság mértéke. Még az évtized elején úgy tűnt, sőt még Európai Uniós csatlakozásunk idején is, hogy az EU erre irányuló szándékai erősek és egy-egy kritérium nem teljesítése, de teljesítése a küszöbérték felé való közeledés

esetében hajlandó kompromisszumra, mára a kritériumok teljesítésének igénye jelentősen felkeményedett.

### **4.3.3.A monetáris transzmisszió a rögzített árfolyamrendszer lehetőségének tükrében**

A költségvetési deficit alakulása sem Magyarországon, sem nemzetközi szinten nem kedvezett a fiskális politika népszerűségének. A figyelem kétségtelenül ráterelődött erre az elemre, különösen Európában, a Stabilitási és Növekedési Paktum lényeges mutatójaként. Nem merül fel a kérdés, hogy miért, milyen körülmények, milyen szerkezeti változások vagy fejlettségi szint mellett keletkezett, csak az abszolút, illetve GDP-hez viszonyított nagyság számít. Egyes intézkedések esetén közrejátszó politikai megfontolások kedvezőtlen nemzetközi megítélését sem hagyhatjuk figyelmen kívül. Mindez a stabilizációs célú költségvetési politika mozgásterének csökkenését idézi elő és nagyobb hangsúlyt ad a monetáris politikának. A monetáris politikával kapcsolatosan azonban két kérdés vetődik fel:

1. Mint tudjuk, hatásmechanizmusa nem közvetlen, számos áttételen keresztül, gyakran „külső késéssel” gyűrűzik be a reálszférába. Hatékonysága megannyi feltételtől függ, amely közgazdasági viták középpontjában is áll. A mai Magyarországon mennyiben teljesülnek ezek a feltételek?
2. Ha csatlakozunk az eurozónához, teljesen elveszítjük ezt az eszközt, vagy csak részlegesen? Ekkor hogyan változik a hatásmechanizmusa?

A monetáris politika hatékonyságának vizsgálatának fontosságára, ennek megnövekedett jelentőségére utal az is, hogy a Magyar Nemzeti Bank külön is foglalkozott a transzmissziós mechanizmussal, projekt keretében. Számos tanulmány született, eredményeik rövid összefoglalására is vállalkoztam e fejezetrészben.

#### **4.3.3.1. Jelentésbeli eltérések**

A standard makroökonómia oktatásában ma is elsődleges helyen áll a monetáris politika növekedésre és foglalkoztatásra gyakorolt szerepe. Mindez bizonyosan annak köszönhető, hogy a keynesi koncepció meghatározó a makrogazdaságtanban. Nem véletlenül van ez így. A ragadós árakra alapozó közgazdasági vélemények napjainkban is erősödő „pozícióban” vannak. A „neokeynesianus” illetve „újkeynesi” névvel jelölt



iskolák ma is a ragadós árak létezésének magyarázatát keresik, tökéletesítik. Ezért fontos megkülönböztetni a monetáris transzmisszió hatásait ragadós- illetve rugalmas árrendszer létezése esetén. Az elméleti vita eldöntésére természetesen ennek az elemző jellegű írásnak a keretei között nincs lehetőség, ugyanakkor annak vizsgálatára, hogyan veszi mindezt figyelembe a gyakorlat – igen. A gyakorlat ugyanis –legalábbis napjainkban- eltolódott a monetarista nézetrendszer irányába. A modern jegybankok transzmissziós mechanizmusról alkotott képe egyébként jóval összetettebb, és többségük operatív célja valamilyen rövid lejáratú kamatláb meghatározása. Ilyen körülmények között a mai gyakorlatban a bázispénz és a pénzmennyiségek egymásra gyakorolt hatásának iránya inkább fordított, azaz a gazdasági szereplők portfóliódöntéseinek eredménye csapódik le a jegybanki mérlegben, és határozza meg a monetáris bázis nagyságát. Szemben a keynesi gondolatmenettel, melyben rövid távon elérhető (ez alatt körülbelül 2 évet érthetünk) a termelés és a foglalkoztatás bővülése, mintegy kiegészítve a költségvetési politikát, a monetaristák az árstabilitás eléréséhez rendelik a monetáris politikát. Szerintük 5 vagy több év alatt, tehát középtávon eredmények elérésére nyílik lehetőség az inflációs ráta leszorításában és az árstabilitás megtartása tekintetében. Mindeközben a költségvetési politikára is meghatározó jelleggel bír. A monetaristák a termelésre és foglalkoztatásra irányuló monetáris politikával szemben úgy érvelnek, hogy mivel az a belső kereslet fokozásán keresztül hat, két ponton is aggályos: egyrészt az infláció, másrészt az import nagymértékű növekedéséhez vezet, tehát későbbi súlyos egyensúlyhiány okozója. Ugyanakkor a monetáris politikának nem csak lehet, számos vélemény szerint kell is választania a célok közül, nem vállalkozhat a célok egyidejű elérésére, ezért ki kell jelölnie egyet, amelynek prioritást ad a többivel szemben és átmenetileg akár a többi kívánatos eredmény rovására is érvényesíti. Ezt tükrözi a mai jegybanktörvény, amely elsődleges célként megjelöli az árstabilitást, a többi cél fölé emelve. Az a meggondolás van az infláció kezelésének „egyeduralma” mögött, hogy a hiteles módon alakított árstabilitás egyben a gazdasági növekedéshez és a magas foglalkoztatáshoz is hozzájárul. A gazdasági alanyok ugyanis –mintegy a láthatatlan kéz Adam Smith-i elve alapján- a lehető leghatékonyabban képesek működni olyan gazdaságban, ahol az árak kiszámíthatóan alakulnak. Számos figyelmeztető jel utal azonban arra, hogy az eszközök rugalmas alkalmazása nélkül nem következik egyértelműen az árstabilitás meglétéből a többi lényeges elem automatikus biztosítottága.

Egyébként az, hogy a monetáris politika elsősorban monetarista nézetrendszert követ, nem jelenti, hogy minden elemében be is tartaná a gyakorlat e közgazdasági iskola ajánlásait; például szinte soha, sehol konzekvensen nem alkalmazták az állandó ütemű pénzexpansió szabályát. Árstabilitás alatt pedig a monetáris politika gyakorlati irányítói alacsony, ám nem 0 inflációs rátát értenek, hiszen ez ki lenne téve a defláció, illetve egy defláció-depresszió spirál veszélyének. A Magyar Nemzeti Bank munkatársa által szerkesztett, a magyarországi monetáris politikáról szóló kiadvány (László Flóra: A monetáris politika Magyarországon, 2006.) szerint: „A monetáris transzmisszió fogalma azt a mechanizmust jelöli, amely során a monetáris politika által meghozott mennyiségi és kamatdöntések különböző áttéteken keresztül befolyásolják a gazdaságban a makrokeresletet és az inflációt”. A gyakorlat árstabilitás „egyeduralmát” mi sem bizonyítja jobban, hogy a fogalomban szereplő makrokereslet befolyásolása is pusztán az azon keresztüli inflációra való hatást szolgálja – mint ez a további magyarázatokból kiderül.

Miért is érvényesül másként a monetáris transzmisszió rugalmas és ragadós áruk esetén? Először is az igényel megjegyzést, hogy ragadós áruk alatt nem teljesen merev, hanem lassan alkalmazkodó árakat kell érteni. A lassú áralkalmazkodás következtében a pénzkínálat változása változtatja a kamatszintet és a pénzkeresletet. Ha ez a pénzmennyiség változás növekedés, akkor elmondható, hogy ez esetben jobban nő a pénzmennyiség, mint a jövedelmek, lassul a forgási sebesség. A reálkamatláb csökkenés pedig beruházás növekedést, ezzel általános keresletbővülést és jövedelemnövekedést idéz elő. Ez azonban csak a kapacitáskihasználtság korlátjáig működik így. Ennek a korlátnak a meghatározása számos elméleti vitára ad okot, ahogy az elmélet mikroökonómiai bázisának hiánya is. Ezt igyekszik orvosolni a napjainkban egyre inkább nagy jelentőségre szert tevő újkeynesi közgazdaságtan. A monetarista iskola klasszikus alapjaiból következően sem hisz a stabilizációs politikában. A reálkamatláb mértékét szerintük a reálgazdaság törvényei határozzák meg. Mint ahogy a termelést, kibocsátást is kizárólag a rendelkezésre álló termelési tényezők és a technológiai fejlődés határozzák meg. Így ha van is hatás a monetáris politika következtében ezekre a változókra, az átmeneti. (Az újklasszikus közgazdaságtan szerint átmeneti sincs. Ugyanakkor ennek az elméleti iskolának számos szigorú feltevését kétségbe vonják a

valós gazdasági folyamatok.) Tehát, ha  $MV=PY$ <sup>112</sup>, mint ahogy a klasszikus eredetű iskolák felteszik, a monetáris expanzió, M növelése nem Y, a reálkibocsátás növekedését, hanem P, az árszínvonal növekedését vonja maga után, az infláció elsődleges fokozójává lép elő. Ezért teszi le a voksát egy szerény mértékű, egyenletes pénzmennyiség növelés mellett. Mielőtt górcső alá vennénk a monetáris politika hatásmechanizmusának folyamatát gyakorlati szempontból, még egy szempontot vizsgálni kell. Azt, hogy ki mit nevez pénznek, vagy milyen kamatlábakat vesz figyelembe, és ez hogyan alakítja a monetáris politika hatásosságáról folytatott vitákat. Ha a monetáris politika a pénzkínálaton keresztül kíván hatni a gazdaságra, a kamatrugalmasság nagysága dönti el ugyanis, hogy hatásosnak, vagy hatástalannak nevezhetjük-e a monetáris politikát. Ha az M1 kategóriát vesszük pénznek<sup>113</sup>, – a különböző jegybankok e kategória tartalmában egységes definíciót adnak, tehát a készpénz és folyószámla-, látra szóló betétek, azaz nem, vagy minimális mértékben kamatozó számlák tartoznak ide – akkor nyilvánvalóan nagyobb kamatrugalmassággal fogunk szembesülni. Ez a keynes-i álláspontnak kedvez. Likviditási szempontból ugyanis a következő kategória, amely már kamatozó, az M2-es kategória, minden országban tartalmazza a kvázipénzt, a határidős betéteket. Ekkor az átcsoportosítás jelentős része e kategóriába történik. Így, ha az adott ország gyakorlatában a „pénz” kifejezés a szakmai körökben magába foglalja az M2-t, (aminek M1 is része) akkor kamatemelkedés következtében nagy változásra nem kell számítani a pénzkészlet nagyságában, csak átrendeződnek a pénztartás formái. Nem mutatható ki akkora kamatrugalmasság, mint a másik esetben. A megfigyelt kamatláb hosszú-, vagy rövid lejáratú volta is számít; míg a rövid lejáratú kamatlábak szenszibilisek a változásokra, a hosszú lejáratú lassan mozog. Ezek a különbségek arra intenek, hogy a hatásossága, hatástalansága tekintetében figyelembe kell venni, milyen induló adatok szolgáltak a bizonyítás alapjául.

<sup>112</sup> Pénz mennyiségi egyenlete, amelyben M a pénzmennyiség, V a forgási sebesség, P az árszínvonal, Y a jövedelem.

<sup>113</sup> „Monetáris aggregátum, pénzmennyiség (monetary aggregate, money): A pénzmennyiséget a pénztartó gazdasági szereplők (vállalatok, háztartások) tulajdonában lévő készpénz mellett a különféle egyéb, a pénzteremtő gazdasági szereplőkkel (bankok) szemben fennálló pénzügyi követeléseik alkotják (bankbetétek, kötvények stb.). A pénzaggregátumokat képező instrumentumok tehát a monetáris pénzügyi intézmények mérlegének forrás oldalán találhatóak. Az angol „Money” szó rövidítését felhasználva „M”-mel és egy számmal jelölik ezeket a mutatókat (M1, M2, M3, monetáris bázis).” (A monetáris politika Magyarországon, 2006., szerk.: Horváth Ágnes)

Érdemes figyelembe venni azt is, hogy az árak adott gazdaságban, gazdasági integráció területén mennyire ragadósak. Az árak ragadóságának legfőbb magyarázata még mindig a munkaerő piaci merevségek létezése, bár a legújabb elméletek az étlapköltségeket, aggregált keresleti externáliát, aszinkron ár- és bérmegállapítást, koordinációs kudarcokat is említik. Természetesen a valós gazdaságban nincsenek tiszta esetek, mint legrugalmasabb munkapiaccal rendelkező gazdaságot, az Egyesült Államokat szokták felhozni és Európát, mint kevésbé rugalmas munkapiaccal rendelkező kontinenst – azonban ennek szabályozása nem egységes e tekintetben. Jelenleg az Európai Unió munkapiaccal kapcsolatos kudarcai, az Európát fenyegető előregedési folyamatok, a népesség rossz önreprodukcióra való hajlandósága nem teszi lehetővé, - valószínűleg a jövőben még kevésbé -, hogy a foglalkoztatáspolitikai, mint e problémák orvoslásának legfőbb eszköze a jövőben kisebb jelentőséget kapjon, és előtérbe kerüljenek a tisztán piaci alapú folyamatok. Nem kivétel ez alól Magyarország, ahol az utóbbi évben a munkanélküliségi ráta ugrásszerű növekedésének vagyunk tanúi és a népességcsökkenés jelentős méreteket ölt. Tehát elmondható, hogy a monetáris politika pénzmennyiség szabályozásán keresztül történő gyakorlata Európában nyilván hatásosabb, illetve hatása hosszabban tart, mint azt amerikai eredetű közgazdasági iskolák alapján feltételezhetnénk. Természetesen bizonyos szituációk (például likviditási csapda) teljesen hatástalanná teheti.

Rugalmas árak esetén, rövid távon a monetáris politika hatásosságát a tökéletlen információk magyarázzák. A gazdaság szereplői rosszul érzékelik a gazdasági környezet változását. A tökéletlen informáltság egyik alapesete, hogy valamely piacon bekövetkezett áremelkedést úgy értelmezik, hogy az adott piacon előállított termék relatív ára nőtt meg, így a nagyobb kereslet kielégítése érdekében növelni kell a kibocsátást, holott mindez az árszínvonal általános emelkedését jelzi. Jelentheti még a munkavállalók téves megítélését is, a reálbérrel kapcsolatosan. Ha a nominálbérek változását a munkavállalók összetévesztik a reálbér változásával, ez kereslet- és kínálatnövelő tényező egyaránt lehet. Ezek azonban átmeneti hatások, addig tartanak, míg a gazdasági szereplők fel nem ismerik tévedésüket.

#### **4.3.3.2. A célrendszer**

Először a célrendszert illető kérdések átgondolása kerüljön napirendre. A fő célok ismertetése már megtörtént, tehát az inflációs ráta bizonyos szintjének vagy a gazdasági

növekedés valamilyen mértékének megcélózása, illetve a külső egyensúlyra vonatkozó cél. Természetesen az első kettő tekintetében megállapítható, hogy a monetáris politika egyszerre mindkettőre hatással van, csak az a kérdés, hosszú távon melyik célkitűzésnek van értelme. A gyakorlat tehát amellet tette le a voksát, hogy árstabilitást lehet elérni, amely így a gazdasági döntések kockázatának csökkenésében csapódik le, növeli az előre tervezhető időtávot. Az erőforrások hatékony allokációját elősegíti és az árfolyamot is stabilizálja. Az árstabilitás így mégis hozzájárul a kibocsátás és foglalkoztatás növeléséhez.

Azonban nem csak a pénzkínálaton keresztül, hanem a kamatok befolyásolásán keresztül is hathat a végső célok irányába. Egyszerre a két közbeeső célt nem befolyásolhatja. Az utóbbi évtizedekben pedig sok országban az árfolyam vált a legfontosabb közbeeső célkitűzéssé; ez annak köszönhető, hogy a nemzetközi tőkemozgás, a felgyorsult pénzügyi globalizáció, a pénzügyi innovációk terjedése következtében a valutaárfolyamok ingadozása megnőtt. A módszer, vagyis az operatív célok azok, amelyekre a jegybank közvetlenül tud hatni, amelyek fölött ellenőrzést gyakorol. Ez a rövid lejáratú piaci kamatszinten túl a jegybanki tartalék (monetáris bázis) és a monetáris szféra által nyújtott hitelek. A monetáris politikai célok napjainkban leggyakrabban alkalmazott eszköze a rövid lejáratú kamatláb meghatározása. A monetáris bázis a reálváltozók- (foglalkoztatottság, kibocsátás), és olyan nominális változók függvénye, mint az árak vagy a kamatlábak. Ez egyértelmű meghatározódást jelent. Természetesen a pénzpiaci egyensúly létrejötte automatikus, akkor is, ha a magánszféra maga dönt arról, hogy milyen pénzügyi eszközöket vesz igénybe megtakarításai tekintetében. A portfóliódöntésre vonatkozó általános függvény<sup>114</sup>:

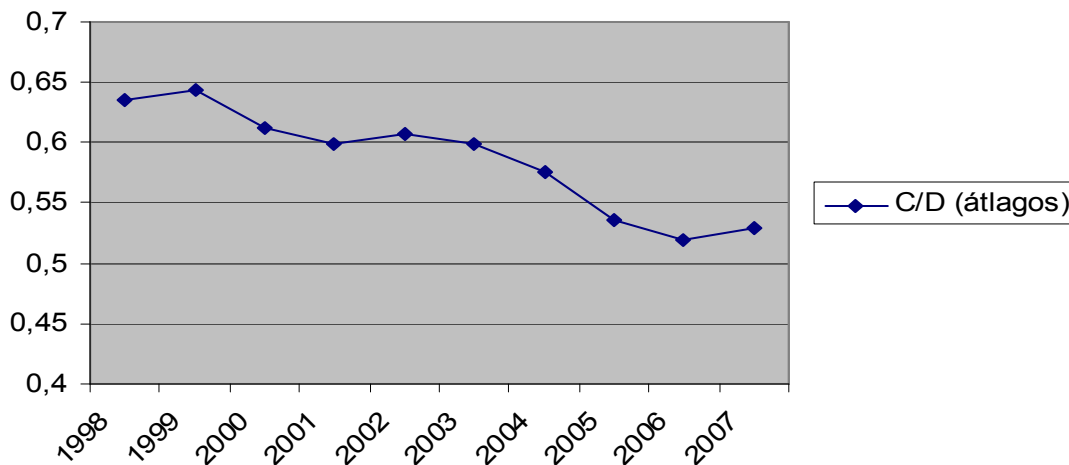
$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = L(r_s, r_b, \pi_e, W, \varepsilon)$$

Tehát az általunk hozott portfóliódöntést az elérhető pénzügyi eszközök likviditása, várható hozama és kockázatossága mellett számos egyéb tényező is, mint például a

<sup>114</sup> A függvény jelmagyarázata  $(M/P)^D$ : pénzkereslet, L: likviditás, likviditási függvény,  $r_s$ : részvények reálhozama,  $r_b$ : a kötvények reálhozama, a várt inflációs ráta és a reálvagyon befolyásolja, de természetesen a pénzügyi- (és reál) instrumentumok részletesebb felosztásával finomítható.  $\varepsilon$  tényező nem elhanyagolható a függvényben, hiszen ebben az egyszerű megközelítésben a kockázat is e tényezőben jelenik meg, ahogy a szabályozási környezet változásai is. (pl. kamatadó).

fizetési rendszerekkel kapcsolatos technikai innovációk és a szabályozási környezet változásai is befolyásolják, amelyek  $\varepsilon$ -ban jelennek meg. A szabályozási környezet változásaira példa lehet a kamatadó, ám éppen ennek a „látványos” változtatásnak a hatása nem jelentkezik élesen. A 2006. szeptemberétől Magyarországon is létező adófajta bevezetésének az lett a következménye, hogy a lakosság megtakarításainak nagy része hosszabb lejáratú lekötött betétekbe és befektetési jegyekbe került. Azonban a befektetési alapoknak azon része számít Magyarországon a legsikeresebbnek, az elsősorban kockázatkerülőnek nevezhető lakosság körében, melyeknek az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértékének volatilitása alacsony. Ezek azok a befektetési alapok, amelyek új forrásaik jelentős részét ismét csak bankbetétekben helyezték el, így ebben az esetben a teljes tartalékkötelezettség nem változott lényegesen. Pedig az alapvető, a monetáris transzmissziót érintő változás e ponton keletkezett volna. A technológia fejlődésének eredményeit a szaporodó bankautomaták, nagy kártyaforgalom, kártyás fizetési lehetőségek bővülése, a kártyák növekvő „tudása” (ld. okoskártya) jelenítik meg.

**27. ábra: Készpénz-betét arány alakulása Magyarországon**

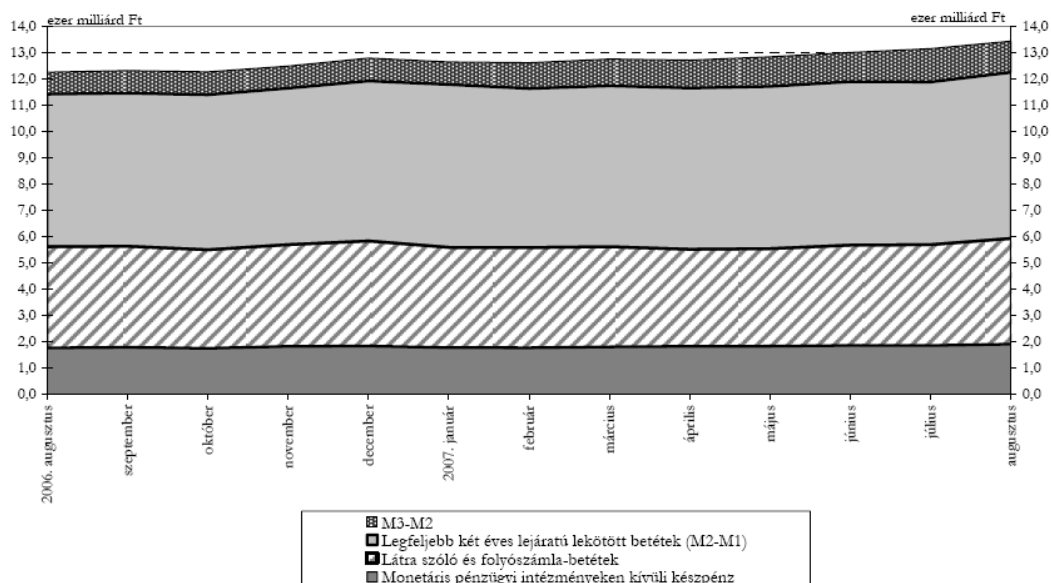


*Forrás: MNB adatok alapján saját ábra*

Az irányadó kamat –közvetetten– hatással van a portfóliódöntésre, ám a kapcsolat nehezen előrejelezhető és időben változó lehet. Ebből kifolyólag a jegybank kamatdöntéseit nem is a pénzkínálat irányításának rendeli alá, hanem a transzmissziós mechanizmus jóval összetettebb csatornáira épít (ld. ábra és Vonnák, 2007). De ez esetben a monetáris bázis alakulása tőle független, exogén lesz. Tulajdonképpen akkor

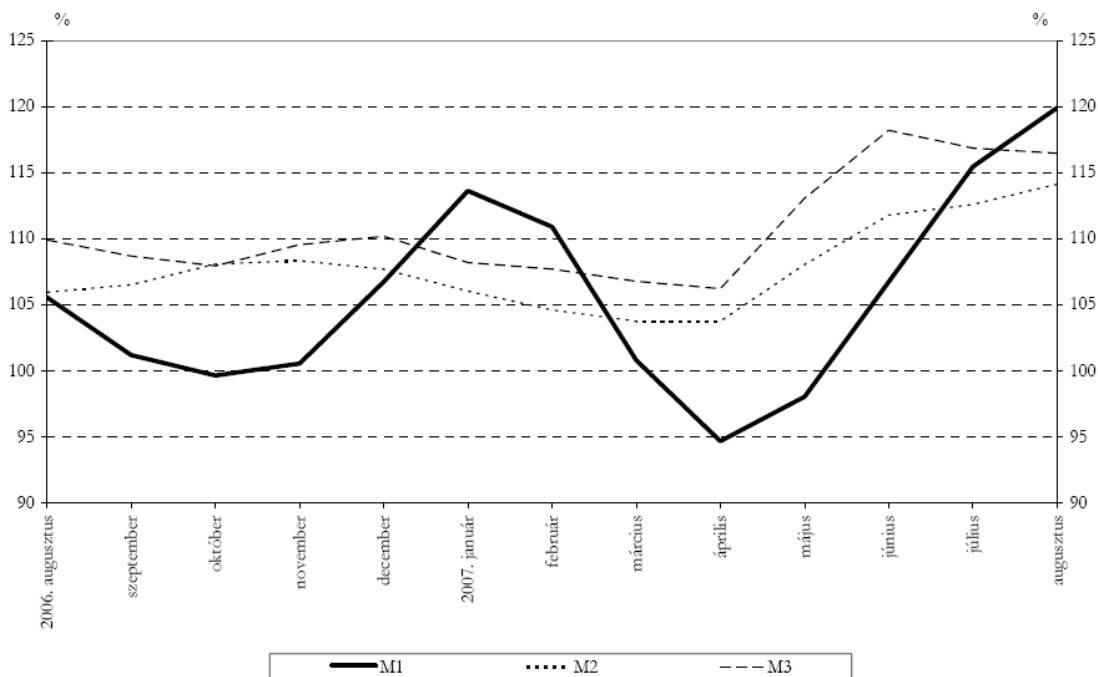
kinek a kezében van a döntés? A magánszektor kezében. Hiszen a háztartás és a vállalat maga hozza meg döntését arról, hogy milyen pénzügyi portfóliót alakít ki. Tehát milyen részt tart olyan eszközben, amelyet már nem tartunk pénzjellegűnek és mely részt azokban az eszközökben, amelyek hordozzák a pénz alapvető funkcióit. Az első kategóriára példa a részvények vagy akár az állampapír. Tehát a gazdaság szereplőinek arra vonatkozó döntése, hogy pénzüket milyen eszközben tartsák, a pénzaggregátumok nagyságát alakítja ki.

**28. ábra: A pénzmennyiségek összetétele**



*Forrás: MNB közlemény, 2007. augusztusi adatok alapján.*

## 29. ábra: A pénzmennyiségek rövid bázisú évesített növekedési indexei



*Forrás: MNB közlemény, 2007. augusztusi adatok alapján.*

Befolyásolja ezt hozamán kívül, illetve azzal szoros összefüggésben a papír kockázata, likviditása. Ez az eszközszerkezet az, ami a kötelező tartalékok és a forgalomban levő készpénz állományát meghatározza; azaz a monetáris bázist. Tehát a hatásmechanizmus nem egészen úgy fest a gyakorlatban, ahogy arra a pénzmultiplikátor modell következtetni engedne. A fordított mechanizmus megértéséhez a pénzmultiplikátor modell hatásainak rövid ismertetésére van szükség; a pénzmultiplikátor modell alapján ugyanis a monetáris bázis nagyságával a jegybank határozza meg az M1 kategóriát, amely tranzakciós alapú pénzkeresleti modellek alapján kihat a többi kategóriára is.<sup>115</sup>

Reális figyelembe vétel esetén tehát a pénzmennyiségek (tágabban értelmezett pénzmennyiségek) azok, amelyek a monetáris bázisra meghatározó erővel bírnak. Tehát az alkalmazkodó szerep a jegybankra hárul. A meghatározó pedig a magánszektor: az ő portfóliódöntéseiket (kissé elnagyolva) jellemezhetjük a készpénzhányaddal. Ez

<sup>115</sup> A pénzmultiplikátor modell: a monetáris bázis meghatározza a forgalomban levő pénz mennyiségét.

$$\Delta M = \Delta B \cdot \frac{1 + cr}{cr + rr}$$
Ahol B a bázispénz, cr az C/D, készpénz és a látraszóló betétállomány hányadosa és rr a tartalék-betét arány (R/D).



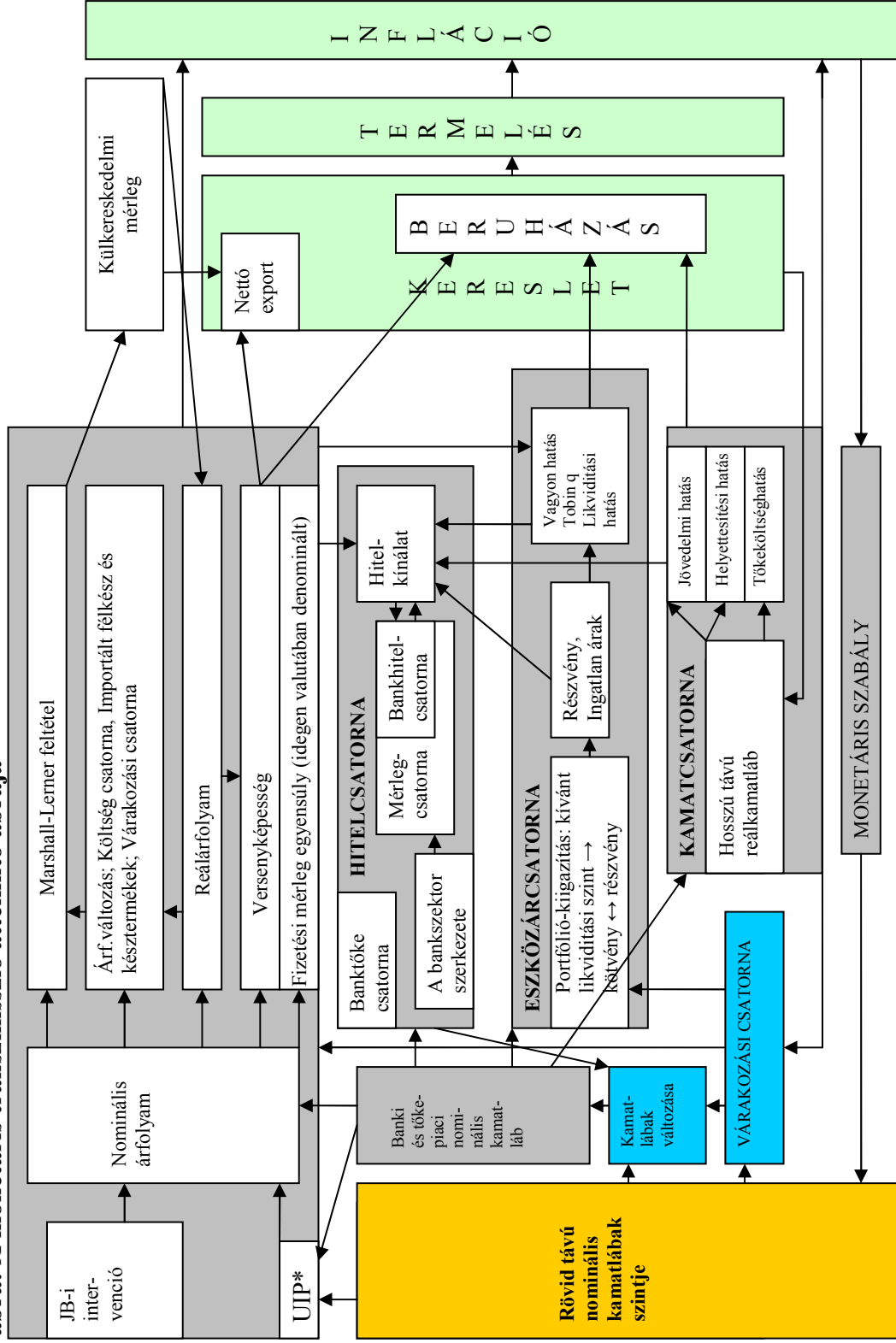
megmagyarázza, hogy napjainkban miért a rövid lejáratú pénzüpiaci kamatláb meghatározása került előtérbe, szemben a monetáris bázisra vonatkozó mennyiségi céllal szemben. Ha megfordul a hatásmechanizmus, azaz a monetáris bázis adottság a jegybank részére és a gazdasági szereplők portfólió döntései jelennek meg, illetve ennek eredménye a jegybanki mérlegekben, meghatározva a jegybankpénz mennyiségét, akkor az M0 kategória, vagyis a monetáris bázis nem ad és nem is adhat semmiféle információt, előrejelzést, amely tükrözné a jegybank szándékait, vagy előrevetítené a várható inflációt.

Kérdés azonban az, hogy e területen semmiféle kölcsönhatás nem ismerhető fel, vagy a monetáris politika is képes valami módon hatással lenni a portfólió döntésekre? Valójában elmondható, hogy nagyon csekély mértékben. Ha röviden végignézzük, miképpen, mely csatornákon keresztül hathat a monetáris politika, ez belátható. Magyarországon köztudottan az árfolyam hatása a legmeghatározóbb a monetáris transzmisszió során (ld. 4-es ábra). Mivel Magyarország kis, nyitott ország, a külkereskedelem aránya a GDP-n belül magas, így az árfolyam hatása a nettó exportra és a beruházásokra jelentős. A kamatszalma azonban gyenge erejű, a megtakarítások befolyásolására nem alkalmas, ennek az oka a korábban említett kockázatkerülő attitűd (vagy a pénzügyi műveltség nem megfelelő szintjéből származó hatás). A lakosság az alacsonyabb kamatlábú, biztonságos megtakarításhoz ragaszkodik, annak szintjétől szinte függetlenül, illetve a megtakarítások krónikusan visszaesett szintjének köszönhetően a megtakarításokon belül nagy részarányt képviselnek a nyugdíj- és életbiztosítási díjak, lakástakarék-pénztári befizetések; ezek alakulását rövid távon nem befolyásolja a forint hozamok alakulása.

A vállalatok hitelállománya tekintetében is a kamatpolitika hatásosságának korlátaira lehetünk figyelmesek Magyarországon: e hitelek jelentős része külföldi fizetőeszközben denominált (svájci frank alapú hitel legnagyobb részben, de megjelenőben vannak a japán jen alapú hitelek, amelyek elfoglalhatják a CHF helyét), a külföldi tulajdonban lévő vállalatok pedig tőkeemelés esetén választhatnak a hazai és az anyavállalat országának pénzüpiaci között, illetve tulajdonosi hitelhez juthatnak az anyavállalattól. A hazai monetáris politika korlátait az is növeli, hogy a külföldi székhelyű cégek hazai leányvállalatainak jelentős része exportra termel, és így az e termékek iránt támasztott keresletet a külföldi monetáris politikai intézkedések befolyásolják. Meg lehetne

vizsgálni a bankhitelesatornát, de számos magyar tanulmány (többek között MNB tanulmányok) állapítja meg, hogy a bankhitelesatorna alacsony jelentőségű; a monetáris politika sokkal kevésbé képes a hitelfelvétel mértékére hatni, mint pl. a hiteltámogatások megvonásán, mérséklésén, esetleg növelésén, adózási rendelkezéseken keresztül hatékony fiskális politika, ehhez kapcsolódó törvényi szabályozás.

30. ábra: A monetáris transzmisszió áttekintő ábrája



\*uncovered interest parity: fedezetlen kamatparitás

#### 4.3.3.3. A legfontosabb csatornák jellemzése

A kamatátgyűrűzés fontos szerepet játszik abban, hogy a gazdaság milyen mértékben és milyen késleltetéssel reagál a monetáris politikai lépésekre. A kamatcsatorna első szakaszának nevezzük, mikor a jegybanki alapkamat változása begyűrűzik a kereskedelmi bankok által alkalmazott kamatlábakba. Második lépcsőben a vállalatok és fogyasztók reagálnak a megváltozott kamatlábakra a megtakarítások és hitelfelvétel csökkentésén, illetve növelésén keresztül. A magánszféra a kamatváltozásra különböző erősséggel reagálhat. Ennek az oka lényegében három hatásban keresendő: a helyettesítési-, a jövedelmi- és a vagyon-hatásban. Részben a (reál) kamatváltozás által előidézett helyettesítési hatás nagyságától is függ, hogy más megtakarítások és ráfordítások alternatívaköltsége hogyan változott ennek hatására. A kamatszint változása módosítja a gazdasági szereplők bevételeit és kamatkiadásait is, azaz a nettó pénzügyi jövedelmét (ezt jövedelmi hatásnak is nevezzük). Azonban hatása van a reál- és pénzügyi eszközök piaci értékére is, így hatással van a gazdasági szereplők vagyonára (vagyon-hatás). A jövedelmi és a helyettesítési hatás erősségét az határozza meg, hogy a kamatlábak változására milyen sebességgel és milyen mértékben reagálnak a banki kamatok, továbbá milyenek a bankok árazási szokásai. A kamattranszmisszió erőssége mellett a kamatcsatorna jelentőségét fokozza, hogy ha a fogyasztási és beruházási kiadások banki kamatérzékenysége és az egyéb hozamok alakulásának piaci szereplők döntéseiben játszott szerepe magas. Napjainkban jellemzően gyors és rugalmas reakciók a jellemzőek a kereskedelmi banki szektor részéről.

Az árfolyamcsatorna Magyarországon, mint kis nyitott ország szempontjából a legfontosabb csatorna. A magyar monetáris politika számára legerősebb transzmissziós mechanizmus az árfolyam importáron keresztül kifejtett hatása. Ezek közül kiemelendő az árfolyam "pass-through" mértéke, mely az ország nyitottságának, tradable (külkereskedelemben kerülő áruk szektora) szektor arányának (hazai tradable infláció = külföldi infláció + nominális árfolyam változása), illetve a belső piaci verseny erősségének egyenes arányú függvénye. Az összes hazai infláció a tradable infláció és a non-tradable infláció összege, melyben a hazai tradable infláció a külföldi infláció plusz a nominális árfolyam változása, ezt a következőképpen is felírhatjuk:

$$CPI = p_t = \gamma p_{H,t} + (1 - \gamma)s_t$$

A  $\gamma$  együttható a kis ország nyitottságának komplementere, tehát a megtermelt javakból mennyi kerül hazai fogyasztásra. Magyarországon ez az érték 30% körüli, tehát erőteljesen nyitott ország lévén a második összetevő kapja a 70%-os súlyt. Ez pedig a nominális árfolyam váratlan megváltozásának mértéke. Eszerint a hazai eredetű árnövekedés hatása marginális az utóbbihoz képest. Magyarországra mindenképpen indokolt az időben változó kockázati prémiumot tartalmazó modellt alkalmazni. Az elmúlt évtizedben, amióta külföldi portfólióbefektetők jelentek meg a forintpiacokon, számos esetben nyilvánvaló volt, hogy a változó kockázati megítélés és preferenciák nagy árfolyamkilengéseket okoztak. A monetáris politika többnyire megpróbálta ezeket a sokkokat semlegesíteni, hogy azok ne gyűrűzzenek be a fogyasztói árakba. A kockázati prémium sokkok jelenléte megnehezíti a monetáris politika árfolyamra gyakorolt hatásának mérését.

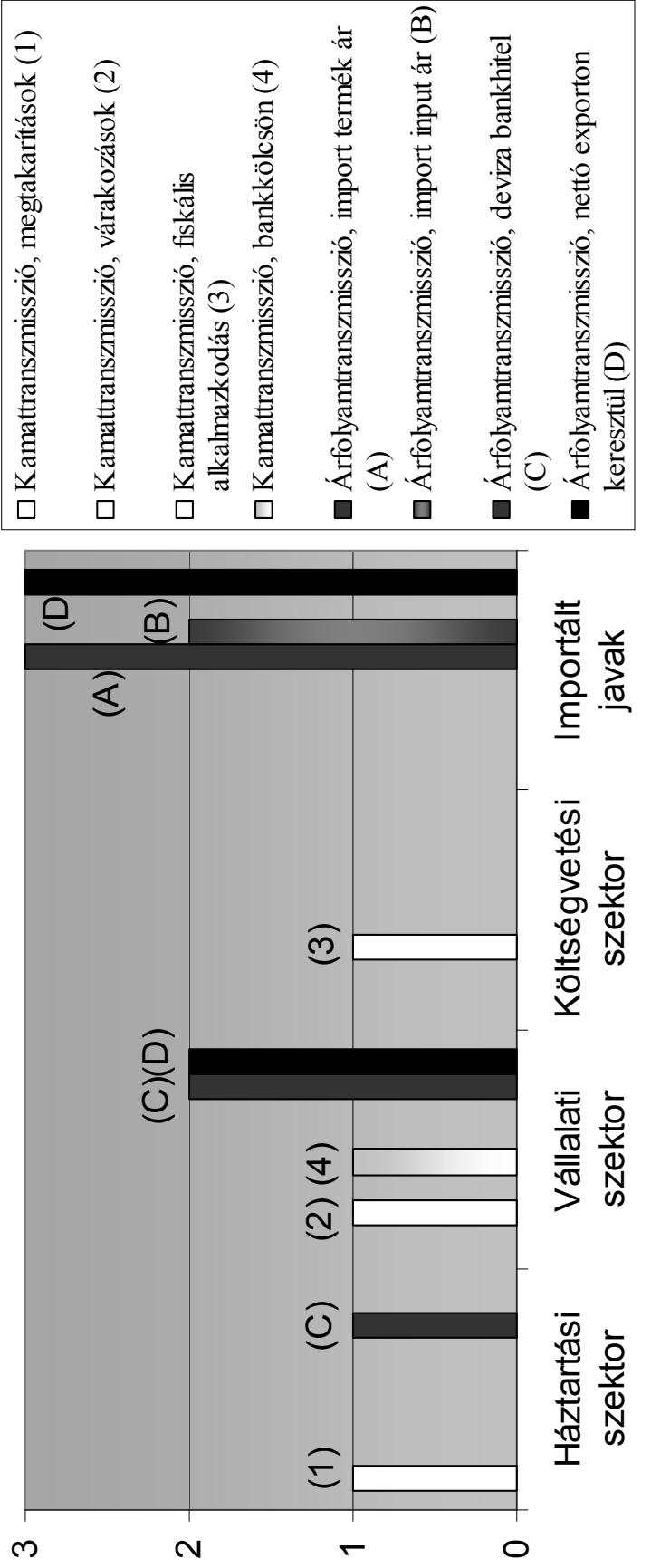
Az eszközár-csatorna Magyarországon nem játszik meghatározó szerepet. A monetáris szigorítás következménye, hogy az eszközárak csökkennek; ebben mind a monetarista, mind a keynesi elmélet megegyezik. A magasabb kamat következtében magasabb hozamot várnak a kötvényektől, ami csökkenti a kötvények árát. Ugyanekkor a részvényárak is esnek. Az ingatlanok veszítenek értékükből, ez érzékenyen érinti a háztartások fogyasztási kiadásait, különösen ma, mikor nagyon is jellemző, hogy ingatlanhitelt vesznek fel, lakásvagyonuk terhére adósodnak el. A szakirodalomban gyakori a részvényár-csatorna vizsgálata az eszközár-csatornán belül. A Tobin q elméletéből is gyakran magyarázzák. Ha a részvényárak a tőke pótlási költségéhez viszonyítva olcsók, a vállalatoknak nem éri meg, hogy új részvények kibocsátásával finanszírozva beruházási javakat vásároljanak, ezért a beruházások visszaesnek. Ez után „lépnek színre” a háztartások, fogyasztásukkal. Az alacsonyabb részvényárak csökkentik a háztartások vagyonát, akik ezért kevesebbet fogyasztanak. Magyarországon a monetáris politika részvényárfolyamokra gyakorolt hatására nincsenek bizonyítékok, joggal feltételezhető, hogy a részvényár-csatorna nem jelentős Magyarországon.

A tőkepiacok magyar gazdaságban korlátozott szerepe a hitelcsatorna hatásosságának a kérdését helyezi előtérbe, hiszen a nem pénzügyi vállalati szektor ez esetben elsősorban

hitelintézetektől szerezhet forrásokat. A kelet-közép-európai országok azonban nem arról ismertek, hogy a hitelcsatorna jól működik. Több tényező is szól ez ellen. A bankszektor nagymértékben koncentrált, és meg kell említeni azt is, hogy a gazdasági szereplők nagy részét külföldiek adják. E külföldi háttérrel rendelkező bankok jobban függenek saját anyaintézményüktől, mint a belföld monetáris politikájától. E többségében multinacionális vagy akár transznacionális háttérrel rendelkező bankok a hazai hitelpiacot megkerülik. Saját vállalatcsoportjuktól ugyanis kedvező feltételekkel kapnak segítséget. Az euroövezetben hatékonyabban működik a hitelcsatorna, ezért majd várhatóan, az eurozónához való csatlakozás után és következtében azon hazai bankok és vállalatok, amelyek most „kihúzzák magukat” a belföldi monetáris kondíciók alól, erőteljesebben fogják majd érezni az Európai Központi Bank pénzpolitikai döntéseinek hatását. Egyébként többen megkülönböztetnek egy bizonyos „mérlegcsatornát” is, melynek lényege, hogy a kamatváltozások révén megváltozik egy cég nettó értéke annak pénzáramlásán és a fedezetül szolgáló vagyontárgyak értékén keresztül.

Lényeges a várakozási csatorna szerepe is. Ez a csatorna a legnehezebben számszerűsíthető területe a transzmisszióknak. A várakozások hatékonyabbá teszik a monetáris politikát. Magyarországon a kutatások nem tudtak kimutatni erős kapcsolatot, úgy tűnik az árak és bérek meghatározása során a monetáris politika céljai nem játszottak horgony szerepet. Ha az árstabilitás elérése, illetve fenntartása elég hiteles a piac számára, akkor a vállalatok elfogadják a jegybank inflációs előrejelzését és ezzel egybeeső várakozásokat. A várakozások néhány, említett csatorna működésében is fontos szerepet játszanak, különösen az eszközárak és a valutaárfolyam reakciójában. Magyarországon nincsenek intézményi akadályai a várakozási csatorna hatékony működésének. Ez különösen azért fontos tény, mert a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának hatékonysága az eszköztár hozzáértő alkalmazásán túl egyéb tényezőktől is függ. Lényeges, sőt egyre lényegesebb, hogy a gazdaság szereplői, a pénzügyi vállalkozások mellett a vállalatok, vállalkozók, sőt a háztartások is megértsék a jegybanki szándékokat, lássák a gazdasági egyensúly megőrzésére irányuló és inflációcsökkentési célok elérésének feltételeit. Az átláthatóság és a kiszámíthatóság úgy javítja a monetáris politika eredményességét, hogy annak hatásaival a gazdaság szereplői kalkulálni tudnak, azokat beépíthetik döntéseikbe.

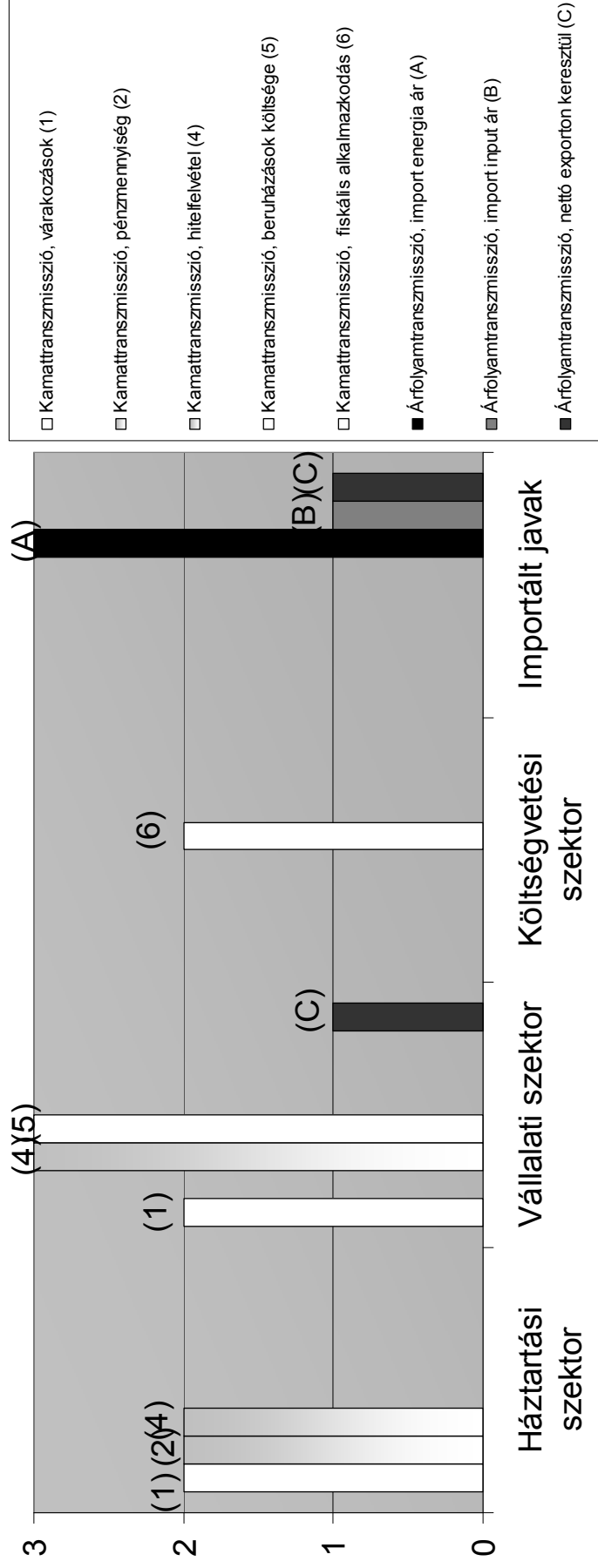
31. ábra: A transzmissziós csatornák erőssége Magyarországon

**Bővebb magyarázat:**

- (1) A megtakarításokon belül a nem szerződéses pénzügyi eszközök által.
  - (2) A várakozások befolyásolásán keresztül.
  - (3) A kamategyenleg által kikényszerített fiskális alkalmazkodás.
  - (4) A belföldi banki kölcsönök miatti kamattranszmisszió.
- (A) A behozatali árak miatti árfolyamtranszmisszió.  
 (B) Az import input általi árfolyamtranszmisszió.  
 (C) Külföldi bankok által nyújtott hitel és tulajdonosi hitelek által és belföldön felvett devizahitelek által.  
 (D) Nettó exporton keresztül kétféle: értékén keresztül és az export visszaszorulása esetén nagyobb belső termékínálat.

Forrás: Nagy Márton ötlete alapján, aktualizálva

32. ábra: A transzmissziós csatornák erőssége az Európai Gazdasági és Monetáris Unióban

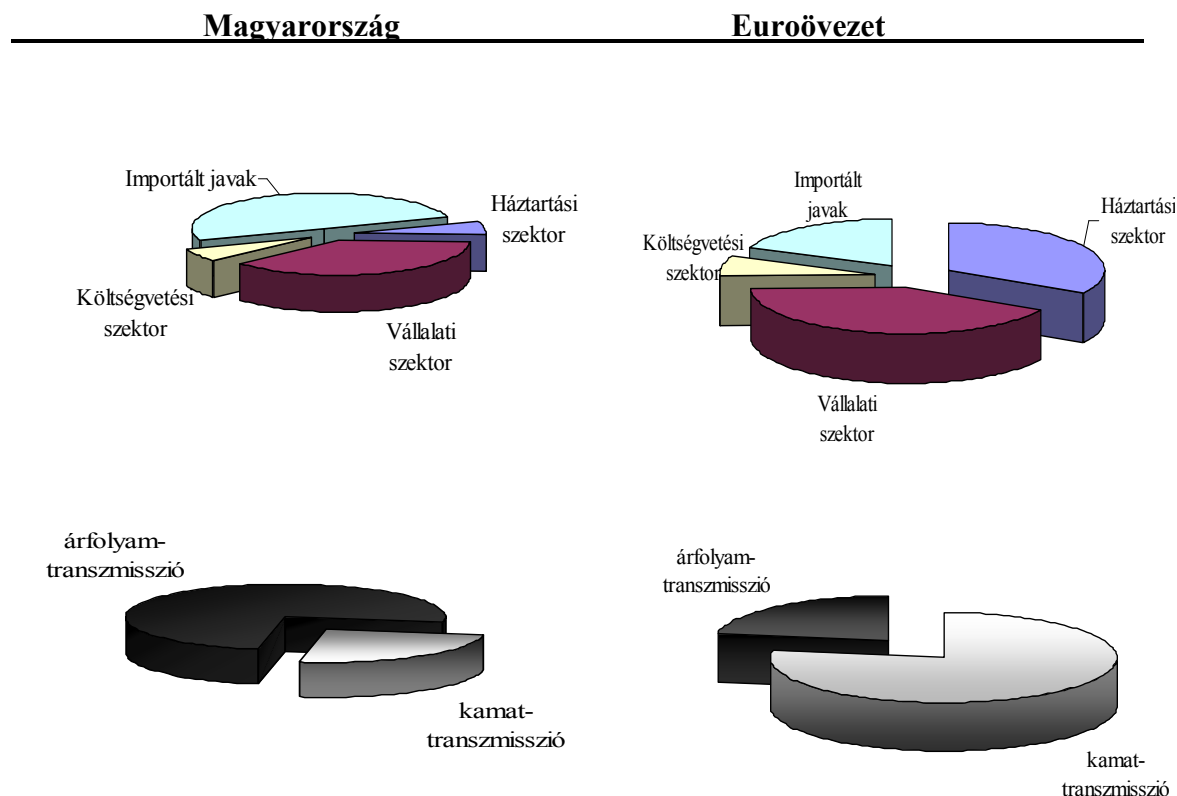
**Bővebb magyarázat:**

- (1) A várakozások befolyásolásán keresztül kamattranszmisszió.
- (2) A pénzmennyiség megváltoztatásán keresztül.
- (3) Az eszközárakon keresztül módosított megtakarítási hajlandóság.
- (4) Beruházások kamaterékenységen keresztül.
- (5) Kamattranszmisszió- kétféle: a hitelkamatokon keresztül módosított hitefelvételi hajlandóság és a már meglévő hitelek költsége.
- (6) A kamategyenleg által kikényszerített fiskális alkalmazkodás.
- (A) A behozatali energiaárak miatti árfolyamtranszmisszió.
- (B) Az import input általi árfolyamtranszmisszió.
- (C) Nettó exporton keresztül kétféle: értékén keresztül és az export visszaszorulása esetén nagyobb belső termékínálat.

Forrás: Nagy Márton ötlete alapján, aktualizálva



### 33. ábra: A monetáris politikai beavatkozások hatásosságának és a szektorokra való befolyásának arányai



*Forrás: Saját számítások alapján 2007.*

(A közölt ábrákon levő körcikkek a magyarországi ábránál a beavatkozások összességében jóval kisebb hatékonyságát is jelentik.)

Az első ábra alapján került bemutatásra Magyarország, mint kis nyitott gazdaság transzmissziós csatornáinak hatékonysága. Jól megfigyelhető az árfolyamcsatorna dominanciája. Ugyanakkor a monetáris politikának összességében nincsen akkora számú hatékony eszköze, mint az Európai Gazdasági és Monetáris Unió esetén. Eszközeire a háztartási szektor csak kis mértékben (1-2-es érték) érzékeny. Szembetűnő, hogy a háztartási szektor nem érzékeny a hitelkamatokra, hitelfelvételük esetlegesen a konjunktúra függvénye. Ugyanakkor a szektor eladósodottsága jelentős, mégpedig az utóbbi években a devizában való eladósodás miatt nőtt az árfolyamcsatorna jelentősége, elsősorban ingatlan- és személygépkocsi hitelek jelentős megnövekedése miatt. A fejlett országok valutáiban denominált hitelek kamatlába alacsony, a háztartások hitelfelvételi döntéseiknél az árfolyam alakulásának nagyobb jelentőséget tulajdonítanak. Az eszközárak tekintetében megnyilvánuló kis mértékű érzékenység jelentőségét tompítja a háztartások megtakarításainak jelentős

mélyrepülése. A háztartások jelentős részének kizárólag a „szerződéses jellegű” megtakarítások jelentenek lényegesebb megtakarítást, ugyanakkor ezek mértéke szerződésben rögzített, mértéküknek nem lehet köze a kamattranszmisszióhoz, de az árfolyamtranszmisszióhoz sem; a külföldi devizában denominált pénzügyi eszközök jelentősége a háztartási szférában csekély. A vállalati szektoron keresztül hatás viszonylagosan erős (2-es érték) és egyaránt megnyilvánul kamat- és árfolyamtranszmisszió keresztül, bár az árfolyamcsatorna szerepe erősebb. A kamatcsatorna szerepe a várakozások befolyásolásánál kis mértékben játszik szerepet, a vállalati szektor ilyen szempontú elemzése, illetve a kamatlábakra irányuló várakozások figyelembevétele az üzleti tervezésben jellemző. A belföldi banki kölcsönök felvételénél is figyelembe veszik a hazai kamatszintet a vállalati szektor döntéshozói. Az árfolyamtranszmisszió szerepe azonban erősnek mondható a vállalati szektor esetében. Ez főként a felvett devizahiteleknek a forintban denominált hiteleknel magasabb állománya, a külföldi tulajdonú vállalatok anyavállalattól kapott hiteleinek az állománya és zömében a vállalat anyacégének országából érkező külföldi bankhitel miatt van így. A költségvetési szektoron keresztül csekély hatás nem egyedülálló, a GMU-ban (Gazdasági és Monetáris Unió) sem elsősorban e szektoron keresztül bontakoznak ki a monetáris politikai beavatkozás hatásai. Magyarországon az utóbbi években a költségvetés pénzügyi ellehetetlenülése, a költségvetési deficit nagyon magas szintje, majd a meghozott kapkodó kényszerintézkedések azt bizonyítják, hogy talán még az ábrán jelölt csekély mértékben sincs visszatartó ereje az adósságok kamatterheinek államháztartást ellehetetlenítő mértékének, tehát a kamatláb nagyságának sem. A konvergenciaprogram léte sem a kamatterhek növekedésére való rugalmas reakció, hanem a maastrichti konvergencia kritériumoknak való megfelelés kényszerítette ki, mely itt, szempontunkból exogén-nek, külső hatásnak számít.

Az importált javakon keresztül hatások a legerősebbek, itt azonban észre kell venni, hogy kizárólag az árfolyamcsatornának lehet jelentős szerepe, hiszen az áruk és szolgáltatások kereskedelmében a kamatok szerepe marginális helyre szorul vissza, többnyire a rövid távú kamatszinttől többé-kevésbé eltérő késedelmi és büntető kamatok szempontjából. A behozatali árakban (a késztermékek áraiban) jelentkező hatások a legerősebbek. Forint erősödés esetén a lecsökkent export miatti hatás is erős, ennek következménye a belső termékinálat növekedése és a kínálati nyomás alá kerülő belföldi árak növekedése. Az inputárak esetében a külföldi cégek saját anyavállalataiktól való speciális beszerzési rendszere (bérmunka-rendszer, stb.) miatt erős, de kisebb jelentőségű tényező. Természetesen az

árfolyamcsatornán keresztüli hatások esetében a jól ismert késési mechanizmusokat sem hagyhatjuk figyelmen kívül (J görbe hatás: az árfolyam változásához való alkalmazkodás éveket vehet igénybe. Az árfolyamváltozások hatásainak időbeli kibontakozására élő példa a Ft/Euro árfolyamban történt változás a 2003-as sáveltolás miatt, aminek következménye jelentős folyó fizetési mérlegromlás, amelynek hatása napjainkban is tart.)

A Európai Gazdasági és Monetáris Unió, mint nagy, zárt gazdaság, az ábrákra rátekintve is látható, hogy jóval több eszközzel rendelkezik a monetáris transzmisszió szempontjából és azok erősebbek is. Számunkra fontos e hatások tanulmányozása, hiszen az euroövezetbe tartó országok nem csak egy új hivatalos pénznem használatára kell, hogy számítsanak, hanem mindezen változások kibontakozásával, a transzmissziós mechanizmus, csatornáinak fontossági sorrendjének változása tekintetében is azonnali kiigazodások következnek majd be. A háztartási szektorra való hatás összességében erős és a kamatcsatornán alapul. A háztartási szektorban a kamatvárakozások befolyásoló erővel bírnak, szemben a hazai tendenciákkal. A pénzmennyiség megváltoztatásán keresztüli hatás is jelentkezik, hiszen a nagy nyitott gazdaság szabad kamatalakulása miatt a monetáris politikának rövid távon jelentős keresletbefolyásoló tevékenysége lehet: a pénzmennyiség csökkenése a fogyasztói kereslet visszaeséséhez vezet, növekedése konjunktúrát idéz elő. Hosszabb távon azonban elsősorban az árszínvonal megváltozásában csapódik le. Jelentős hatású a kamatszint megváltozása a megtakarítások alakulásában is, jelentős szerepe van a kamatláb alakulásának a megtakarítási termékek piacán, de a hitelpiacon is. A fejlett nyugat-európai országok pénzügyi rendszereiben magas fokú monetizáltság hatásai jelentkeznek itt. A legerősebb hatás nem az importált javak tekintetében, hanem a vállalati szektoron keresztül jelentkeznek. Ezen belül a leglényegesebb a beruházások erős kamatérzékenysége. Míg a magyar gazdaságban a körülbelül egy évtizeddel ezelőtt tapasztalt 30% körüli kamatszint okozta sokk is tompítólag hat az 1-2 százalékpontos kamatlábváltozásra való reakciókra, elmondható, hogy az euroövezetben már 1 százalékpontnyi változás is jelentős visszaesést jelent a beruházások szintjében. A meglévő hitelek költsége a másik nagyon erős reakciót mutató terület a kamattranszmisszió szempontjából. A hitelek szerkezetének gyors átrendeződésével jár együtt, ami a pénzügyi piac fejlettségével is kapcsolatos. Az eszközárak megváltozásának hatása és a várakozások befolyásolásán keresztül való hatás szintén lényeges elem. A kamatvárakozások szerepe jelentős, üzleti tervek és kalkulációk szempontjából nagy hatással lehet a konjunktúrára, vagy dekonjunktúrát idézhet elő. Az árfolyamtranszmisszió csak a nettó export értékének alakulásán keresztül jelentkezik, zárt gazdaság lévén nem jelentős mértékű.

A fiskális fegyelemre hatással van a kamatlábváltozás, ugyanakkor a Stabilitási és Növekedési Paktum törekvése is - amely konkrét irányszámot tartalmaz és szankciókkal kívánják kikényszeríteni - komoly nehézségekbe ütközik, néhány ország betartásra irányuló hajlandósága már-már ellehetetlenítőleg hat. Ezekben az országokban egészen biztosan nem lehet erős a kamatlábváltozás fiskális fegyelmet erősítő hatása sem. Az árfolyamtranszmisszió az importált javakon keresztül fejt ki hatását, ezen belül leglényegesebben az energiaárakban jelenik meg. Napjainkban az olajárak változása tartja élénken az emberek érdeklődését, ahogy az euroövezetben, úgy Magyarországon is. A tagállamai belső országhatárainak gazdasági, kereskedelmi szempontból való megszűnése miatt nagy zárt gazdasággá váló Európa sem az import inputok, sem az export visszaszorulása miatti nagyobb belső termékkínálat okozta árnövekedés tekintetében nem mondhat magáénak jelentős hatásokat.

Magyarországon elmondható, hogy a transzmissziós csatornák száma és erőssége az euroövezetéhez képest jóval alacsonyabb. Ugyanakkor lassú és folyamatos erősödés figyelhető meg, amely megállapítás vonatkozik a transzmissziós csatornák számára és hatékonyságára. A gazdaság kis, nyitott jellegéből adódóan a legerősebb eszköz az árfolyam, mely egyrészt az importárokon keresztül-, másrészt a vállalati mérlegeken keresztül jelenik meg. Emellett a várakozások befolyásolása a nagyon fontos kérdés, csak egy hiteles jegybank mellett lehet hatékony, de számos felmérés mutatja, hogy az erre vonatkozó kritériumnak a Magyar Központi Bank eddigi tevékenysége alapján megfelel.

#### **4.3.4. Hogyan alakulna (vagy alakul?) ki spontán kettős valutarendszer Magyarországon és milyen következményekkel jár?**

Az egyoldalú eurorizáció lehetőségéről a maastrichti követelmények aláírásával lemondunk. Ugyanakkor a kettős valutarendszer spontán is kialakulhat. Ennek az az útja, hogy a nagymértékű árfolyam ingadozások révén a gazdaság szereplői mintegy öntanuló mechanizmus eredményeként az euro használatába menekülnek. Az euro egyébként is sokkal inkább jelen van hétköznapjainkban, mint azt a tanulmányok többsége tükrözi. A párhuzamosan euróban is feltüntetett árak, az áruházláncok euro-kalkulációi és árai, a különböző díjak és pályázatok euro-elszámolása azt jelzik, hogy az eurohasználat a hétköznapoknak sokkal része, mint a hivatalos bevezetési dátum azt sejtetni engedi.

A vállalkozások mérlegében az eszköz és forrásoldalon az volna az ideális, ha a forint/deviza arány megfelelő lenne. Sajnos, az egyébként is nehezen megbecsülhető árfolyam le- és felértékelések jelentős veszteségeket és kiszámíthatatlanságot idéznek elő. Jellemző a 2006-ban bekövetkezett forintgyengülés eredményeként az átértékelés következtében bekövetkezett nyereség csökkenés, illetve veszteségek fokozódása, a cégek hitel szempontjából való bedőlésének valószínűsége is nőtt, növelve a pénzügyi szektor stabilitásának kockázatait. Az ebből levonható tanulság az lehet a vállalatok számára, hogy mivel a devizahitel állományok magasak, így célszerű a devizaállományok eszközoldali növelése is. Persze az euro-ban denominált értékpapírok arányának növelését is jelenti mindez. Jelentős növekedés tapasztalható e téren. A devizában (euro-ban) tartott eszközök, főleg maga az euro tartását azonban az is indokolhatja, ha rövid távú fizetési kötelezettségeik is euroban állnának fenn. Ha az euro-t felhasználhatnák azt egymás közti fizetésekre, belföldi gazdasági szereplők is. Ennek azonban semmiféle jogi akadálya nincs. Ezzel azonban csökkenthetnék az árfolyam ingadozások negatív hatásait és az, hogy ilyen megállapodásokat köthetnek belföldi vállalatok belföldi szállítóikkal, spontán módon is bekövetkezhet.

Gyakran a legnagyobb kiadási tétel a munkabér. Ennek „eurósítása” már ütközhet akadályba. A munkavállalók magas devizahitel terhei azonban a munkavállalók számára vonzóvá tehetik ezt a lehetőséget. (Még akkor is, ha ezek a kötelezettségek svájci frankban állnak fenn, hiszen a svájci frank és euró közti ár-folyamingadozások minimálisak.) A nehézségek a sávosan progresszív jövedelemadó számításánál kezdődhetnek, azonban az euróban történő munkabér fizetés terjedése esetén erre biztosan lehetne válaszolni például euróban is meghatározott adósávokkal. Mindez azonban válaszként kellene hogy jelentkezzen arra az igényre, amit a spontán eurorizáció felvet. Az állam hivatalos szervei ugyanis semmivel sem ösztönözhetik az euro terjedését, hiszen a hivatalos euro bevezetésnek számos feltételét vállalták föl, ezek főként a maastrichti kritériumokban nevesíthetőek. Természetesen a háztartások nem csak hitelekkel és megtakarításokkal rendelkeznek, a fogyasztás teszi ki jövedelmeik felhasználásának döntő hányadát. A nyugati határszélen számos üzlet megtalálta már a módját, hogy euro-t fogadjon el, ez azonban a forintban meghatározott árak átszámításával történik. Figyelembe véve azonban, hogy a nagy áruházláncok euróban határozzák meg elsősorban áraikat, majd némi óvatossági „rátartással” forintban hirdetik meg termékeiket, lehetőségük lenne arra, a költségek minimális szintje mellett, hogy euróban is feltüntessék áraikat és mindkét valutát elfogadják. Ez esetben a kis összegű fizetések természetesen várhatóan forintban zajlanának. A feltétele mindennek természetesen az, hogy a bankok

alkalmazkodva az új helyzethez, minimális átváltási költség mellett vagy ingyen átváltás a forintot euróra. Mindemellett a gazdálkodókat egyre kevésbé érintené a forint és az euro közti árfolyam ingadozás. Élvezhetnénk azokat az előnyöket, amelyek az euro-használatból erednek, ugyanakkor ez ellen a spontán folyamat ellen nem léphetne föl Brüsszel sem. Bár a kormányzat nem hozhat olyan intézkedéseket, amellyel a folyamatot gyorsítja, ugyanakkor alkalmazkodva a helyzethez euro alapú könyvvitelt és adófizetést lehetővé tevő intézkedéseket hozhatna, ennek nincs akadálya.

Megvonva egy ilyen folyamat mérlegét (az euro hivatalos bevezetéséhez képest);

Előnyei:

- bővül a külkereskedelem
- a tranzakciós költségek csökkennek
- az árfolyam ingadozás miatti pénzügyi bizonytalanság nem fékezi a versenyképességet.

Hátrányai:

- az MNB elnöke nem képviselheti Magyarország érdekeit az EKB kormányzótanácsában
- a forint használatának kiszorulása nem teljes mértékű, marad valamennyi veszély a pénzügyi stabilitás területén

#### **4.3.5. Latin-amerikai makromodellek felhasználása**

Magyarország makro adatainak jelentős romlásával nem csak hogy lecsúszott az élmezőnyből, hanem hosszú időre elbúcsúzhat az euroövezeti tagság lehetőségétől. Addig meg kell küzdenie makrogazdasági egyensúlytalanságokkal kapcsolatos problémáival és nem vezetheti be hivatalosan azt a valutát, amelynek bevezetését már előkészítette, sok szempontból nézve domináns valutává tette a hazai szereplők számára. Ez a megállapítás adja az alapot ahhoz a párhuzamhoz, amelyet felismerhetünk egyes latin-amerikai országok és Magyarország, a dollár és az euro viszonylatában. A szóban forgó latin amerikai országok nem biztos hogy átveszik a dollárt, mint egyetlen fizetőeszközt (bár a hivatalos bevezetésre a Fed már említett az EKB álláspontjától eltérő közelítése miatt lehetőségük van), de régóta és várhatóan még hosszú ideig együtt élnek vele, mint domináns, kereskedelmi és pénzügyi kapcsolataikban legmeghatározóbb valutával, kis nyitott gazdaságként. Ez az állapot

évszázados múltat tekint vissza, szakirodalma pedig több évtizedes. Ezért az átmeneti időszakban profitálhatunk elért tudományos eredményeikből. Ugyanis az általunk elképzelt két szélső forma (hazai valuta használata – euro használata) számos köztes formával foglalkoznak elméleti szinten is, e köztes formák hatásaival, költségeivel és hasznaival. Ehhez képest az átmeneti időszakot tekintve alapvető tanácsalanság jellemzi az euroövezetre szánt szakirodalmat. Pedig azok alatt az évek alatt, amíg a hivatalos bevezetés nem történik meg, az euro bevezetése kapcsán megindult folyamatok megtorpanására akkor lenne esély, ha a pénzt „életben tartó”, gazdasági életben nélkülözhetetlen bizalom valamilyen oknál fogva az euro felől a forint felé fordulna. Várhatóan az euro használata nem hivatalos formában fog erősödni, folyamatosan zajlik az átmeneti időszakban az „eurósodás”, a dollarizáció szó mintájára az eurorizáció, természetesen spontán módon és részlegesen. Talán jobb lenne, ha ez kidolgozott tudományos háttér mellett és „ellenőrzött” módon menne végbe, tehát ha nem is központi irányítással, legalábbis a jelenségre felkészülten és a köz számára kedvező irányban, „óvatosan” ösztönözve.

Először nézzük meg, a latin-amerikai országokkal vont párhuzam igazolására az euro egyre dominánsabb szerepének bizonyítékait!

Az euro pénzfunkcióinak érvényesülése Magyarországon (itt természetesen azok a szerepek kerülnek kiemelésre, amelyek többletet jelentenek például a dollár világpénz funkciójából eredő szerephez képest):

- Értékmérő funkció: számos elszámolás során találkozunk euroval. A szállodák például jellemzően kizárólag euróban tüntetik fel áraikat, e valutanemben végezzük az összehasonlítást, a külföldi tulajdonú hipermarketek pedig euroban tartják nyilván a centralizáltan beszerzett áruik árát, a közép-európai régióra euróban határozzák meg, s "házi" árfolyamon számítják át forintra.<sup>116</sup>
- Forgalmi eszköz funkció: Magyarországon szinte valamennyi magántulajdonú üzletben, szolgáltatóegységben elfogadják fizetőeszközként az eurót, a forinttal azonos mértékben. Kivételt pusztán a közintézmények, állami létesítmények, közszolgáltatók képeznek, ugyanakkor elképzelhető, hogy ez kizárólagosan nehézkes adminisztrációs folyamataik eredménye. Persze erre vezethető vissza a nagy forgalmú hipermarketek esetében is az, hogy egy pénzváltót helyeznek

---

<sup>116</sup> Kun János: Lopakodó euró, Élet és irodalom, 2006. július

el az épület központi helyén és az így átváltott hazai pénzzel kell fizetni. Jellemzően olyan helyen van a valutaváltó, hogy a sorból is kivártható legyen a pénzváltás: ez gyakorlatilag nem jelent nagy különbséget – igaz elviekben nem ugyanaz.

- Fizetési eszköz funkció: Alig találkozunk olyan hitelintézettel vagy kisebb kölcsönökkel foglalkozó pénzügyi szolgáltatóval, amely ne kínálna alternatívaként devizahitelt, sőt, soknak közülük nincs is forintban konstrukciójuk. E tekintetben a svájci frank épp oly elterjedt, mint az euro.
- Vagyontartási funkció: Bár megtakarítások mennyisége jelentősen csökkent a hitelekhez képest, a kereskedelmi bankok megtakarítási termékei közül az euro betétek népszerűsége növekvő, illetve az euro alapú befektetési jegyeké töretlen.

A nem tudományos igényű, csak a nyilvánvaló és szemmel látható tendenciák számba vétele oda vezet, hogy megállapítsuk, a spontán eurorizáció Magyarországon már megkezdődött. A latin-amerikai gazdaságokra készült elméleti modellek felhasználása azonban körültekintést igényel. Feltétlenül hasonló méretű (kis nyitott országok) számára készült tanulmányt kerestem és tanulmányoztam. A választás egy „IMF Working Paper”-re esett, Alain Ize és Eric Parrado a Chilei Jegybanknak ajánlott „Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through”<sup>117</sup> címűre. A modern makrogazdasági háttérrel felhasználó, az újklasszikus és az újkeynes-i elemeket is ötvöző, az új neoklasszikus szintézis jegyeit felmutató tanulmány és modell bemutatása a Függelékben található meg. Bár nagyobb igényű vállalkozásokra is alkalmas lehet, itt pusztán néhány számítással azt szeretném bizonyítani, hogy megkötésekkel és apró változtatásokkal, némi egyszerűsítéssel ugyan, de alkalmas lehet számszerűsítésre és makro- további pénzügyi elemzésekben való felhasználásra.

Először a kamatprémium számításra vonatkozó függvénnyel foglalkozom.

$$i_t^* + (E[s_t] - s_{t-1}) + \frac{1}{2} \sigma_s^2 - \sigma_{p,s} - \sigma_{c,s} = i_t$$

$i^*$  = külföldi valuta kamatlába

$S$  = nominális árfolyam

$E(S)$  = várt nominális árfolyam

---

<sup>117</sup>Alain Ize-Eric Parrado: Dollarization, Monetary Policy and the Pass-Through, IMF Working paper WP/02/08



$(E[s_t] - s_{t-1})$  = nominális árfolyam változás logaritmus.

$\sigma_s^2$  = nominális valutaárfolyam átlagtól való százalékos eltérései átlagának négyzete.

$\sigma_{c,s}$  = fogyasztás idegen valutára átszámított értékének átlagtól való %-os eltéréseinek átlaga.

$\sigma_{p,s}$  = Az árak átlagtól való eltérése akkor, ha idegen valutára számítom át.

A nominális árfolyam %-os értékének megváltozását helyettesítettem be, illetve a Magyar Nemzeti Bank deviza középárfolyamaival számoltak. A KSH havi fogyasztási adatait számoltam át adott hónap átlagos devizaárfolyamán, majd ennek átlagtól való %-os eltéréseinek átlagát veszem figyelembe. Mivel az árak változása már tartalmazza az árfolyamok megváltozásának hatását, ezért ezt ki kell szűrni belőle. Ezt azonban csak a CPI esetében kell számolni, mert a GDP deflátor csak az alapanyagárak változásán keresztül tartalmazza. Mivel ezt nehezebb kiszűrni és időben is nagyobb az eltolódás – míg az alapanyagárak változása megjelenik a késztermék árban -, ezért mikor ezzel a változattal számoltam, akkor más lett (nagyobb) az árak változékonysága. Mindenesetre mindkét változatot érdemes kiszámítani, mert a tanulmány is figyelmeztet, hogy más eredménnyel járhat. Egyik problémát az jelenti, hogy az egymással egyértelműen összefüggő tényezők hatásának szinte mindegyike más időintervallumot igényel, akkor adna pontos eredményt, ha jók az adatok és jó a függvény, ha mindegyik adat más időtartamra (vagy időpontra) szólna, attól függően, hogy mennyi idő múlva bontakoztatja aki hatását a függő változóra. Ennek ellenére kizárólag a 2006-os év havi adatait vettem figyelembe.

A 2006-os nyitó és záró árfolyamértéknél nem az egyetlen napi véletlenszerűen alakuló értéket, hanem +-3 hónap átlagát tekintve az árfolyam változása: 2,18%-os forint árfolyam gyengülést jelent. Kérdés lehet, hogy a tanulmány az árfolyam megváltozását miképpen fogja fel, a forint gyengülése pozitív vagy negatív értéként szerepeljen-e. Azaz: közvetlen, vagy közvetett árfolyamjegyzésben gondolkodunk-e, hiszen az egyikben a növekedés gyengülést, a másikban erősödést takar. A tanulmány Chile-re készült, minden bizonnyal ez az oka, hogy a miénkkel megegyező az árfolyamjegyzés, tehát a 2,18 pozitív értéként szerepel.

**16. táblázat: Az árfolyam %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

	Árfolyam Ft/Euro	%-os eltérés az átlagtól
2006. január	250,85	-5,0%
2006. február	251,61	-4,7%
2006. március	260,75	-1,3%
2006. április	265,34	0,4%
2006. május	262,46	-0,6%
2006. június	271,90	2,9%
2006. július	277,58	5,1%
2006. augusztus	274,34	3,9%
2006. szeptember	274,74	4,0%
2006. október	267,29	1,2%
2006. november	258,88	-2,0%
2006. december	254,08	-3,8%
Átlag:	264,15	2,9

*Forrás: saját számítás*

**17. táblázat: A GDP deflátor %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

	GDP deflátor	%-os eltérés az átlagtól
2006. január	93,48	-9,1%
2006. február	95,43	-7,2%
2006. március	100,21	-2,5%
2006. április	105,35	2,5%
2006. május	101,18	-1,6%
2006. június	103,20	0,4%
2006. július	102,77	0,0%
2006. augusztus	103,84	1,0%
2006. szeptember	104,84	2,0%
2006. október	114,36	11,3%
2006. november	108,45	5,5%
2006. december	100,47	-2,3%
Átlag:	102,80	3,8

*Forrás: saját számítás*

**18. táblázat: A fogyasztás %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

	Fogyasztás	Árfolyam	Fogyasztás euroban	% - os eltérés az átlagtól
2006. január	1 461 028,48	250,85	5824,31	1,61%
2006. február	1 444 629,59	251,61	5741,54	0,17%
2006. március	1 455 462,92	260,75	5581,83	-2,62%
2006. április	1 453 168,91	265,34	5476,63	-4,45%
2006. május	1 462 621,33	262,46	5572,74	-2,78%
2006. június	1 502 073,76	271,90	5524,36	-3,62%
2006. július	1 537 168,19	277,58	5537,75	-3,39%
2006. augusztus	1 542 728,83	274,34	5623,42	-1,89%
2006. szeptember	1 559 118,99	274,74	5674,89	-0,99%
2006. október	1 567 777,45	267,29	5865,45	2,33%
2006. november	1 577 258,95	258,88	6092,63	6,29%
2006. december	1 591 460,60	254,08	6263,62	9,28%
Átlag:			5731,81	2,97

*Forrás: saját számítás*

**19. táblázat: A korrigált CPI %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

	CPI	Árfolyam változása	Korrigált	% - os eltérés az átlagtól
2006. január	100,10	-0,71%	99,60	-1,00%
2006. február	100,20	0,30%	100,41	-0,19%
2006. március	100,60	3,63%	103,22	2,60%
2006. április	100,70	1,76%	101,96	1,34%
2006. május	101,00	-1,09%	100,24	-0,37%
2006. június	100,30	3,60%	102,89	2,27%
2006. július	100,20	2,09%	101,69	1,07%
2006. augusztus	100,00	-1,17%	99,19	-1,41%
2006. szeptember	102,50	0,15%	102,60	1,98%

2006. október	100,50	-2,71%	98,63	-1,97%
2006. november	100,20	-3,15%	98,04	-2,55%
2006. december	100,10	-1,85%	98,82	-1,78%
Átlag:			100,61	1,54

*Forrás: saját számítás*

*(A számításokhoz felhasznált adatok alapjául a KSH és az MNB adatai szolgáltak.)*

Tehát akkor a fentebbi adatok alapján becsülhető kockázati prémium a következő:

$$(E[s_t] - s_{t-1}) + \frac{1}{2}\sigma_s^2 - \sigma_{p,s} - \sigma_{c,s} = i_t - i_t^*$$

$$2,18 + 0,5 \cdot 8,41 - 2,97 - 1,54 = 1,875$$

$2,18 + 0,5 \cdot 8,41 - 2,97 - 3,8 = -0,385$ . Negatív értéke azt jelzi, hogy a GDP deflátort jellemző nagy ingadozás miatt az eredmény még hamisabb, mint a CPI árfolyam-korrekciójával.

Ha az Európai Központi Bank irányadó kamatlábát tekintjük,  $i_t^* = 3,75$ ;  $i_t = 8$ ; a különbség 4,25. Az eredmény azonban talán mégis csak védhető, hiszen a kockázati prémium kialakulásának nem csak makrogazdasági, (sőt, gyakran nem) makrogazdaságilag indokolható okai vannak. Bár hatással van rá, de nem a fő ok a potenciális GDP-től való jelentős és gyakori eltérés, az ebben mutatkozó volatilitás. Mindebből csupán annyi derül ki, hogy a reálgazdasági teljesítmény oldaláról nem indokolt ez a magas kamatprémium. Pénzpiaci, politikai stabilitást érintő vagy egyéb más ok azonban indokolhatja.

A tanulmány szerint ekkor

$$\mu_F = \frac{\sigma_{p,s}}{\sigma_s^2} = \frac{1,54}{8,41} = 0,18$$

$$\rho_{p,s} \frac{\sigma_p}{\sigma_s} = \rho_{p,s} \frac{0,75}{2,9} = \rho_{p,s} \cdot 0,258$$

$$\rho_{p,s} = 0,696$$

a szükséges pénzpiaci indexálás mértéke 18%-os, az árak és az árfolyam közti korreláció 0,696.

A reálbér indexálás szükséges mértéke és a monetáris politikai beavatkozásokat jellemző együtttható emellett az érték mellett Magyarországon a következőképpen alakul:

$$\mu_R = \frac{(1 + \lambda_k)(\lambda_k + 0,696)}{\lambda_k^2 + 2 \cdot 0,696\lambda_k + 1}$$

$\lambda_k$  a monetáris politikát jellemzi. Keményen rögzített árfolyam esetén, mikor a monetáris politikának nincs igazi mozgástere, értéke 0, lebegő árfolyamrendszer esetén -1. Tehát a reálbérek indexálása akkor válik szükségessé, ha a monetáris politikának a lehetetlen hármasság esete miatt nem adódik lehetősége az egyensúly zavarok megakadályozására. Ha tehát rögzítenénk az árfolyamot, valutatábla intézményét vezetnénk be (vagy valutatanács), akkor a reálsokkok elkerülése érdekében a béreket kb. 70%-ban kellene indexálni az árfolyam változásához.

Érdekes eredményt adhat továbbá az üzletciklus-volatilitás hatásának tanulmányozása is. Elvileg a megfelelő adatok megléte, megtisztítása és előkészítése után alkalmas lehet arra, hogy a GDP rést kiszámítsuk két esetben: amikor a domináns valuta hatása a reálszférában 0, ( $\mu_R = 0$ ) a bérek nincsenek a külföld valutájához indexálva, illetve, amikor 1, ( $\mu_R = 1$ ) tehát a bérek az adott valutában kerülnek kifizetésre, adott valuta inflációs trendjétől függ a reálbér és így a kibocsátás nagysága is. Ugyanígy a pénzügyi folyamatokban betöltött szerepe és hatása alapján: vehetünk egy helyzetet, amikor  $\mu_F = 0$ , illetve egy olyan esetet, amikor  $\mu_F = 1$ . A dolog problematikája abban van, hogy egyáltalán nem biztos, hogy a  $\mu_F$  jelen pillanatban 0, függetlenül attól, hogy szándékoltan történik-e pénzügyi eurorizáció Fentebbi számítás szerint Magyarországon ma ennek kb. 18%-os mértékűnek kell lennie.

A tanulmány az optimális valutaövezet elméletéhez is adhat adalékot, bár ugyanarra az eredményre jut. Megállapításai szerint az aszimmetrikus sokkok az egészen eltérő reáloldali hatások eredményei és az  $n$  ill.  $n^*$  (belföldi és külföldi munkaerő) arányainak, számának megváltoztatásán, átcsoportosításán keresztül kezelhetőek. Azonban lehetőséget nyújt annak vizsgálatára, hogy egészen különböző országcsoportok esetében a monetáris önállóság mely szintje volna kívánatos e tekintetben mennyire széles skálán mozoghat az idegen valuta használatának mértéke, az idegen valuta elsősorban részleges átvételére gondolva.

## 4.4. Tendenciák hosszú távon

### 4.4.1. Hátrányok a seigniorage jövedelem elvesztése miatt

Az, hogy a seigniorage jövedelem teljes mértékben elvész, hiszen az a pénz kibocsátás haszna, tévhit. Van, aki azt vallja, az euroövezethez újonnan csatlakozó országok seigniorage jövedelme nem hogy csökkenne, nőni fog a csatlakozás után. Az országok az önálló monetáris politikáról s az önálló pénzről lemondanak, de nem feltétlenül jár ez a seigniorage elvesztésével! Ez a korábban végzett számítás szempontjából is fontos kérdés, hiszen ha nem kell akkora költséggel számolni, mint a korábban idézett MNB tanulmány szerint. Ekkor a költségekkel csökkentett hasznok becslése kissé pesszimista, de mivel egyébként sem tekintettük korábbi számításunkban nagy tételnek a seigniorage-t, így hát az óvatosság elvének megfelelő számításként elfogadhatjuk a korábban számított értéket.<sup>118</sup> Az EKB Alapokmánya szerint a seigniorage jövedelmet annak arányában kell elosztani, amilyen arányban az egyes országok nemzeti bankjai az EKB alaptőkéjéhez hozzájárultak. A hozzájárulás 50%-ban az egyes országok népességének arányától, s 50%-ban a GDP arányától függ.

Jelenleg, amikor a pénzkibocsátás a jegybankok monopóliuma, a seigniorage az a jövedelem, amely a pénzkibocsátás monopóliumából származik és a monopóliumból, hogy a jegybank előírhatja a kereskedelmi bankoknak betétek tartását a központi bankban. Több definíciója létezik. A kilencvenes évekig a legelterjedtebb definíció a monetáris seigniorage<sup>119</sup>, amely a monetáris bázis növekménye egy meghatározott időszak, általában egy év alatt. E definíció szerint a monetáris bázis növekménye a központi bank (vagy az állam) nyereségének tekinthető, a monetáris bázis létrehozása költségeinek, tehát a kereskedelmi bankoknak fizetett kamat, a bankjegynyomtatás és a bankjegykibocsátás, az elhasználdott bankjegyek cseréje költségeinek levonása után. E definícióból következően a monetáris bázis csökkenése esetén a jegybanknak vesztesége keletkezik. Ez a definíció nem felel meg a jelenleg elfogadott általános számviteli szabályoknak, mert ezek a monetáris bázist

---

<sup>118</sup> Kun János, Doktori Értekezés, Veszprémi Egyetem

<sup>119</sup> Erdős Tibor: Dezinfláció, seigniorage és az állami költségvetés egyenlege, Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. december (1021.1046. o.)

kötelezettségvállalásnak tekintik. A kötelezettségvállalás növekedése természetesen nem tekinthető nyereségnek.<sup>120</sup>

Az euroövezethez való csatlakozás után a nemzeti bankjegyeket kicserélik euro bankjegyekre. Ezt a folyamatot úgy is tekinthetjük, hogy a központi bank euroban kifizeti az eddig nemzeti valutában tartott monetáris bázist a lakosoknak, a vállalatoknak és a kereskedelmi bankoknak. Ez is bizonyítja, hogy a monetáris bázist kötelezettségvállalásnak kell tekintenünk. Szélesebb értelemben a monetáris seigniorage-t akkor tekinthetnénk nyereségnek, ha a monetáris bázis nem piacképes, a piacinál alacsonyabb kamatozása, vagy kamatmentes államadósságnak a költségvetéstől a jegybank által történt megvásárlása révén növekedne. Ez azonban nem valósulhat meg az EU tagállamaiban, s ezen belül a vizsgált országokban, mivel a jegybanktörvények ezekben az országokban tiltják, hogy a jegybank a költségvetést közvetlenül finanszírozza.

A szóban forgó országok seigniorage-jövedelmét vizsgáló irodalom által leírt seigniorage-t azonban a fiskális seigniorage definícióval lehet leírni, amely a jegybank mérlegében a pénzteremtés révén keletkezett eszközök hozama a pénzteremtéssel kapcsolatos költségek levonása után. A monetáris seigniorage-nak még mindig van jelentősége azokban az országokban, amelyekben az adóbehajtás nem hatékony, s a tőkepiac fejletlen. Ezen országok kormányai rákényszerülnek arra, hogy a monetáris bázis növelésével, a bankópréssel finanszírozzák a kormányzati kiadásokat. Csak politikai instabilitás, a demokrácia hiánya, a nagy szociális különbségek is növelik a monetáris seigniorage-t. A két, különbözőképpen definiált seigniorage-fogalom között van kapcsolat. Ha ugyanis magasabb az infláció, (de nem ér el olyan magas szintet, hogy a gazdaság szereplői elfordulnának a hazai pénztől,) a monetáris bázis általában gyorsabban nő, s a monetáris bázisnak megfelelő jegybanki eszközök nominális hozama is magasabb. Ugyanez fordítva is igaz.

A Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) a seigniorage és a monetáris jövedelem (monetary income) fogalmát szinonimaként használja, a monetáris jövedelem használata gyakoribb. A KBER és az Európai Központi Bank (EKB) alapokmánya szerint a monetáris jövedelem "az a jövedelem, amely nemzeti központi bankokban a KBER monetáris politikai feladatai végrehajtása során keletkezik." Ez a definíció szoros kapcsolatban áll a fiskális seigniorage-zsal, mivel a pénzkibocsátás és annak megkövetelése, hogy a kereskedelmi

---

<sup>120</sup> Fischer, Stanley: Seigniorage and the Case for National Money, Journal for Political Economy Vol. 90, 1980

bankok tartalékot tartanak a jegybanknál, monetáris politikai feladat. Van azonban egy lényeges különbség. Monetáris politikai feladat lehet a sterilizáció, amely olykor igen költséges, és a devizapiaci intervenció is, amely, ha sikeres, végső soron nyereségesnek is bizonyulhat. A vizsgált országok többségében általában a nagy külföldi tőkebeáramlás következtében sterilizációra kerül sor, amely esetenként jelentős költséggel jár.

Ha az EKB alapokmánya definíciójából indulunk ki, akkor sem tekinthetjük a seigniorage-t és a monetáris jövedelmet szinonimának. A seigniorage csak a monetáris jövedelem része. Eszerint a seigniorage-t csak a kötelező tartaléokra fizetett kamat, a bankjegyek nyomtatási költsége az érmék verési költsége csökkenti, feltéve, hogy az érméket a jegybank bocsátja ki. Ennek megfelelően a seigniorage-nak pozitívnak kell lennie, kivéve az olyan eseteket, amikor például a monetáris bázis, vagy annak jelentős része deviza vásárlása következtében jött létre, s a hazai valuta felértékelődése nagyobb, mint a devizaeszközök hozama. A monetáris politika alkalmazásának eszközei növelhetik és csökkenthetik is a jegybank nyereségét, amely így jelentősen eltérhet a seigniorage-tól.

Más kérdés, hogy mennyire költségesek az egyes országok központi bankjai által választott monetáris politikák. Nyilvánvalóan, a központi bankok első sorban nyereségüket (így többek között a seigniorage-ból származó nyereségüket) és tartalékaikat használják fel a monetáris politika vitelével kapcsolatos költségek fedezésére, de ha ezek nem elégségesek, a kormányok szubvencionálják a jegybankot. Ha a monetáris politika vitelével kapcsolatos intervenció végül nyereségesnek bizonyul, az ebből származó jövedelem nem része a seigniorage-nak. E definíció alkalmazása mellett is indokolt lehet azonban az intervenciók bevonása. A devizaárfolyam-változásoknak nagy hatása van a seigniorage-ra a csatlakozó országokban: a devizaeszközöknek nagyobb a súlya a jegybank mérlegében, mint a devizaforrásoknak, ezért a felértékelődés csökkenti, a leértékelődés növeli a seigniorage-t. Az intervenciók általában a felértékelődést csökkentik, ezért az intervenciók hiánya csökkentené a seigniorage-t. A jegybanknak lehet olyan nyeresége is, amely nem része a seigniorage-nak vagy a monetáris jövedelemnek. Ez olyan tartalékok kezeléséből keletkezhet, amelyek nem a monetáris bázis kibocsátásával jöttek létre, vagy olyan szolgáltatásokból, amelyet a jegybank a kereskedelmi bankoknak, az államnak vagy az állampolgároknak végez.

A függelékben található táblázatok viszonyítási értékeket közölnek a seigniorage nagyságáról az egyes országokban. Tehát a korábbi becslés a seigniorage-ra nagyon óvatos, hiszen a táblázatokból a seigniorage növekedése adódik. Azonban a felső táblázatból látható,



hogy a magasabb inflációjú országok seigniorage jövedelme általában magasabb. A seigniorage jövedelmeink tehát akkor is nagymértékben csökkennek, ha a jegybank dezinflációs programja sikeres. Tehát a seigniorage alacsonyabb mértéke akkor is természetes lenne, ha nem lépnénk az euroövezetbe, hanem a forint válna stabilabb valutává, ami mindenképpen kívánatos fejlemény lenne ez utóbbi esetben.. Így ezt a veszteséget semmiképpen nem lehet az euro számlájára írni, a költségek között feltüntetni. Így hozzávetőlegesen 230.000 millió forintot nyugodtan hozzáírhatunk a korábban kiszámolt haszon-költség összeghez.

#### **4.4.2. Nyugdíjreform után és előtt**

Nem csak az EU oldaláról érkeznek felénk a különböző pénzügyi kihívások. A globális problémák ugyanúgy kihívást támasztanak, ilyen például az ún. „második generációs” pénzügyi válságok megjelenése, vagy a népesség elöregedéséből származó, egyelőre megoldást még nem nyert kedvezőtlen folyamatok gazdasági, pénzügyi vetülete. Az eddigiekhez szorosan kapcsolódik annyiban, hogy eddigi nyugdíjreform lépéseink egy része látszólagos megoldást nyújt. Csak az utóbbi időben növekedett meg jól láthatóan az öngondoskodásra épülő rendszer felfutása, erre való hivatkozásaink azonban nem feltétlenül azt jelentik, hogy nálunk már általánossá vált. Az útkeresés aktív szakaszában vagyunk, ebben a fejlett országok egy része is így van, de mondhatjuk, hogy nálunk a nyugdíjreform igazán most kezd kialakulni, formálódni, de még mindig képlékeny. Ennél az EU országainak többsége előbbre jár. Természetesen innen még 30-40 év az, míg a nyugdíjat a mai járulékfizetők igénybe veszik, tehát átalakul a nyugdíjrendszer. A baj az, hogy szabaddá téve a pillérek megválasztásának lehetőségét, nehéz eldönteni, pontosan milyen kiesésre számíthat a költségvetés az évek során, hozzájönnek ehhez az adókedvezmények, mint további bevételkiesés. A Pénztárak Garanciaalapjának működtetési költségei is relatíve magasak lehetnek. Eközben a közeljövőben nyugdíjba vonuló „baby-boom” generáció még nem lépett magánnyugdíjpénztárba, nyugdíjuk kifizetése az állami szektort terheli. Ez óriási terhet jelent az államháztartás számára úgy, hogy megnyugtató választ a jövő nehézségeire nem tud adni. Az állam nem képes finanszírozni a „Ratkó-korszak” gyermekeinek nyugdíját az ez után következő nemzedékek járulékbefizetéseiből finanszírozni, legalábbis 3%-os deficit/GDP arány mellett nem. Az önkéntes pénztári befizetés csak kiegészítő jellegű, a még friss negyedik pillér úgszintén. Nem kötelező, de lehetővé kell tenni, hogy nyugdíjas korában megtartsa korábbi életminőségét. Az államnak szinte kötelező támogatni ezt, –

adókedvezménnyel teszi. Mindeközben sokan csak az adókedvezmények igénybevétele céljából lépnek be, a minimális tíz év után kilépnek és viszik a pénzt – igaz, hosszú távon takarékoskodtak, növelve a hazai megtakarítások alacsony szintjét, de ez azért nem téveszthető össze a nyugdíj-előtakarékossággal, ami a fő cél lehetne.<sup>121</sup>

A járulékbefizetőknek lehetővé kellene tenni azt, hogy a kötelező társadalombiztosítás illetve a kötelező magánnyugdíj rendszer által együttesen fizetett nyugdíjak legalább a létminimum szintjére elegendőek legyenek – és ez már maga is feszültség forrása lehet a sok éven át magas járulékbefizetéseket teljesítők részéről – de még a létminimumra sem fog elegendő lenni. A magánnyugdíjpénztárak rendszere egyébként az állami felelősség szintjét csökkenti, de nem szünteti meg. Nem beszélve arról, hogy a különbség elgondolkodtató. A magánnyugdíjpénztárak állampapírokba fektetnek. Az önkéntes pillérek esetén van lehetőség a magánszférába fektetni, a magánnyugdíjpénztárnál nincs. Jelen pillanatban. A változás szükséges, ám nem tükrözi az emberek igényeit a biztonságra törekvés szempontjából - egyik oldalról lehetőséget teremt, másik oldalról felelősséget vesz le a nyugdíjbiztosítók válláról. De egyelőre még az államnak nyújtanak hitelt, a költségvetést finanszírozzák, kevés kivétellel. Tulajdonképpen nem mindegy, hogy így finanszírozzák, vagy társadalombiztosítási befizetésekkel? Sajnos az előbbi nem számít bevételnek, így nem javítja a költségvetést. Az átállás szükségképpen növeli a deficitet. De mindazokkal szemben az állam nem vállal ugyanúgy felelősséget, fizetési kötelezettséget, akik járulékot fizetnek be? Tulajdonképpen igen, csak mintha ez a kötelezettség nem lenne egyértelmű. Mivel tisztán látta a kormányzat a demográfiai folyamatokat, tartalékolnia kellett volna a most következő nehéz időszakra – nem tette. Egyébként nem teszi ezt más területen sem, vagy csak kevésbé – Magyarországon a Nyugat-Európában olyan jól működő automatikus stabilizátorok sem igazán elterjedtek. Úgy néz ki, amit elszalasztottunk, annak a behozására nem nagyon lesz lehetőség: jelenleg éppen azt az időszakot éljük, amikor nagyon költséges lehet ilyen rendszerek kialakítása. A nyugdíjrendszer kérdésének nem kellő tisztázottsága kihathat az emberek várakozásaira is, végiggyűrűzhet a reál- és a monetáris szférán, általános válságot idézve elő. Igaz, világszerte nincs megnyugtató megoldás. A Deloitte elemzése<sup>122</sup> különösen érdekes, a közeljövőben, 1-2

<sup>121</sup> Augusztinovics Mária: Elmulasztott lehetőség – Nyugdíjreformok Közép-Kelet-Európában, Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején c. tanulmánykötet. Szerkesztette dr. Lentner Csaba, Akadémiai Kiadó, 2007., Budapest

<sup>122</sup> Global Economic Outlook, Global risks, regional opportunities; A Deloitte Research Study, Deloitte Touche Tomachu, 2006.

éven belül egy világgazdasági válság kibontakozását jósolja – okok: előregedés, szakképzettség csökkenése, munkaerőhiány. De a közelmúltban vihart kavart ázsiai betelepítés híre (vagy álhíre) kapcsán is megemlíthetjük. Ez különösen érdekes a munkaerőpiac problémáinak a tükrében és annak ismeretében, hogy ahogy már nálunk is, Nyugat-Európában és az USA-ban eddig is magas volt a felsőoktatásban tanulók aránya. Igaz, elsősorban a természettudományok és a műszaki pályák illetve az egészségügyi pályán tanulók számát kevesli a tanulmány. Soha nem élt a Földön annyi ember mint ma. Hogy arányában sok az 50 év feletti, különös, hogy mégsem sarkallja arra a multinacionális vállalatokat, hogy ne rotálják ki őket a munkaerőpiaci felvételnél, még akkor is, ha szakképzettségük és tapasztalatuk eltűnésével nagy úr jelenik meg a munkapiacra. Már mutatnak arra tendenciák, hogy a fejlődő országok fiataljaira szükség van a Nyugat-Európai munkaerőpiacokon. (pl. Hollandia – „capuccino generáció”<sup>123</sup>).

Számunkra a nyugdíjrendszer problémája a legnagyobb, hosszú távú, a pénzügyi stabilitás szempontjából legégetőbb stabilitási probléma, társadalmi következményei, a szociális feszültségek kirobbanásának valószínűsége nagy. De a fentebb, a Deloitte által taglalt valamennyi probléma súlyos feszültségek forrása is lehet, ilyen esetben pedig kiéleződnek az ellentétek. Olyan mértékű munkarero-differenciálódás az, amiről a Deloitte mint válságjelenségről ír, aminek semmi köze az általános munkaerőhiányhoz. Hiszen nem is arról van szó, hogy a keresőkorú népesség számának csökkenése megoldást jelent a munkanélküliségi problémákra. Egyre több szakértő ért egyet azzal, hogy a foglalkoztatás színvonala tovább fog csökkenni. Ez európai tendencia és a közép-európai országok nem valószínű, hogy kivételek lesznek. Kérdés, hogy egy általános elégedetlenség hogyan befolyásolja az EU-t, vagy akár az euro-övezet fennmaradását. Bár látszólag visszaút nincs, de az EU tagállamok megnyilvánulásai pl. Alkotmány szerződés elutasítása, lehet, hogy komoly összefüggéseket takar e témakörrel és talán máris rést ütött a pajzson.

---

<sup>123</sup> A kifejezés a színesbőrű és fehér lakosság keveredése miatti, nagylétszámú félvér nemzedék miatt jelent meg a szakirodalomban. Ld. pl. Dabasi Halász Zsuzsa (Miskolci Egyetem) tanulmányait.

## JAVASLATOK, EREDMÉNYEK

1. Az Optimális Valutaövezet Elmélethez kapcsolódó specializációs index számítás, korábbi számításokkal összehasonlítva megmutatja, hogy a számítások eredményeit folyamatosan felül kell vizsgálni, mert a változások e tekintetben is viszonylag gyorsak. A specializáció tendenciája azzal a következménnyel jár, hogy habár az Egyesült Államokkal való összehasonlítás most nagy különbségeket mutat, de az eurozóna gazdasági szerkezete és jellemzői viszonylag gyorsan *közeledni fognak az Egyesült Államokéhoz*.

2. A *Stabilitási és Növekedési Paktum* jelentős *módosításokat igényel*, komolyabban kellene venni követelményeit. Rugalmasabbnak kellene lennie, részint a tagországok sajátosságainak figyelembe vételével, részint az idő múlásával bekövetkező gyors változásokra való érzékenység tekintetében.

3. A Gazdasági és Monetáris Unióval kapcsolatos kritika az összefüggések teljes feltérképezése után került előtérbe. A jól felismerhető tendenciák egyfajta *önbeteljesítő hatást* mutatnak. Önbeteljesítő jóslatként önmaguk képesek „eltolni” a közös valuta bevezetésének tényleges időpontját. Elegendő itt arra gondolni, hogy a felboruló konvergenciapálya, vagy önmagában az alapvető makromutatók romlására vonatkozó várakozások felerősödése miatt meginduló tőkekiáramlás komoly nyomás alá helyezheti, illetve akár leértékelődésre is kényszerítheti a nemzeti valutát, ami könnyen megghiúsíthatja az árfolyamra, az inflációra, illetve a kamatlábakra vonatkozó kritériumok teljesítését.

4. A Gazdasági és Monetáris Unióba történő belépés feltételeinek teljesítése saját, jól felfogott *nemzeti érdekekkel* is magyarázható. Az instabil, változó környezet nem teszi lehetővé a halogatást. Felmerül azonban az igény, hogy a teljesítményjavítás ne külső kényszer formájában jelenjen meg, hanem belső igényként tudatosuljon, és alakítói részéről így kerüljön interpretálásra a gazdaságpolitika. Ez talán elősegítené a programok társadalmi elfogadottságán keresztül hatékonyságuk javulását. Ez általam megfogalmazott javaslatként is értelmezhető.

5. A *stratégia hiánya* hosszú távon is rendkívül károsan hat a makrogazdasági folyamatokra. A Gazdasági és Monetáris Unióba való belépés követelménye, de a fenntartható növekedés

kritériuma is szükségessé teszi a gazdasági stratégiai megalkotását. A fenntartható növekedési pályára való ráállásunk azonban automatikusan biztosítja a felvételt az euroövezetbe is; fel kell ismerni, az Európai Unió vezető hatalmainak makromutatók megfelelésének igénye, követelménye végső soron erre irányul, nem a mutatók rövid távon kikényszerített számszerű nagyságára.

6. Számos tanulmány szerint nem célszerű akár az árfolyamrendszert, akár a gazdaságpolitika egyéb elemeit változtatni az euroövezeti csatlakozásig, hiszen a változtatások során nagy a betanulási idő és ez átmeneti veszteségekkel jár. Ennek ellenére 2008. február 25-én a Monetáris Tanács az árfolyamsáv eltörlése mellett döntött, az inflációs folyamatok fékezése érdekében. A 2006-os év fejleményei, az euroövezeti tagság távoli jövőbe tolódása azonban azt bizonyítja, hogy a rosszul működő rendszerek korrigálása megkerülhetetlen, nem csak hogy távolabb visz a várt eredményektől, hanem negatív hatásai fokozatosan, késleltetve bontakoznak ki. Ha a 2003-as forint felértékelődés hatásait a fizetési mérleg egyensúly mai állapotával vetjük össze, tulajdonképpen a klasszikus J görbe hatást ismerhetjük fel Számos véleménnyel szemben a *kemény árfolyam rögzítés* (valutatábla) bevezetése *nem lett volna logikus lépés*. Felelőtlenség idő előtt feladni a monetáris politikát, míg nem élvezzük a közös valuta védelmét. A többi választható árfolyamrendszer lehetőségét nem vettem el.

7. Magyarország euroövezeti csatlakozása legalább 4-5 évvel tolódott el a 2006-os makro adatok ismerete tükrében. Ez idő alatt egy olyan gazdaság fog működni, amely felkészült az euro, a közös valuta használatba vételére. A magas szintű felkészültség és a várakozás eredményeképpen várható, hogy az euro-t ha hivatalosan nem is, de *spontán módon használni fogják a gazdaság szereplői*. A hivatalos átvételhez az Európai Unió nem adja áldását, ámde részleges használata várható. *A kormányzat képes olyan helyzetet teremteni, olyan lépéseket tenni, amely eredményeként a hivatalos átvétel nélkül is élvezhetjük az eurohasználat előnyeit.*

8. Sok elemzés születik napjainkban *a fejlődő országok dollarizációjának eredményeit* illetően, illetve *a részleges valutaátvétel hatásainak vizsgálatára*, aminek európai szakirodalma csekély. Számos elemzés átültethető a közepesen fejlett országok euro átvételének vizsgálatára. Ilyen például az Ize- Parrado tanulmány. A magyar gazdaság sajátos helyzetére vonatkozóan is *számos tanulsággal szolgálhat*. A megfelelő alkalmazás eredményeként

becsülhetővé válik pl. az üzletciklus-volatilitás, a belső sokkok okozta veszteségek, amelyeket az euro átvételéig biztosan el kell szenvednünk.

9. Érdekes eredményt adhat *az üzletciklus-volatilitás hatásának az Ize-Parrado modell alapján történő tanulmányozása*. Elvileg a megfelelő adatok megtisztítása és előkészítése után alkalmasak lehetnek arra, hogy a GDP rést kiszámítsuk két esetben: amikor a domináns valuta hatása a reálszférában 0, a bérek nincsenek a külföld valutájához indexálva, illetve, amikor 1, tehát a bérek az adott valutában kerülnek kifizetésre, adott valuta inflációs trendjétől függ a reálbér és így a kibocsátás nagysága is. Vizsgálható továbbá a domináns idegen valuta hatása a és pénzügyi folyamatokban betöltött szerepe is.

10. A seigniorage jövedelem nagyságában a szakmai vélemények erőteljesen eltérőek. Vizsgálataim alapján az a véleményem, hogy nőni fog a seigniorage jövedelem. Akár elfogadjuk ezt, akár nem, mivel *a seigniorage jövedelem korrelációt mutat az inflációs rátával*, azt pedig nemzeti valuta megtartása esetén is csökkentenénk, a *kiesésnek javarésze* ezért sem írható jogosan az euro számlájára, *nem számítható* jogosan az eurobevezetés *költségei közé*.

## ÖSSZEFOGLALÁS

A monetáris önállóság megőrzésének sokféle indoka lehet, ugyanakkor ha gazdasági eszközökkel mérhető, számszerűsíthető szempontokat vesszük figyelembe, akkor az euroövezethez való csatlakozásnak egyelőre a belépők nettó nyertesei. Persze, az optimális méret elérése után ez a helyzet változhat, mert a közgazdasági elméletek egyik alaptétele, a Pareto-optimum elve szerint addig érdemes bővíteni a valutaövezetet, míg ez nem jár a bent lévők hasznának csökkenésével, tehát addig a szintig, ameddig nincsenek a tagfelvételnek vesztesei. E pont létezését azonban sokan cáfolják, egyetlen világ-valuta víziójáról beszélnek és valamiféle versenyről, ami várhatóan a dollár és azt euro között fog eldőlni. Az a megállapításom, hogy a monetáris övezet bővítése kapcsán a munkámban elemzett számtalan kérdőjeles jelenség miatt ez utóbbi elképzelés esetleg a nagyon távoli, még beláthatatlan jövő része lehet és jelenlegi körülmények között utópisztikus elképzelés.

A hasznok és költségek becslésekor ugyanakkor körültekintőnek kell lenni, mert a költség-haszon számítások során jól bevált és alkalmazott eszközök makroszinten csak sokkal nagyobb hibasávok között határozhatóak meg. Nem csak a jelenérték számítás, vagy az alkalmazott referenciaértékek, a figyelembe vett időtartam meghatározása nehezebb makro- illetve nemzetközi szinten, hanem azzal is számolni kell, hogy már a bevételek és költségek meghatározásában sincs a terület szakértői között egyetértés: például a seigniorage jövedelem csökken, vagy nő? Költségként, vagy haszonként kell kezelnünk a különbözetet? Egyes szakértők költséget, míg mások hasznot mutattak ki Magyarország számára. (Én egyébként olyan számítást követek, szemben az MNB ismertebb műhelytanulmányával, amely nettó hasznot mutat ki.) A számítás során kapott 6 évre számított elmaradt haszon még a költségvetés egy éves deficitjét sem fedezi jelenértéken. Így észre kell vennünk, hogy e számítások jelentősége egyébként is jóval marginálisabb, mint az a köztudatban él, az igazi haszon a nem számszerűsíthető stabilitás növekedés, a biztonság, amelyet egy pénzügyi integráció tud nyújtani egy kis, gazdasági leszakadástól fenyegetett országnak a globalizáció versenyhelyzetet erősítő nyomása alatt.

Valutauniók nagy számban jöttek eddig létre a világban, a történelem során. Pontosan ilyen menetrenddel és feltételrendszerrel még sohasem. Méreteiben leginkább az Egyesült Államok szolgálhat az összehasonlítás alapjául. Azonban nagy bizonytalanságot rejt magában, ha az

Európai Unió erre a mintára hagyatkozik. Ugyanis az Egyesült Államok létrejötte teljesen más forgatókönyvet követett. Aggályos és az értekezés több pontban is megkérdőjelezi, hogy a fiskális politikák egységesítése nélkül működhet-e a monetáris politika. Nem kimondottan, hiszen ma független a fejlett országokban a két politika, mégis amikor nemzeti gazdaságpolitikával foglalkozunk, a monetáris politikát valamilyen szinten a fiskális alá rendeljük. Nyilván ezért jelenik meg több helyütt a kétség, hogy a közös fiskális politika nem képez-e alapot a közös monetáris politikához? Erre a tanulmány válaszként azt az észrevételt teszi, hogy láthatólag van igény és jelent meg tendencia, amely a fiskális politikák szorosabb együttműködésére, összhangjára, ellenőrzésére épít. Ez tulajdonképpen igazolja az ezzel kapcsolatos aggályok jogosságát.

Az egyik szigorú törekvés a fiskális közeledésre a Stabilitási és Növekedési Paktum (SNP) is, amely az államháztartási fegyelem betartatásának garanciáját igyekszik biztosítani. Célja költségvetési oldalról támogatni az EKB (Európai Központi Bank) monetáris politikáját. Sajnos, eddig betartása és betartatása körül azonban sok kétely merült fel. Az SNP vizsgálata arra a következtetésre vezet, hogy ez a helyzet nem egyszerűen a tagországok fegyelmezetlenségének tudható be. Az apparátushoz, a kor tudományos színvonalához, ismereteink mai szintjéhez képest meglátásom és a leírt elemzésemben is hangsúlyozott tényezők szerint az SNP nem felel meg funkciójának. Jelentős módosításokat igényelne, hogy komolyabban vegyék követelményeit. Rugalmasabb kellene hogy legyen, részint a tagországok sajátosságainak figyelembe vételével, részint az idő múlásával bekövetkező gyors változásokra való érzékenység tekintetében.

Az Optimális Valutaövezetek Elméletének (OCA) vizsgálata e téma esetében megkerülhetetlen. E tekintetben igazolást csak az nyer, hogy valóban, sok más korábbi munkával egyetértve, a valutaövezet nem optimális a munkaerő mobilitás kérdését tekintve, de az aszimmetrikus sokkok tekintetében biztonságban vagyunk; ez ugyanis a specializáció függvénye, mi pedig a legújabb adatok felhasználásával számított specializációs index szerint közelebb kerültünk az Európai Unió specializáltsági szintjéhez, mint néhány évvel ezelőtti számításaimban azt megmutattam. Mivel az adatok forrása ugyanaz, a felhasználás módja sem változott, ebből következik, hogy az index néhány év alatt képes kimutatható (igaz néhány %-os) változáson keresztülmenni. Tehát hosszabb időszak alatt ezek a tendenciák átalakulhatnak. A közeledés ugyanakkor számomra meglepő és kifejezetten rossz tendencia. Ahhoz ugyanis, hogy Magyarország az Európai Unió teljes jogú és hasznos tagja legyen, meg kell találnia



helyét. Ahhoz, hogy megálljon a saját lábán, meg kell találnia azokat a területeket, amelyeken komparatív előnyben van. A komparatív előnyök kihasználása pedig specializálódáshoz vezet. Ha azonban az elképzeléseimnek megfelelően alakulna Magyarországon és a többi tagországban a specializáció, akkor idővel felerősödne az aszimmetrikus sokk-veszély. Mindeközben persze biztosan hatékonyan érvényesül az EU törekvése (oktatáson, intézményrendszeren, propagandán) keresztül és emiatt a munkaerő mobilitás javul. Így feltételezésem szerint a nem is olyan távoli jövőben közeledésnek kell bekövetkeznie a jóval specializáltabb és tényezőáramlásban rugalmas Egyesült Államok OCA jellemzőihez.

Magyarország veszélyeztetett a pénzügyi stabilitás szempontjából. Okai a múltban és közelmúltban elhibázott gazdaságpolitika, a pénzügyi szektor gyors liberalizációja és a rohamosan fejlődő szabályozási környezetet próbára tevő módon kiéleződő pénzpiaci verseny, a többé-kevésbé helytelenül megválasztott árfolyam mechanizmus.

A magyar gazdaság állapota, a makromutatók helyzete ma köztudottan rossz. Bár munkámban foglalkozom az okokkal, mindezeket inkább felsorolás szinten taglalom. Részint, mert nem szerettem volna, hogy dolgozatomban helyet kapjon a politika, törekedtem arra, hogy dolgozatomban, mivel a közgazdaságtudomány tárgykörében íródott, az ezzel kapcsolatos problémák vizsgálatára fókuszáljon. Annak felismerése azonban már az Európai Unióval kapcsolatos rész alapján is megtörtént, hogy a csatlakozás feltételül szabott kritériumrendszer tulajdonképpen gazdasági stabilitást céloz és ez minden nemzetgazdaság alapvető belső érdeke. Megkerülhetetlen sajnós e munkában is az az észrevétel, hogy sajnálatos módon (talán történelmi és hosszú évekig domináns filozófiai áramlatok hatására) jelentős torzulások vannak jelen a gazdaságpolitika célrendszerének megfogalmazásában, az emberek felé való interpretálásában és sajnós a prioritások megválasztására is kihat. Az utóbbi időszak azt bizonyította, hogy társadalmi elfogadás nélkül a kormányok nem hozhatnak döntéseket. Mintegy javaslatként fogalmazom meg, - bár ez a javaslat talán elrugaszkodik a lecsupaszított, kizárólag közgazdasági szempontú közelítéstől – az intézkedések kommunikálása során nyerjen teret annak hangsúlyozása, hogy milyen belső, nemzeti érdekek indokolják a döntéseket, ahelyett, hogy milyen külső kényszer hatására cselekszünk. Ugyanis ez még azt is feledteti, hogy a mai „külső kényszer” szemben a rendszerváltozás előtti negyven év kényszereivel, legalábbis a megvizsgált, makromutatók javítására vonatkozó törekvések esetében nem áll ellentétben, hanem megegyezik saját, jól felfogott érdekeinkkel. Foglalkozom azzal is, hogy jelen pillanatban a költségvetési hiány kérdése milyen okok miatt

és hogyan nyert elsőbbséget minden más makroökonómiai mutatóval szemben, (nem csak Magyarországon) és ennek milyen torzító hatásai léphetnek fel.

Újszerű következtetésnek szántam annak a vizsgálódásnak az eredményét, hogy hogyan hat vissza a folyamatos szembesítés és kritika az ország teljesítőképességére és a morálra, amely a „csatlakozás érdekében” hozott áldozatokat realizálja. A tanulmányozott szempontok alapján erős kritikát fogalmazok meg az euroövezet bővítési politikájával szemben. Jelentős szerepe van az EU, illetve GMU (Gazdasági és Monetáris Unió) magatartásának arra, hogy a később csatlakozott országok nem, vagy csak részben képesek teljesíteni az euroövezethez való csatlakozás kritériumait és ezen országok jó részében tartós és jelentős makrogazdasági egyensúlytalanságok a jellemzőek. Hiszen Magyarország erős függést alakított ki a külföldi befektetőktől, ez tanácsadói, részben az Európai Unió érdeme. Sikertelen teljesítményének állandó napirenden tartása és nyilvános negatív megítélése nem ösztönző és nem csak „pszichés” okokból. Ez mindig fokozza a Magyarországot fenyegető pénzügyi válság bekövetkezésének lehetőségét, emiatt újabb és újabb megelőző lépésekre van szükség. Ez áldozatokkal jár. Az áldozatok hatására Magyarország helyzet romlik, esélye csökken és nem azokra a feladatokra fókuszál, amelyeknek teljesítése az EU elvárása és Magyarország érdeke.

A magyar pénzügyi szektor megítélése kettős. Azt a következtetést vontam le, hogy hitetlenség mértékű javulás következett be az intézményi tényezők, eszközök és tudás, gyakorlat nyugati gazdaságokból való átvétele révén a rendszerváltást követő bankkonszolidációk óta. Azonban akkor a magyar vállalati, vállalkozói szektor hiteleinek visszafizetése ütközött akadályba. A háztartások akkor magas megtakarítási szintet mondhattak magukénak. Mára már ezek a megtakarítások nincsenek, a háztartások nem hitelezik a gazdaságot, nettó adósok és eladósodásuk mértéke kritikus. Átlagosan minden háztartás elköltött 100 Ft-jából 30 Ft adósság. A hitelezési válság terjedése és a szabályozás ismereteinek és eszközeinek gazdagodása közti ellentmondást a versenyhelyzet erősödésével lehet magyarázni. Ha a hatóság nem akarja saját kereskedelmi bankjainkat háttérbe szorítani a nemzetközi versenyben, hagy lehetőséget arra, hogy a kereskedelmi bankok esetleg az átlagosnál nagyobb kockázatot vállaljanak. Kérdés, hogy a háztartások tömeges „bedőlése” esetén mi történik, mennyire nyer teret a moral hazard.

A devizakitettség túl gyors megnövekedése mindkét szektor hitelezésében megjelenik problémaként. A penetrációs ráta javulása azonban pozitív fejlemény. A Bázel II. azért kerül

ismertetésre, hogy bemutassam, milyen kifinomult eszközei vannak ma a banki szabályozásnak és mennyire üdvözlendő szabályok nemzetközi bevezetése, amely nem egy ország bankjainak lehetőségét fékezi a versenyben, hanem egyrészt korszerű, másrészt a versenytársakra épp úgy kiterjesztett eszközök.

Az árfolyamrezsím elhibázottsága a pénzügyi stabilitás instabilitás előidézője lehet. Számos tanulmány szerint nem lehetséges és nem célszerű akár az árfolyamrendszert, akár a gazdaságpolitika egyéb elemeit változtatni az euroövezeti csatlakozásig, hiszen a változtatások során nagy a betanulási idő és átmeneti veszteségekkel jár. A 2006-os év fejleményei, az euroövezeti tagság távoli jövőbe tolódása azonban azt bizonyítja, hogy a rosszul működő rendszerek korrigálásán el kell gondolkodni, mert nem csak hogy távolabb visz a várt eredményektől, hanem negatív hatásai fokozatosan, késleltetve bontakoznak ki. Ha a 2003-as forint felértékelődés hatásait a fizetési mérleg egyensúly mai állapotával vetjük össze, tulajdonképpen a klasszikus J görbe hatást ismerhetjük fel.

Az egy egész fejezetre kiterjedő vizsgálat eredménye az, hogy a rögzített árfolyamrendszert kizárhatjuk, mert a mai makrogazdasági környezet nem teremti meg a lehetőségét. Nem azt állítom, hogy hívei tévednek, csak hogy ez alatt a rövid idő alatt, amióta az ő publikációik nyilvánosságot nyertek, számos olyan esemény történt, amely ma már helytelen lépésként tünteti fel ennek a lehetőségnek a realizálását.

Az árfolyamrendszer megváltoztatásának kérdésében a legfőbb probléma nem az volt, hogy hogyan változtassuk meg, hanem az, hogy megváltoztassuk-e. A betanulási idő, a rövid időre való átállás hasznainak és költségvonzatának az aránytalansága ma már kevésbé indokolta a változtatást, mint korábban. 2006-ban és 2007-ben a társadalmi elégedetlenség megnyilvánulásai, gazdasági és politikai értelemben vett instabilitás és hazánk az Európai Unióval való rossz tárgyalási pozíciója miatt, rossz a megítélést eredményezett a külföldi befektetők, hitelezők körében, és nem lett volna helyes nagy mértékű változtatásokat eszközölni az árfolyamrezsím területén, mert nem kockáztathattuk, hogy esetleg megzavarjuk a piacot. A 2008-as év elején azonban már úgy ítélték meg a Magyar Nemzeti Bank és a kormány szakértői, hogy elérkezett az idő az árfolyamsávok eltörlésére; az ok az infláció kordában tartása. Így is számtalan kérdést vet fel a szabad lebegtetés jövője. A piaci mechanizmusok korlátlan érvényesülése versenyképesség javulást követel meg hazánkban, számos területen. Ellenkező esetben visszajára fordulhat a szándék; a forint nem erősödik,

hanem gyengül. A korlátok nélkül csökkenő forint árfolyam katasztrofális hatással lehet az euro bevezetésekor megtakarításainkra – gondoljunk csak az egyébként is kritikus nyugdíjkérdésre - és ezt sajnos nem ellensúlyozza a hitelek eurosítása, hiszen hitelállományunk nagyobb része nem forint-, hanem devizahitel.

Észre kell vennünk, hogy bizonyos folyamatok afelé mutatnak, hogy a bizonyos pénzfunkciók tekintetében a hosszúra nyúlt átmeneti időszakban az euro használata erősödni fog. Erre a jelenségre ma nem pusztán jelek utalnak. A spontán eurorizáció kérdése nem túl széles körben elemzett a magyar szakirodalomban, de az Európai Unió írások körében sem. Véleményem szerint át kell tekinteni a részleges dollárhasználatról szóló szakirodalmat, mert az átmeneti időszakban ezen tanulmányok következtetései hasznunkra lehetnek.

Egy IMF tanulmányt elemeztem e kérdéskörben, amely Chile részleges dollarizációjáról szólt. Azt a tanulságot hordozza elsősorban, hogy a folyamatot a kormány erősíteni és gyengíteni képes. Az erősítés nem azonos a hivatalos bevezetéssel. Az eurohasználat előnyeit már az átmeneti időszakban elérhetjük ennek segítségével. A pénzügyi intézményeknek (a devizakitettség miatt) de a vállalatoknak is érdekük lenne a mérlegek szimmetriája, a különböző pénzügyi eszközök és források valutane-összetételének közeledése. Stabilitásunkat e tekintetben mindenképpen javítaná ez. A kormányzat akár odáig is mehetne, szerződéseit megsértése nélkül, hogy lehetővé tenné az euroban való adózást, így több szereplő bevételi forrása, többek között a munkabér eurosítása is elképzelhető lenne. Az áruforgalom területén minimális nehézséggel oldható meg a változás és a lakosság devizahitel állományának kockázata is csökkenne.

Akár történnek fentebbi változások akár nem, az euro spontán térnyerése valószínű. Alain Ize és Eric Parrado tanulmányának figyelembe vételével az új helyzethez igazított makromodellhez jutunk. Amellett, hogy az optimális monetáris politika vagy a bérindexálás kérdésköre fontossá válhat számunkra az elkövetkező években, segítségével becsülhetővé válik az üzletciklus-volatilitás is haszna és költsége, amely az elemzők mai álláspontja szerint nem becsülhető.

Lényeges elem a seigniorage-jövedelem kérdésköre. A seigniorage jövedelem növekedése valószínű, de ebben a különböző források nem azonos eredményt mutattak fel. Kutatásaim ezzel kapcsolatos eredménye: akár növekszik, akár csökken Magyarország bevételei között a

seigniorage-bevétel, az seigniorage inflációval való korrelációja miatt nem indokolt – legalábbis teljes egészében - belevenni a csatlakozás költségei közé. Hiszen az euroövezeti csatlakozástól függetlenül törekszünk - az MNB elsődleges célkitűzéseként – a gyors dezinflációra.

## SUMMARY

The preservation of monetary independence can have many kinds of reasons, on the other hand if we take the measurable and countable aspects by economic implements into consideration than temporarily the entered countries are the net winners of the joining into euro zone. Of course, after reaching the optimal size, this situation can be changed because according to Pareto-optimum principle – which is one out of the economic theories – it is useful to enlarge the currency zone until this is not accompanied by the decrease of insiders' benefit, so until that level as long as there are not any losers of the admittance of new members.

On the other hand when the benefits and costs are being estimated we have to be careful because during the cost-benefit computations the well-trying and applied implements can be determined only between a much bigger fault zone on macro level. Some of the experts revealed loss, the others benefit for Hungary. On the basis of my own computations in Hungary the realizable seigniorage income does not decrease in contrast with the known study of MNB. During the computations the counted emerging benefit for six years does not cover the one-year deficit of the budget either on net present value. Consequently we have to see that the significance of such calculations like these are ordinarily much more marginal than as it is in the common knowledge, the real benefit is not among the countable benefits, for example growth of stability, security that can be offered by a financial integration for a small country threatened by economic drop behind under the pressure of fortifying competitive environment of globalisation.

Many currency unions were established in the whole world during our history. But never exactly one like the European Monetary Union. According to its size the United States can be the basis of comparison. However a big uncertainty is being hidden if the European Union relies on this model. Since the establishment of the United States followed a completely different continuity. Perhaps this is the reason why doubt is appearing if the common fiscal policy does not constitute basis for the monetary policy? The answer to this question is that visibly there is claim and tendency to a closer cooperation, agreement and supervision of fiscal policy.

A strict endeavour for the coordination of fiscal policies is also the Stability and Growth Pact, which tries to provide guarantee of the budgetary discipline's observe. Its purpose in budgetary aspect is to support the monetary policy of ECB (European Central Bank). It would require significant modifications to take its requirements more seriously. It should be more flexible both with considering the features of member states and in the respect of sensitiveness of quick changes by passing of time.

The analysis of Optimal Currency Area theory (OCA) is unavoidable in this issue. From this view I verified – in agreement with many other previous study – that currency zone is not optimal considering the question of mobility of labour, but in the respect of asymmetrical shocks we are in safe; since this is the function of specialization and we got closer to the specialization level of European Union according to the specialization index counted by me where I used the newest data. As the source of the data is the same and the mode of the appropriation has not changed it follows from this, that the index is able to do a demonstrable change in a few years (however only a few percents). Of course during a longer period of time these tendencies can transform. On the other hand the approach is surprising me and it is a definitely bad tendency. According to my supposition in the quite close future an approach has to take place to the OCA features of the USA, which is more specialized and flexible in factor flow.

Hungary is threatened from the point of view of financial stability. The reasons are: unsuccessful economic policy in the past and recent past, too fast liberalization of the financial sector and deepening money market competition which proves speedy developing regulation environment, the more or less incorrectly chosen rate mechanism. The achievement of Hungarian economy is weak, all of our macro indexes clearly show the recession of the economy. Though I studied the reasons in my dissertation, I only listed them. Partly because I would not have liked politics to take place in my dissertation and since my study was written in the subject of economics it has to focus on the problems related to this subject. The realization of criteria system that is the condition of joining actually has economic stability in view – this realization already has happened in the past related to the European Union-, and this is the essential and internal interest of all national economies. In the case of examined endeavours – concerning the correction of macro indexes -, the requirements are the same with its own, well-comprehended interest. I also studied that nowadays for what reason and

how did the question of budget deficit win priority in contrast with all other macroeconomic indexes (not only in Hungary) and what kind of distort effects of it can appear.

I intended for a new conclusion the result of an examination that how does the continuous confrontation react: critics for the country's productivity and morality which realizes the brought victims in the interest of joining. On the basis of studied aspects I formulated strong critics in contrast with the euro zone enlarging policy. The EU and EMU's attitude (Economic and Monetary Union) have got significant function in the later joined countries are not or just partly able to do the criterias of the joining into the euro zone, and also the most of these countries are typical of long-lasting and significant macroeconomic off-balance. As Hungary accomplished a strong dependence form foreign investors it is partly due to the European Union. Its unsuccessful achievement is regularly on the agenda and its public and negative judgement does not effect stimulatory. The value judgement concerning to our economic achievement increases the possibility of happening financial crisis that threatens Hungary, that is why further prevention steps are needed.

The judgement of Hungarian financial sector is double. Since the political transformation followed by bank consolidations the institutional factors of market economy has developed in a short period of time through the takeover of implements, knowledge and practice from western economies. During the political transformation the repayment of credits of Hungarian companies and entrepreneurial sector had difficulties. But the consumers' significant savings financed the deficit of the enterprises and the public sector. However nowadays the consumers are the net borrowers, the measure of their indebtedness is critical. Thirty forints are debt out of every one hundred forints spent by consumers on average. If the authority does not want to push our own commercial banks into the background in national competition, it leaves opportunity for them to take higher risks than the average. The question is that what happens if the consumers are going to fool in a large number and how far can gain ground the moral hazard.

The too fast increasing of currency exposing appears as a problem form the view of credit in both sectors. On the other hand the improvement of penetrating rate is a positive development. I studied Bazel II. to present what kind of refined implements does bank regulation have. Bazel II. is not the equipment to control the opportunities of only one country's banks, but in one hand advanced, on the other hand similarly extended equipments



to the competitors. The mistaken rate regime can be the cause of instability of financial stability. According to many studies it is not possible and also not suitable to change the elements of currency rate system of economic policy until joining into the euro zone, because during the changeovers the studying time is long and it is accompanied by transitional losses. Although the developments of 2006, the shift of euro zone membership into the distant future proves that we have to think over the correction of the wrongly working systems, because it does not only take further from the expected results, but its negative effects develop gradually and delayed. If we compare the effects of forint becoming valuable in 2003 and the present condition of the balance of payment as a matter of fact we can recognize the effects of classical J-curve.

In my opinion we can rule out the fixed currency rate from the currency- and exchange rate systems because the present macroeconomic background does not create the possibilities for its entry and maintenance. I do not claim that the followers are wrong but during this short period of time since their publications won publicity, there were many events which show the realization of this possibility as an incorrect step. In the question of currency system change the main problem is that should we change it or not. The studying time and the disproportion of benefits and costs of adjustment for the short period of time is less and less the reason for changeover than earlier. Because of Hungary's macro indexes and bad position in negotiation with the EU, Hungary's image is so poor in the foreign investors and creditors circles that in present moment we have to abstain from such big changeovers because we cannot risk that perhaps we disturb the market.

We have to notice that in the view of certain money functions and in the lingering transitional period of time the usage of euro is getting stronger. The question of spontaneous eurorization is not analysed in wide range in Hungarian specialized literature and neither in the writings of European Union. In my opinion we should review the specialized literature about partial dollar usage because the conclusion of these studies could be useful for us.

I analysed an IMF study in this topic, which was about Chile's partial dollarization. The main conclusion of the study is that the government is able to strengthen and weaken the process. Strengthening is not the same than official establishment. With the help of it we can reach the advantages of euro usage already in the transitional time. The financial institutions' (because of the foreign currency expose) and also the corporations' interest would be the symmetry of

scales, the approach of currency sort composition of different financial resources and sources. In this respect our financial stability would be definitely corrected. Whether happens the mentioned changes above or not, the spontaneous headway of euro is possible. On the basis of Alain Ize and Eric Parrado's study we can create a macro model, which is suitable for analysis and description of the new situation. With its help the benefits and costs of transaction-volatility can be estimated. The optimal monetary policy of the topic of wage indexation can become important in the next few years.

The order of seigniorage income is an important question. The growth of seigniorage income is possible, but analysts assume this growth in different measures. According to my researches: whether increases or decreases the seigniorage income in Hungary's income, because of the correlation of seigniorage by inflation it is not reasonable – leastwise in its entirety – to include among the costs of joining. After all independently of joining into the euro zone we aspire after fast desinflation.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

ANDOR László (2003) Monetáris evolúció Európában, MEH, Kormányzati Stratégia Elemző Központ, STRATEK, Euró, érvek és ellenérvek, 2003 december

ANDOR László (2003): Nemzetek és Pénzügyek, Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, (Európai Iskola sorozat)

ARTNER Annamária (2000): Az Európai felzárkózási tapasztalatok Görögország példáján. MTA Világgazdasági Kutatóintézet Kihívások 127. szám, 2000. április

AUGUSZTINOVICS Mária (2007): Elmulasztott lehetőség – Nyugdíjreformok Közép-Kelet-Európában, Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején c. tanulmánykötet. Szerkesztette dr. Lentner Csaba, Akadémiai Kiadó, 2007., Budapest

Dr. BÁGER Gusztáv (2003): Az IMF és a világbank új prioritásai, Stratégiai füzetek 13. Miniszterelnöki Hivatal Stratégiai Elemző Központ, 2003. május.

BEBESSY Dániel (2002): A „pegg”-ek alkonya, Fordulat c. folyóirat 2002. tél-tavaszi, Társadalom Elméleti Kollégium kiadvány

BOCK Gyula – MISZ József (2006): Nemzetközi közgazdaságtan, Tri-mester Kiadó, Tatabánya, 2006.

BOD Péter Ákos (2001): A pénz világa – a világ pénze, KJK-Kerszöv, Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest.

BOD Péter Ákos (2005): Kreatív könyvelés, kreatív kormányzat (2005. MDF Sajtószoba)

Dr. BOD Péter Ákos - Dr. MELLÁR Tamás - Dr. VUKOVICH Gabriella (2006): Fehér Könyv Magyarország állapotáról, SzPM Alapítvány.

BRADFORD J. DeLong (1999): The Triumph of Monetarism?, 1999. october,  
www.berkeley.edu, letöltve: 2005. szeptember

BREALEY-MYERS (2004): Modern vállalati pénzügyek, Panem kiadó, Budapest.

BUCHHOLZ, Todd G. (1998): Új ötletek halott közgazdászoktól, Európa Kiadó, Bp., 1998.

CAMPBELL, Andrew; HARRISON, Graeme and UPRICHARD, Jamie (2001): Containing the spread of contagion, Queen's University, Belfast, December 2001., [http://www.qub.ac.uk/presentations/dec2001/01-12-20\\_containing\\_spread\\_of\\_contagion.pdf](http://www.qub.ac.uk/presentations/dec2001/01-12-20_containing_spread_of_contagion.pdf), letöltve: 2002. május.

COHEN, Benjamin J. (1998): The Geography of Money, Ithaca: Cornell University Press.

COHEN, D. (1997): Fehldiagnose Globalisierung. Frankfurt, Campus.

CSAJBÓK Attila – CSERMELY Ágnes (2002): Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése; MNB műhelytanulmányok 24.

DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György (1998): A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben (Közgazdasági Szemle, 1998. november)

DEZSÉRI, Kálmán (2000): Economic Relations between Russia and the Central European Countries, MTA, Working Papers, No.111 August 2000

DONATH, Jaap (1999) Why Do State Give Up Sovereignty? International Studies Review 1 (3), 168–170.

EMMONS, William R.(1999): Convergence in the Euro-zone? Monetary Trends, octoiber, 1999., <http://research.stlouisfed.org/publications>

ERDŐS Tibor: Dezinfláció, seigniorage és az állami költségvetés egyenlege, Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. december (1021.1046. o.)

FARKAS Péter (2002): A globalizáció és fenyegetései /A világgazdaság és a gazdaságelméletek zavarai / Aula Kiadó, 2002. Budapest

FISCHER, Stanley (1980): Seigniorage and the Case for National Money, Journal for Political Economy Vol. 90, 1980

FISHER, Stanley (2001): Exchange Regimes: Is the Bipolar View Correct?, Finance and Development, 2001. június, Vol. 38, No. 2.

FISHER, Stanley: Financial Crises and Reform of the International Financial System; Review of World Economics 2003, Vol 139. (1) p.6-7

FREEDMAN (1993): In defence of footnotes-a clarification of a misunderstanding of Keynes's definition... Cambridge Journal of Economics 1993; 17: 241-244

GOODFRIEND, Marvin és KING Robert G. (1997): The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. In.: NBER Macroeconomics Annual.

GRAUWE, Paul (2003): The Stability and Growth Pact in need of reform; University of Leuven.

GYŐRFFY Dóra (2006): Globális kihívások és nemzetgazdasági alkalmazkodás /A gazdaságpolitikai fegyver érvényesítése Svédországban/ Közgazdasági Szemle LIII. Évf., 2006. június

HELLYER, Paul (1998): A globális pénzügyi válság túlélése Gondola Kiadó.

HORVÁTH Ágnes- SZALAI Zoltán (1997): Gazdasági és Monetáris Unió, MNB Műhelytanulmányok 12.

HYMAN Minsky (1993): „Financial Instability Hypothesis”, 1993, in Arestis and Sawyer, Handbook of Radical Political Economy ([www.levy.org/docs/wrkpap/pdf](http://www.levy.org/docs/wrkpap/pdf); letöltés dátuma: 2004. március )

IZE, Alain – PARRADO, Eric (2002): Dollarization , Monetary Policy and the Pass-Through, IMF Working paper WP/02/08

JANKOVICS László (2005), Debreceni Egyetem, doktori értekezés

JUHÁSZ Zita (2003): Pénzügyi ingadozásokra ható tényezők az EU csatlakozás után, PhD konferencia, Lillafüred.

KING, R. G.- LEVINE, R. (1993): Finance, entrepreneurship, and growth. Journal of Monetary Economics, 32.

KISS M. Norbert (2003): A makrogazdasági hírek hatása a pénzpiacra, MNB. Műhelytanulmányok 30.

KOCZISZKI György (2000): Regionális integrációk gazdaságtana, Bíbor kiadó, Miskolc.

KOZMA Ferenc (1996): Külgazdasági stratégia, Aula Kiadó.

KRUGMAN, Paul R. – OBSTFELD, Maurice (2003): Nemzetközi gazdaságtan, Elmélet és gazdaságpolitika, Panem Kiadó, 2003., 498.o.

KUN János (2006), Doktori Értekezés, Veszprémi Egyetem

KUN János (2006): Lopakodó euró, Élet és irodalom, 2006. július

LÁSZLÓ Flóra szerk. (2006): Monetáris politika Magyarországon. Magyar Nemzeti Bank, Budapest

Dr. LENTNER Csaba (2005): Rendszerváltás és pénzügypolitika, Akadémiai Kiadó

LENTNER Csaba szerk.(2007): Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején, Akadémiai Kiadó.

LINDSAY-POLAND, John (1996): Fellowship of Reconciliation, U.S.-Panama Policy: Canal, Bases, and Dollars Volume 1, Number 14, November 1996

LOSONCZ Miklós (2007): A gazdasági Monetáris Unióba való belépés követelményei és a magyar államháztartás, Hitelintézeti szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám (Magyar Bankszövetség)

LOSONCZ Miklós (2003): Mit ér az önálló monetáris politika? Euro – érvek és ellenérvek, Miniszterelnöki Hivatal, Kormányzati Stratégiai Elemző Központ, (STRATEK) 2003. november

LŐRINCNÉ Istvánffy Hajna (2001): Pénzügyi integráció Európában KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Könyvkiadó, Budapest

MALONEY, John; MACMILLEN, Malcolm (1999): "Do Currency Unions Grow Too Large for Their Own Good?", Economic Journal.

MIDELFART Knarvik, Karen Helene (2002): Delocation and European integration, Economic Policy, 35, Fall 2002.

MAZZAFERRO, Francesco et al. (2002): Economic relations with regions neighbouring the euro area in the "euro time zone" ECB Occasional Paper Series No. 7

MCKINNON R. I. (1996): The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates. MIT Press, Cambridge, Mass. 1996.

MIHÁLY Péter (2005): Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája, Közgazdasági Szemle 2005. július – augusztus

NAGY Márton (2002): Egyre hatékonyabb monetáris transzmisszió? (Közgazdász Vándorgyűlésen elhangzott, portfolio.hu-nmegjelent)  
(<http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=3&i=23829>)

ORBÁN Gábor – SZAPÁRI György (2004): A Stabilitási és Növekedési Paktum az új tagállamok szemszögéből, MNB füzetek, 2004/4

ORBÁN Gábor (2002): Régi és új válságkezelési technikák a globális pénzügyi architektúrában, Fordulat, 2002. tavasz

POZSONYI Gábor (1998): Az univerzalitás helye a bankszabályozásban (Bankról, pénzről, tőzsdéről; szerk.: Bácskai Tamás, Bankárképző Intézet )

RÁCZ István (2006): A pénzügyi szektor fejlődése az EU csatlakozás után (tanulmány); 2006. június, PSZAF

RÁCZ Margit (2003): Tovagyűrűző instabilitás?, Világ gazdasági Kutató Intézet, Hírlevél 71. 2003., december

SHILLER, Robert J. (2002): Tőzsdemámor, Alinea Kiadó, Bp. 2002.147-165.o.

TARAFÁS Imre (2001): A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Aula kiadó, Budapest

TARAFÁS Imre (2001): A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig, Aula Kiadó, Budapest.

THYGESEN, Niels. (2002) “The Stability and Growth Pact: Any Need for Revision?”, A note for the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, 4th quarter 2002.

VÁRHEGYI Éva (2002): Bankvilág Magyarországon , Helikon Kiadó ., 2002 , „Mit adtak nekünk a Rómaiak?”

VIGVÁRI András (2003): Az önkormányzati szektor hitelképességének és forrásfelszívó képességének néhány kérdése



VONNÁK Balázs (2006): A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői, Közgazdasági Szemle, LIII. évf. december, 1159-1168. o.

VONNÁK, Balázs (2007): The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment, MNB Working Papers (2007/3.)

WYPLOS, Charles (2003): Do not impose a currency crisis on Europe, in. Financial Times, June 15.

WYPLOS, Charles (2003): Do not impose a currency crisis on Europe, Financial Times, June 15.

## **Felhasznált, idézett törvények**

Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. Törvény

PSZÁF felügyeleti határozatok, <http://www.pszaf.hu/hatarozatok/hatarozatok.htm>

## **Elemzések, cikkek**

PSZAF: Beszámoló a Felügyelt Szektorok 2004. első negyedévi tevékenységéről, 2004. április

Transparency in Government Operations, International Monetary Fund, 1998.

MNB közlönyök, statisztikák; [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

MNB: A Valutaalap IV-es cikkely szerinti gazdaságpolitikai konzultációjának megállapításai /IMF eredeti levelének fordítása/

Jelentés a pénzügyi stabilitásról. MNB., 2004. június; 2006. április; 2007. április

Jogi Fórum, <http://www.jogiforum.hu/hirek/12879>; Felmérés az Alkotmány francia és holland elutasításának okairól 2005. június 29

Gazdaságpolitika 2005-ben, helyzetértékelés és javaslatok; Hitelintézeti szemle, Negyedik évfolyam, 5-6. szám (Magyar Bankszövetség)

Global Economic Outlook, Global risks, regional opportunities; A Deloitte Research Study, Deloitte Touche Tomachu, 2006.

Constitutional Treaty: the "reflection period" [www.euractiv.com](http://www.euractiv.com)

Az Új Egyensúly Programja (2006-2008) – [www.meh.hu](http://www.meh.hu)

Az MNB tevékenységének átalakulása 1995-2000. MNB kiadvány, 2000.

## TÁBLÁZAT ÉS ÁBRAJEGYZÉK

### Táblázatok:

#### 1. táblázat: Integrációs formák

*Forrás: Kocziszkai György: Regionális integrációk gazdaságtana, Bíbor kiadó, Miskolc, 2000.*

#### 2. táblázat: A közös koordináció potenciális eszközrendszere gazdasági ill. pénzügyi unió esetén

*Forrás: Kocziszkai György: Regionális integrációk gazdaságtana, Bíbor kiadó, Miskolc, 2000.*

#### 3. táblázat: Az euro magyarországi bevezetésének fontosabb hasznai

*Forrás: MNB, Monetáris politika Magyarországon, 2006. augusztus, szerkesztette: Horváth Ágnes*

#### 4. táblázat: Az euro magyarországi bevezetésének fontosabb költségei

*Forrás: MNB, Monetáris politika Magyarországon, 2006. augusztus, szerkesztette: Horváth Ágnes*

#### 5. táblázat: Növekedési ütem- Magyarország

*Forrás: Magyarország Konvergenciapogramja, 5. o*

#### 6. táblázat: Különbözet

*Forrás: saját számítás*

#### 7. táblázat: Euro kamatláb

*Forrás: EKB, <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018801>, 2007., június 9.*

#### 8. táblázat: Elmaradt hasznok

*Forrás: saját számítás*

#### 9. táblázat: A régiós helyzet változása a Fitch ország-kockázati értékelésében

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

#### 10. táblázat: Az euró átvételéhez szükséges feltételek teljesülése 2006-ban

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

#### 11. táblázat: A havi hiteltörlesztés százalékos emelkedése különböző negatív sokkok esetén

*Forrás: MNB*

#### 12. táblázat: Az LGD módszer

*Forrás: Paulovics Ottó, saját kiegészítéssel*

#### 16. táblázat: Az árfolyam %-os eltérése a 2006-os átlagtól

*Forrás: saját számítás, a számításokhoz felhasznált adatok alapjául a KSH és az MNB adatai szolgáltak.*

**17. táblázat: A GDP deflátor %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

*Forrás: saját számítás, a számításokhoz felhasznált adatok alapjául a KSH és az MNB adatai szolgáltak.*

**18. táblázat: A fogyasztás %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

*Forrás: saját számítás, a számításokhoz felhasznált adatok alapjául a KSH és az MNB adatai szolgáltak.*

**19. táblázat: A korrigált CPI %-os eltérése a 2006-os átlagtól**

*Forrás: saját számítás, a számításokhoz felhasznált adatok alapjául a KSH és az MNB adatai szolgáltak.*

**Ábrajegyzék:**

**1. ábra: Az IMF válságkezelő és megelőző tevékenységének fázisai**

*Forrás: Andrew Campbell, Graeme Harrison and Jamie Uprichard: Containing the spread of contagion, Queen's University, Belfast, December 2001.*

**2. ábra: Hogyan terjed a pénzügyi fertőzés?**

*Forrás: Andrew Campbell, Graeme Harrison and Jamie Uprichard: Containing the spread of contagion, Queen's University, Belfast, December 2001. (Dornbusch, Park és Claessens, 2000)*

**3. ábra: A különböző elméletek egymásra hatásai 1.**

*Forrás: saját ábra*

**4. ábra: A különböző elméletek egymásra hatásai 2.**

*Forrás: saját ábra*

**5. ábra: Aszimmetrikus sokkok veszélye**

**Az új (2004-es) 10 tagország GDP-jének ágazati megoszlása**

*Forrás: saját ábra, az adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

**6. ábra: Az EU GDP-jének ágazati megoszlása (átlagos) 2003**

*Forrás: saját ábra, az adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

**7. ábra: A foglalkoztatás megoszlása a korábbi 15 EU tagállamban, 2004**

*Forrás: saját ábra, adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

**8. ábra: A foglalkoztatás megoszlása Magyarországon, 2004-ben**

*Forrás: saját ábra, adatok forrása: OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).*

**9. ábra: Az államadósság és az adósságterhek alakulása**

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, MNB, Dr. Bod Péter Ákos - Dr. Mellár Tamás - Dr. Vukovich Gabriella: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, SzPM Alapítvány, 2006.*

**10. ábra: Az államháztartási hiány és többlet mértéke néhány uniós tagországban 2005-ben a GDP %-ban**

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról*

**11. ábra: A GDP növekedése a visegrádi országokban**

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, MNB, KSH*

**12. ábra: Magyarország és néhány velünk csatlakozott ország relatív pozíciójának változása az IMD versenyképességi rangsorában (2001-2006)**

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

**13. ábra: Forrásbevonás átcsapása forráskiszívássá**

*Forrás: Kozma Ferenc, Külgazdasági stratégia, 1996, Aula, 292. o.*

**14. ábra: Közvetlen külföldi tőkebefektetések Magyarországon, 1998-2005**

*Forrás: Fehér Könyv Magyarország állapotáról, Eurostat*

**15. ábra: A pénzügyi penetrációs ráta éves növekedése a GDP reálnövekedéséhez mérve**

*Forrás: PSZÁF, Rácz István 2006.*

**16. ábra: A pénzügyi penetrációs ráta éves növekedése (%)**

*Forrás: PSZÁF, Rácz István 2006.*

**17. ábra: A bankok likviditási mutatói**

*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2007 ápr.*

**18. ábra: A háztartások eladósodottsága**

*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2007. április*

**19. ábra: A háztartásoknak és vállalatoknak nyújtott bankhitelek alakulása (2000-2005)**

*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2006.*

**20. ábra: Banki koncentráció 2004.**

*Forrás: EKB, (<http://www.ecb.eu/pub/pdf/mobu/mb200607en.pdf>)*

**21. ábra: Bankrendszer mérleg szerinti devizapozíciója fő devizanemenként**

*Forrás: MNB, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2006.*

**22. ábra: A gazdaság egyszerűsített transzmissziós sémája 1. (lebegő árfolyam)**

*Forrás: saját ábra*

**23. ábra: A gazdaság egyszerűsített transzmissziós sémája 2. (rögzített árfolyam)**

*Forrás: saját ábra*

**24. ábra: Az államháztartási egyenlegek alakulása a balti és közép-keleti államokban**

*Forrás: www.icegec.hu, „Az új tagállamok konvergencia indexe”*

**25. ábra: Az államadósság/GDP arány kialakulása az új tagállamokban**

*Forrás: www.icegec.hu, „Az új tagállamok konvergencia indexe”*

**26. ábra: A folyó fizetési mérleg GDP arányos egyenlege az új tagállamokban**

*Forrás: www.icegec.hu, „Az új tagállamok konvergencia indexe”*

**27. ábra: Készpénz-betét arány alakulása Magyarországon**

*Forrás: MNB adatok alapján saját ábra*

**28. ábra: A pénzmennyiségek összetétele**

*Forrás: MNB közlemény, 2007. augusztusi adatok alapján.*

**29. ábra: A pénzmennyiségek rövid bázisú évesített növekedési indexei**

*Forrás: MNB közlemény, 2007. augusztusi adatok alapján.*

**30. ábra: A monetáris transzmisszió áttekintő ábrája**

*Forrás: Vonnák Balázs alapján. (Vonnák Balázs 2007.: The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment, MNB Working Papers 2007/3.)*

**31. ábra: A transzmissziós csatornák erőssége Magyarországon**

*Forrás: Nagy Márton ötlete alapján, aktualizálva (Nagy Márton, 2002: Egyre hatékonyabb monetáris transzmisszió? Közgazdász Vándorgyűlésen elhangzott, portfolio.hu-nmegjelent)*

**32. ábra: A transzmissziós csatornák erőssége az Európai Gazdasági és Monetáris Unióban**

*Forrás: Nagy Márton ötlete alapján, aktualizálva (Nagy Márton, 2002: Egyre hatékonyabb monetáris transzmisszió? Közgazdász Vándorgyűlésen elhangzott, portfolio.hu-nmegjelent)*

**33. ábra: A monetáris politikai beavatkozások hatásosságának és a szektorokra való befolyásának arányai**

*Forrás: Saját számítások alapján 2007.*

## FÜGGELÉK

1. sz. táblázat

Magyarország mikro- és makro megfelelési mutatói<sup>124</sup>

Makroökonómiai mutatók	1998	1999	2000	2001	2002	2003*	2004*	2005*	2006*
<i>%-ban, kivétel: megjegyzés</i>									
<i>Gazdasági növekedés</i>									
1. reál GDP	4,9	4,5	5,3	3,8	3,5	2,9	3,4	3,7	4,1
<i>Mérleg egyenlegek</i>									
2. A folyó fizetési mérleg deficitje a GDP %-ban	-7,2	-7,8	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,6
3. Devizataralék megfelelési-mutató	4,1	4,7	4,2	4,0	3,9	3,6	3,8	4,1	4,2
4. A teljes nettó államadósság a GDP %-ban	55,8	64,2	56,6	52,2	57,5	58,4	60,2	62,3	68,4
5. Cserearányok, a 12 havi növekedési ráta %-ban	2,2	0,6	-2,7	-0,3	0,4	-2,1	-0,5	-0,7	-2,2
6. Tőkeáramlás a GDP %-ban	3,3	7,0	5,7	6,9	5,3	4,9	6,0	4,9	4,7
<i>Infláció</i>									
7. Átlagos ráta	14,3	10,0	9,8	9,2	5,3	5,2	6,8	3,6	3,9
8. Szórás	0,17	0,08	0,07	0,07	0,05	0,06	0,15	0,05	0,06

<sup>124</sup> Az IMF adatok 2003-tól \*kiegészítve az MNB, KSH és a PSZAF adataival.

*Kamatlábak*

9.A hazai reál kamatlábak szintje	5,9	1,7	1,3	2,26	2,77	3,75	4,58	3,70	2,90
10.Szórás	0,81	0,46	0,83	0,32	0,33	1,46	0,75	1,09	0,98

*Adósság és eszköz árak*

11.Nettó adósságállomány a GDP %-ban	24,1	25,7	25,3	23,5	22,8	25,2	27,5	29,3	33,7
12. Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP%-ban	3,1	1,6	2,7	1,5	-6,3	-2,0	-4,6	-4,5	-8,7
13.Az időszak végén a BUX index	6308	10101	7849	7127	7798	9380	14743	20785	24844

*Egyéb tényezők*

14.Az EU export az összes export %-ban	72,9	73,2	74,0	74,2	74,2	74,3	74,6	74,8	75,0
15.Moody's független mutató	Baa2	Baa1	A3	A1	A1	A1	A1	A1	A1-

## 2.sz. táblázat

**Magyarország mikro- és makro megfelelési mutatói<sup>125</sup>**

<i>%-ban, kivétel: megievezés</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003*	2004*	2005*	2006*
<b>Aggregált mikromutatók</b>									
16.Tökemegfelelési mutató	16.5	14.2	13.7	13.9	13.0	11.8	12.4	12.0	11.9
<i>Eszköz minőség</i>									
17.Pénzüpiaci kitérttség 1.	12.9	10.9	9.8	8.8	9.1	10.2	9.4	11.2	12.0
18.Pénzüpiaci kitérttség 2.	5,2	6,3	7,3	6,5	5,8	8,8	7,7	8,5	8,6

<sup>125</sup> Az IMF adatai 2003-tól\* kiegészítve az MNB, KSH és a PSZAF adataival



19.Nem behajtható ill. kétés hitelek	4.9	3.6	2.7	2.2	2.17	1.86	2.08	2.01	2.02
20.A háztartások eladósodottsága 1.	3.9	4.3	5.1	6.8	10.3	15.1	18.4	23.0	28.2
21. .A háztartások eladósodottsága 2.	6,3	7,4	8,9	12,1	18,8	27,3	32,4	37,5	41,5
<i>A pénzügyi közvetítés mélységének mutatói</i>									
22.Mérlegfősszeg/GDP	62.5	62.4	61.3	60.4	60.2	69.0	73.0	80.7	81.3
23.M3/GDP	45.5	45.6	46.2	47.9	46.4	47.1	48.0	51.6	51.3
24.Hitelek/GDP	21.7	22.9	25.9	26.4	26.7	32.6	35.6	39.8	40.5
25.Betétek/ GDP	32.1	32.4	31.9	32.7	32.2	33.1	33.4	34.4	34.6
26. Intézményi befektetők aránva	6.1	8.2	9.7	11.2	12.9	13.1	15.1	19.7	21.1
<i>Üzleti haszon/ iövedelmezőség</i>									
27.Eszközmegeterülés, kereskedelmi bankok. év végi	-2.0	0.6	1.31	1.58	1.68	1.86	2.34	2.44	2.52
28.Saiát tőke megtérülés, kereskedelmi bankok. év	6.7	5.5	16.66	19.66	19.81	23.54	29.76	30.44	30.68
<i>Likviditás</i>									
29. Hitel/betét arány	71,3	72,5	74,7	77,0	84,6	99,7	103,7	107,7	109,5
30.Betétek %-a az M3 kategóriához	0.70	0.71	0.69	0.68	0.69	0.70	0.70	0.67	0.68
31. Likvid eszközök aránva	42.1	37.3	31.2	29.9	24.3	19.5	21.1	21.0	21.0

1. reál GDP változása egyik időszakról a másikra (láncindex)
2. a folyó fizetési mérleg deficitje a GDP %-ban
3. devizamegfelelési mutató=devizataralékok nagysága/a jegybank mérlegfőösszege
4. nettó államadósság/GDP
5. cserearány/ növekedési ráta
6. tőkebeáramlás/GDP
7. fogyasztói árindex
8. fogyasztói árindex adatok szórása
9. jegybanki kamatláb-fogyasztói árindex
10. A reálkamatláb szórása

11. A teljes nettó adósság a GDP %-ban: nettó adósság: Rövid lejáratú hitelek, hosszú lejáratú hitelek éven belül esedékes része, hosszú lejáratú hitelek és pénzügyi lízinggel kapcsolatos kötelezettségek nettó (csökkentve a hitel kibocsátási diszkonttal), csökkentve a pénzeszközökkel.
12. az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP%-ban privatizációs bevételek nélkül
13. BUX index: adott év dec. 31. záróár
16. tőkeegyelelési mutató = (Saját tőke + Alarendelt kölcsöntőke) / Kockázattal korrigált mérlegfőösszeg
17. Pénzpiaci kitétség 1. =pénzpiaci források / idegen források
18. Pénzpiaci kitétség 2. = pénzpiaci források (külföldi bankközi forrás nélkül) / idegen források)
19. nem behajtható+kétes-+”problémás” hitelek
20. A háztartások eladósodottsága 1.=Bruttó pénzügyi adósság/GDP
- 21.A háztartások eladósodottsága 2. =Bruttó pénzügyi adósság/ rendelkezésre álló jövedelem
26. Intézményi befektetők aránya: intézményi befektetőknél elhelyezett megtakarítások /GDP
27. Adózás előtti eredmény/átlagos mérlegfőösszeg
28. Adózás előtti eredmény/(átlagos saját tőke- eredmény)
31. Likvid eszközök aránya a mérlegfőösszeghez

## 3. sz táblázat:

## A háztartások eladósodottságának szerkezete

	Dec.00 2000.dec.	Dec.01 2001.dec.	Dec.02 2002.dec.	Dec.03 2003.dec.	Dec.04 2004.dec.	Dec.05 2005.dec.
Lakáshitel / GDP (bal skála)	1,4	2,2	4,7	8,2	9,5	10,5
Fogyasztási hitel / GDP (bal skála)	3,8	4,9	6,2	8,1	9,8	12,5
Devizahitelek részesedése (jobb skála)	7,3	13,5	16,8	19,4	28,9	40,0

Forrás: MNB

4. sz. táblázat: Teljes seigniorage jövedelem a GDP százalékában

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Csehország	0,68%	1,01%	0,66%	0,09%	-0,65%	1,07%	0,67%
Észtország	0,63%	0,56%	1,05%	0,52%	0,29%	0,75%	0,71%
Magyarország	1,71%	0,89%	1,18%	0,31%	-0,31%	1,68%	0,73%
Lengyelország	0,96%	1,36%	0,27%	-0,21%	0,65%	1,04%	0,67%
Szlovákia	1,17%	2,06%	0,61%	0,78%	0,18%	1,61%	1,31%
Szlovénia	0,36%	0,47%	0,74%	0,53%	0,35%	0,48%	0,59%
Euroövezet	0,32%	0,44%	0,88%	0,39%	0,05%	0,53%	0,59%

Forrás Kun + saját adatok

5. sz. táblázat: Az euró bevezetésének hatása a csatlakozó országok seigniorage-ára  
(2002. évi adatokból számítva)

	Kézpénz- állomány*	Nominális GDP	Népesség	seigniorage-ból való részesedés**
Csehország	1,82%	0,99%	2,74%	1,81%
Észtország	0,15%	0,09%	0,37%	0,22%
Magyarország	1,44%	0,92%	2,74%	1,72%
Lengyelország	3,38%	2,68%	10,28%	6,37%
Szlovákia	0,62%	0,34%	1,45%	0,89%
Szlovénia	0,17%	0,31%	0,54%	0,41%
Euróövezet	92,42%	94,67%	81,89%	88,58%
Összesen	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Forrás: Kun János

\*2002-ben ennyi seigniorage-ban részesednek az euroövezet összes seigniorage jövedelméhez képest

\*\*Ennyiben részesednének a nominális GDP és a népesség alapján

## Az Ize-Parrado tanulmány

Az Alain Ize és Eric Parrado által kidolgozott tanulmány Obstfeld és Rogoff Foundations of International Macroeconomics című könyvének jelölésrendszerének és gondolatmenetének megfelelő alapokra épül. A feldolgozott és kiterjesztett modell jellemzője, hogy az új neoklasszikus szintézisnek megfelelően keverednek benne azok a jegyek, amelyek a klasszikus és keynes-i makroökonómiának felelnek meg. Feltételezi az árak és bérek valamilyen szintű merevségét és kínálati oldalról újklasszikus elemeket használ fel. A tanulmány elsősorban rövid időtávra értelmezhető összefüggéseket ír fel. A tanulmányt a chilei jegybank számára készítették, hogy ezzel hozzájáruljanak annak az eszköztárnak a bővítéséhez, amellyel mérhetővé illetve becsülhetővé válik Chile részleges dollarizációjának számos haszna és költsége, illetve javaslatot nyújt a Chile számára optimális monetáris politikára. Számunkra azért érdekes a tanulmány, mert:

1. Támpontokat nyújt az idegen valuta részleges, illetve teljes átvételéből, használatából eredő hasznok és költségek felmérésére.
2. Mivel Magyarország euroövezetbe való belépése eltolódott, miközben a gazdaság szereplői már valamilyen szinten felkészültek az euró használatára, véleményem szerint a bevezetésig hátralevő jó néhány évig Magyarország a – részleges-eurorizáció útjára fog lépni, akaratlanul is.
3. Az optimális valutaövezet elmélet tanulmányozásához újabb közelítést ad.

### I. A tanulmány és az általa felhasznált modell bevezetése és lényege:

A „világot” két részre bontjuk: a kis nyitott gazdaságra (SOE) és a „világ többi részére” (ROW). A SOE-ban önállóan munkát végző munkások száma  $n$ . A világ többi részén  $n^*$  munkás dolgozik. Feltételezzük, hogy (a SOE „kicsi” jelzőjéből fakadóan)  $n^* > n$ . A változókat 1 főre jutó mutatószámok jelzik. A csillag ROW adataira utal. A hazai és külföldi vásárlókra is igaz, hogy mind hazai (SOE-ból származó), mind külföldi, importból származó javakat is fogyasztanak (ROE: SOE-ból származó). Tökéletes verseny van az árupiacon, a vállalatok ezen kívül változó mértékben használják a munkatényezőt, miközben a kibocsátás többi tényezője, erőforrása fix, mint a föld és a tőke, amelyek a fogyasztók tulajdonában vannak. A vagyonukat pénzben tartják. Ezen a

szinten eltekintünk a pénzügyi közvetítő szektor lététől. A kölcsönnyújtást a tőkepiac kihagyásával, a magánszféra szereplői között képzeljük el.

Új-keynesi modellkeretet feltételezünk, a tekintetben, hogy a hazai szereplők nominálbére egy perióduson (praktikusan 1 éven) keresztül fix. Döntéseiket és várakozásaikat t-1 időszak határozza meg, adaptív jelleggel. Obstfeld és Rogoff alapján így írhatjuk fel az „i-edik” hazai szereplő által elérhető hasznossági függvényét t-edik időszakra:

$$(1) \quad U_t^i = E_{t-1} \left[ \log C_t^i + \chi \log \frac{M_t^i}{P_t} - k_i L_t^i \right]$$

Ahol:

$U_t^i$ ; i-edik szereplő t-edik időszakban elérhető hasznosságának függvénye.

$E_{t-1}$ ; a várt érték t-1 időszak alapján

$C_t^i$ ; i-edik szereplő t-edik időszaki fogyasztása

$M_t^i/P_t$ ; t-edik időszakban a reálpénzmenyiség i-edik szereplőre jutó nagysága, itt a vagyonszerkezetet tükrözi.

$\chi$ ; az az együttható, amely közvetlenül összehasonlíthatóvá teszi a pénzmenyiséget a fogyasztással, tulajdonképpen a kamatláb függvénye. A jövőbeli várt hasznosságot illetve a jövőbeli fogyasztási lehetőségek bővülését fejezi ki.

$k_i$ ; az arány, ami megmutatja, mely része az i-edik szereplő munkaerejének, amely éppen (t-edik időszakban) paragon hever, amelyet a szereplő nem használ fel, tehát lehetősége van a továbbiakban esetleg felhasználni.

$L_t^i$ ; i-edik szereplő lehetséges (potenciális) munkakínálata t-edik időszakban.

$\log C_t^i$  és  $\log M_t^i/P_t$  másképp is beírható az egyenletbe, ez nagyobb átláthatóságot biztosít.

$$\log C_t^i = c_t^i$$

$$\log M_t^i/P_t = m_t^i - p_t$$

Ekkor:

$$(2) \quad U_t^i = E_{t-1} \left[ c_t^i + \chi(m_t^i - p_t) - k_i L_t^i \right]$$

Tételezzük fel, hogy  $i$ -edik „representatív” szereplő, személy fogyasztása hazai és külföldi javakból áll. Mint a szereplők összessége,  $i$ -edik szereplő önmaga is  $\gamma$  részben fogyaszt hazai termékeket,  $1-\gamma$  részben pedig külföldi terméket.

Ekkor fogyasztása az alábbiak szerint írható fel:

$$(3) \quad C_t^i = \frac{(C_{H,t}^i)^\gamma (C_{K,t}^i)^{1-\gamma}}{\gamma^\gamma (1-\gamma)^{1-\gamma}}$$

Természetesen ez is egy átlag, de nem csak módszertanilag mutat túl a

$C_t^i = \gamma C_{H,t}^i + (1-\gamma)C_{K,t}^i$  formulán. Itt ugyanis közvetlenül megfigyelhető az arányok változásának hatása. Azonban a külföldiek is vásárolnak a SOE javaiból. A jelölés a mátrix szerint alakul:

Fogyasztás arány:	Hazai	Külföldi
Termelés:		
Hazai	$\gamma$	$1-\gamma^*$
Külföldi	$1-\gamma$	$\gamma^*$

Ha a fogyasztás arányát megszorozzuk a szereplők számával, akkor megkaphatjuk az export, illetve import arányát, amelynek a külkereskedelmi mérleg egyezősége esetén meg kell egyeznie egymással a külföld hazai termék behozatala, illetve a hazai szereplők külföldi termék fogyasztása. Az export illetve az import pénzértéket persze nem ismerjük, ahhoz az kellene, hogy a GDP-vel szorozzunk,  $\gamma$  pusztán arány.

$$(4) \quad n^* (1 - \gamma^*) = n(1 - \gamma)$$

Azt is tudjuk, hogy  $n^* > n$ , ezért  $1-\gamma^* < 1-\gamma$ . Tehát  $\gamma^* > \gamma$ . A külföldiek nagyobb arányban fogyasztanak külföldi terméket, mint a hazaiak hazait, még akkor is, ha a KNYG megtermelt javai zömében kivitelre kerülnek.

A fogyasztói árindex:

$$(5) \text{CPI} = p_t = \gamma p_{H,t} + (1 - \gamma) s_t$$

Ahol:

$s_t$  = nominális valutaárfolyam

A H index a hazai szóra utal. Tehát olyan gazdaságban, ahol a nyitottság mértéke (Export/GDP) 50%-nál nagyobb (mint Magyarország) az infláció nagyobb mértékben függ a valutaárfolyam alakulásától, mint a belső sokkok miatti hazai árszínvonal változástól. Az  $i$ -edik szereplő fogyasztása és vagyontartásának növekménye meg kell hogy egyezzen bérével, a kapott osztalékkal illetve nyereséggel és azzal a növekménnyel, amelyet mintegy transzferként kap a monetáris szférától; a pénzmennyiség növekmény, a seigniorage ráeső része.

$$(6) P_t C_t^i + (M_t^i - M_{t-1}^i) = W_t^i + \Pi_t^i + \tau_t^i$$

A seigniorage tehát a nominális pénzkínálat növekménye.

$$(7) \tau_t = M_t - M_{t-1}$$

Elfogadjuk, hogy az összes végső fogyasztás nominálértéken a nominális GDP-vel egyezik, nincsen túltermelési válság, nincsenek eladhatatlan készletek:

$$(8) P_t C_t = P_{H,t} Y_t$$

A modell egyszerűsítéseiből fakad, hogy csak a (változó) munkajövedelemmel számolunk, a tőke reálbérleti díja nélkül ugyanis a jövedelmek két részre bonthatóak: profit és munkabér. Illetve a tőke reálbérleti díját (kamatot) nem különböztetjük meg a profittól.

$$(9) \Pi_t = P_{H,t} Y_t - W_t L_t$$



A munka mennyisége felírható az  $\varepsilon$  segítségével, amely a munka parciális termelési rugalmassága, amely a munkakeresleti függvény meredekségét adja meg, adott pontban.  $L_t^i$  munkaerő felhasználásakor a vállalatok tulajdonosai a PY-WL maximumára törekszenek. Addig fokozzák a munkaerő felvételt, míg MRPL (határtermék-bevétel) és MFCL (tényező-határköltés) egyenlő nem lesz.  $MRPL=MFCL=PL$ , illetve vagyis  $W$ .

$$(10) L_t = \left[ \int_{\gamma}^1 (L_t^i)^{\frac{\varepsilon}{\varepsilon-1}} \right]^{\frac{\varepsilon-1}{\varepsilon}}$$

A reálbérrel  $\varepsilon$  közvetlen kapcsolatban van, hiszen a reálbérfüggvény értelmezhető a munkakeresleti függvény inverzeként:

$$(11) W_t = \left[ \int_0^1 (W_t^i)^{1-\varepsilon} \right]^{\frac{1}{1-\varepsilon}}$$

Az egyszerűség kedvéért azonban érdemes bevezetni egy  $\theta$  kitevőt, amellyel a munka és a kibocsátás viszonya egyetlen hatvány művelettel megkapható.

$$(12) Y_t = L_t^{\theta}$$

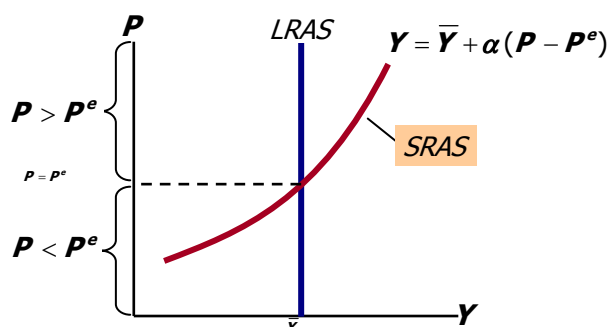
Logaritmusként is felírható, hiszen ez monoton transzformációként a függvény lényegi tulajdonságain nem változtat.

$$(13) y_t = \theta l_t, \theta < 1$$

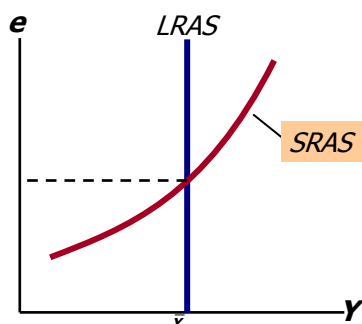
### **Indexálási szabály**

Fontos eleme a modellnek, hogy felmerül a rögzített bér indexálásának igénye. A zárt gazdaság modelljében a ragadós bérek modelljéből következik, hogy a gazdaság aktuális kibocsátása átmenetileg eltér a potenciálistól, recessziót vagy konjunktúrát idézve elő. E

modell fő következtetése az, hogy az infláció kiszámíthatósága esetén a kilengések amplitúdója csökkenthető, mert a bérek megfelelő indexálása stabilizáló hatású.



Nyitott gazdaságban azonban az árfolyam változás is hat az árszínvonalra. Egy szélsőségesen nyitott kis országban, mint Magyarország, az árszínvonal változása akkor megbecsülhető, ha racionálisak a várakozásaink a nominális árfolyam tekintetében. Azonban adaptív várakozások esetén lehetnek eltérések. Racionális várakozásokat feltételezni az árfolyam esetében nem célszerű, hiszen sokkal bonyolultabb összefüggésrendszerrel van szó; nem a külkereskedelem hatása az elsődleges, hanem a tőkepiacé, amely jelentős pénzügyi kockázatoknak és nagyon nehezen kiszámítható, szubjektív eredetű hatásoknak is erősen kitett.



$$W_t^i = \left[ \frac{S_t}{S_{t-1}} \right]^{\mu_R} \tilde{W}_t^i$$

A várt nominális árfolyam változás adaptív várakozásokra alapozódik:

$$E[s_t] = s_{t-1} \quad E[s_t] = s_{t-1}$$

Tehát:

$$(14) \quad W_t^i = \left[ \frac{s_t}{s_{t-1}} \right]^{\mu_R^i} \tilde{W}_t^i$$

$\mu_R^i$  : i-edik aktor részesedése az árfolyam megváltozásából, a bér indexálás mértékének

mutatója.  $\tilde{W}_t^i$  i-edik szereplő rögzített bére.

Átírható az alábbi alakba az indexálási szabály:

$$(15) \quad w_t^i = \tilde{w}^i + \mu_R^i (s_t - E[s_t])$$

Így a monetáris hatóság egyszerű monetáris szabályt képes követni, hogy elkerülje a meglepetéseket, azaz reagálni tudjon a hazai és külföldi termelési sokkokra (ugyanis ahhoz túl kicsi, hogy befolyásolni tudja azokat):

$$(16) \quad m_t = E[m_t] + \lambda_k (k_t - E[k_t]) + \lambda_{k^*} (k_t^* - E[k_t^*])$$

( $\lambda_k$  és  $\lambda_{k^*}$  paraméterek a monetáris beavatkozást jellemzik. Feltesszük, hogy a cél annak megválasztása, hogy a várt jólét, társadalmi hasznosság maximális legyen).

## II. Aggregált kínálat

(9) maximalizálása (10), (11), (12) felhasználásával a munkakereslet függvényének alábbi

alakjára vezet:  $L_t^i = \theta^\varepsilon \left( \frac{P_{H,t}}{W_t} \right)^\varepsilon Y_t^{\frac{1-\varepsilon(1-\theta)}{\theta}}$ , ebből (10) és (11) felhasználásával a kibocsátás:

$Y_t = \theta^{\frac{\theta}{1-\theta}} \left( \frac{P_{H,t}}{W_t} \right)^{\frac{\theta}{1-\theta}}$ . Tehát a kereslet a bér arányától és a kibocsátástól függ (az időtényező

indexe pusztán egyszerűsítés miatt maradt el):

$$(17) L^i = \left[ \frac{W}{W^i} \right]^\varepsilon Y^{\frac{1}{\theta}}$$

A kibocsátás függvénye pedig a reálbér reciprokával áll kapcsolatban:

$$(18) Y = \left[ \theta \frac{P_H}{W} \right]^{1-\theta}$$

(14) és (18) alapján az alábbi összefüggést kapjuk, amelyben a kibocsátás felírható a nem várt árfolyamváltozás és – árszínvonal változás függvényeként:

$$(19) Y = \left[ \theta \frac{E[P_H]}{\tilde{W}} \right]^{1-\theta} \left[ \frac{E[S]}{s} \right]^{\mu_R} \frac{\theta}{1-\theta} \left[ \frac{P_H}{E[P_H]} \right]^{1-\theta}$$

Felhasználva (6) és (17) –t, az  $i$ -edik ügynök fogyasztása és a foglalkoztatásának kifejezése révén az alábbiak következnek:

$$(20) C^i = \theta C \left[ \frac{E[S]}{s} \right]^{(\varepsilon-1)(\mu_R - \mu_R^i)} \left[ \frac{\tilde{W}}{\tilde{W}^i} \right]^{\varepsilon-1} + \frac{\Pi^i}{P}$$

$$(21) L^i = \left[ \frac{s}{E[S]} \right]^{(\varepsilon-1)(\mu_R - \mu_R^i)} \left[ \frac{\tilde{W}}{\tilde{W}^i} \right]^\varepsilon Y^{\frac{1}{\theta}}$$

(1) maximalizálása után és  $\tilde{W}^i$  (20) és (21) segítségével való felírása révén:

$$E \left[ \theta \frac{C}{C^i} (1 - \varepsilon) \left[ \frac{\tilde{W}^i}{\tilde{W}} \right]^{-\varepsilon} \frac{1}{\tilde{W}} \left[ \frac{s}{E[S]} \right]^{(\varepsilon-1)(\mu_R - \mu_R^i)} \right] = E \left[ \varepsilon k Y^{\frac{1}{\theta}} \frac{1}{\tilde{W}} \left[ \frac{\tilde{W}^i}{\tilde{W}} \right]^{\varepsilon-1} \left[ \frac{s}{E[S]} \right]^{\varepsilon(\mu_R - \mu_R^i)} \right]$$

A szimmetria miatt ( $\mu_R^i = \mu_R, \tilde{W}^i = \tilde{W}$ ):

$$(22) \ E \left[ kY^{\frac{1}{\theta}} \right] = \theta \left( \frac{\varepsilon - 1}{\varepsilon} \right)$$

(12) és (22) felhasználásával a (17) és (18) egyenlettel azonos értelmű kifejezéshez jutunk. Ez a várt reálbér, ha az árak tökéletesen rugalmasak.

$$\text{Várt reálbér: } \bar{\omega} = \theta^\theta \left[ \frac{\varepsilon}{\varepsilon - 1} k \right]^{1-\theta}$$

Felhasználva (12)-t és (22)-t, tekintve, hogy a hasznosság pénzpiaci komponensei kicsik és elhanyagolhatóak, az alábbi kifejezést kapjuk (1) felírására:

$$(23) \ E[U] = E \left[ \log C - \theta \frac{\varepsilon - 1}{\varepsilon} \right]$$

Ezért maximalizálva a várt hasznosságot, a jóléti függvényt, a fogyasztás maximumát kapjuk, tehát a kettőt egymással azonosnak tekinthetjük. Tekintsük az alábbi összefüggést!

$$\frac{W_t}{E[P_{H,t}]} = \bar{\omega} (1 + V)^{1-\theta}$$

Ha a jólét maximalizálást az egyensúlyi, a várttal azonos reálbér biztosítja, (pontosabban az biztosítaná, ha a reálbér nem térne el a várttól), akkor ez a nem várt, vagy nem kiszámítható komponens, vagyis a kockázati prémium (V) minimalizálásával azonos eredményre vezet.

### III. Aggregált kereslet

Az (1) függvény maximalizálása az előbbi rész eredményeivel együtt egy tranzakciós pénzkeresleti függvényt ad, ahol  $\chi$  azt mutatja, hogy a reálpénz-kereslet arányos a fogyasztással.

$$(24) \ \frac{M}{P} = \chi C$$

Ez természetesen nem csak a belföldön, külföldön is érvényes formula. (Természetesen ez esetben \*-gal jelölve minden elemét.):

$$\frac{M^*}{P^*} = \chi^* C^*$$

A hazai árupiac egyensúlyát felírhatjuk így:

$$(25) nP_H Y = n\gamma PC + n^*(1-\gamma^*)SP^*C^*$$

De:  $n^*(1-\gamma^*) = n(1-\gamma)$  miatt az alábbi is igaz:

$$P_H Y = \gamma PC + (1-\gamma)SP^*C^*$$

Mivel azt is beláttuk már, hogy  $P_t C_t = P_{H,t} Y_t$ , az következik, hogy:

$$(26) C = QC^*$$

A Q jelölés a reálárfolyamot jelenti, tehát  $Q = SP^*/P$ .

(24) és (26) alapján  $\chi = \chi^*$ .

Logaritmizálva az egyszerűsítés után:

$$(27) m - p = \chi + c = \chi + q + c^* = q + m^* - p^*$$

Ebből pedig ez következik:

$$(28) s = m - m^*$$

Ismét felhasználva, hogy  $P_t C_t = P_{H,t} Y_t$ , továbbá az (24), (26), (27) összefüggéseket, a termelői ár felírhatóvá válik a kibocsátás és a pénzmennyiség függvényeként:

$$(29) p_H = -(y + \chi - m)$$

Fentebbi függvény, az (28) és (19) felhasználásával, azt kapjuk, hogy megoldva  $s - E[s]$  -re és  $p_H - E[p_H]$ -ra

$$(30) y_{H,t} - \hat{y}_H = \frac{\theta}{1-\theta} \left[ \mu_R (E[s_t] - s_t) + (p_{H,t} - E[p_{H,t}]) \right]$$

$\hat{y}_H$  rugalmas árak melletti egyensúlyi output (potenciális jövedelem)

Ezért ha a jelenlegi árszint eltér attól, amely mellett a jövedelem potenciális lenne, akkor kedvezőtlen ármozgás következik be, ha a bérek nincsenek indexálva a nem kívánt árfolyamváltozással. ( $\mu_R^i > 0$ )

$$(31) y_{H,t} - \hat{y}_H = \theta(1-\mu_R)(m_t - E[m_t]) + \theta\mu_R(m_t^* - E[m_t^*])$$

$$(32) p_{H,t} - E[p_{H,t}] = 1 - \theta(1-\mu_R)(m_t - E[m_t]) - \theta\mu_R(m_t^* - E[m_t^*])$$

$$(33) s_t - E[s_t] = (m_t - E[m_t]) - (m_t^* - E[m_t^*])$$

Az expanzív monetáris politika emeli a hazai keresleten keresztül kibocsátást, de a hazai árak szintjét is. Ezen keresztül a valuta nominális leértékelődéséhez vezet. Természetesen inverz, fordított módon, a külföldi expanzív monetáris ösztönzés felértékelődést okoz a nominális árfolyamban. Minden hatás éppen az ellenkezője. Így a külföldi valuta sokkja révén hatással van az árfolyamra és a reálbérré, de ezen keresztül a hazai árszínvonalra és az output szintjére, ha az árak legalább részben dollarizáltak. Tehát a „pozitív irányú” külföldi monetáris sokk emeli az árfolyamot, csökkenti a reálbért és emeli a kibocsátást; mindemellett csökkenti a hazai árszintet.

Fentebbi egyenletet rendezhetjük p-re,  $p_t = \gamma p_{H,t} + (1-\gamma)s_t$  alapján.

$$(34) p_t - E[p_t] = [1 - \theta\gamma(1-\mu_R)](m_t - E[m_t]) - (1-\gamma + \gamma\theta\mu_R)(m_t^* - E[m_t^*])$$

Majd:  $e=s-p$  ( $e$ =reálárfolyam) alapján vonjuk ki a (33)-ból a (34)-et.

$$(35) e_t - E[e_t] = \theta\gamma(1-\mu_R)(m_t - E[m_t]) - \gamma(1-\theta\mu_R)(m_t^* - E[m_t^*])$$

p és e átlagtól való %-os eltérései összegének négyzetét fentebbiek alapján felírhatjuk:

$$\sigma_p^2 = [1 - \gamma\theta + \gamma\theta\mu_R]^2 \sigma_m^2 + (1 - \gamma + \gamma\theta\mu_R)^2 \sigma_{m^*}^2 - 2(1 - \gamma\theta + \gamma\theta\mu_R)(1 - \gamma + \gamma\theta\mu_R) \sigma_{m,m^*},$$

$$\sigma_e^2 = [\gamma\theta(1 - \mu_R)]^2 \sigma_m^2 + \gamma^2(1 - \theta\mu_R)^2 \sigma_{m^*}^2 - 2\theta\gamma^2(1 - \mu_R)(1 - \theta\mu_R) \sigma_{m,m^*}.$$

Az árszínvonal akkor nem nő, ha a teljesen flexibilis reálbér megnő a rizikó prémium összegével:

$$(36) \quad \frac{W_t}{E[P_{H,t}]} = \varpi(1 + V)^{1-\theta}$$

(37)

$$V = \frac{1}{2(1-\theta)^2} \left\{ \sigma_{PH}^2 + 2(1-\theta)\sigma_{PH,k} + (1-\theta)^2\sigma_k^2 + 2\mu_R^2\sigma_s^2 - 2\mu_R[\sigma_{PH,s} + (1-\theta)\sigma_{k,s}] \right\}$$

Végeredményül olyan fogyasztási szintet kapunk, amely alacsonyabb a rugalmas árak mellettinél.

$$(38) \quad C = \frac{\hat{C}}{(1+V)^\theta}$$

A jólét maximalizálása és a kockázati prémium minimalizálása közötti kapcsolatot már a korábbiakban megismertük.

#### IV. A reál dollarizáció

##### A. Optimális monetáris politika

A kockázati prémium ROW-ban hasonlóan meghatározott a sokkok és a monetáris politika által:

$$(39) \quad V^* = \frac{1}{2} [1 + \lambda^*]^2 \sigma_k^2$$

Ebből következik, hogy ROW (mivel  $V^*$  minimalizálására törekszik) optimális monetáris politikája arra irányul, hogy  $\lambda^*$  a -1 értéket vegye fel. Megszorító (lazító) monetáris politika esetén a munkavállalók nem hasznosuló, felesleges (disutility) munkája magas,



(alacsony), a külföldi monetáris hatóságok kialakítanak követnek egy optimális rugalmas reálbér politikát. Ha ez nem történik meg, túlkereslet mutatkozik, ezért a keresleten keresztül hatnak; hozzá kell igazítani a keresletet a reálbér szinthez. Mivel ugyanazt az elvet követi ROW és SOE az optimális monetáris politika kialakításában, a sokkok azonos kilengést idéznek elő:

$$\sigma_k^2 = \sigma_{k^*}^2$$

Így V minimalizálása során (deriváljuk és egyenlővé tesszük 0-val) pontosan ugyanazokat az értékeket kapjuk, ugyanakkora mértékben függ e tényezőtől ROW mint SOE. A V minimumát adó  $\lambda_k = -1$  érték esetében figyelembe kell venni, hogy:

$$(40) \quad \lambda_k = -1 - \frac{\mu_R}{1 - \mu_R}$$

Tehát ha  $\lambda_k = -1$ , ha  $\mu_R = 0$ .  $\mu_R$  az az érték, amely megmutatja az indexálás mértékét, mennyiben függ a rugalmas bér az árfolyam megváltozásától. Nincs szükség reál dollarizációra, ha a monetáris politika optimális:  $\mu_R$  ekkor konstans és egyenlő 0-val.

## B. Optimális bér indexálás

Láttuk, hogy akkor, ha a bért továbbra is a hazai valutában fizetik, akkor indexálásra lehet szükség, tehát  $\mu_R^i$  0 és 1 közé kerül, az indexálás révén kell elérni bizonyos fokú stabilitást.

V minimalizálásának igénye (és a fogyasztás maximalizálásáé) a (41) egyenlethez vezet. Cél továbbá a felhasznált munkaerő maximalizálása, a munkanélküliség és a „disutility” (haszontalan) munkaerő minimalizálása.<sup>126</sup>Rendezzük a minimalizált V egyenletét  $\mu_R^i$ -re, a Taylor-szabály felhasználásával!

A Taylor-szabály az általunk használt jelölésekkel és  $\mu_R^i$ -re rendezve:

$$\mu_R = \frac{\sigma_{PH,s} + (1 - \theta)\sigma_{k,s}}{\sigma_s^2}$$

<sup>126</sup> Corsetti, Giancarlo, and Paolo Pesenti, 2001. „Walfer and Macroeconomic Interdependence”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, No 2.

$$(41) \mu_R = \rho_{PH,s} \frac{\sigma_{PH}}{\sigma_s} + (1-\theta)\rho_{k,s} \frac{\sigma_k}{\sigma_s}$$

$\rho_{ij}$ : korrelációs koefficiens  $i$  és  $j$  között.

A munkások akkor ragaszkodnak bérük indexálásához, ha ez jólétük javításához járul hozzá. A reál dollarizáció tulajdonképpen az indexáláson keresztül valósul meg és e tekintetben különböző mértékű lehet a dollárhoz, illetőleg ahhoz a valutához való igazodás, amely az ország kereskedelmi, külgazdasági kapcsolatait figyelembe véve stabilnak mutatkozik.

Ha a hazai árszínvonal ingadozása nagy és emiatt mutatkozik jelentős ingadozás a külföldi valuta árfolyamában, a nagymértékű indexálás előnyös a jólét maximalizálására törekvő szereplők számára. Az egyenlet második része arra utal, hogy az árfolyam kapcsolatban áll a kihasználatlan munkával: amennyiben az exporttermék ára hazai valutára átszámítva alacsony, a szereplők motivációja csökken, a kevesebb munkát preferálják, a munka rosszabb kihasználására vezet,  $k$  nő. Ezért kell figyelembe venni  $k$  és  $s$  korrelációját, kapcsolatát az adott országban. Ugyanis, ha erőteljes, ez további adalék a bér indexálás nagyobb mértékéhez.  $k$  növekedése nem következik be, ha mindez a reálbérek változásában nem játszik közre. Persze, természetesen ez a munka keresletét mérsékli, de lehetőséget teremt a munkásoknak erre, hogy úgy növeljék a jólétüket, hogy a munka mennyiségét nem növelik. Még mindig jobb ez, - a tanulmány szerzői szerint, - mint a reaktív monetáris politika, mert a megszorító politika további árfolyam növekedéshez vezet, a munkaerő tulajdonosai pedig addig csökkentik kínálatukat, míg csak egy jóval magasabb nem indexált bérrel lehet visszacsábítani őket.

### C. Általános egyensúly

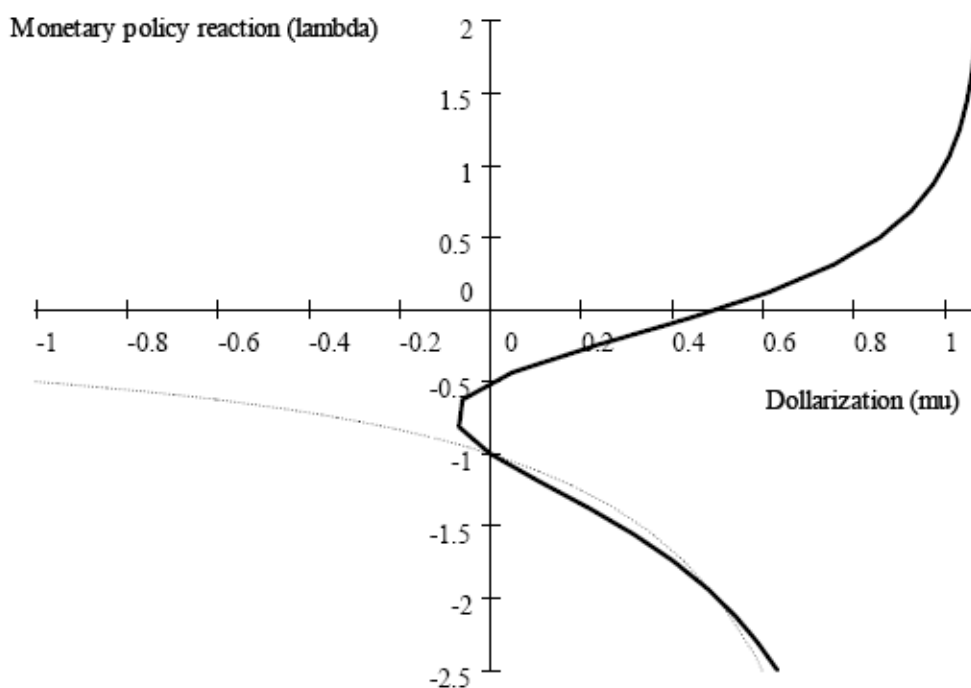
Az optimális monetáris politika egy nem dollarizált gazdaságban  $\lambda_k = -1 - \frac{\mu_R}{1 - \mu_R}$

alapján a  $\lambda_k = -1$  és  $\mu_R = 0$  értékek mellett valósul meg.

(32) és (33) alapján a monetáris politika az alábbi függvényt fogja követni:

$$(42) \mu_R = \frac{(1 + \lambda_k)(\lambda_k + \rho)}{\lambda_k^2 + 2\rho\lambda_k + 1}$$

A 0-tól eltérő  $\mu_R$  értékek mellett például az alábbi ábrán leolvasható, hogyan alakulnak, ha a korreláció mértéke ( $\rho$ ) 0,5 értéket vesz fel.



$\rho$  a hazai és külföldi sokkok közötti korrelációt mutatja meg. A negatív tartományban  $\lambda_k \in ]-1, -\rho[$  a monetáris politika nem reaktív, inkább proaktív lehet. Ahol  $\lambda_k \in [-1, -\rho]$  ott nincs szükség dollarizációra. ( $\mu_R = 0$ ). Ha növekszik  $\rho$  értéke, az a dollarizáció növekedésének szükségessége irányába hatna.

## V. Pénzügyi dollarizáció (eurorizáció)

Itt a pénzügyi szerződések, kölcsönök, pénzmozgásokkal kapcsolatos folyamatok dollarizáltságáról van szó. A legegyszerűbben – a pénzügyi közvetítőszektor kiiktatásával

- úgy vizsgálják ezt a tanulmány szerzői, hogy a pénz a magánszférán belül marad, például a vállalat nyújt kölcsönt a dolgozóinak. Teheti ezt hazai valutában, vagy pedig külföldi valutában, úgy hogy a kamatláb a külföldi és a hazai nominális kamatláb közé kerül, vagy azonos valamelyikkel.

#### A. Az egyensúly megőrzése

A külföldi nominális kamatláb és a hazai kamatláb különbsége a kockázati prémium, amelynek számítására a tanulmány az alábbi ajánlja:

$$(43) \quad i_t^* + (E[s_t] - s_{t-1}) + \frac{1}{2} \sigma_s^2 - \sigma_{p,s} - \sigma_{c,s} = i_t$$

Ha az árfolyam és a fogyasztás változása eltérő tendenciát mutat, tehát ha a hazai fogyasztás nő, miközben külföld valuta gyengül, ROW valuta egyáltalán nem vonzó és ez a kockázati prémiumot negatívvá teheti. Fordítva azonban, ha az idegen valuta éppen jelentősen erősödik, miközben reálfogyasztásunk (és termelésünk) csökkenő tendenciát mutat, a dollár, illetőleg ROW valuta biztonságosabb, mint a hazai valuta. Mindez nagyban meghatározza, hogy pénzügyi döntéseinél mennyiben alkalmazza a vállalat a pénzügyi dollarizációt, azaz indexálja-e részben vagy egészben ( $\mu_F$  mértékben) a valutát. Mégis vegyünk egy harmadik esetet, amelyben mindkét valuta kiszámítható módon, egymáshoz képest változatlan értékű, a nominális árfolyam minimális ingadozásaihoz a fogyasztás tökéletesen alkalmazkodik:  $\sigma_{c,s} = 0$ .

Az utóbbi esetet figyelembe véve a vállalati szektor realprofitjának maximalizálása:

$$(44) \quad i_t^* + (E[s_t] - s_{t-1}) + \frac{1}{2} \sigma_s^2 - \sigma_{p,s} = i_t$$

Ha a kölcsönforrások a magánszektoron belül cserélnek gazdát, szükség van a pénzügyi dollarizáció lehetőségének megvizsgálására is, hiszen a fogyasztásra szánt összeg már nem csak a hazai jövedelem, hanem a kölcsönök is.  $\mu_F$  megválasztása az átlagtól való eltérések minimalizálásával:

$$(45) \quad \mu_F = \frac{\sigma_{p,s}}{\sigma_s^2} = \rho_{p,s} \frac{\sigma_p}{\sigma_s}$$

Nem mindegy, hogy az összefüggésben milyen árindexet használunk fel: itt a CPI-t értelmeztük, de a GDP deflátor behelyettesítésével nőhet az árak volatilitására jellemző érték.

Ha a GDP deflátor értelmezzük, felmerül, hogy nem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy kapcsolat van a hazai GDP és a külföld GDP-jének változásával.  $\sigma_{c,s} > 0$  esetén a hazai GDP jobban nő, mint ROW GDP-je, ez javuló megítélést és erősödő hazai valutát eredményez.  $\sigma_{c,s} < 0$  esetén a külföldi valutát fogják előnyben részesíteni. Feltételezhetjük azt is, hogy ez az a helyzet, mikor ROW GDP-je jobban nő és valutája SOE hazai valutájához képest erősödik. Ez utóbbi esetben:

$$(46) \quad \lambda_k > -\frac{\rho\theta\gamma + 1 - \gamma}{\theta\gamma + \rho(1 - \gamma)}$$

Amikor a külföldi valuta biztonsága dominál, a passzív monetáris politika  $\lambda_k$  egyenesen kikényszeríti a reál dollarizációt.

## B. Az egyensúlyi állapottól való eltérések minimalizálása

Talán realiztikusabb a fogyasztás helyett a profit (reálprofit) fontosságát hangsúlyozni és ennek az oldaláról nézni a kérdést. Hiszen a példában a vállalatok adnak kölcsönt a dolgozóknak, tehát nekik kell úgy megállapítaniuk a kamatlábak és az ebből következő kamatok mértékét, hogy a profitjukat mindemellett maximalizálni tudják:

$$(47) \quad i_t^* + (E[s_t] - s_{t-1}) + \frac{1}{2}\sigma_s^2 - \sigma_{p,s} - \sigma_{\pi,s} = i_t$$

Csakhogy a hazai reálprofitok és a külföldi valuta árfolyama között egészen hasonló összefüggés áll fenn, mint a hazai fogyasztás és a valutaárfolyam között, már csak ezért is, mert ha a kamatlábak magasabbak, mint a profitráta, a vállalat a termelés helyett

kölcsönt nyújt, hiszen ezt éri meg jobban. Nem keletkezik osztalék, de a fogyasztás nő. Ha jobban megéri termelni, nem viszi túlzásba a kölcsönnyújtást: az alkalmazott kamatláb és a profitráta kiegyenlítődése miatt a profitra is, fogyasztásra is épp ugyanolyan mértékben hat a nominális árfolyam.

$$(48) \sigma_{c,s} = \sigma_{\pi,s}$$

A profit és a fogyasztás (illetőleg output) közötti kapcsolatot az alábbi összefüggés mutatja:

$$(49) \Pi = C \left[ 1 - \theta \frac{P}{P_{-1}} \left[ (1+i)(1-\mu_F) + (1+i^*)\mu_F \frac{S}{S_{-1}} \right] \right]$$

Látható, hogy a kettő közötti arányt az árszínvonalváltozás, a nominális árfolyam változása és a pénzügyi dollarizáció mértéke nagyban meghatározza. De ha  $\mu_F = 0$ , akkor a profit és a nominális árfolyam, illetőleg a külföldi kamatláb közti kapcsolat eltűnik.

### C. Relatív dollarizáció szintje

A pénzügyi dollarizáció tendenciái mindig túlszárnyalják a reál dollarizációét. A vállalatok igyekeve, hogy az idegen valutához való indexálás biztonságát élvezzék nem elsősorban a bérekre terjed ki, hiszen láthattuk ugyan, hogy ha pozitív hatásokkal is járna, nem közvetlenül. A pénzügyi dollarizáció pozitív hatásai pedig közvetlenül a vállalati szférában jelentkeznek. Egy passzív monetáris politika teljes pénzügyi és részleges reál dollarizációhoz vezet ( $\lambda_k = 0$ ;  $\mu_R = \rho$ ). Az optimális monetáris politika azonban ( $\lambda_k = -1$ ), szükségtelenné teszi a reál dollarizációt. ( $\mu_R = 0$ ). Nem mindegy azonban, hogy a szóban forgó gazdaság mennyire nyitott vagy zárt. Zárt gazdaságban természetesen  $\mu_F = \mu_R = 0$ . Relatív zártabb gazdaságban a pénzügyi dollarizáció mindig meghaladja a reál dollarizációt. Azt az esetet nézzük, amikor a gazdaság relatíve nyitott. Ennek fokmérőjeként az alábbi mércét használjuk:

$$\gamma < \frac{1}{1+\theta}.$$

Vegyünk példának olyan országot melyre fentebbi igaz. Ebben az országban a (45) összefüggést felírva és felhasználva, hogy a megszüntetendő kibocsátási rés az árszínvonal és a nominális ráta a várt szinttől való különbségei összege alapján adódik (33) és (34):

$$(50) \quad \mu_F = 1 - \gamma + \gamma\theta\bar{\mu}_R + \gamma(1 - \theta)\lambda_k \frac{\sigma_{s,k}}{\sigma_s^2}$$

Tehát a pénzügyi dollarizációt a reál dollarizáció függvényévé tettük. A függvény szerint, ha a bérek jelentősen indexálva vannak, a pénzügyi indexálás, a pénzügyi dollarizáció szükséges mértéke is nagyobb. A dollarizációnak az a része, amelynek nincs köze a munkapiaci viszonyokhoz (bérhez), az a monetáris politika függvénye. Ha a monetáris politika optimális, a fellendülés idején  $\lambda_k$  és  $\sigma_{s,k}$  is negatív. A pénzügyi dollarizáció tehát mindenképpen felülmúlja a reál dollarizációt. Ha passzív a monetáris politika, lehet, hogy a fellendülés be sem következik. Ekkor a reál dollarizáció mértéke is nagy, jóllehet a pénzügyi dollarizáció most is túlszárnyalja.  $\left(\mu_R > \frac{1-\gamma}{1-\gamma\theta}\right)$

Akkor is előfordulhat azonban, hogy a sokkok erősen korrelálnak, közelítenek, ha a reál dollarizáció optimális. Többnyire akkor, ha a gazdaság viszonylag zárt.

$$\left(\rho > \frac{1-\gamma}{1-\gamma\theta}\right)$$

## VI. Rezsimváltás

A lehetséges árfolyamrendszerrel szemben való fő elvárás az, hogy haszna múlja felül a saját valutáról való lemondás, idegen valuta átvételének hasznát. Feleslegessé válhat azonban a saját valuta akkor, ha a monetáris politika akciói hosszú ideje a ROW monetáris politikáját másolják, alárendelődnek annak.  $(\lambda_k = 0; \lambda_{k^*} = -1)$  Persze, ennek a lehetőségét az teremti, meg, hogy a kis ország (SOE) kereskedelmi és pénzügyi csatornákon keresztül olyan mélyen ágyazódik a nemzetközi környezetébe, amelyet számára elsősorban ROW jelent, hogy reál és pénzügyi eredetű sokkjai és ingadozásai

tökéletesen megegyeznek a ROW-t érő hatásokkal. Ha a kívülről jövő hatások tekintetében tökéletes a korreláció és lehetséges a rezsimváltás, a bizonytalanságok elkerülése érdekében érdemes ezt választani.  $(\sigma_{PH,s} = \sigma_{p,s} = \sigma_s = \sigma_{k,s} = 0)$  Ugyanis az eltérő monetáris politikai válaszok oda vezetnek, hogy belső eredetű negatív sokk bontakozik ki. Így tulajdonképpen az önállóság ez utóbbi esetben inkább árt, mint használ. Ugyanakkor adódhat olyan helyzet, amely a monetáris politika önállóságát kívánná meg. Az árfolyamválasztás eredménye a két szélső eset és a sok köztes eset bármelyike lehet (abszolút rögzítéstől a szabad lebegtetésig  $(\lambda = -1; \lambda = 0)$ ). Igazi előnye tehát a saját valuta megtartásának és a minél kisebb mértékben való „dollarizálódásnak” az az opció, amely megteremti a változtatás lehetőségét és az újabb helyzetekhez való rugalmas alkalmazkodást. A rezsimváltás áldozatai persze gyakran arányban vannak azokkal a várható előnyökkel, amelyeket elérhetünk vele. Attól is függ, mit választunk, hogy korábbi tapasztalataink alapján mennyire mélyültek el a sokkok, válságok ahhoz, hogy előtérbe kerüljenek óvatossági tényezők.

## VII. Következtetések

Ebben az általános egyensúlyi modellben, nyitott gazdaságot feltételezve, ha végbemegy a reál és pénzügyi dollarizáció is, ez bár képes emelni az inflációs rátát, ha a külföld inflációja magasabb, de a reálárfolyam ingadozását mindenképpen csökkenti. A tanulmány három dolgot emel ki; először is az aszimmetriát; a pénzügyi dollarizáció gyorsan terjeszkedik, de a reál dollarizáció lassabban következik be, pedig a bérek dollarizációjának hiánya reál sokkok okozója. A ciklikus ingadozások és az infláció volatilitásának csökkentése fontossá teszi a reál dollarizációt, főleg, ha jelen van a részleges, pénzügyi dollarizáció. A kettő egymást kiegészítő jelenség, amelyek többek közt erősítik is egymás szükségességét. A második dolog, hogy a pénzügyi dollarizáció a kereskedelem globalizálódásából is következik. Természetes hatás ugyanis ennek növekedése, hiszen védelmet nyújt az árfolyam ingadozások hatásainak tompítására a kis nyitott ország a kereskedelemben részt vevő szereplői –exportőrei, importőrei számára (de fogyasztói számára is). Ezen túlmenően a hitelezők és kölcsönfelvevők számára is garancia az erősebb valuta „védelme”, ráadásul alacsonyabb kockázati kamatprémiummal, így a dollarizálódás pénzügyi oldala akadályokba egyik fél részéről sem ütközik. Harmadik eset, hogy meghatározza, mi történik ha a kedvezőtlen



világkonjunktúra miatt a reálfolyamatokat megzavaró válság bontakozik ki. A kis országok esetében ennek eredményeképpen ekkor jellemzően létrejön egy jelentős inflációs tendencia. A nagy ország valutájának használata ugyanakkor széles körben használt volta miatt a pénzügyi tranzakciók során mintegy védelmet nyújt. A reál sokk elmélyülését a reál dollarizáció akadályozza. A tanulmány következtetései megegyeznek az optimális valutaövezet elmélet erre vonatkozó eredményeivel; az aszimmetrikus sokkok kibontakozása akkor nem valószínű, ha a specializáció hasonló, a munkaerő pedig ugyanazon „kondíciók” mellett vehető igénybe, illetve a hazai és külföldi munkaerő egymással való helyettesíthetősége megoldható.