

ANTAL LÁSZLÓ

Nemzetközi pénzügyi válság és hazai gazdaságpolitikai dilemmák

A kilencvenes évek derekára a fejlettebb posztszocialista országok (köztük Magyarország) keservesen túljutottak a piacgazdasági átalakulással járó, súlyos válságon. Ebben a helyzetben érte az országcsoportot a nemzetközi tőkepiaci válság. Egy ilyen válságsorozat sok tekintetben különbözik a korábbi válságoktól. Kirobbanásának nagyobb az esélye, csakúgy, mint áttérése más országokra, kevésbé előrejelezhető, elsődleges mozgatórugói a racionális várakozások. Ötletek vannak, de érett javaslatok még nincsenek a nemzetközi tőkemozgások olyan ellenőrzésére, amely a globalizáció és a tőkemozgások liberalizálása nyomán kialakuló, potenciális válságlehetőséget, ha nem is megszüntetni, de legalább mérsékelni képes. A nemzetközi válság valószínűleg csillapul, de az árfolyamok nagyobb volatilitásával és a nagyobb bizonytalansággal a jövőben együtt kell élni. A válság közvetlen következményei (kieső exportbevétel, befagyott követelések) Magyarország és a visegrádi országok számára nem olyan súlyosak. Ellenben a válság nyomán Európa-szerte kialakuló növekedéslassulás és az emerging marketek negatívabb megítélése tartósan kedvezőtlen, destabilizáló hatású. A helyzetet súlyosbítja, hogy ezeknek az országoknak a képessége a gazdaságpolitikai korrekcióra igen gyenge. Korábban Csehország, ma Magyarország küszködik leginkább ezzel a problémával.¹

AZ ELŐZMÉNYEKRŐL

A rendszerváltó országok a 90-es évtized első felében modern gazdaságtörténetük legsúlyosabb válságán estek át. A gazdasági teljesítmények néhány év alatt 20–40 százalékkal estek. Azokban az országokban, ahol etnikai feszültség, háború volt, a visszaesés még ennél is súlyosabbnak (40–60 százalékosnak) mutatkozott. A posztszocialista országok többségében az 1998. évi bruttó hazai termék éppen elérte vagy közelítette az egy évtizeddel korábbi

¹ A cikk a Magyar Külkereskedelmi Bank Rt. számára készített „Újra fordulóponton a magyar gazdaság?” (1999. február), valamint a Pénzügykutató Rt. megbízásából kidolgozott „A globális pénzügyi válság és hatásai a magyar gazdaságra” (1999. április) c. tanulmány alapján készült, néhány ponton az újabb információk szerint korrigálva. Megjelent a *Külgazdaság* XLIII. évf. 1999. szeptemberi számában (4–13. o.).

színvonalat.² Nem igaz, illetve súlyos leegyszerűsítés, hogy valamennyi posztszocialista ország a modern piacgazdaság és a politikai demokrácia rendszere felé konvergál, kigyorsabban, ki lassabban. (A kremlinológia helyébe lépett, kiterjedt transition irodalom zöme ilyesmit sugall.) Ami bizonyos, az csak annyi, hogy egy társadalmi-gazdasági rendszer végérvényesen szétesett.³ Ennek a bruttó hazai termék drámai visszaesése mellett legnyilvánvalóbb bizonyítéka az állami jövedelmek „elszivárgása”, az állam adóbegyűjtő képességének súlyos, néha végzetes gyengülése.⁴

1. táblázat

Állami jövedelmek a GDP százalékában

	Az átmenet előtt		1998-ban	
	összesen	ebből: adó	összesen	ebből: adó
Közép-Kelet-Európa és a balti államok	49,5	39,0	39,6	35,5
FÁK-országok	39,0	26,4	21,8	17,9

Az állami bevételek arányának csökkenése elvileg két okból következhet be. Vagy az állam szerepének tudatos leépítése (államtalanítás, elsődleges államháztartási kiadások szándékolt csökkentése) folytán, vagy pedig azért, mert a rohamosan növekvő számú és liberalizált vállalkozással, valamint a fekete- és szürkegazdaság kiterjedésének táguló lehetőségével a széteső centrális hatalom képtelen megbirkózni, nem képes azt ellenőrizni. Így ugrásszerűen megnő az adómegkerülés lehetősége. A fejlettebb kelet-európai országok esetében a válasz valószínűleg (Magyarország esetében biztosan) is-is, ám a FÁK-országoknál – ahol melleleg a centralizált jövedelmek csökkenése sokkal durvább – egyértelműen az utóbbi tényező, tehát a jövedelmek elszivárgása a döntő ok. (Hasonló problémát jelenthet számos országban a devizabevételek elszivárgása, ami például Magyarországon még csak mint kérdés sem merülhet fel.)

2 Az EBRD [1998a] szerint az 1998. évi (előzetes) ODP néhány kelet-európai, illetve FÁK-országban a következőképpen alakult:

1998. évi GDP (1989 = 100)			
Albánia	81	Lettország	58
Bulgária	66	Lengyelország	118
Horvátország	79	Románia	78
Csehország	97	Szlovákia	100
Észtország	77	Szlovénia	103
Magyarország	95		

A pozitív irányban a trendtől elütő Lengyelország esetében a különbség csak annyi, hogy ebben az országban a nagy visszaesés már az évtizedfordulót megelőzően következett be. A visszaesés mélypontja és a kilencvenes évek dereka közötti eltérés (kilengés) azonban Lengyelországban is hasonló (számottevően meghaladja a 20 százalékot), Lettországon vagy Horvátországban még ennél is kirívóan magasabb. Lásd: DE MELO–GELB [1997].

3 Ezt az álláspontot tartalmazza, de sokkal egyértelműbben és élesebben MORITA [1998].

4 Lásd: EBRD [1998].

A válság, ahogyan várható volt, *polarizálta* az egykori szocialista országokat. Közülük a legfejlettebbek (mindenekelőtt az úgynevezett visegrádi országok, valamint Szlovénia és egyes balti országok) sikerrel stabilizálták gazdaságukat, és ugyancsak eredményesen építették ki a piacgazdaság alapvető szervezeti, intézményi jogi kereteit. Nemcsak a magántulajdon uralkodóvá tételére gondolok, amit a kérdéssel foglalkozók többsége szinte egyedül meghatározónak tekint. Ez, mint a tapasztalatok egyértelműen igazolják, távolról sem elégséges feltétel.⁵ Ráadásul keveredik a valóságos és a látszatprivatizáció, ahol a kereszttulajdonlások sorozata után végső tulajdonosként az állam megőrzi parancsnoki pozícióját. *Tsuneo Morita* [1998] némi iróniával, de semmiképp sem alaptalanul hja egyik fejezetcímében: „*Weight of private sector as virtual indicator*”. Másik szélsőségment kialakult egy másik országcsoport (ide tartoznak gyakorlatilag a FÁK-országok), amelyek egyelőre nem tudtak és még belátható ideig nem is tudnak stabilizálódni, és egyelőre nem is közelítik a modern piacgazdaság állapotát.⁶ A posztzocialista országok egy harmadik csoportja, (mondjuk a dél-európai országok) pedig valahol e két karakterisztikus állapot között lebeg, mint Mohamed koporsója.

A 90-es évtized derekára a fejlett kelet-európai országok többsége sikerrel jutott túl a transzformációs válságon, és megindult a fellendülés. Az egyes országok között persze jelentősek a különbségek. Lengyelországban már 1993-ban, Csehországban és Szlovákiában 1994-ben elkezdődött egy erősen beruházás- és exportorientált, stabilnak látszó – vagyis visszaesésektől, sőt, súlyosabb kilengésekkel sem tarkított – növekedés, amely a fizetési mérleg elviselhető romlásával és az infláció eredményes leszorításával párosult. Magyarország, mint ismeretes, késlekedett a gazdaság stabilizálódásához szükséges intézkedések meghozatalával, egészen addig, amíg az ország külső finanszírozhatósága már-már megkérdőjeleződött, és csak az utolsó pillanatban, 1995 márciusában szánta rá magát az akkor már elkerülhetetlenül durva intézkedések meghozatalára. Ezek végül is maradéktalanul elérték a céljukat (azonnali és drasztikus fizetési mérlegpozíció-javítás és ugrásszerű államháztartási deficitcsökkentés), anélkül, hogy ez gazdasági visszaesést okozott volna.

5 Az EBRD [1998] átlagos transition-indikátort számít, amely a magánszféra GDP-ben képviselt súlyán kívül magában foglalja (súlyozza) a vállalatirányítás korszerűségét, a liberalizációban való előrehaladást, a versenyszabályozás hatékonyságát, a bankreform előrehaladottságát, a tőke- és pénzpiacok fejlettségét, valamint a jogi szabályozás effektivitását is. Ezen az alapon az EBRD-szakértők trendet alakítottak ki, amely szerint a legelőrehaladottabbak a közép- és kelet-európai országok, őket követik a balti, majd a délkelet-európai országok. Ezután következnek a centrális FÁK-országok (Oroszország, Ukrajna és Belorusszia), majd a kaukázusi, végül a közép-ázsiai országok. A csoportosítás természetesen erősen vitatható, az is lehetséges, hogy az elemzők inkább tisztában voltak a végeredménnyel, az aggregált indikátorral, és ebből vezették le a csak szubjektíven értékelhető részindikátorokat. De az biztos, hogy a piacgazdaság állapotához való közeledést nem lehet egyszerűen azzal jellemezni, hogy mekkora a magán- (vagy államán-) szektor súlya a GDP előállításában. (Egy ilyen rangsorban – az idézett EBRD-összehasonlítás szerint – Magyarországot, ahol ez az arány 80 százalék, Albánia, Csehország és Szlovákia követné 75-75 százalékkal, majd Észtország, Litvánia és Oroszország következne 70 százalékos aránnyal, míg Szlovénia, Kazahsztánnal és Macedóniával együtt a maga 55 százalékkal a sor végén kullogna.)

6 Oroszországot sokan, köztük komoly közgazdasági elemzők úgy tekintik, hogy 1997-ben közel állt a konszolidációhoz és a modernizációs folyamat sikeres megindulásához. Jőmagam ezt a vélekedést nem osztom, a továbbiakban igyekszem bizonyítani, miért. Egyetértek *Szilágyi Ákos* jellemzésével: „*Oroszország egyelőre a se-se – a nagy interregnum – állapotában toporog: se előre, se hátra, de közben egyre lejjebb és lejjebb. Se egyetemes állam, sem több nemzetállam. Se erős központi hatalom, sem erős helyi hatalom. Sem állami termelési mód, sem modern piacgazdaság. Se autokratikus hatalom, sem erős civiltársadalom...*” (SZILÁGYI ÁKOS [1999])

Így Magyarországon a fellendülés csak 1996 második felében indult meg, de azóta a fejlett kelet-európai országok között egyedül töretlen. Ugyancsak jelentős különbségek mutatkoztak a fejlett országok körén belül az előrehaladásban a piacgazdasági átalakulás intézményeinek kiépítése terén, mindenekelőtt abból a szempontból, hogy a végrehajtott változások csak virtuálisak voltak, vagy valóban átrendezték az érdekvizonyokat, az új jogi normák effektívek-e, vagy sem.

A ma is jelentős különbségek ellenére, mégis jogosult a régió legfejlettebb országait egységes csoportként kezelni. Ebben a körben valóban megindult a modern piacgazdaság standardjait közelítő fejlődés és a felzárkózási folyamat. Felcsillant annak reménye, hogy Közép-Kelet-Európa legfejlettebb magja, továbbá Szlovénia és egyes balti államok a fenntartható (hosszú távon finanszírozható) növekedési pályára léptek, megszabadulva a stop-go gazdaságpolitika elkerülhetetlen ellentmondásaitól. Egyre több elemző kockáztatja meg azt a látványos állítást, hogy az érintett országban az átmenet lezárult, s ma már „rendes” piacgazdaság működik. Ebben az időszakban a fejlett kelet-európai országok kormányprognózisai nagyon magabiztosak voltak, tartós és gyors fellendülésre számítottak, a még elfogultabbak egyenesen gazdasági csodáról beszéltek. (Magyarország viszonylag későn, csak 1998-ban csatlakozott a kórushoz) Ezt a vélekedést megerősítették a nemzetközi pénzügyi intézmények (IMF, World Bank, OECD, EBRD), sőt, a nemzetközi tekintélyű befektetési tanácsadó cégek.⁷ Ami még fontosabb, ezt látszott alátámasztani a régióba irányuló gyorsuló – bár továbbra sem kiemelkedő jelentőségű – tőkebeáramlás is.

A transzformációs válság után éppen csak stabilizálódott és gyors növekedési terveket dédelgető kelet-európai országokat 1997 nyarától, de különösen az orosz összeomlás 1998. augusztusi kirobbanása óta jelentősen befolyásolja a nemzetközi pénzügyi válság. Ez időben nagyjából egybeesik a transzformációs válságot követő gyors exportfellendülés természetes lefékeződésével.⁸ Magyarország esetében például számolni kellett azzal, hogy az évi 20-30 százalékos – azaz a világkereskedelem dinamikáját három-négyszeresen meghaladó – exportdinamika egyszerűen nem maradhat fenn. A válság romboló hatása után ugyanis a potenciálisan versenyképes kapacitások többnyire némi tőkebefektetéssel és korszerűsítéssel regenerálódnak, a liberalizáció felkeltette a külföldi befektetők érdeklődését, olyannyira, hogy néhány éven keresztül még a profitot is újra befektették, ez okozza a látványos fellendülést. (A kormányzat számolt is ezzel az összefüggéssel: ez évi prognózisa – egyelőre még nem számolva a nemzetközi pénzügyi válság hatásaival – 10-12 százalékos exportdinamikát feltételezett.) Ebből a tényből már önmagában következik, hogy az egyes keresleti tényezők aggregálása alapján számítható globális keresletnövekedés törésszerűen csökken, még akkor is, ha feltételezzük – amint ez be is következik –, hogy a belföldi felhasználás növekszik, azaz az exportkereslet helyébe részben a növekvő fogyasztói kereslet lép be. Ezt illusztrálja a PM [1999] elemzése is, ahonnan az alábbi adatok származnak.

7 Valójában nemcsak a legfejlettebb közép-kelet-európai és balti országoknak jószoltak gyors stabilizációt és fellendülést, de számos további posztiszocialista ország perspektíváját is igen kedvezőnek, vagy legalábbis esélyesnek ítélték a befektetési tanácsadók és a nemzetközi pénzügyi intézmények egyaránt.

8 „A világgazdaságban bekövetkezett trendváltás egybeesik azzal a magyar gazdaságban lezajlott trendváltással, amely a stabilizációs politikát követően 1997 végén megindult, 1998-ban folytatódott, 1999-ben pedig felerősödötté válik.” (PKI [1999a])

2. táblázat

A növekedés reálértéken számított keresleti tényezői, 1997–2000

A volumennövekedés százaléka

	1997	1998	1999	2000
Lakossági fogyasztás	2	3-4	3-4	3-4
Közösségi fogyasztás	1,8	2	1-2	1-2
Beruházások	8,8	12-14	10-12	9-11
Belföldi felhasználás	4,4	7	5,5-6	5
Kivitel	30	20-24	10-13	9-11
Összes kereslet	10,6	10-11	7-9	6-8

A várható folyamatokat ugyan a kormányzatnál lényegesen kedvezőtlenebbnek ítélem meg, de a globális keresletdinamika e dokumentumban előre jelzett 3 százalékos csökkenése is önmagában megkérdőjelezi az 1998-ra kialakult, magas GDP-növekedés fennmaradását, amivel viszont ma a kormányzat töretlen – és az idő múltával egyre kevésbé megalapozottnak tűnő – optimizmussal számol. Az általam képviselt felfogást támasztja alá, hogy a magyar gazdaság számára hosszú idő után 1997 volt az első – és sajnos, a nagyjából belátható, 2000-ig terjedő időintervallumban egyben az utolsó – olyan esztendő, amikor egyidejűleg gyorsult a növekedés és javult az egyensúly, noha én is több írásomban elhamarkodottan azzal áltattam magamat, hogy a magyar gazdaságnak 1996–97-ben sikerült végérvényesen kilépnie a „vagy egyensúly vagy növekedés” – a gazdaságpolitika szemszögéből nézve a stop-go ciklusok – logikájából.

Mára a vezető kelet-európai országok fellendüléssel ötvözött stabilitásának illúziója szertefoszlott. Az első intő jel, még a nemzetközi pénzügyi válság előtt, amely arra utalt, hogy a kelet-európai országok stabilizálódása nem teljesen szilárd (ha tetszik, teljesen nem szilárd), a cseh gazdaság megingása volt. Ez a szakemberek többsége számára tulajdonképpen nem volt meglepetés. A cseh valutaválság 1997 májusában robbant ki. Közvetlen okai között első helyen állt a cseh korona reálfelértékelődése, amely 1990–96 között elérte a 20-30 százalékot. Eközben a cseh vállalatok jelentős mértékben vontak be külföldi hitelforrást, miközben az árfolyamkockázatot nem fedezték. A fizetési mérleg hirtelen és nagy mértékben (messze a kormány által feltételezettet meghaladó nagyságrendben) romlott, s ezt a nem adósságeneráló tőkebeáramlás nem fedezte. A csődtörvény létezett, de valójában nem működött, így a minősített hitelek állománya gyorsan 30 százalék fölé emelkedett. A válság mélyebb okai azonban valószínűleg a Klaus-kormány alapján elhibázott „image gazdaságpolitikájára” vezethetőek vissza, amelynek legfontosabb elemei – vaucher privatizáció, bevezetett, de több éven át nem működő csődtörvény, bankprivatizáció elmaradása, veszteséges és alacsony hatékonyságú vállalatok közvetett dotálása, felértékelt korona fenntartása stb. – éppen a piaccgazdasági átalakulás lényegét, a mikrostrukturális átalakulást kikényszerítő erők működésbe lépését akadályozta, ez

úton sikerrel elhalasztva viszont a gazdaság megtorpanását.⁹ A pseudo piacgazdaság létét jól illusztrálja a csődeljárások számának alakulása is (EURO [1998b]).

3. táblázat

Csődök száma
Csehországban, Magyarországon és Lengyelországban
(1992–1996)

	1992	1993	1994	1995	1996
Csehország					
I.	350	1098	1816	2393	2990
II.	5	61	290	482	725
III.	5	60	288	480	719
Magyarország					
I.	14 060	8229	5500	6461	7477
II.	1302	1650	1241	2276	3007
III.	562	1140	1151	2255	2998
Lengyelország					
I.	4349	5936	4825	3531	3118
II.	910	1048	1030	1030	984
III.	812	869	795	743	811

Megjegyzés: I: folyamatban lévő eljárások, II. ebből az év során befejezett, III. ez utóbbiból likvidációval zárult folyamat.

9 „1. Nem lehet mesterségesen fenntartani az alacsony hatékonysággal működő vállalatokat, és közben gazdasági növekedést produkálni. Nem lehet megkerülni a gazdasági és társadalmi reformok következetes végigvitelét, modernizációt végrehajtani a régi struktúrák lebontása, a hazai tőkepiaci intézményrendszer kialakítása és a külföldi tőke bizalmának megszerzése és megtartása nélkül.

2. Nem lehet hosszú távon olyan mértékű reálbér-növekedést fenntartani, amelynek mértéke jelentősen meghaladja a gazdasági növekedés mértékét.

3. Ha nem alakult ki hatékony tulajdonosi struktúra, és emiatt a vállalatirányítás nem érdekelt abban, hogy szigorú döntéseket hozzon, a gazdasági teljesítmény mutatói előbb-utóbb romlani kezdenek. (Csehországban a nagyvállalatok többségénél az állami tulajdonú bankok befektetési alapjai gyakorolják a tulajdonosi jogokat, amely vállalatokat az állami tulajdonú bankok hitelezik.) Tanulság, hogy a privatizációnak átláthatónak és hatékonyságorientáltnak kell lennie.

4. Amennyiben egy valuta tartósan felértékelt állapotban van, az előbb-utóbb a külgazdasági egyensúly drasztikus megbomlásához vezet. A reálértékeltetés vonzza a pénztőkét az országba, de az elkerülhetetlen, nagymértékű leértékelés miatt a tőke rövid idő alatt elillan az országból.

5. A befektetők bizalomvesztése még egy olyan, viszonylag alacsony eladósodottsági szint mellett is, mint a csehországi, bekövetkezhet. Egy nagyobb mértékben eladósodott ország, egy magasabb eladósodottsági szint esetén súlyosabb problémák merülhetnek fel. A befektetők bizalomvesztése azt eredményezné, hogy a tőkeáramlás megállna, és erőteljesen beindulna a tőkekiáramlás. Emellett nem lehet kizárni a hazai valuta elleni támadás lehetőségét még akkor sem, ha előzőleg a nemzeti valutát a piac az árfolyam-ingadozási sávon belül a lehető legerősebbre értékelte.

6. A cseh korona elleni támadás időszakában a zloty és a szlovák korona árfolyama gyengült, míg a forint árfolyama csak kismértékben mozdult el az ingadozási sáv aljáról.” (IKIM [1997])

Bár a korona elleni támadások rövid idő után elültek, az instabilitás mindmáig fennmaradt. Ezért a cseh gazdaság dinamikájának megtörése tartós, legalábbis 1999-ben még bizonyosan nem ér véget. Az 1996-ban még közel 4 százalékos növekedése 1997-re 1 százalékra csökkent, 1998-ban erősen negatívvá vált (–4,6 százalék), és a lassú visszaesés azóta is folytatódik; a helyzet megváltozására 1999–2000-ben sincs reális esély. (Az új miniszterelnök épp most jelentette be, hogy az első negyedévben mintegy 4 százalékkal csökkent a bruttó hazai termék, és a cseh statisztikai hivatal az év egészére 0,7 százalékos visszaesést jósol.) Bár a cseh „miniválság” kirobbanása nem hozható közvetlen összefüggésbe a nemzetközi pénz- és tőkepiacok megrendülésével, a folyamat elnyúlása azonban, ami a cseh gazdasági csoda illúziójának szertefoszlásával járt, kétségkívül nem független ettől. 1997–98-ban megkérdőjeleződött Lengyelország stabilitásának szilárdsága is. Az országot a gyorsan romló, bár egyelőre még nem életveszélyes fizetésimérleg-pozíció, valamint a növekedés lassulása jellemzi. Szlovákia, ahol már Csehország nyomán leértékelődött a nemzeti valuta, most ismét fiskális megszorító intézkedésekre kényszerül.

Magyarországon még kisebb a baj, de az 1998. évi és idei havi adatokból kirajzolódó trendek az egyensúlyi feszültségek egyértelmű fokozódására utalnak. A bécsi Kelet-Európa Kutató Intézet, a WIIW legújabb előrejelzése ezt a tendenciát valószínűsíti, noha inkább optimizmussal vádolható, mint annak ellenkezőjével.

Saját megszokott szlogenjeinket használva, a nehezen elért stabilitás ebben a régióban igencsak törekénynek bizonyult, és ma újra nyitott a kérdés, képesek-e ezek a gazdaságok fenntartani a stabilitást, avagy újra a húzd meg – ereszd meg fordulatok sorozatára kell számítanunk, azaz arra, hogy a gazdaságpolitika végeredményben a saját maga keltette ciklus csillapításával lesz elfoglalva.

4. táblázat

A közép-kelet-európai országok gazdasági kilátásai
A volumennövekedés százaléka
(százalék)

	GDP-növekedés		Fogyasztói infláció		Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000
Csehország	–1,5	2	4	5	–2,0	–3,3
Magyarország	3,7	4	9,7	8	–5,5	–5,5
Lengyelország	3,5	4	8	7	–5,1	–5,5
Szlovákia	0	–2	10	10	–6,8	–4,8
Szlovénia	2,5	3	7	6	–0,2	–0,2

Nem bizonyultak igazán meggyőzőnek az eddigi feltételezések, illetve kormányzati, gazdaságpolitikai reakciók sem. Nem arra gondolok, hogy „ránk nem hat a nemzetközi pénzügyi válság”; ez nem több, mint az Elbától keletre változatlanul érvényben lévő, a kormánynak a mindmáig fennmaradt, és sajnos, a politikusok által többnyire el is hitt mindenhatóságát hirdető, kötelező etikett nyitó lépése (legfeljebb a deklaráló személye változott), de nem igazán komoly az a kevésbé gyanús hangzó érv sem, hogy az általános pénzügyi válság során épp Kelet-Európa fog a tőkeáramlás lehetséges irányai között felértékelődni. Az első jelek mindenesetre azt mutatják, hogy a régió inkább vesztese lett a változásoknak, azokhoz az országokhoz viszonyítva is, amelyeket közvetlenül érintett a megrendülés, de ma már úgy néz ki, hogy megmenekültek. (Ilyenek például: Dél-Korea, Brazília.)

Úgy gondolom, hogy a transzformációs válságot követő, az export évi 20-30 százalékos növekedésével járó, látványos fellendülés elkerülhetetlen lefékeződésének és a jelenlegi nemzetközi pénzügyi válság negatív hatásának interferenciája az, ami a gazdasági növekedést fékezi, és – határozott gazdaságpolitikai (fiskális) reagálás hiányában – az országot letéríti a fenntartható pályáról. Ezért komikusnak tartom azt a hónapról hónapra megújuló vitát, amely a költségvetési és a fizetési mérleg egyes részelemeire vonatkozó, havi adatok értékelése körül forog, azok alakulásával és értelmezésével próbálja meg igazolni, hogy az eltérések csak pillanatnyi, vagy legalábbis nem lényegesek. A bajok és a fiskális szigor szükségessége előreláthatóak voltak, és nem az idei negyed- vagy félévi részadatok szeszélyes alakulásának függvényei.

A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI VÁLSÁG NÉHÁNY JELLEMZŐJE

A nemzetközi pénzügyi válság alapos elemzésére természetesen nem vállalkozom, csupán néhány olyan jellemzőre szeretném felhívni a figyelmet, amelyet különösen fontosnak tartok a közelmúlt fejleményeinek megértéséhez.¹⁰ A nemzetközi pénzügyi válságok kialakulásának veszélyét a globalizáció megsokszorozta. (Válságok interferenciájára, illetve a recessziós periódusok országok, régiók közötti összehangolódására természetesen korábban is akadtak példák.) Az információs technika robbanásszerű fejlődése, a pénz- és tőkepiacok világszerte megvalósuló, gyors liberalizációja, a pénzügyi innovációk elterjedése (például a derivatívapiacok kiépülése), a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése, a határon túlnyúló szolgáltatások elterjedése, a kockázatos tőkeműveletek bonyolítására, a spekulációra szakosodott, nagy tőkeerejű hedging fundok megjelenése, majd szerepük növekedése merőben új helyzetet teremtett. A tőke világméretben képes akadálytalanul, olcsón, szinte időigény nélkül és korlátlan nagyságrendben áramolni. A kiegyenlítődési folyamatok felgyorsulnak. A piaci szereplők informáltsága hihetetlenül megnő. Mélyül a különböző pénzügyi indikátorok (árfolyamok, kamatok, hozamok, tőzsdeindexek stb.) információtartalma, és gyakorlatilag a piac valamennyi szereplője hozzáfér ezekhez az információkhoz.

¹⁰ A válságok elemzésével és leírásával publikációk tömege foglalkozik, például: World Bank [1998], EBRD [1999], ÁRVAI-VINCZE [1998], SOROS [1999], nem is szólva a befektetési tanácsadó világcégek (Merrill Lynch, Coldman Sachs, JP Morgan stb.) emerging marketekkel foglalkozó periodikáiról, vagy a konjunktúrakutató intézetek (Plan-Econ, WIW European Intelligence Unit stb.) rendszeres előrejelzéseiről.

A globalizációnak számos vitathatatlan előnye van, amelyet általában még azok is elismernek, akik tüntető ellenszenvvel viseltetnek iránta. Mindenekelőtt talán az, hogy a racionalizáló (azaz nem pusztán rövid távú, spekulatív) allokációs döntések horizontja nemzeti keretek helyett regionálissá, majd világméretűvé válik. Tudomásul kell viszont venni – és ez persze nem könnyű –, hogy a szuverenitás, legalábbis mint gazdaságpolitikai alapkategória előbb-utóbb tartalmatlanná válik. Megindul az intézményi reformoknak az a sorozata, amely a gazdaságpolitikák konvergenciájához vezet nemcsak regionális vagy szubregionális keretek között, de egyre inkább világméreteket. ¹¹ Kétségtelen azonban, hogy a globalizációnak van egy súlyos következménye is: a világ bármelyik részén jelentkező sokkhatások szétterjednek regionális méretekben, sőt azon túl is. Az egyes válságócoktat az egységesülő nemzetközi tőkepiac, a világ nagy tőzsdéi globalizálják. A *J. P. Morgan* [1998] elemzése szerint: „*Eltérően a korábbi piaci krízisektől, amelyek hajlamosnak mutatkoztak izolálódni egy piacra vagy egy régióra, a mostani megrázkódtatás kihat a feltörekvő piacokra és a G7 országcsoportra egyaránt (...) Ennek a folyamatnak az eredményeként a feltörekvő gazdaságok kölcsön- és equitipiacaian szereplő instrumentumok bizonyultak a legrosszabbul teljesítőknél a világon, a befektetők kb. 117 milliárd USD veszteséget könyvelhettek el az orosz piacokon, és az EMBI⁺ (Emerging Market Bonds index plus) kapitalizációja egy hónap leforgása alatt 1998 augusztusában 44 milliárd USD-vel esett.*” Az elmúlt néhány év tapasztalatai ennek a jövőben sem kiiktatható veszélynek a realitását mutatják. Magyarország, amely a közelmúltban hajtotta végre tőkepiacának csaknem teljes liberalizálását, most első ízben szembesült ezzel a jelenséggel.

A válságok gyors terjedését illusztrálja az alábbi példa (az adatok forrása *World Bank* [1998]).

11 A policy reformok alapelveit az ún. „Washingtoni konszenzus” fogalmazza meg, amely egy washingtoni reprezentatív konferencián elhangzott előadások gyűjteménye (WILLIAMSON [szerk.]: *The Political Economy of Policy Reforms*, 1994.). Itt fogalmazódnak meg először rendszerezett formában azok a jól ismert elvek, amelyek Kelet-Európától Latin-Amerikáig, sőt a fejlett világ számos országában is meghatározzák a gazdaságpolitikák általános törekvéseit. Ezek a következők:

1. *Fiskális fegyelem* – az államháztartás hiányának eléggé kicsinek kell lennie ahhoz, hogy inflációs adó (seigniorage) nélkül is finanszírozni lehessen. (Ehhez az elsődleges egyenlegnek nagyjából a GDP egy százalékának megfelelő szufficitje szükséges.) Ez egy olyan lényegi kérdés, amelyre a magyar stabilizációs program értékelésekor vissza kell majd térni.

2. *Közkidások reformja* – a kiadások átcsoportosítása a politikai prioritásoktól (védelem, államigazgatás) olyan területek felé, amelyek potenciális hozadéka nagy (egészségügyi alapellátás, oktatás).

3. *Adóreform* – az adóbázis szélesítése, csökkenő progresszivitás, piactorzító hatások kiküszöbölése.

4. Hiteles, az exportörök versenyképességét nem rontó *árfolyamrezsim*.

5-6-7. *Pénzügyek, külkereskedelem, valamint a működő tőke be- és kiáramlásának liberalizálása.*

8. *Privatizáció.*

9. *Dereguláció* – a piaca való be- és kilépés liberalizálása a nemzeti elbánás elve alapján, a versenyt korlátozó előírások leépítése (az állami szabályok lényegileg nemzetbiztonsági, környezetvédelmi és a pénzügyi közvetítők esetében prudenciális szempontok érvényesítésére korlátozódnak).

10. *Tulajdonjog* – a tulajdon biztonságát nem túlságosan költségesen biztosítsa a jogrend.

A felsorolt elvek java része a gazdasági reformok napirendjén szerepel. Egyébként a gazdaságpolitikák konvergenciája az uniós tagországok esetében ma már többé-kevésbé realitás. (KOPINT-DATORG [1998])

5. táblázat

Az orosz válság hatása néhány feltörekvő piacra
(Az orosz fizetési moratórium bejelentése utáni állapotok)

	Valutaárfolyam-változás (százalék)	A tőzsdeindex változása	
	1997 vége óta	1997 vége óta	a legutolsó egy hónapban
Indonézia	-47	-16	-30
Korea	+20	-18	-10
Thaiföld	+11	-41	-18
Brazília	-5	-34	-37
Mexikó	-19	-40	-26
Csehország	+4	-23	-23
Magyarország	-10	-35	-37
Lengyelország	-7	-20	-29
Oroszország	-50	-79	-44

A válságok lefolyásának ismeretében változott a megítélése is. Eddig az volt a jellemző megközelítés, hogy ha egy ország helyzete megrendült, akkor valahol biztosan súlyos hibát követett el. Az elemzők (többnyire nemzetközi pénzügyi intézmények vagy világméretűekben tevékenykedő befektetési tanácsadók) azt igyekeztek kimutatni, hogy mit kellett volna másképp csinálnia a bajba jutott országoknak, és főként milyen csalhatatlan jelekből kellett volna már jóval korábban előre látni a közelgő katasztrófát. *Most azonban ragályról (contagion) beszélnek.* A fertőzés terjesztői a tőzsdék, a tőkék átcsoportosításában élen járó, „gyors kezű” befektetést alapok, amelyek, hála a különböző pénzügyi innovációknak (például nagy leverage-et lehetővé tevő, egyes hitelkonstrukcióknak), saját tőkéjük sokszorosát képesek megmozgatni óriási profitok reményében, de persze óriási kockázattal, *valamint a nemzetközi méretekben tevékenykedő, a befektetőket finanszírozó bankok.*

A ragály továbbterjedésére persze nagyobb az esély az olyan országok esetében, ahol nagy a kölcsönös kereskedelem súlya, azonos az árfolyamrezsim (például dollárhoz rögzített árfolyamokat alkalmaznak), hosszabb ideje túlértékelt az árfolyam, amire az optimista várakozásokon alapuló, gyors tőkebeáramlás nyit lehetőséget. De ezek a jelzők sem igazán csalhatatlanok. Vonatkozik ez még a leginkább nyilvánvalónak látszó kereskedelmi függőségre is. Ez a függőség a fejlett országok körében nem különösebben erős (OECD [1998]), sohasem éri el a GDP 5%-át.¹²

¹² Még szembeutóbb, hogy a balti országok, amelyeknek a kereskedelmi függősége Oroszországtól, Belorusziától és Ukrajnától 1997-ben még igen magas volt – Lettország és Litvánia exportjának 28-28 százaléka, Észtországnak csak 13 százaléka irányult az említett régióba, míg Magyarország exportjának csupán 7 százaléka (lásd EBRD [1999]) – nem igazán rendültek meg az orosz válság miatt. Mindhárom országban 4 százalékot valamivel meghaladó növekedés valósult meg 1998-ban, miközben az orosz kereskedelmi részarány némileg csökkent de változatlanul igen magas. A külkereskedelmi kitettségnek persze van szerepe a válságok terjedésében, de korántsem akkora, mint azt feltételezni szokás. (Az EBRD [1998b] meghatározott egy trendet, miszerint minél nagyobb volt az Oroszországba irányuló export 1997-ben, annál nagyobb volt egy-egy országban az összes – tehát nem csak az orosz – export csökkenése 1997-ről 1998-ra. A meredekség elég durva – 1 százalékkal nagyobb exportkitettség 0,35 százalékos globális exportcsökkenést vont maga után –, de a trend körüli szórás igen nagy, vagyis az összefüggés nem igazán jellemző.

A felett országok külkereskedelmi válságérzékenysége

	Külkereskedelmi forgalom	Ebből a küszöbországokra esők:		
		Ázsia	Volt Szovjetunió és Kelet-Európa	Latin-Amerika
a GDP %-ában				
USA	11,9	2,1	0,1	2,2
Franciaország	13,2	1,7	0,9	0,6
Japán	11,1	4,5	0,1	0,5
Kanada	40,2	1,6	2,1	0,8
Anglia	28,4	2,0	0,8	0,5
Németország	15,4	1,8	2,6	0,7
Olaszország	13,9	1,6	1,8	1,0
Eurozóna együtt	16,2	1,8	2,1	0,8

Azonban nemcsak a sokkhatások gyors tovaterjedésének lehetősége nyílt meg, hanem a válságok keletkezésére való hajlam, a valutaárfolyamok labilitása is megnövekedett. A valuták iránti keresleti-kínálati viszonyokat egyfelől az áruk és szolgáltatások országok közötti mozgása, másfelől a likvid tőkék nemzetközi mozgásából fakadó kereslet és kínálat együttesen alakítják (akkor is, ha az árfolyam nem lebegő, hanem fix, vagy meghatározott intervenciós határok között mozog). Az utóbbiak súlya nyilvánvalóan emelkedő, ahogyan a tőke mozgások nagyságrendje, a piacok liberalizáltsága, az áramlások gyorsasága és a piaci szereplők informáltsága növekszik. (Valamennyi tényező dinamikája jól mérhető.) Növekszik továbbá amiatt is, hogy a befektetési alapok a pénzügyi innovációk folytán viszonylag kis saját tőkével óriási pénztömegeket válnak képessé megmozgatni (leverage). A valutaárfolyam-alakulásnak (illetve egy másik valutához kötött, vagy csak szűk intervenciós sávban flexibilis árfolyamrezsím esetén az árfolyammozgásra vonatkozó várakozások alakulásának) „lényeges tulajdonsága az azonnal rugalmasan reagáló, előretekintő módon meghatározott tőkepiaci árak és a lassan reagáló árupiaci árak közötti kontraszt. A hazai tőkepiac és a külföldi kamatlábak közötti kapcsolat árfolyam-dinamikát teremt, s ennek alapján alakul ki a hazai pénzügyi eszközök várt kamatlába. Az árfolyam bármilyen »hír« hallatára azonnal arra a szintre ugrik, amely mellett a várható tőkenyereségek vagy veszteségek ellensúlyozzák a nominális kamatlábakban fennálló különbséget.” (Dornbusch [1987]) A tőkepiaci várakozások hirtelen, lökészerű változásai olyan mozgásokat indukálnak, amelyek túlcserduláshoz vezetnek, vagyis az árfolyamot messze túllendítik az egyensúlyi reálárfolyam által megkövetelt szinten, s ez további instabilitást visz bele a folyamatokba.¹³

13 „...az árupiacokhoz képest a tőkepiacok viszonylag gyorsan alkalmazkodnak a különböző változásokhoz (...) A tőkemobilitás biztosítja a várható nettó hozamok kiegyenlülését, így a belföldi kamatláb és a várható leértékelődés különbsége a világpiacon kamatlábbal lesz egyenlő. (Fedezetlen kamatparitás) (...) A leértékelődés mértékének elegendőnek kell lennie ahhoz, hogy felértékelődési várakozások alakuljanak ki, mégpedig olyan mértékű felértékelődési várakozások, amelyek ellensúlyozzák a csökkent mértékű hazai kamatlábat. A monetáris expanzió azonnali hatása tehát az árfolyam gyors leértékelődése, amelynek mértéke nagyobb a bosszú távú leértékelődésnél, mivel csak ilyen körülmények között alakulnak ki felértékelődési várakozások és csak ilyen körülmények kompenzálják a hazai eszközök kamatlábjának csökkenését.” (DORNBUSCH [1976])

Az itt leírt logikai modell persze csak egy lehetséges esete a túlcserdulásnak, ami bármikor bekövetkezhet, ha a külső egyensúlyi pozíció romlik, a gazdaságpolitika nem kredibilis és az országkockázat megnő.

Az árumozgások által meghatározott tendenciák tehát (nagyjából) előre jelezhetőek múltbeli trendek és a jövőre vonatkozó, de szintén nem a múltbeli eseményektől független információkon (globális kereslet, konkrét megrendelések stb.) alapuló korrekciók alapján, míg a tőkepiaci mozgások a jövőre vonatkozó várakozások alapján határozódnak meg. „A tőzsde működése a legnyilvánvalóbb bizonyíték a racionális várakozásokra. Más szóval, azon nyomban, ahogy egy információ nyilvánosságra kerül, a részvény ára ezt tükrözni fogja... A piac már eredményesen előrevetíti a jövőbeli hozadékot.” (Bucholz [1998]) A lényeg az, hogy a nyilvános piaci információkba, árakba beépül az összes érdemleges információ, beleértve a várakozásokat is, ezért a múltbeli tendenciák, trendek elemzése felesleges, mert nem előrevetíthető, azaz nem nyújt többletinformációt. (Ezen a ponton hangsúlyozandó, hogy a „racionális” jelző nem makroökonomiai racionalitást, azaz nem optimális allokációt jelent, hanem mikroökonomiai kategória.) Az áru- és tőkepiaci várakozások között lehet összhang (talán, bár én egyelőre nem érzékelem), de bizonyos, hogy ez a kettősség erős instabilitást visz a folyamatokba.¹⁴ A tőkeáramlásnak a hol részvényárfolyam-nyereségeken, hol kockázatos, nyitott pozíciók vállalásán (a várakozások irányváltása esetén, ami mindig törésszerű) alapuló gyorsulása, amely lehelővé tesz rövidebb-hosszabb ideig reálfeleértékelődést, és főképp az erre irányuló várakozások fennmaradását, az instabilitást tovább erősíti, nemkülönben a válságok kialakulásának valószínűségét. Ezek a veszélyek különösen élessé válhatnak akkor, ha az állam és a magángazdaság között erős az összefonódás.¹⁵ „A befektetők a bankszektor mögé implicit állami garanciavállalást tételeztek fel az erős politikai és gazdasági összefo-

Dornbusch elemzése egyébként lebegő árfolyamra vonatkozik, de úgy gondolom, bizonyos megszorításokkal érvényes a fix árfolyam mellett a nemzetközi tartalékok színvonalának ingadozására, és ezen az áttételen keresztül a kialakuló leértékelési várakozásokra is. Ha ugyanis erősek és tartósak a leértékelési várakozások, akkor a jegybank előbb-utóbb kénytelen leértékelni.

Magyarországon például 1994-ben sor került forintleértékelésre, méghozzá olyan mértékben, amely elvileg ellensúlyozta az előző 3 évben leszorított kamatok mellett bekövetkezett felértékelődést. Ez azonban mégsem bizonyult elégségesnek, mert a piaci szereplők már nem hittek benne. Ezért gyakori velejárója a kiigazítási programoknak az overshooting.

14 A racionális várakozásoknak szinte paródiaja Soros György gondolatmenete, amelyet leginkább irracionális vagy önsorsrontó várakozásoknak nevezhetnénk, és amely gyakorlatilag hasonló következtetésre vezet, jól lehet homlokegyenest ellentétes a kiindulópontja. „A külső világban azonban létezik olyan mérce, melyhez az egyének torzítása hozzámérhető. Bár nincs az egyéni megfigyeléstől független valóság, létezik az egyéni megfigyeléstől függő valóság. Ez más szavakkal azt jelenti, hogy a valóságban események bizonyos sorozata következnek be, s ez tükrözi a résztvevők magatartását. A dolgok valóságos menete valószínűleg különbözik a résztvevők elvárásaitól, de épp ez a különbözőség jelezheti a résztvevők torzítását. Sajnos, ez csak jelzi, de nem méri pontosan a torzítást, mivel a résztvevők gondolatainak hatása már benne foglaltatik a dolgok valóságos menetében. Eszerint a résztvevők torz szemlélete kifejeződik az eredmény és a várakozások különbözőségében, valamint a dolgok valóságos menetében.” (SOROS [1996])

15 Dél-Koreában hagyománya volt annak, hogy a nagy vállalati konglomerátumok nehézségek esetén mindig számíthatnak hitelre, amelyet kormányzati nyomás hatására azok a nagybankok nyújtanak, amelyek maguk is számíthatnak arra, hogy az állam feltétlenül megmenti őket. Ez lényegében átfogó szolidaritási rendszerként, és baj esetén persze a moral hazard melegágyaként funkcionált. Az ország külföldi adósságállománya a 90-es évek eleje óta jelentősen növekedett ugyan, a GDP 12 százalékáról 20 százalékára 1996-ra, de ez az arány sem tűnt túlságosan magasnak. E jellemzők alapján eléggé valószínűtlennek látszott, hogy a „vírus” ezt az országot is kikezdi. Mégis ez történt. A vállalati csődök száma növekedett (ezek most óriásvállalatokra, majd a bankokra is kiterjedtek), az ország rövid lejáratú adóssága hirtelen növekedni kezdett, és a hongkongi tőzsdeválság is érzékenyen érintette Dél-Koreát. Innen kezdve beindult a szokásos mechanizmus: árfolyamzuhanás, a tartalékok csökkenése, tőkemenekülés és végül bankcsődök. (Lásd erről ÁRVAI-VINCZE [1998].)

nódások miatt. Ez az összefonódás egyben gazdasági rendszerrel összefüggő problémának is tekinthető, mely a válság strukturális jellegét erősíti. (...) A belföldi deviza felértékelődése a befektetőket arra csábítja, hogy külföldi forrásokkal finanszírozzák a gazdaságot, és ezért a külföldi devizában fennálló magánadósságok szerepe is megnő.” (Mosolygó–Szabó [1998]) A helyzet öngerjesztő voltához nagymértékben hozzájárultak az eufórikus várakozások – és az erre épülő, mértéktelen fedezetlen pozíciókialakítások – is. Az optimizmus nemcsak a régió befektetőire, de az egész világ jelentős pénzügyi tanácsadó, előrejelző intézményeire és a legnagyobb pénzintézetekre is jellemző volt.

Ezek a mechanizmusok – tulajdonképpen *önbeteljesítő prófécia* – már némi magyarázatot adnak arra, hogy miért válhatnak lavínává az eredetileg moderálható egyensúlyi feszültségek. Olyan szituációk alakulhatnak és alakulnak is ki, amelyekben a piaci szereplők mindegyikének érdekévé válhat az egyensúly megbontását eredményező trendek fenntartása. „A jelenlegi válság azt mutatja, hogy nemcsak a kereslet csökkenése vezethet recesszióhoz, hanem a tőkejavak állományának túlzott bővülése is, ez azután túlkapacitásokat, azaz – a Lehman Brothers elemzőjének szavaival – üres gyárat, lakatlan irodaházakat és gyomos golfpályákat eredményez. A túlkinálat viszont hosszabban tartó válságot idézhet elő, mint a kereslet hiánya. Többek szerint éppen ez a válság sújtja az ázsiai piacokat, mivel a beruházások az évtized során két számjegyű ütemben növekedtek (...) A nettó tőkebeáramlás az eszközárak emelésén túl ösztönözte a banki likviditás növekedését, és ennek révén hozzájárult a hitelállomány növekedéséhez is. A 30 százalékos körüli hitelállomány-növekedés meglehetősen általános volt...” (Merril Lynch [1998]) Az ázsiai válságok előzménye a robbanásszerű tőkebeáramlás, amely beruházásokat finanszírozott, és hozzájárult a gazdasági növekedés gyorsulásához sok éven keresztül. Eközben a részvénypiac messze túlértékelődött, és az ingatlanárak is a csillagos égig emelkedtek (asset price inflation), miközben persze végbement a nemzeti valuták dollárral szembeni, masszív felértékelődése.

Ha nem is minden érintett országban, de igen gyakran jellemző a bankrendszerek megrendülése, a bankszódók sorozata (ami nyilván összefügg azzal, hogy a válságok valódi mozgatója a világméretben integrálódott tőkepiac). Ez különösen kedvezőtlenül érinti azokat az emerging market országokat, amelyek épp a közvetlenül megelőző időszakban hajtották végre pénzügyi közvetítő rendszerük liberalizálását (köztük minket). Egyes elemzések megkockáztatják azt a megállapítást, hogy a válságok ragályjellegének az egyik oka éppen a pénz- és tőkepiacok túl gyors liberalizálása volt, amelyet nem követett a szabályozási keretek fejlődése és a bankfelügyeleti ellenőrzés hatékonyságának javulása.¹⁶

A soron következő kérdés természetesen a prevenció, illetve ennek előfeltétele, a válságveszélyek előrejelezhetősége. A lehetőségek erre korlátozottak a racionális várakozások természetéből fakadóan (ami némi mentség a befektetési tanácsadók teljesítményére), de azért nem annyira rosszak, mint ami az eredményekből következik. Kézenfekvőnek tűnik, hogy meghatározott paraméterek összessége alapján próbáljuk meg értékelni „válságveszélyeztetettségük” szempontjából az egyes nemzetgazdaságokat. A helyzet e tekintetben eléggé vigasztalannak tűnik. Az empirikus kutatások nem sok jóval biztatnak. A legismer-

16 „The experience of developed and developing countries suggests that financial crisis tend to occur when the financial sector develops too quickly and branches out into new activities, often following financial liberalisation. A fundamental challenge in the next phase of transition will be to ensure that the regulatory and supervisory framework keeps pace as the financial sector grows in size and complexity.” (EBRD [1998a])

tebb empirikus elemzés az alábbi indikátorokat tekinti kiemelten fontosnak: reálárfolyam, reálkamatláb, export, import, pénzmennyiség alakulása (M1, M2), GDP, bankhitelek állománya, nemzetközi tartalékok, tőzsdei árfolyamok, M2 és nemzetközi tartalékok aránya, kamatmarge, hitelállomány és bruttó kibocsátás aránya.¹⁷

A felsorolt indikátorok vitathatatlanul fontos jellemzők lehetnek a potenciális válsággócok körülhatárolásához. De egyre kevésbé igaz (a tőke mozgásokat irányító racionális várakozásoknak köszönhetően), hogy meghatározott paraméterek alapján előrejelezhető lenne a nagy valószínűséggel a közeljövőben bekövetkező válság. „A válságoknak nincs egyszerű szignálja. A szituációk megértéséhez számos tényező egyedi összjátékát kell megvizsgálni, és nem hagyatkozhatunk mechanikus vészjelzőrendszerekre. Gyakorlatilag mindegyik hagyományosan sebezhetőséget jelzőnek gondolt makromutató releváns lehet, mintegy összetett konfiguráció része, de elszigetelten nézve, szinte egyikről sem állítható, hogy elégséges válság-előrejelzőként funkcionálhatnának.” (Árvai–Vincze [1998]) Ezzel megkérdőjeleződött az a feltevés, hogy néhány alkalmas makromutató alakulásából majd le lehet vonni olyan általános következtetéseket, amelyek a közeljövő katasztrófáit nagy valószínűséggel képesek megjósolni. Nyíltabban: a jósoknak befellegzett. Ezekben a történetekben le lehet írni tipikus konfigurációkat, amelyek megnövelik a válság terjedésének esélyét (például azonos valutához kötött nemzeti valuták, kölcsönös kereskedelem jelentős súlya, azonos gazdasági régióba tartozása, a nemzetközi tartalékokhoz képest magas külföldi portfólióbefektetésállomány, erősen felértékelődött nemzeti valuta), de a válságok időpontja előrejelzésének valószínűsége csekély, minthogy egészen a válság bekövetkeztéig valamennyi szereplő (kormány, külföldi befektetők, hazai vállalkozók, jegybank) érdekelt a profitot és részvényárfolyamot, ingatlanárakat növelő folyamatok fenntartásában, és hiszi, hogy a kormány és a jegybank képes uralni a helyzetet. Ebből következően a prevenció esélye is kicsi. (A sikeres prevencióhoz valamennyi szereplő prudensebb magatartására lenne szükség.)

A védekezés eszközeiről egyelőre nincsenek valóban kiforrott elképzelések. Lehetőségek kamatpolitikai eszközök: mindkét irányban kamatemelés az árfolyam védelmében, vagy a nem válság sújtotta területeken összehangolt kamatcsökkentések a depresszió elkerülése érdekében. Mindkettőre sok esetben sor került – változó sikerrel. A kamatemelés többnyire nem valutaválságok, csak kisebb valuta elleni spekulációk esetében hatásos. A World Bank vezető közgazdásza, *Joseph Stiglitz* szerint az ázsiai országoknak az IMF által ajánlott jelentős kamatemelés felesleges nehézséget okozott. Célját – a valuta stabilizálását – nem érte el, viszont a befektetések elmaradásához hozzájárult. (Hasonlóan vélekedett *Soros György* is.) A FED többszöri kamatcsökkentését, mint ismeretes, a monetáris unió tagjai összehangoltan követték. A tőke mozgási korlátozások alattomosabb módjai (például Tobin-adó) hatásosabbak lehetnek, de kellemetlen piactorzító következményekkel kell számolni. *Soros György* új könyvének központi témája a globális válság megelőzése, vagy legalábbis pusztító hatásainak csillapítása. Kiindulópontja az, hogy a hatékony piac hipotézise, amelyen az IMF eddigi receptjei alapultak, nem tartható, az IMF-nek új, nagyobb szerepet kellene vállalnia. „...*Emiatt van szüksége az IMF-nek a hitelgarancia-tervre, ami sokkal fejlettebb*

17 Forrás: Pénzügykutató Rt.: „A nemzetközi tőkepiaci válság hatása a magyar gazdaságra” (kézirat, 1998.). Az eredeti tanulmány: KAMINSKY–PIZANDOR–REINGHART: Leading indicators of currency crises (IMF–Working Paper [1997/99]).

struktúrát kölcsönözhet globális pénzügyi rendszerünknek. Bár így a nemzetközi tőkeáramlásban le kell mondanunk a lakomáról, az éhínségtől sem kell tartanunk. Az új intézmény – feltehetően az IMF keretein belül – bizonyos fokig garantálja majd a nemzetközi kölcsönöket és hiteleket. A kölcsönt felvevő országok kötelesek lesznek minden kölcsönről információt szolgáltatni – legyen az állami vagy magán-, biztosított vagy sem. Ezzel lehetővé válik az intézmény számára a biztosított összeg maximumának meghatározása. Ezen a kereten belül az érintett országok az elsődleges kölcsönkamatláb (és egy kisebb illeték) mellett juthatnak be a nemzetközi tőkepiacokra. A maximum összegben felül azonban a hitelezőknek kell a kockázatot vállalniuk. Így elkerülhető a tőkeáramlás túlzott fellendülése. A biztosítás felső határát az adott ország makroökonómiai és strukturális irányelveit és a világ általános gazdasági helyzetét figyelembe véve határoznák meg. Az új intézmény egyfajta nemzetközi központi bankként működne.” (Soros [1999]) Hasonlóképpen nemzetközi szabályozást igényelnének a leverage-dzsel kombinált kockázatos derivatívaügyletek.¹⁸ Annyi világos, hogy hatékony nemzetközi szabályozásra lenne szükség, de ennek, legalábbis a közeljövőben, nincs realitása. Érződik viszont a félelem az antiliberális, elzárkózó védekezéstől, amelyre persze van hajlam, de épp ez lehet az az út, amely kizárja a kilábalást.

Összefoglalva (és egy kicsit sarkítva): a válságok kialakulásának esélye, a pénz- és tőkepiaci indikátorok volatilitása végérvényesen megnőtt, tovaterjedésük valószínűsége, még inkább előrejelezhetőségük meglehetősen bizonytalan alapokon nyugszik, az ellenük való védekezés viszont – kizárva most a szeparálódással járó javaslatokat, ami a nemzetközi piacból fakadó előnyöket is megsemmisítené – világméretű, hatékony koordinációt, egységesülő banki szabályozást igényelne, ezért a közeljövőben a realitása csekély. (Az EU-ban a közös pénzt sikerült bevezetni, az egységes bankfelügyeletet azonban nem.)

EGY RÖVID KITÉRŐ – AZ OROSZ VÁLSÁG EGY LEHETSÉGES ÉRTELMEZÉSE

A válságok történetét itt nem ismertetem. Mégis a válságsorozat legérdekesebb, és megkockáztatom, a legkevésbé érthető láncszeme éppen Oroszország. Sem az ország gazdasági súlya, sem az energiatermelésben játszott szerepe, sem a környező országok külkereskedelmében képviselt részesedése, sem az Oroszországban bekövetkezett vagyronvesztés (törtérsze a hongkongi tőzsdeomlás során végbement kapitalizációsökkenésnek) vagy tőkekiáramlás, amely eltörpült a Brazíliában végbementhez képest (ez utóbbi a kritikus napokban napi 1-1,5 milliárd USD-ra rúgott) nem magyarázzák meg hitelesen, ami történt.

18 „Hasonlóan veszedelmesek a derivatívaügyletek, melyek rendkívül népszerűek, és megakadályozásuk érdekében még semmit sem tettek. Például a knock out opciókat egy adott árlimit elérésekor érvénytelenítik, így az opció vásárlója biztosíték nélkül marad. Ezek nagy népszerűsége miatt szert a japán exportőrök köreiben, mivel ezek a szokásos opcióknál jóval olcsóbbak. Amikor 1995-ben az összeset egyszerre törölték, a fejtelenségben a jen néhány hét alatt 100-ról 80-ra esett (dollárra vetítve). A kiegyensúlyozatlan opciók időnként látszólag alaptalan árfolyammozgásokat indukálhatnak. A helyzetnek tehát szabályozásra lenne szüksége, vagy legalábbis valamilyen felügyeletre, csak amint azt Volcker is megmondta: nem sürgeti senki. Általában a derivatív, swap- és forwardügyleteknél nincsenek fedezeti követelmények. Az alkuszként működő befektetési bankok nem kötelesek ezeket a tételeket a mérlegben jelölni, hacsak nem regisztrált ügyletként bonyolítják őket. Ezeket a módszereket akkor fejlesztették ki, amikor még hittek a racionális elvárásokban és a pénzpiacok önkorrigáló képességében.” (SOROS GYÖRGY [1999])

A válság egyik – és szerintem legfontosabb – előzménye (egyben, ha nem is magának a válságnak, de drámai mértékének magyarázata) az orosz gazdaságról az IMF, a befektetési tanácsadók, valamint egyes hedge fundok által sikeresen keltett, pozitív várakozás volt. A nemzetközi pénzügyi intézmények értékelése az orosz kormányénál természetesen jóval visszafogottabb, de egyértelműen kedvező volt. Mindennek az alapja az orosz gazdaság néhány fontos makroökonómiai jellemzőjének átmenetileg rendkívül kedvező alakulása volt. Így az 1994-ben még 12,7 százalékos zsugorodás 1997-re stagnálásra váltott, az infláció 300 százalékról 15-re esett, az 1994-ben még 200 százalékkal növekvő pénztömeg (M2) 1997-ben már csak 25 százalékkal bővült.

Ezeket az előzményeket azután az IMF elégedettséggel nyugtázta. „*A transzformációs folyamat kezdete óta eltelt 6 esztendőben Oroszország jelentős előrehaladást produkált a stabilizáció és reform terén. Az 1995 óta alkalmazott szigorú monetáris- és árfolyam-politika a széles értelemben vett stabilitást célozta, 1998 elejére egy számjegyre vitte le az inflációs rátát. A nemzetközi közösség által támogatott orosz integrálódás a világgazdaságba minőségi változást jelentett, amelyre reagált például a legutóbbi két évben a magántőke rendkívül gyors beáramlása... Az IMF Executive Board által július 20-án jóváhagyott, IMF és Oroszország közötti kibővített megállapodás kedvezően hatott az orosz pénzügyi piacokra, és enyhítette a rubelre gyakorolt nyomást. A részvényárfolyamok visszaemelkedtek több mint 30 százalékkal, a kincstárjegyhozamok a 100 százalék feletti szintről(!) 50 százalék alá süllyedtek. Az orosz jegybank már július 24-én leszállította a refinanszírozási kamatlábat 80-ról 60-ra. A program következtében az orosz pénzügyminisztériumnak lehetősége nyílt kincstárjegyeket hosszú lejáratú eurobond kötvényekre swapolni 4,4 milliárd USD értékben, és további félmilliárd USD értékben új hosszú lejáratú állampapírokat kibocsátani.*” (IMF [1998])

A rövid IMF-dokumentum, amely az augusztus 17-én az orosz kormányzat által deklarált, külföldi hitelek visszafizetésére meghirdetett, három hónapos moratóriummal ki-robbant orosz válság magyarázatára volt hivatott, mindenekelőtt azt bizonygatta, hogy a röviddel a válság előtt (július 20-án) általa jóváhagyott program tökéletesen rendben volt, az eredmények azonnal jelentkeztek. A bajoknak, amelyek rövid lappangás után óriási robbanáshoz vezettek, alapvetően két okuk volt. Az első és talán kisebb jelentőségű az, hogy a fiskális politika kiszámíthatatlanná vált a kormányzat rohamosan gyengülő adóbehajtási hatékonysága és a gyorsan terebélyesedő feketegazdaság miatt. A második és lényegesebb, hogy az orosz Duma nem támogatta az IMF-megállapodásban rögzített, stabilizációs intézkedéseket, így Jelcin sorozatos vétőkre kényszerült, a gazdaságpolitika elbizonytalanodott. (Csernomirgin miniszterelnök – aki élvezte az orosz vállalatkonglomerátumok támogatását – maga sem azonosult a reformprogramokkal).

Mindennek hatására a magánbefektetők, akik között a portfólió-befektetők gyakorlatilag az erősen deficités költségvetést finanszírozták¹⁹, elvesztették a bizalmukat. A tőkeáramlás iránya hirtelen megfordult, és ettől fogva a szokásos visszacsatolási mechanizmus érvényesült (valutatartalékok apadása, árfolyamzuhanás, tőzsdeindex esése, tőkekiáramlás, gazdasági teljesítmények esése, az infláció újra felgyorsulása). A folyamat ismert, a mértékek azonban meghökkentőek voltak. A viharos spekulatív magántőke-beáramlás hatására

19 A központi költségvetés hiányának finanszírozásában a külföldi magántőke 1996-ban csak az orosz GDP 0,4 százalékának megfelelő arányban vett részt, 1997-ben ugyanez a ráta már 1,1 százalékra szökött fel, 1998 első félévében ugyanez az arány elérte a 2,1 százalékot. (STEM [1998])

a tőzsdeindex 1996-ban 142 százalékkal, 1997 első nyolc hónapja folyamán további 184 százalékkal emelkedett (az állampapírok mesebeli hozamai és az alig változó Rb/USD árfolyam hatására). Ezután a szokásos mélyrepülés következett. 1998 augusztusának végére a tőzsdeindex kevesebb mint egyötödére zuhant.

Az 1995–96-ban kialakult eufória hatására a kincstárjegy és a hosszú lejáratú államkötvény-állomány a GDP 3,4 százalékáról 1996 októberéig 8,2 százalékra emelkedett. Ezután következett a fordulat, amelynek a döntő okát az EBRD is az állami adóbehajtás szétzilálódásában jelölte meg. (EBRD [1998b])

Valószínű, hogy az IMF által kidolgozott és Oroszország által nagy nehezen elfogadott program eleve kudarcra ítélt volt. *„Oroszországban már 1997-ben, Gajdar első pénzügyminiszterkedése idején a restriktció olyan nem ortodox, durva módszeréhez is folyamodtak, mint az állami bér-, katonaiilletmény- és nyugdíjkifizetések felfüggesztése, elhalasztása, állami szerződések (megrendelések) pénzügyi teljesítésének megtagadása. Később a magas hozamú állampapírok kibocsátásával adminisztratív intézkedések nélkül is valósággal kiszívták a pénzt a gazdaságból. A pénzszüke – a modern piacgazdaság megteremtése helyett – a természetes termékcseré (barter) törvényes elterjedéséhez vezetett, méghozzá olyan fokon, hogy az állam is arra kényszerült, hogy természetes formában fogadjon el adófizetést (például a közüzemek áramtartozásait beszámítsa a villanyművek adó- és tb-befizetéseibe), vagy fizessen nyugdíjakat élelmiszerral, gyógyszerrel vagy más közszükségleti cikkel.”* (KOPINT-DATORG [1998a]) 1998 kijózanító fordulatot hozott, s ennek nyomán ma már nyilvánvaló, hogy elhúzódó és perspektívatlan válságokkal, kudarcokkal kell számolni ebben a térségben (ide sorolva persze Ukrajnát és Belorussziát is). A Duma elzárkózott a nagyvállalatok külföldi privatizációja elől. (A Primakov miniszterelnök által prezentált, új program inkább rendcsinálási és a költségvetési hiány monetizálására való visszaállási program, mint reformprogram.) Valószínű, hogy a kialakult, a politikai hatalommal összefonódott menedzser-tulajdonosi rendszerben semmiféle mélyebb strukturális átalakulás nem képes végbemenni. A másik kulcstényező, mint ismeretes, a moral hazardot nemegyszer szélsőséig vivő bankrendszer válsága.

Az orosz összeomlás a meggyőző magyarázat hiánya ellenére is valóban képes volt kiváltani a válságjelenségeknek egy új globalizációs hullámát. *„Miért Oroszország? Miért készítette a Wall Streetet eladási pánikra egy olyan ország, amely az USA kereskedelméből csak 10 százalékkal részesedik? Első ránézésre a jelenséget vagy piaci túlreagálásként, vagy az orosz válságnak a többi feltörekvő piacra gyakorolt, negatív hatásaként vagy egy nukleáris nagyhatalom kormányválsága miatti politikai félelemként értékelték. Ezek a tényezők természetesen mind kihatottak az amerikai részvényárfolyamok zuhanására, de van egy ennél sokkal fontosabb párhuzam is a két ország között. Amikor 1993–94-ben a Credit Suisse First Boston és más brókercégek először kínáltak ügyfeleiknek orosz részvényeket, azokat a jövő orosz gazdaságában eszközölt, igen spekulatív befektetésként hirdették. A pénzpiacok türelmetlenek. Azt is figyelembe veszik az árak mai alakulásában, ami a távoli jövőben van. Az orosz részvénypiacon az 1996-os 100 százalékos növekedés után még látványosabb ugrás következett be. Az ázsiai válságok során a bankok azt a hibát követték el, hogy a helyi valutákban nyújtott hiteleken jelentkező nyereség nyomban megsemmisült, mihelyst a túlértékelt valuta leértékelésre került. Így az adósok nem voltak képesek helytállni devizában fennálló kötelezettségeikért. Oroszországban nem ez történt. A hitelfedezet GKO-*

ban (orosz államkincstárjegy) vagy nyugati befektetőtársaságok jó minőségűnek vélt értékpapírjaiban testesültek meg. Részben az LTCM (Long-term Capital Management) hedge fundon keresztül is valósultak meg a kihelyezések. A válság kirobbanása után a veszteségek hirtelenek és horribilisak voltak. Európa legnagyobb bankja, az Union Bank of Switzerland például csaknem egymilliárd svájci frank veszteséget szenvedett el, minekutána részvényeinek árfolyama egy hét alatt egyharmadával csökkent.” (Figyelő [1998])

Pedig már a válság bekövetkeztét jóval megelőzően, vagyis a sikerhangulat időszakában számos jel utalt arra, hogy nem várat sokáig magára a látványos összeomlás. *„Az 1995-ös stabilizációs programot a gazdasági és politikai környezet miatt nem követte markáns beruházási program. A befektetők nem bíztak az orosz gazdaságban, ennek következtében a termelői beruházások drasztikusan csökkenni kezdtek, és ez aláásta a jövő gazdasági növekedésének lehetőségét. 1997-ben a beruházások össz volumene csupán egynegyede volt az 1991. évi beruházásoknak. Az 1990-es évek elején megkezdett törvényhozási és intézményi reform meglehetősen mérsékelt, erőtlén volt. A kialakuló piaci infrastruktúrák még ma is fejletlenek, bátortalanok (...) 1998 első félévében (tehát még az augusztusi válság kirobbanása előtt – A. L.) a külkereskedelmi árbevétel az előző évhez képest 11 százalékkal csökkent (...) A dolgozók és a nyugdíjasok nem kapják meg fizetésüket, nyugdíjaikat, miközben hónapról hónapra nő az infláció ...a vállalatok jelentős része barterkereskedelemre tért át egymás között. Annak ellenére, hogy a föderatív kormány 1998. január 1-je óta ragaszkodott a monetáris formában történő kifizetésekhez, romlott a regionális hatóságok fiskális pozíciója, és a hátralékos tartozások az év elejétől 38,5 százalékkal növekedtek.” (Szabó Antal [1999])*

Lehet, hogy egyoldalú vagyok, de azt gondolom, hogy az orosz válság okozta összeomlás szélsőséges mértéke (vagyis nem maga a tény) a nyugati befektetők, elemzők és tanácsadók totális tévedésére, majd az azt követő kiábrándulásra és pánikra vezethető vissza. Ismétlem, egy félnaturális, anarchisztikus gazdaság esetében többé-kevésbé egységesen úgy értékelni az 1997. évi oroszországi állapotokat, hogy azok a már karnyújtásnyira levő stabilizáció és a korlátlan befektetési lehetőségek előjelei, számomra egészen meghökkenítő – és a robbanás erejét megsokszorozó – tévedés. (Az elmúlt hónapokban futószalagon készült orosz válságelemzések *utólag* nagy egyöntetűséggel mutatták ki, hogy ami történt, *előre látható* volt.)

Nyilván túldimenzionálom a várakozásokat alakítani képes szervezetek, intézmények e játszmában betöltött szerepét. De tény, hogy a profi előrejelzők rendre (például kirívóan Dél-Korea esetében) nem ismerték fel a közelgő veszélyt, a dokumentumaikban szereplő (egyazon időpontban készült) számszerű előrejelzések már-már komolytalanul szóródnak, miközben valóban befolyásolják a befektetőket.²⁰

²⁰ Egy amerikai publicista (sajnos, nem emlékszem, hogy ki) a válsággal foglalkozó írását így kezdte: *„Egy szakállas vice szerint a közgazdászok a legutóbbi 3 válságból legalább tízet előre láttak. Most fordítva – az egymást követő válságok sorában egyet sem látnak előre.”*

A PÉNZÜGYI VÁLSÁG KÖVETKEZMÉNYEI (ÁLTALÁBAN ÉS MAGYARORSZÁGRA VONATKOZTATVA)

A pénzügyi válság néhány tanulságának – elismerem, szubjektív, sőt talán egyoldalú tárgyalása után – ideje visszatérni a kiindulópontához, ahhoz a kérdéshez, hogyan hat a válság a magyar gazdaságra. Nem céлом rövid távú konjunktúra-előrejelzést írni, csupán arra szeretnék koncentrálni, hogyan hat a magyar gazdaságra, hogy az exportdinamika természetes (azaz a válságtól független) lassulása és a keresleti faktorok súlyponteltolódása interferál a nemzetközi pénzügyi válság következményeivel, amelynek hatását most, 1999–2000-ben érezzük igazán. Nem foglalkozom az orosz válságnak a magyar gazdaságra gyakorolt *közvetlen* hatásával – a partner fizetőképességének megrendülése miatti exportbevétel-kiesés, befagyott vállalati és banki követelések –, mert ezek a hatások egy-egy szakágazat vagy vállalat számára nyilván súlyosak, de makrogazdasági szempontból jelentéktelenek. (Eközben tisztában kell lenni azzal, hogy az orosz válság bizonyára tartós lesz, a piac tágítására, netán a barterforgalom bővítésére a lehetőségek igencsak határozottak, és az ezzel járó kockázatot nem szabad az államnak átvállalnia.)

A válság vitathatatlanul legfontosabb következménye a gazdasági teljesítmények növekedésének általános lassulása. A lanyhulás, az ezt előidéző, visszacsatoló hatások csak most (1999-ben) fognak kibontakozni, a normális késleltetett hatásmechanizmusok következtében. (A válság által közvetlenül érintett országokban a visszaesés természetesen azonnal bekövetkezett, ennél fogva az átlagos növekedési ütemek alapján úgy tűnik, mintha 1999-ben nem romlana tovább a helyzet.) A válság sújtotta országok az import csökkentésére kényszerültek, ami azután, némi késleltetéssel, más országok exportlehetőségeit szűkíti. Ezen túlmenően a leértékelődött valutájú országok agresszív exportpolitikára kényszerülnek, kihasználva a valutaleértékelődésből származó versenyelőnyüket. Mindebből az következik, hogy a válságban nem lévő országok értékesítési lehetőségei tovább szűkülnek. Ezzel a válság tovaterjed, nem olyan drámai módon, mint a tőzsdéken keresztüli, azonnali „fertőzés” (ezért most nem is jellemző ugyanez a pánik). A változások azonban *tartósak* lesznek, gondolom, legalábbis az 1999–2000. év folyamatait befolyásolják.

A kormányok és a nemzetközi előrejelző intézmények az elmúlt év során és ez év tavaszán szinte havonta módosították lefelé prognózaikat. (Saját véleményemmel ellentétben, 2000-re már – az USA konjunktúrájának megítélésétől eltekintve – minden tekintetben javuló helyzetet feltételeznek, de az előrejelzők már csak ilyenek.) A számtalan borúlátó előrejelzés közül álljon itt az IMF prognózisa ([IMF 1999]):

7. táblázat

Az IMF GDP-prognózisa
(a növekedés %-a)

	1998	1999	2000
USA	3,9	3,3	2,2
Franciaország	3,1	2,2	2,9
Japán	-2,8	-1,4	0,3
Kanada	3,0	2,6	2,5
Nagy-Britannia	2,1	0,7	2,1
Németország	2,8	1,5	2,8
Olaszország	1,4	1,5	2,4
G7 összesen	2,2	1,9	2,0
EU	2,9	2,7	2,9
Fejlődő országok	3,3	3,1	4,9
Közép- és Kelet-Európa	2,4	2,0	3,7

Az éves átlagértékek elfedik azokat a tendenciaváltásokat, amelyek az elmúlt év folyamán markánsak voltak. Például 1998 utolsó negyedében a gazdaság növekedése Európai Unió-szinten már csak mindössze 0,2 százalék volt, Németorszáé pedig, ahova a magyar export egyharmada irányul, 1 százalékra süllyedt. Az eurozónára vonatkozó, 1999. évi előrejelzést – ellentétben az IMF prognózisával – a Brüsszeli Bizottság a közelmúltban mindössze 2,2 százalékra csökkentette. Ez a magyar exportnövekedést legalább másfél százalékkal mérsékli a minden egyéb exportot befolyásoló tényező (versenyképesség stb.) változatlanóságát feltételező helyzethez képest. (Németország importja például a különböző előrejelzések szerint ez évben 2,4–5 százalékkal csökken az 1999. évi behozatalhoz képest.) Oroszországban ez évben 7 százalékos visszaesésre számítanak (az első néhány hónap tényei ezzel egybeesnek), a tőkekiáramlás, ha lassúbb ütemben is, de folytatódik. Mindez megerősíti azt a korábbi állítást, hogy az ország tartós válságban van. Mindazonáltal Délkelet-Ázsia számos országa stabilizálódni látszik. Javult Brazília megítélése is (erről tanúskodik a sikeres kötvénykibocsátás), de nyersanyagexportőr volta, valamint a gyors bérkiáramlás elbizonytalanítja a folyamat tartósságát. A világtendenciákat illetően 1998 végének, 1999 elejének pesszimizmusa után most újra az optimizmus látszik felülkerekedni. Erre Japán váratlanul javuló teljesítménye és az USA sok éve szívósnak bizonyuló konjunktúrája, valamint egyes délkelet-ázsiai országok helyzetének stabilizálódása ad talán a leginkább okot, de ez messze nem elegendő az optimizmusra. A fékező hatás a külkereskedelem oldaláról meglehetősen erős.²¹

21 A világgereskedelem alakulása a WTO 1998. őszi előrejelzése szerint a következő (a növekedés százaléka):

	1996	1997	1998	1999
Export				
fejlettek	6.4	9.8	4.5	4.7
fejlődők	9.3	9.8	1.0	4.6
átalakulók	10.0	8.2	3.5	3.5
Import				
fejlettek	6.0	10.3	3.6	4.2
fejlődők	8.8	10.9	3.9	5.5
átalakulók	7.0	6.9	5.3	5.9
Kereskedelmi forgalom összesen	6.8	9.7	3.7	4.6

A közép-kelet-európai országok helyzete (és megítélése) a többi régióhoz képest ma kevésbé kedvező. Csehországban a gazdaság teljesítménye drasztikusan csökkent (a visszaesés „motorja” a beruházások zuhanása). Lengyelország kormánya ez évi növekedési előirányzatát 4 százalékra mérsékelte (az EBRD mindössze 3 százalékra taksálja), és a fizetési mérleg várható hiánya az idő előrehaladtával gyorsan növekszik. A költségvetés helyzetét a jegybanktanács elnöke, *Dariusz Rosati* aggasztónak nevezte. Április közepéig – nagyjából szinkronban a magyar gazdasággal – az éves tervezett költségvetési deficit több mint 80 százalékát „sikerült” Lengyelországnak is realizálni.

A válságok nyomán kialakuló, zavaros képből nagyjából az kerekedik ki, hogy drámai visszaeséstől nem kell ugyan tartani, de a növekedésslassulás és a nemzetközi kereskedelem lanygulása, csakúgy, mint az általános elbizonytalanodás, tartós lesz, további tőzsdei zuhanásokkal, a kondíciók nagyobb volatilitásával kísérve.

Az EBRD már az év eleji tapasztalatok ismeretében a tavaly ősszel készített prognózisához képest a régió országai számára lassúbb tempójú fejlődést valószínűsít. Magyarország számára meglehetősen optimizmussal (amelyet most már bizonyára korrigálnának) 4,2 százalékos növekedést jósoltak az EBRD szakértői, ami alacsonyabb a kormány pénzügyi programjában szereplő, megfelelő-adatnál, de jóval magasabb, mint a hazai független előrejelzők által valószínűsített növekedés (EBRD [1999]). A fejlett országok klubja, az OECD ugyan, szemben a korábban uralkodó iránnyal, a közelmúltban javított, mégpedig nem kis mértékben, 1999. évi előrejelzésén²², de az ezredfordulóra a hetek lassuló növekedését feltételezi (ebben az USA konjunktúrájának feltételezett lassulása nagy szerepet játszik), és ami Magyarországot illeti, az ez évi 4,1 százalék után 2000-re már csak 3,2 százalékkal számol. Az OECD Magyarországra vonatkozó prognózisa egyébként – nagyjából összhangban a hazai szakértők többségével – ez évre 5,9 százalékos bruttó hazaitermék-arányos fizetésimérleg-hiányt és 4,7 százalékos államháztartási deficitet jósol, hozzátevé, hogy az egyensúlytalanság nagyjából hasonló mértékben az ezredforduló után is fennmarad. (OECD [1999])

A napjainkban végbemenő változás lényege az, hogy a növekedés hajtóerői közt gyors súlyponteltolódás megy végbe az export rovására és az egyre gyorsabban növekvő fogyasztás javára. E változás, mint már szó volt róla, elkerülhetetlen – nemcsak az export lassulása az, de a több éve tudatosan visszaszorított fogyasztás felzárkózása is –, de mértéke, törésszerűsége veszélyessé válhat. A fogyasztás túl gyors fellendülése növeli az importigényeket (persze nemcsak a közvetlen fogyasztásicikk-importtal, hanem a hazai előállítású fogyasztási cikkek termelése érdekében felhasznált importtal is), miközben az export lassul, és a belföldi felhasználás (fogyasztás és beruházás együtt) bővülése ismét meghaladja a bruttó nemzeti termék növekedését. Az idő előrehaladtával növekszik annak veszélye, hogy újra tovább nyújtózkodunk, mint ameddig a takarónk ér.

A világgazdaságban bekövetkezett – elsősorban főbb partnereinket érintő – általános növekedésslassulás hatásait²³ tehát abban lehet összefoglalni, hogy (tovább) lassul az ex-

22 Az előrejelzés 1999-re erősen optimista (különösen a fejlődő országokat illetően, de kisebb mértékben az összes többi régióra vonatkozóan is), az optimizmushoz hozzájárul az is, hogy az olajárak emelkedésével, azaz a defláció számottevő enyhülésével számolnak. A forgalombővülés dinamikája azonban még ebben a scenárióban is messze alatta marad nemcsak a kiugró 1997. évinek, de az 1996-ban kialakultnak is.

23 A közelmúltban közzé tett eurolandi – az euroövezetre vonatkozó – növekedés a tavalyi utolsó negyedhez képest mindössze 0,5% volt. (Igaz viszont, hogy az előrejelzők a második félévben a konjunktúra némi élénkülésére számítanak.)

portdinamika, emiatt – feltételezésem szerint – tartósan kisebb lesz a gazdaság növekedési potenciálja, egyidejűleg a keresleti faktorok eltolódása miatt megnő a növekedés fenntarthatatlanná válásának, vagyis az egyensúlyi feszültségek újra kiéleződésének veszélye, mindenekeleltt a fizetési mérleg és az irreálisan túltervezett bevételekre építő államháztartási egyenleg tekintetében. A tapasztalatok szerint ezek a feszültségek már az elmúlt év második felében jelentkeztek, és ez év elején a trendek tovább folytatódtak. Az MNB adatai szerint az idei első négyhavi fizetésimérleg-deficit az előző év azonos időszakához képest több mint 70 százalékkal, 763 millió USD-ra emelkedett, a külkereskedelmi mérleg pedig májusban tovább romlott.) Az export és a beruházásnövekedés lassulásának – mégpedig látványos lassulásának – is csalhatalan jelei mutatkoznak. *(A beruházások dinamikája az idén 6 százalék körülire várható az előző évi 11 százalékot meghaladó mértékkel szemben.)* A növekedés keresleti faktorai közötti súlyponteltolódás ily módon gyorsabb, mint azt korábban feltételeztük.

A nemzetközi pénzügyi válságnak a másik lényeges következménye, hogy egyelőre úgy tűnik, ha nem is beszélhetünk az emerging marketek uniformizált megítéléséről, de az biztos, hogy az érintett országok körén belül az egyes régiók megítélése valamelyest egységesül. Az európai régió országai ma, úgy tűnik, a befektetéseket kevésbé vonzó gazdaságok közé tartoznak (akár néhány korábban válsággal sújtott országgal összehasonlítva is).²⁴ Ez az egységesülési tendencia kimutatható: „Az orosz válságot megelőzően Magyarországon alacsonyabb volt, mint Csehországban és Lengyelországban. Ez valószínűleg a magyar gazdaság egészséges állapotát tükrözte (gyorsuló növekedési ráta, mérséklődő infláció, továbbá csökkenő költségvetési és folyó fizetésimérleg-hiány), ami növelte a szűk sávós árfolyamrendszer hitelességét. Ám az orosz válságot követően a tovaterjedéstől való félelem bizonytalanságot keltett a magyar árfolyamrendszert illetően, ami a kamatprémium megemelkedését idézte elő, jöllehet, ez a felár csak a cseh és a lengyel kamatprémium szintjéig emelkedett... *Az ebből adódó egyik következtetés az, hogy Magyarország, amely az orosz válságot megelőzően képes volt előnyt kovácsolni jó gazdasági teljesítményéből és a strukturális reformok terén elért eredményekből (ez az előny alacsonyabb kamatprémiumban és gyorsabban emelkedő részvényárakban mutatkozott meg), most az orosz válság után elveszíteni látszik ennek az előnynek legalábbis egy részét. Mindez pedig annak az eredménye, hogy a piacok az országkockázatokat mintegy regionalizálták.* E ponton nehéz felmérni, milyen szerepet játszott Magyarországon a lassuló növekedés és a gyengülő külső pozíció, mivel ugyanilyen visszaesés következett be a Cseh Köztársaságban és Lengyelországban is.” (Szapáry [1999])

Az adott helyzetben – mint ez már be is következett – növekednie kell a reálkamatoknak. A növekedési ütem csökkenése és a reálkamatok egyidejű emelkedése – ezek a tőke-

24 A Bank Austria Creditanstalt (BA-CA) közelmúltban közreadott elemzése szerint a befektetők csak mérsékelt érdeklődést mutatnak a közép- és kelet-európai térség országai iránt: az 1994–98 között a feltörekvő piacokon befektetett 1330 milliárd USD-ból mindössze 104 milliárd választotta ezt a térséget célpontjául. A „kedvenc” újra a délkelet-ázsiai térség lett, ahol a fizetésimérleg-egyenleg már 1998-ban ugrásszerűen javult, feledtetve az előző évi kudarcokat. Mindez persze nem zárja ki, hogy az idei működőtőke-beáramlás Magyarországon kedvezően alakul (mint ahogyan az év eddig eltelt időszakában valóban ez is volt a helyzet), de a tőkebeáramlás bizonyosan nem fogja ellentételezni a fizetésimérleg-hiányt, amelynek mértéke a várakozások szerint elérheti a GDP 5,5-6 százalékát is.

piaci válság elkerülhetetlen következményei – megnövelik a megelőző állapothoz képest a fenntartható növekedéshez szükséges, elsődleges államháztartási egyenlegkövetelményt (vagy másképp: megnöveli az egyensúlyhiány keletkezésének esélyét). (Az államháztartás bevételei ugyanis kissé lassabban nőnek, mint a nominális GDP, kamatkülső viszont az államadósság nagysága és a nominális kamatláb – illetve hozam – függvényében alakulnak. Ugyanez az összefüggés reálértéken a reál GDP-növekedés és a reálkamat-növekedés viszonyként értelmezhető. Jelen esetben a reálnövekedés mérsékeltebb, a reálkamat viszont valamivel nagyobb a korábbi feltételezéseknél, ezáltal módosult a kiinduló egyenletrendszer.) Az export- és importnövekedés közötti negatív olló kinyílása, illetve stabilizálódása 2 százalékos körüli nagyságrendben (ami szintén a részben már bekövetkezett, részben a folyamatban lévő változások velejárója), valamint a profitrepatriálás 1998-ban végbement megduplázódása miatt (ami viszont teljesen normális jelenségnek, és éppen ezért tartós tendenciának tekinthető) nemzetközi pénzügyi pozícióknak kedvezőtlen változásához kell vezetessen.

A harmadik fontos, itt bővebben nem tárgyalt, széles körben jellemző válságkövetkezmény a pénzügyi közvetítőrendszer teljesítményének gyengülése. Magyarország e tekintetben sem kivétel, bár helyzete jobbnak látszik a régió többi országainál. A veszteséges bankok növekvő száma, a pénzügyi közvetítő szektor nagymértékben romló jövedelmezősége, valamint az elmúlt években megkezdődött, és a beruházási fellendüléssel szorosan korreláló, expanzív hitelezési tevékenység lassulása 1998 elején (1997-ben még 36 százalék volt a vállalkozói hitelek nominális bővülése), majd még inkább a félév után, együttesen jelzik a kedvezőnek semmiképp sem mondható irányváltást. A fiskális szigorításra nem is annyira azért van szükség, mert az államháztartás konszolidált hiánya meghaladja a bővös 4 százalékos (ez kellemetlen ugyan, mert azt jelzi, nem vagyunk igazán képesek uralni a folyamatokat), hanem azért, hogy a fiskális politika „helyet csináljon” a vállalkozási befektetéseknek a háztartások adóinak tekintett, nettó pénzügyi megtakarítási rátája mellett. Ellenkező esetben a növekedés további hajtómotorja esik ki, és a kizárólag a fogyasztás dinamizáló hatására építő gazdaságpolitika nem sok jóval bíztat.

Ebben a gondolatmenetben – bár jobb híján a közelmúlt, illetve a jelen adatait használtam fel illusztrációként – nem az elmúlt néhány hónap folyamatait próbálom elemezni, hanem *trendváltozások* növekvő valószínűségére szeretnék rámutatni. Ezek, mint látható, egy év viszonylatában még semmiképp sem drámaiak, folytatódásuk azonban már az ezredforduló ünnepi évében súlyos veszélyekkel járhat. Úgy ítélem, hogy a növekedési prognózis kivételével a kormányzati program minden egyes részleírányzata külön-külön teljesíthető lenne, de együtt irreális, vagy legalábbis erősen valószínűtlen. Ez akkor is igaz, ha a világgazdasági dekonjunktúra a jövőben enyhül. Az USA konjunktúrája pedig továbbra is szívósnak bizonyul. Az igazán nagy veszélyt nem is a ma már körvonalazódó, egyensúlyi feszültségek mértékében látom, hanem a korrekciós képesség szociológiai kategóriákkal jól leírható, más kelet-európai országokban (főként Csehországban) is fellelhető, akár tipikusnak is nevezhető hiányában, amelynek lényege a magabiztosság, a meggyőződés, hogy az egyensúlyi feszültségek előremenekülve „kinőhetnek”, vagy – ami végül is ugyanaz – a pillanatnyi konfliktusok kerülése, amelynek következménye a gazdaságpolitika kredibilitásának gyengülése, ami maga is visszahat a gazdaság növekedési és egyensúlyi feltételeire, a spreadek alakulására. Holott a nemzetközi tapasztalatok is azt sugallják, hogy a tartós fellendülés

elsősorban a gazdaságpolitika mértéktartásának, a fiskális szigor idő előtti feladása elkerülésének (avagy a veszélyhelyzetek gyors felismerésének) kérdése.²⁵ Ezt a tényezőt (ti. a korrekciós képesség gyengeségét) is bekalkulálva, nem vagyok igazán optimista.

IRODALOMJEGYZÉK

- ÁRVAI ZSÓFIA–VINCZE JÁNOS [1998]: Valuták sebezhetősége: pénzügyi válságok a 90-es években, MNB Füzetek, 1998/1.
- BUCHOLZ, TODD G. [1998]: Új ötletek halott közgazdászoktól, Európa Kiadó.
- BURTON, DAVID–FISHER. STANLEY [1998]: A mérsékelt infláció felszámolása. In: COTTARELLI, CARLO–SZAPÁRY GYÖRGY (szerk.): Mérsékelt infláció, MNB–IMF
- DORNBUSCH. RÖDRIGER [1976]: Expectations and exchange rate dynamics. *Journal Political Economy*, december. (Magyarul in: Árfolyamelmélet, DARVAS ZSOLT és HALPEM LÁSZLÓ (szerk.), Osiris–Láthatatlan Kollégium, 1998.
- EBRO [1998a]: Transition report 1998.
- EBRD [1998b]: Transition report update, 1998. április
- EBRO [1999]: Transition report update, 1999. április
- Figyelő* [1998]: *Cápvészély*, november 12.
- IKIM [1987]: Jelentés a kormány számára a cseh válságról (június 9.)
- IMF [1998]: Statement by the Staff Representatives on the World Economic Outlook – Recent Developments in the Russian Federation (szeptember 9.)
- IMF [1999]: Finance and development (március)
- KOPINT-DATORG [1998a]: Konjunktúrajelentés, 1998/4.
- KOPINT-DATORG [1998b]: A világ és Magyarország gazdasága középtávon (február)
- KOPINT-DATORG [1999]: Konjunktúrajelentés, 1999/1.
- Merill Lynch [1998]: Central Europa in the wave of the Russian crisis (szeptember)
- DE MELO, MARTHA–GELB, ALLAN [1997]: Pillanatkép az átmenetről, *Külgazdaság*, 5. és 6. szám
- J.P. Morgan [1998]: Emerging Markets (szeptember).
- MOSOLYGÓ ZSUZSA–SZABÓ JÁNOS [1998]: Az ázsiai válság és hatásai, *Külgazdaság*, 10. szám
- MORITA, TSUNEO [1998]: Pretense of Market Economy and Legacy of old Regime (előadás). Elhangzott az „Új párbeszéd Közép-Európa és Japán között” című konferencián (Krakkó, 1998. december 12–15.)
- OECD [1999]: Economic Surveys – Hungary 1998–1999
- OECD [1999]: General Assesment of the macroeconomic situation (október)
- Pénzügykutató Rt. [1999a]: 1999. évi második előrejelzés (április 29.)
- Pénzügykutató Rt. [1999b]: A nemzetközi tőkepiaci válság hatása a magyar gazdaságra (november)
- PM [1999]: Makrogazdasági keretek a középtávú stratégia megalapozásához (január 19.)
- SOROS GYÖRGY [1999]: A globális kapitalizmus válsága, Scoler
- SOROS GYÖRGY [1996]: A pénz alkímia, Európa Kiadó.
- STEM, NICHOLAS [1998]: Transition and volatility: a year of stresses and contrasts. In: EBRD Transition report, 1998.
- SZABÓ ANTAL [1999]: Az orosz gazdasági válság, *Bankszemle*, 1. szám
- SZAPÁRY GYÖRGY [1999]: Kelet-európai válaszok a pénzügyi válságokra (előadás). Elhangzott az 1999. évi pécsi Közgazdász Vándorgyűlésen.
- SZILÁGYI ÁKOS [1999]: Oroszország, civilizáció (kézirat készülő tanulmánykötet, június)
- World Bank [1998]: Global Economic Prospects 1998/99 – Beyond Financial Crisis (április)

25 „Ha van egy tanulság, az valószínűleg az, hogy a stabilizációs folyamatot nem szabad túl korán megállítani. Nem kétséges, hogy a csoport (ti. a fennakadástmentesen dezinfláló országocsoport – A. L.) valamennyi országa bejelentette volna győzelmét, amint sikerült belépniük a mérsékelt infláció sávjába. Azonban, kihasználva a vágató infláció letörése miatt a politikai támogatás hirtelen megnövekedését, tovább folytatták a dezinflációt anélkül, hogy ez a kibocsátás visszaesésével járt volna.” (BURTON–FISHER [1998])

CSILLIK PÉTER

Emlékezés Antal Lászlóra

Antal László végzettségét tekintve közgazdász volt. A téma azonban, amellyel foglalkozott, megkívánta, hogy a szociológiát és szociálpszichológiát is mesteri fokon művelje, valamint hogy komoly történettudományi ismeretekkel is fel legyen vértézve. Antal László gondolkodását egy kérdés kötötte le: hogyan dönt a bürokrata? Melyek azok a jelzések, amelyeket a bürokrata figyelembe vesz, miként szervezi azt rendszerré, milyen válaszfüggvényeket bocsát ki, miként koordinál és kommunikál, hogyan változtat korábbi döntésein? Antal kiindulópontja az volt, hogy Max Weber bürokratafelfogása hibás, illetve a 20. századi Magyarországon nem alkalmazható.

A bürokrata Kornai modelljében is központi figura, a párturalom állami tulajdoni dominanciát eredményez, ami bürokratikus koordinációt követel, ennek eredményeképpen a költségvetési korlát felpuhul, és a felszínen hiányjelenségek mutatkoznak. A kérdés, amelyik Antalt negyven éven át foglalkoztatta, az, hogy miként koordinál a bürokrata. Mit észlel a külvilágból, miként dolgozza fel az adatokat információvá, azaz milyen a világképe, milyen a képe a külvilágról, a hazai szerkezetről, önmagáról? Meddig tartanak az ide-oda futó egyeztetések, mikor jön el a „közbelenyugvás”?

Antal első nagy dobása a tervlebontás mintájára kieszelt szabályozólebontás volt. Úgy érvelt – helyesen –, hogy 1968 előtt a Tervhivatal, a funkcionális és ágazati minisztériumok közvetlen tervviszonyban meghatározták a vállalatnak, hogy mit termeljen, miből, kinek és milyen elszámoló áron adja tovább, milyen emberi és gépi erőforrásokat kapjon stb.; ez a tervlebontás-tervfelösszesítés folyamatában alakult ki, és végeredményében egy rendkívül alacsony hatékonyságú rendszert eredményezett. De 1968 után megszűnt a tervlebontás, normatív szabályozók érvényesültek elvileg, mégsem változtak meg alapjaiban a dolgok. Miképpen lehetséges ez? Antal rámutatott, hogy maradt az állami tulajdonlás és az erős hierarchia. Ami változott, az az, hogy nem a naturális tervről kellett alkudoznia, hanem ellátási felelősség terhe mellett a vállalat azt tett, amit akart; ám a szabályozók ezt mégsem engedték, mivel a nyereségestől rugalmasan elvették a többletlehetőségeket (árral, bérrel), a veszteségeket megtámogatták, hol MNB-hitellel, hol importengedéllyel, bérpreferenciával, fejlesztési lehetőséggel. Éles szemmel vette észre, hogy a nagyvállalati lobbí az, amelyik ráül a szabályozásra, a bányászlobbí, a kohászok, a zöld maffia, a szovjet exportra termelő gépipari óriások; összesen vagy félszáz nagyvállalat és körülbelül ugyanennyi pártvezető (megyei titkárok, KB-tagok, KB-titkárok).

Antal megalkotta a szocialista szabályozási ciklus fogalmát: előbb vannak a sematikus-normatív elvárások, majd – mivel a reálszféra nem alkalmazkodik (ki állna neki bezárni állami vállalatot, utcára küldeni munkásokat) –, kicsit oldanak a szabályozás merevségén,

majd tovább oldanak, végül az egész már semmilyen szabályozási hasznot sem hoz; ekkor újra kezdik, megint sematikus-normatív elvárások következnek. A tervlebontás, majd szabályozólebontás után az árlebontás következett a szocializmus utolsó éveiben; a logika változatlan maradt.

Antal Laci második könyve a tőkeáramlásról szól. Ezzel a könyvével némileg megelőzte korát; a megjelenés időpontjában ez a műve visszhangtalan maradt.

Antal fáradhatatlanul olvasott, kutatott, tanított és vitatkozott, ezer fokon égett. Kutatótársai zavaros gondolatait reggelre elolvasta, majd ezzel a félmondattal: „Te itt nagyon jóra gondolsz, voltaképpen azt mondd, hogy...” – és elmondta, mit kellett volna az ifjú kutatónak írnia, mindjárt az irodalomjegyzéket is lediktálta fejből, tett néhány javaslatot az elvégzendő empirikus kutatásra, közben megdicsérte a szerzőt, és felhajtott egy pohár sört. Másnap folytatta egy másik ifjú vagy éltés kutató írásának javításával.

Othagyta a pénzügyminisztériumi apparátust, de az apparátus utána jött: „Ezt azért olvasd el, Laci! Mit csináljunk a bérszabályozásban, az árszabályozásban, az importgazdálkodásban stb.?” Minden pénzügyminiszter támaszkodott a szakértelmére; később tudását felhasználták, személyét mellőzték. Laci már hatvan felé járt, amikor emlékeztették, hogy nincs meg a nagydoktorija. Ekkor írta meg a fenntartható növekedésről szóló művét. Sok okos és jó gondolat van benne. Például az a kérdés: ha vásárlóértéken számítva csak keveset változik egy ország fejlettsége, akkor miért nem tükröződik ez az ütemek lassúságában is? Készített egy képletet, ami a különbséget magyarázza; nem volt rá sok vevő, nem tudom, miért.

Antal a demokráciában sem ment el pártkatonának, nem támogatta pártja javaslatait, ha azok szemben álltak meggyőződésével (például 2005-ben adócsökkentést követelt az SZDSZ 9%-os költségvetési hiány mellett; Antal ezt nem legitimálta). A rendszerváltás előtti években a MeH-ben segítette a gazdasági liberalizációt (a liberót). 1990 után az MNB-ben dolgozott, míg Antall József ki nem rúgatta. Antal részt vett az ún. Bokros-csomag kidolgozásában is, de a Pénzügyminisztériumba már nem tért – térhetett – vissza. 1991 és 2008 között az MKB-ban dolgozott egy csöpp szobában, de mégsem elszigetelten; barátai, tanítványai, kollégái mindvégig igényelték okos tanácsait.

Mit köszönhet Antalnak a magyar közgazdaságtudomány? A Fiumei úti ravatalozó tele volt egykori tanítványaival: akadémikus, rektor, dékán, volt pénzügyminiszter, bankelnök, kutatóintézeti igazgató – minden szinten szinte minden. A bürokrata nem tud egyszerre elvhű és gyakorlatias is lenni (ennél profánabb volt megfogalmazása), de kifejtette, hogy miként működnek a bürokratikus nagy rendszerek, legyenek azok puha vagy kemény diktatúrák, tetszés szerinti színekben; de igaz ez a demokráciák államigazgatására is. A kettős lelkű bürokrata figurájának megrajzolása, szabályszerűségeinek leírása, a pénzüllúzió analógiájára a szabályozási illúzió fogalmának megalkotása mind Antal munkája.

A temetéséről jövet jó szemű, közös ismerősünk megjegyezte, illet ez a temetés Lacihoz. Nem koporsóban tettek földbe egy testet, hanem szétszórták a szóróparcellában, miközben

hátulról rézfúvós szólt. Laci gondolatmenetét nem könnyű rekonstruálni, ez még senkinek sem sikerült kielégítően; túl sok dimenzióban játszott, néha rövid, szellemes, jelzős szószerkezetekkel intézte el azt, amiről a módszeresek oldalakon át locsogtak. Máskor a technikai részletek pontos ismerőjeként mutatta meg a szocialista játszmák értelmetlenségeit. A „hogyan gondolkodik a bürokratikus agy, hogy dönt, és miként korrigál” – ez az az alapkérdés, amellyel három könyvében, több száz cikkében és több tízezer beszélgetésben foglalkozott. Szigorú szövegrekonstrukciós munkával ez a feladat elvégezhető, az eredmény, pedig talán majd formalizálható is lesz.

Kornai megfogalmazása szerint az Antal által elért tárgybeli eredmény egyedülálló, és a külföldiek előtt teljesen ismeretlen. A következő években a pályatársak minden bizonnyal előveszik ezeket az írásokat, és rekonstruálják a gondolatmenetet. S talán már nem kell tartaniuk a mester sziporkázó stílusától, szelíd iróniájától – megkezdhetik a szabálytalanul izgalmas gondolatmenet szabályokba préselését. De Laci valahonnét akkor is vissza fog szólni, ha a gondolatmenetben logikai bukfcenet, a kifejtésben homályt, a tényekben pedig pontatlanságot fog találni.

FARKAS ZOLTÁN

Az aufklérizmus végnapjai – Antal László a magyar médiában –

Nagy erőfeszítéseket tesz a kormány, hogy helyrehozza azokat a hibákat, amelyeket maga követett el – mondta Antal László 2008 márciusában a Debreceni Egyetem közgazdaságtudományi karának fórumán, napokkal a kórháziapidíjat, vizitdíjat és tandíjat leszavazó referendum után. Jellegetesen találó, iróniát sem nélkülöző megállapítás volt ez is, mint megannyi más kijelentése. Például az, amikor munkahelye, a Magyar Külkereskedelmi Bank egyik konferenciáján a banki különadó és az azt váltó pénzintézeti járadék került szóba, és ő a teher súlyosságát taglaló felszólalások közepette csendben megszólalt: micsoda világ az, ahol a kormány elébb hatalmas banki nyereséget hozó lakástámogatási rendszert alakít ki, majd észbe kap, és a profitot sokallva, az általa nyújtott támogatás egy részét megadóztatja...

Vitriolos megjegyzései emlékeztetéseket, ám attól tartok, gyorsan feledésbe merülnek. Antal László írásaiból ugyanis az idő múlásával e stílusjegyek egyre inkább kikoptak. Pedig nem az érzékletes megfogalmazáshoz való képessége kopott meg. Az a gyanúm – bár erről soha nem beszéltem vele –, hogy munkahelyéből adódóan némi önfegyelemre kényszerült. A Magyar Külkereskedelmi Bank honlapján Central European Banker felcímmel többnyire angol nyelven is közzé tett, precíz és mély elemzései mintha kényszerűen nélkülöztek volna bármiféle politikai oldalvágást, flegma vagy frappáns, netán szenvedélyes kiszólást. Sem a kormányzat direkt bírálata, sem az ellenzéki szómágiára való bárminemű reflexió nem épült be ezekbe a szövegekbe. Nagy kár, sokat veszített vele minden olvasó. Maradtak a szikár tények, a mélyeszántó okfejtések. Hatásuk is a tények és mélységek iránt fogékony éleklődőkre szűkölt.

Pedig Antal László életművének egyik markáns vonulata a szókimondó korelemzés és korjellemzés kategóriájába sorolható; a prekapitalista aufklérizmustól egészen a posztoszocialista aufklérizmusig ível. A kezdetektől így volt, holott e ténykedéséhez nem mindig kapott katedrát, megfelelő médiumot. Pályafutása az 1968-as reformokkal kezdődött, ám mire őt a média munkatársai felfedezték volna, az ország már nyakig ült a hetvenes évek idején indított ideológiai és közgazdasági ellenreformokban. Ez egyúttal azt is jelentette – mi más történhetett volna az akkori direkt sajtóirányítás mellett –, hogy személye a Magyar Rádióban, a Magyar Televízióban nemkívánatosnak bizonyult. Tilalmi listák tudomásom szerint akkor még nem voltak, csak a Varsói Szerződés 1968-as bevonulását elítélő filozófusokat és néhány más, markáns ellenzéki gondolkodót tartottak távol a közszerepléstől, de a szabad véleménynyilvánítás az állami alkalmazottak számára sem volt engedélyezett. Márpedig ő, a Pénzügyminisztérium munkatársa, az volt.

Átigazolván a Pénzügykutató Intézetbe, nemcsak szabadabb közegbe került, hanem a gazdasági reformok fonalának újabb felvételével megnyíltak számára a közmédiumok is. A hetvenes évek második felében a *Fejlődés – kitérővel* első, intézeti változatán dolgozott,

amikor egyre több meghívást kapott a rádióműsorokba. Maga a tanulmány sem maradt bizalmas intézeti kiadvány, közkézen forgott, és egyre duzzasztotta a piaci reformok táborát. Abban az ideológiai váltásban, hogy a korábbi egyenlőségpárti és paternalista közhangulat megváltozott, nagy szerepe volt az alapvető közgazdasági összefüggéseket logikus láncra felfűző aufkléristáknak, köztük Antal Lászlónak. No és a köznapi tapasztalatnak, az elégedetlenségnek, valamint az érlelődő belátásnak, hogy a tervgazdaság merev építménye gátolja a gazdaság alkalmazkodóképességét, ily módon az életszínvonal javulását is. Antal László nemcsak szakműsorok és rádiós viták keresett szereplője volt, hanem sokat vendégeskedett *Mihancsik Zsófia* műsoraiban is, amelyek elvileg a Magyar Rádió tudományos ismeretterjesztő rovatának a keretében készültek, ám valójában afféle rendszerkritikai fórummá formálódtak. A vasárnap délutánonként elhangzó *Táskarádió* című műsorban pedig formás kis helyzetértékeléseket adott, mivel az ifjúsági műsornak kitalált magazin is egyre merészebben foglalkozott közgazdasági közügyeinkkel.

A következő nagy reformba, a világpiacon árrendszer tervgazdasági alkalmazásába Antal Lászlót szintén bevonták. Ám ő az elsők között adott hangot aggályainak, hogy a tervgazdaság körülményei között ez a bármily ügyesen megszerkesztett és elméletileg megalapozott árrendszer mesterséges képződmény, nem más, mint szimuláció, és végképp nem azonos a piaccal. Logikus lépés volna tehát az adó-, a bankrendszer reformja, s azok betetőzéseként a tulajdonreform, amelyről azonban a legfelső pártkörökben akkor még hallani sem akartak. Csakhogy a lengyelországi szükségállapot bevezetésével és a Szovjetunió afganisztáni bevonulásával a Nyugat pénzügyi vasfüggőnyt eresztett a szocialista tábor köré, ami azzal járt, hogy a kelet- és közép-európai országok nem tudták a régi hiteleiket megújítani. Lengyelország és Románia fizetéképtelenné vált, Magyarországot pedig csak a bázeli Nemzetközi Fizetések Bankjának (BIS) a mentőakciója mentette meg a teljes összeomlástól; az intézményt akkor *Fritz Leutwiler* elnök irányította, bekapcsolva a manőverbe *Gordon Richardsont*, a Bank of England kormányzóját és *Karl Otto Pöhl*t, a Bundesbank elnökét. *Lámfalussy Sándor* ez idő tájt történetesen a BIS vezéregazgató-helyettese volt.

A likviditási válság hatására a magyar vezetők a Nemzetközi Valutaalap (IMF) védernyője alá menekültek. A *Daily News/Neueste Nachrichten*, az angol–német nyelvű napilap 1981. november 4-én címdoldalán közölte, hogy Magyarország felvételét kéri az IMF-be és a Világbankba. A bejelentés a nagyvilágnak szólt, a magyar napilapokban ez csak afféle mínuszos hírként jelent meg, amelyhez senki nem fűzhetett kommentárt, magyarázatot. Az országot fenyegető fizetési bonyodalmaktól a sajtó a magyar lakosságot szintén megkímélte, sőt a kabarékban azzal élcelődtek, hogy Lengyelország húsboltjaiban a kampókon csak kabátok lógnak, hús nem kapható. Mindazonáltal 1982 első félévében Magyarország csaknem fizetéképtelen volt, valutatartalékai a nullára apadtak. A végveszélyt csak az IMF-kölcsön háraitotta el, ennek egyik fedezete pedig a gazdasági reformok továbbvitelének az ígérete volt, így a párt már nem ellenezte a reformerek rádiós-televíziós megszólalásait.

Elkezdődött a kettős, sőt hármas beszéd ideje. *Garam József*, a *Figyelő* című hetilap tekintélyes főszerkesztője élcelődött azon, úgy kell írni, hogy Moszkvát ne bősziítsuk fel, a Nyugatot bátorítsuk, és a magyar nép is értse, miről van szó. Ennek egy személyben nem lehetett eleget tenni, a korabeli játékszabály szerint a rádiós hírműsorok inkább a rendszer stabilitását sugallták, a háttérműsorok pedig azok kritikai elemzésétől sem riadtak vissza. Antal László az utóbbiakban szólalt meg, egyre többször – és egyre keserűbben. Nem volt

tiltólistán, mint az akkor formálódó demokratikus ellenzék tagjai, de a párt agitációs és propaganda osztálya – amely a sajtót felügyelte – nem is bátorította a szerkesztőket, hogy őt szólaltassák meg. Ő pedig egyszerre volt fegyelmezett és progresszív: arról nem beszélt – legfeljebb utalt rá –, hogy Magyarország a fizetéseképtelenség határára sodródott, a tendőkben viszont nem ismert öncenzurát. Ekkor élte első fénykorát a magyar médiában, valósággal lubickolt benne. A reformok azonban csak vontatottan haladtak.

A reformpolitikában azonban újabb törést hozott az MSZMP 1985-ös kongresszusa, amelyen „elég volt a laposkúszásból!” felkiáltással a gazdasági gyorsítás tábora diadalmaszkodott. A laza és fegyelmezetlen pénzügyi politikával az ország egy-másfél év alatt visszazuhan a pénzügyi krízis fenyegetettségének az állapotába. Emiatt egyre erőteljesebb lázongások törtek ki a pártelittel és politikájával szemben, immár az államigazgatáson belül is. A további eladósodás ellen a Magyar Nemzeti Bank ifjú szakértői tiltakoztak, a József nádor téren pedig a Pénzügykutató Intézet munkatársai követeltek gazdaságpolitikai fordulatot és reformot. Az Antal László, *Bokros Lajos, Csillag István, Lengyel László* és *Matolcsy György* nevéhez köthető, alternatív gazdasági program több tucatnyi szakértő véleményét összegezte, a Pénzügykutató körül pedig valóságos szakmai reformműhely alakult ki.

A *Fordulat és reform* támogatói köre egyre bővült, kiegészült a társadalomkutatókkal és a nyilvánosság reformját követelő szakújságírókkal. A felfokozott érdeklődés hatására a széles körben terjesztett tanulmány publikálását nem lehetett megtiltani – a tartalmát azonban megcsonkították. A *Közgazdasági Szemlében* megjelent, és két ellentétes tartalmú írással azon mód meg is bírált változatot Antal László szerkesztette. Az ő nevéhez fűződtek a javasolt makrogazdasági irányváltás főbb tézisei, amelyek épp olyan ellenállást váltottak ki a párt felső köreiben, mint Lengyel László társadalompolitikai felvetései. Antal László ismét zuhan egyet a nyilvánosság akkori kategóriái között, a támogatottból a túrtbe átsorolva, kissé megritkult körülötte a levegő. A reformkörök és az egyetemi, főiskolai klubok világában, az aufklérizmus e sajátosan zárt terepein viszont rendkívül népszerű volt, jóllehet a fő mondandója abban összegződött, hogy nagyon mély a válság. A hivatalos álláspont viszont az volt: nincs válság, csak válságjelenségek.

A nyilvánosságból azonban nem tiltották ki, olyannyira, hogy ő maga riasztotta a Magyar Rádió munkatársait: *Medgyessy Péter* pénzügyminiszter meg akarja szüntetni a Pénzügykutató Intézetet. Az *Esti Krónika* akkori adásaiban Antal László felvetésére *Békesi László* pénzügyminiszter-helyettes válaszolt, aki formálisan állami takarékosággal, a háttérintézmények tervezett összevonásával indokolta a döntést. Négyszemközt azonban elismerte – amiből Medgyessy Péter sem csinált nagy titkot –, hogy a megszüntetés fő indoka az egyre terebélyesedő politikai mozgalom volt. Ennek megfelelően az intézet munkatársait két csoportba osztották: az „ügynevezett” kutatókat felszippantotta a kormányzati apparátus, a „mozgalmárokat” lapátra tették, a többieknek pedig dönteniük kellett, hová tartanak. Többségük az önállóságot választotta, és 1988-ban megalakult a Pénzügykutató Rt., *Tardos Márton* vezetésével. Antal László pedig a miniszterelnök-helyettesé előlépett Medgyessy Péter csapatába igazolt át.

Az adóreformmal, a kétszintű bankrendszer átalakításával, majd a készülő átalakulási és társasági törvénnyel Magyarországon megteremtődtek a gazdasági rendszerváltás feltételei. Tombolt a honi aufklérizmus, a tervgazdaság csődjét, a piacgazdaság előnyeit akkor még vállalva képviselték a későbbi szakértőklubok közgazdái, politológusai. Antal László

valósággal ontotta magából a cikkeket, elemzéseket. Előbb *Grósz Károly* miniszterelnök stábjában a hároméves kibontakozási programon dolgozott, majd *Németh Miklós* kormányában; ott nagy szerepe volt abban, hogy az ismételten fenyegető pénzügyi válságot az ország elkerülte. Amikor a rendszerváltás körüli forgatagban az állami vagyon széthordása megkezdődött, szembekerült néhány egykori kollégájával, barátjával, akik ebben tanácsadóként közreműködtek, vagy maguk is tulajdonossá avanzáltak. Nyilvánosan csak Matolcsy Györggyel szólalkozott össze (a *Mozgó Világ* című folyóirat 1990. februári számában), aki kormányzati szerepre készülve, élesen bírálta a Németh-kormány restriktív jellegű stabilizációs törekvéseit. Egykori társszerzőjének írását „politikai jópontoszerző publikációnak” titulálta. Kettejük összecsapása 1998-ban a *Közgazdasági Szemlében* megismétlődött, ahol Antal László – a mundér becsületét is védve – alapos elemzésnek vetette alá a Bokros Lajos és *Surányi György* nevével összekapcsolt stabilizációs programot, amelynek vezérlőpultja mellett neki is jutott egy kényelmetlen szék. Azokban a hónapokban Matolcsy már a Fidesz gazdaságpolitikuskaként, e minőségében pedig a Bokros-program ádáz ellenfeleként a hetszázalékos gazdasági növekedés proféciájával vállalt egyre gyakoribb közszereplést.

Az 1993 és 1996 közötti időszak a magyarországi közgazdasági aufklérismus második, poszt-szocialista szakaszának tekinthető. Az már az 1994-es választások előtt látszott, bármely párt győzedelmeskedik is, első kényszerű teendője a stabilizáció, a második pedig – azt kiegészítve – az államháztartás olyan jellegű reformja lesz, amely kellőképpen megalapozza a fenntartható gazdasági növekedést. A két liberális párt, az SZDSZ és a Fidesz ezt állította választási kampánya centrumába, és ezt képviselte az MSZP pénzügyminiszter-jelöltje, Békesi László is. Az elnök, *Horn Gyula* viszont szép számmal hozott be a kampányba jóléti ígéreteket. A hangzavarban irányadó véleménynek számított az önkéntes némasági fogadalomból visszatérő *Surányi György* – akit 1991-ben *Antall József* politikai okokból menesztett a Magyar Nemzeti Bank éléről – és Antal László több markáns megszólalása is. A választások után *Horn Gyula* hónapokig halogatta a stabilizációt, amire Békesi László minisztersége is ráment, és csak az államcsőd árnyékában engedte át a terepet a Bokros–*Surányi*-duónak. A velük dolgozó Antal László szenvedélyesen képviselte a tervezett reformokat, megannyi interjúban, nyilatkozatban érvelt a rászorultság elve, az egészségügyi és a nyugdíjrendszer tartósan finanszírozható pályára állítása mellett. Mivel a drasztikus kiigazítást első indulatból még a szociálliberális politikai oldalt támogató írók, művészek is elutasították, meggyőzésükhöz nagy szükség volt a teendők logikus elmagyarázására, levezetésére. Ez pedig Antal Lászlónak kifejezetten testre szabott feladat volt. A pénzügyi tárca e küzdelmeiben olyan szaktekintélyt is bevetett, mint *Hetényi István*; az idén ősszel elhunyt, egykori bölcs pénzügyminiszter közérthető könyvecskét írt a nagy elosztási rendszerek reformjának a szükségességéről.

Bekövetkezett a legrosszabb, ami csak történhetett: az értelmiség – majd az ország is – két táborra szakadt, beköszöntött – Antal László szavaival – „a politikai prekonceptiók által motivált” érvek háborúja, a szakmai köntösbe bújtatott pártcsatározások időszaka. Az ellenzéki golyózárporban a *Horn*-kormány feladta reformpolitikáját, a Bokros Lajost váltó *Medgyessy Péter* csak a nyugdíjreform végigtárgyalására vállalkozott, amit elszántan végig is tárgyalt az érintett szakmai szervezetekkel. Az államreformot pedig nyolc évre száműzte a politika. Az okos érvelés, a logikus levezetés, a pontos diagnózis egyre piacképtelenebbé vált. Antal László is egyre inkább visszahúzódott, megírta utolsó összegző művét, a címé-

be foglalva önnön kételyeit: *Fenntartható-e a fenntartható növekedés?* A transzformációs válság mély elemzésével azonban a szűken vett szakmán kívül már alig-alig keltett érdeklődést. Könyvében önkritikusan megfogalmazta: nem hitte volna, hogy az átalakulás legkritikusabb szakaszán átvergődő országok külső sokk nélkül is lecsúszhatnak a fenntartható növekedési pályáról. Felvillantott benne egy lehetséges új modellt is, a piaci körülmények közötti tervezett gazdaságét.

Most éppen külső sokk van. És válság. A világ vezető politikusai a gazdaság tervezhetőségében látják az egyik lehetséges megoldást a kilábalásra, egyre erősödik az állami beavatkozás kísértése. Aligha hiszem, hogy Antal László ezt így képzelte volna. A mostani fordulat veszélyeire azonban már szellemi örököseinek kell ráirányítaniuk a figyelmet. Nincsenek bántóan sokan.

SURÁNYI GYÖRGY

A pénzügyi válság mechanizmusa a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban

A 2007-ben elkezdődött pénzügyi válság kétségkívül kezd globálissá mélyülni. Ennek ellenére érdemes áttekinteni és elemezni a válság folyamatát, régióként rendszerezve azt. A látszólag hasonló folyamatok mögött ugyanis lényeges különbségek húzódnak meg. Találhatók persze közös vonások is, de itt, ebben az írásban elsősorban a különbségekre szeretnék koncentrálni. A centrum és a periféria, vagy ha tetszik, a legfejlettebb piacokon kibontakozó válság és a feltörekvő piacok kezdődő válsága természetét és oksági láncolatát tekintve is erőteljesen különbözik egymástól.

A PÉNZÜGYI VÁLSÁG FOLYAMATA A FEJLETT PIACOKON

A fejlett piacok válságának kiindulópontja minden bizonnyal az elmúlt évtizedben alkalmazott gazdaságpolitikai keverék. Mindenekelőtt az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, Ausztrália, de az eurozónához tartozó Spanyolország, Írország, Portugália, Görögország is roppant laza monetáris politikát alkalmazott. Ám az olcsó pénz politikája (tartósan negatív reálkamat, a pénzmennyiség roppant gyors növekedése) hol nyíltan (pl. az USA-ban), hol kevésbé látványosan (pl. Spanyolországban, Írországban) abszolút vagy relatív expanzív gazdaságpolitikával párosult. Az így kialakult és majd egy évtizedig tapasztalható, globális likviditásbőség paradox módon nem vezetett közvetlenül az infláció gyorsulásához.

A túllikviditás, a globális túlkereslet valószínűleg négy tényező miatt egy darabig nem jelentkezett közvetlenül mérhető inflációban. Egyrészt a hatalmas külső egyensúlyhiányban, globális folyó fizetésimérleg-egyensúlyhiányban szivódott fel az egyes országok elégtelen belső megtakarítása és túlköltése. Másrészt – a globalizáció kedvező mellékhatásaként – a munkaerőpiacok megnyílása és a tömegessé váló outsourcing jelentősen fékezte a bérek emelkedését. Harmadrészt a termelékenység gazdaságtörténetileg kiemelkedően gyorsan emelkedett a feltörekvő piacokon, így ezen a csatornán is dezinflációt importáltak a fejlett gazdaságok. Negyedszer és végül a túlkereslet mégiscsak megjelent áremelkedésben, mégpedig az eszközárak (pl. ingatlan és részvény) emelkedésében. A pénz vásárlóereje tehát erodálódott, ez azonban a fogyasztói árindexekben alig jelent meg. Nem lehet elmenni szó nélkül amellet, hogy a legnagyobb eszközáruborék éppen azokban az országokban alakult ki, ahol a legnagyobb volt a külső egyensúlytalanság (Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Spanyolország, Írország – de hasonló jelenségeket látni a Baltikumban, Romániában, Bulgáriában, Ukrajnában is).

A laza és hosszú távon fenntarthatatlan monetáris és fiskális politikai keverék célja nyilvánvalóan a normális gazdasági ciklusok simításának a szándéka volt. A tartós túllikviditás folyamatosan ásta alá a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását. A pénzügyi innovációk

egyfelől; a gyenge, sokszor teljesen lyukas pénzügyi felügyelet másfelől; a prociklikus szabályozás egyrészt, a pénzügyi intézetek kudarcot vallott kockázatkezelése másrészt; a minősítő intézetek sokszor minősíthetetlen teljesítménye, a bankrendszer eszköz- (hitel-) állományának korábban nem látott romlásához vezetett.

Amikor úgy 2004-5 táján a nagy jegybankok a globális túlkereslet, még inkább globális túlfűtöttség miatt megindult energia-, nyersanyag- majd élelmiszer-áremelkedés csillapítása érdekében szigorítani kezdtek (kamatot emeltek: a FED 1%-ról 5,25%-ra, az ECB 2%-ról 4,25%-ra), először lelassult, majd megállt az eszközárak emelkedése, végül szinte szabadesésbe kerültek. Az infláció ennek ellenére 2007-ben és 2008 közepéig jelentősen gyorsult a fejlett piacokon is (utalva a monetáris hatóságok súlyos kiszolgáltatottságára a fundamentális folyamatokkal, illetve az externális sokkokkal szemben).

Egyfelől a finanszírozási költségek gyors emelkedése, másfelől a fedezetül szolgáló eszközök leértékelődése drámai gyorsasággal tárta fel a pénzügyi közvetítők sebezhetőségét. A piac átláthatatlansága (innovációk) nem leplezhette az adósok (subprime) megroppant fizetőképességét (növekvő törlesztés a megemelt kamatok nyomán) és megtört fizetési készségét (a leértékelődő fedezetek miatt).

A bankok, pénzügyi intézetek kihelyezéseinek minősége (on- és off-balance sheet egyaránt) elképesztő mértékben és ütemben romlott. Egyre többen váltak fizetésekre képtelenné az adósok közül. A banki eszközök leértékelődése így súlyos fizetési-, szolvenciaproblémaként jelentkezett. De a szolvenciaprobléma szinten azonnal (az amúgy irreálisan magas) profitok erodálásához, majd súlyos veszteségekhez vezetett. A veszteségek pedig a tőkebázis példátlan gyengüléséhez, s így óriási mennyiségű feltőkésítés nélkül, csökköző helyzetek sokaságát idézte elő. A csőd, sőt a bankok tömeges csődjének veszélye soha korábban nem tapasztalt bizalomhiányt idézett elő a pénzügyi közvetítés alapintézményei között. A bizalom hiánya – a pénzügyi rendszer messze legfontosabb értékének elvesztése – a pénzügyi közvetítés teljes összeomlását eredményezte.

A pénzügyi közvetítés hiánya – az, hogy egyik bank sem mer a másiknak pénzt kölcsönözni, különösen nem egy napon túl –, a kereskedelmi banki pénzteremtés, a normál pénzügyi mechanizmusok felszámolódását jelenti. Az addigi – bőséges monetáris bázison alapuló – pénzmultiplikáció teljes összeomlását hozta. A likviditásbőséget szélsőséges likviditáshiány váltotta fel. A pénzügyi közvetítés csatornáit megszüntették működni, egyszerűen összeomlottak. Ezt jól tükrözi az a tény, hogy az ECB, illetve a FED mérlege az elmúlt években két-háromszorosára nőtt. Tehát miközben drámaian nő a jegybankpénz mennyisége, a közvetítőrendszer összeomlása miatt a pénzvilág súlyos likviditáshiánnyal küzd – még mindig.

Összefoglalva, az észak-atlanti régióban, a fejlett piacokon a fertőzőlánc a következő: laza monetáris és fiskális politika, kétes követelések felhalmozása a pénzügyi intézeteknél (tömeges rossz minőségű eszközfelhalmozás), a bankok fizetőképességének (a szolvenciának) a megkérdőjeleződése, veszteségfelhalmozás, tőke-, majd bizalomvesztés, banksődlehetőségek sokasága, pénzügyi közvetítés összeomlása, és végül súlyos likviditáshiány!

A PÉNZÜGYI VÁLSÁG FOLYAMATA A FELTÖREKVŐ PIACOKON

Elsősorban azon feltörekvő piacokra helyezem a figyelmet, ahol az elmúlt évek gyors hitelnövekedése nem eredményezett fenntarthatatlan külső egyensúlyhiányt (5-7 %-nál nem nagyobb a folyóhiány, és jelentős részben nem adósságtípusú tőkével finanszírozódik), valamint nem alakult ki eszköz-, mindenekelőtt ingatlanár-buborék. (Ide sorolom Magyarországot is 2006–2008 között, noha különösen a 2001–2006 nyara közötti gazdaságpolitika sokat tett az ország mai sérülékenységeért.)

Ma a közép-európai régióban a válság épp ott kezdődik ahol a fejlett régiókban végződik. A mi régióink pénzügyi-gazdasági válsága – senkinek ne legyen kétsége, máris benne vagyunk – éppen a likviditáshiánnyal indul. Ebben a régióban a bankok eszközeinek minősége megfelelő. A régió bankjai nem érintettek a subprime válságtól, kifejezetten konzervatív kockázatkezelést, ügyfélszelekciót alkalmaztak. Nem mentek bele – talán a pénzügyi piacok alacsonyabb fejlettsége okán sem – kétes, átláthatatlan tranzakciókba, az innovációk túlnyomó része egyáltalán nincs is jelen ezeken a piacokon. A bankok konzervatív hitelezési gyakorlata miatt sem alakult ki eszközár-buborék. A hitelek aránya az eszközök (ingatlanok) reális értékének átlagosan 70%-a (a fejlett piacokon 100-120% az irreális árakhoz képest), átlagfutamidő 15-16 év (fejlett piacokon 35-40 év), az adós igazolt jövedelmének legfeljebb 25-30%-át teszi ki az adósságszolgálat (fejlett piacokon sokszor 50% fölé megy).

A gyors – helyenként talán túl gyors – hitelállomány-növekedéssel szemben a fejlett piacokkal nem feltétlenül a laza fiskális és monetaris politikai keverék következménye. Ott ahol a külső egyensúlyhiány fenntartható, és nincs eszköz- (ingatlanár-) buborék, de gyors a hitelexpanzió, a gyors növekedés az exportra, beruházásra épül, és még az infláció is kézben tartott, a gazdasági folyamatok normális körülmények között fenntarthatónak minősülnek.

Mikroszinten a gyors hitelnövekmény két feltétel egyidejű fennállása esetén nem nevezhető önmagában veszélyesnek vagy egészségtelennek. Az első feltétel természetesen a bankok prudens, konzervatív kockázatkezelése. A másik feltétel pedig a gazdasági aktorok történelmileg adott, rendkívül alacsony eladósodottsága. A kilencvenes évek végén Magyarországon például a lakosság hitelállománya a GDP-ben mérve 1-2% volt, és ma is csak 30% (az EU 15 átlaga 60%). A gyors hitelállomány-növekedés tehát mikroszinten nem ellentétes a bankok prudens magatartásával. A makroszintű fenntarthatóság pedig attól függ, hogy egyrészt a pénzintézetek – főként stratégiai tulajdonosuk révén – finanszírozni képesek-e az elégtelen belföldi megtakarítás miatti hiteligenyt. Másrészt a gyorsan növekvő belföldi kereslettel képes-e lépést tartani a kínálat (supply-side response): azaz kialakul-e árbuborék és/vagy gyorsuló infláció? Harmadrészt, s talán ez a legdőntőbb, a külső egyensúlyhiány átlép-e egy olyan pontot, ahol a piacok bizalma meginog.

Ami az elmúlt hetekben történt az egész régióban, az arra utal, hogy a piacok hirtelen magatartásváltozása nem a fundamentumok szakszerű analizésén alapult. Ezen a bázison ugyanis már jóval korábban a balti országok, Bulgária, Románia, Ukrajna, vagy valamelyest kisebb mértékben Szerbia és Horvátország esetében be kellett volna következnie a likviditás elapadásának és nyomában a krízisnek. (Magyarország esetében ennek 2006 előtt lett volna komoly alapja.) Ami történt – mindenekelőtt a Lehman-bankház csődjének, illetve az európai bankmentő csomagnak a mellékhatásaként – hideg zuhanyként érte a régiót. A fő piacokon bekövetkező likviditáshiány egyik pillanatról a másikra átterjedt a közép-európai térségre is, s nemcsak azon országok csoportjára, ahol bizonyára gyengék a fundamentumok. Amint a fejlett

piacokon a likviditás megőrzése szó szerint a túlélés zálogává lett, azonnal totálisan leállt a likviditásáramlás régióink irányába. Ha tetszik, a devizapiac kiszáradt. Ennek nyomán, egyelőre kevésbé látványosan, de a hazai fizetőeszköz piacán is likviditáshiány körvonalazódik.

A bankokat többségében tulajdonló, stratégiai befektetők láthatóan nem képesek (néhol nem akarnak) további likviditást biztosítani leányaiknak. Ők maguk is sokszor súlyos likviditáshiánnyal küzdenek, amihez – mint korábban volt róla szó – ezt megelőzően tőke- és szolvenciaprobléma is társul. Az európai bankmentő csomag csak súlyosbította régióink helyzetét. Az a tény, hogy a nyugat-európai kormányok egyrészt a betéteket, másrészt a bankközi hiteleket garantálják, a szándékotól függetlenül mélységes diszkrimináció az új EU-tagállamok bankjaival szemben. Ilyen garancia híján a régió bankjai teljességgel elvesztették egyéni hozzáférésüket a pénz- és tőkepiacokhoz. Ha figyelembe vesszük az ECB-nek azt a szintén diszkriminatív magatartását, hogy sem devizaswapot (hazai deviza ellenében), sem repóablakot (szintén hazai devizában denominált értékpapírok ellenében) nem nyit, akkor teljes elszigetelődés körvonalazódik.

A korábban akadálytalanul – néha talán túl bőségesen is – beáramló likviditás eltűnt. A két számjegyű hitelállomány-növekedés jó esetben nullára fékeződik, de azonnal. Ez minden, csak nem puha földet érés. A hitelállomány növekedésének leállása azonnal érezteti hatását a bankok eszközeinek minőségében. Először csak a kevésbé szolid partnerek hitelezése áll le, majd a folyamat a reálgazdaság visszaesése miatt egyre kiterjedtebbé válhat. A bankok eszközeinek minősége természetesen romlik. A reálszféra – a hitelszűke, az export piacok visszaesése, a prociklikus fiskális politika miatt – recesszióba vagy válságba süllyed. Ez persze olyan elbocsátási hullámot válthat ki, ami a lakossági (lakás-) hitelek minőségét is kikezdi. (Ebben alapvetően nem a devizahitel lesz a hibás, hanem a munkalehetőség elvesztése. Sajnos, a munkanélküliek a hazai devizában felvett hiteleiket sem tudnák fizetni.)

Az eszközök romlása vezet el a szolvencia, majd a veszteség, és végül a tőke kérdéséhez. Vagyis a folyamat pontosan a tükörképe, a fordítottja a fejlett piacok válságmechanizmusának. Ott a likviditáshiánnyal, a piacok kiszáradásával tetőzik a folyamat. Nálunk a likviditáshiánnyal kezdődik, amely likviditáshiány azonnal és könnyen pénzügyi válsághoz vezethet (nos, ezért kellett Magyarországnak az IMF-hez és EU-hoz fordulnia). Ha a likviditáshiány nem oldható meg külső beavatkozással – EU, IMF, ECB, az anyabankok vagy a nemzeti jegybankok nem ortodox politikájával –, a reálgazdaság súlyos visszaeséséhez vezet. Ez természetesen az addig viszonylag jó minőségű banki eszközök romlását okozza, majd a banki szolvencia megkérdőjeleződését, a tőkeprobléma megjelenését, és végső esetben bankcsődhöz vagy a bankcsőd elkerülése érdekében teendő lépésekhez vezet.

A fejlett és feltörekvő országok pénzügyi válságainak, valamint ezek hatásmechanizmusainak az összehasonlítása, a döntő különbségek kiszűrése természetesen nem az intellektuális érdeklődés kielégítését szolgálja. A válság jellegének feltárása feltétlen szükséges ahhoz, hogy a lehető legkisebb reálgazdasági, foglalkoztatási veszteségek mellett lehessen a legkevésbé drága megoldásokat megtalálni. A pontos helyzetfelmérés és a nagyon gyors cselekvés, a nemzetközi intézmények – az ECB, IMF, EU-intézmények, a nagy nemzetközi bankok és a nemzeti jegybankok – összehangolt politikája megadná a lehetőségét annak, hogy a válságot főként „csak likviditási válságként” lehessen kezelni. A késlekedés ez esetben olyan mulasztás, amely kikerülhetetlenül elvezet a likviditás hiányától a reálgazdaság szétzilálódásához, holnap pedig a pénzügyi szektor válságához. A tét tehát valóban roppant nagy, hiszen a reálgazdaság – és azt követően a pénzügyi szektor – válsága valóban sok millió ember munkahelyét és normális életét fenyegeti.

KIRÁLY JÚLIA

Likviditás válságban (Lehman előtt – Lehman után)¹

A piacok megzavarodott működése, a békeidőben „normális” összefüggések felborulása – ezek a „ma” legfontosabb jellemzői. Az alábbi dolgozat vázlat arról, amiről még számos tanulmány, elemzés, modell fog születni: hogyan jutottunk el a likviditásbőség korából a likviditáshiány feltehetőleg rövid, ámde mégis súlyos következményekkel terhelt időszakába. Kevesen tudták olyan pontosan megragadni azokat a momentumokat, szükségszerűségeket, amelyek az ilyesfajta „félresodródásokat” jellemzik, mint Antal László. Mindig képes volt rámutatni, hol van a racionalitás határa, és miért torzul el békeidőben is az, aminek „normálisnak” kellene lennie. Miért futunk bele a „háborúba”, noha látszólag mindenki a „béke” fenntartásán dolgozik. És azt is tudta, hogy nem szabad gondolkodásunkat, szabályainkat a „válságos” periódusok megváltozott viszonyaihoz igazítanunk, mert akkor sosem sikerül a „normál” pályára visszakerülni. Az alábbi speciális „lesodródástörténet” először annak a 20. születésnapját ünneplő Bankárképzőnek a tudományos konferenciáján hangzott el, amelynek Antal László haláláig megbecsült, külső szellemi támasza volt.²

1. BEVEZETŐ

A dolgozat első részében megfogalmazom a piaci, a finanszírozási és a banki likviditás kritériumait, majd megvizsgálom a likviditási zavarok általános természetét. Amikor „likviditásról” beszélek, mindig pénzügyi likviditásra gondolok; azaz pénzügyi piacok, pénzügyi termékek, pénzügyi intézmények likviditásáról van szó. Megmutatom, hogy a makrogazdasági megtakarítás és a pénzügyi likviditás egymást feltételező fogalmak. Röviden jellemzem a „nagy békekort”, a likviditásbőség korát. A második részben kifejezetten a likviditás szempontjából elemzem a 2007. évi válságot, ezen belül megkülönböztetve a pre- és a post-Lehman-kort. Végül ugyanezt az elemzést elvégzem Magyarországra is, megmutatva, hogy milyen okok vezettek a jelenlegi likviditáshiányos helyzethez. A tanulmányban még több a hipotézis, mint az elegánsan megfogalmazott tétel és bizonyítás – mert ma még nagyon „benne élünk”, és nem kizárt, hogy egyelőre nem látjuk a pillanatnyi eseményektől az igazán jelentős összefüggéseket.

1 A dolgozat kibővített változata a Bankárképző 20. évfordulóján rendezett *Pénzügyi stabilitás – 1988–2008–2028* című konferencián hangzott el (Magyar Tudományos Akadémia, 2008. november 25.).

2 Rendszeresen szerveztünk fiatal kollégáinknak, külső munkatársainknak „Monetáris kerekasztalokat”, ahol füstfelhőbe burkolózva (csak neki volt joga a Bankárképzőben zárt térben dohányozni), mindig kristálytisztán tudta a magabiztos „perc-emberkéekkel” szemben, hogy valójában hol is tartunk: még van esély a felzárkózásra, vagy valójában már válságot kezelünk.

2. PIACI, FINANSZÍROZÁSI ÉS BANKI LIKVIDITÁS – A LIKVIDITÁSBŐSÉG KORA

A piaci likviditás (market risk) nem más, mint hogy „könnyű kereskedni”: az árak kellően „közel” vannak egymáshoz – szűk a kínálati/keresleti árrés (az ún. bid-ask spread), kellően granuláltak a kereskedési mennyiségek (nincsenek kiugró, nagy tételek), egy-egy kereskedési tétel nem rántja jelentősen el az áralakulást.³ A likvid piacokon a kereskedett termék is „likvid”, hiszen mindig van megfelelő áron kereslet és kínálat, „könnyű” az értékesítés, nincs jelentős árveszteség. A likvid piacok jellegzetessége a relatíve alacsony árvolatilitás. Ezek a jellemzők nem kellően pontosan írják le a piaci likviditást, de a jelen dolgozat szempontjából megfelelő közelítést adnak (*Brunnermeier–Pedersen* [2007], *Pedersen* [2008]).

A piaci likviditást végső soron a végbefektetők biztosítják, akik az adott piac termékeinek segítségével építenek pozíciót vagy fedezik pozícióikat. Azért lépnek piacra, mert a piac likvid – tehát biztosított a piacról való kilépés is. A piacok likviditását nagymértékben növelik a származtatott termékek, mivel a magas tőkeáttétel következtében sokkal kisebb összeggel lehet jelentős kereskedési forgalmat generálni.

A piacok likviditása természetesen nő, amikor a piacra a „boom”, a fellendülés jellemző, hiszen trendszerűen növekvő árak mellett mindig könnyebb vevőket csalogatni. A kulcsmomentum minden piac életében, hogy mikor megy át az árnövekedés „buborékba”, azaz melyik az a pillanat, amikor a fundamentális árfolyam-alakulástól teljesen eltérő törvények szerint alakulnak az árak. Utólag minden buborékot könnyű felismerni, de amikor benne ülünk, általában sosem vesszük észre.⁴

A piaci likviditás zavarai akkor jelentkeznek, ha a fenti jellemzők elkezdnek változni. Elkezdnek tágulni a kínálati-keresleti árrések, egyre nagyobb tételek jelennek meg a piacon, kis kereskedési tételek képesek az árakat jelentősen megmozgatni, egyre nagyobb szakadások mutatkoznak az árakban, nő a volatilitás. A piacról kezdenek visszavonulni a spekulánsok és az arbitrázsőrök, miközben a végső befektetők egyre inkább csak eladói pozícióban jelennek meg. A piaci likviditás vége, azaz a piac halála, ha megszűnik az árjegyzés – innentől kezdve ugyanis az árak kontrollálatlanul, esetlegesen alakulnak. Nem szűnik meg feltétlenül az adásvétel, de a piac már „kiszáradt”, „halott”. A halott piac maga a fogolydilemma: senki nem indítja újra a kereskedést, mert fél, hogy illikvid a piac; a piac pedig illikvid, mivel senki sem lép be vevőként.

A piaci szereplőkhöz szorosan kapcsolódó fogalom a finanszírozási likviditás (funding risk). A finanszírozási likviditás a piacon kereskedő szereplők likviditási jellemzője. Egy piaci szereplő (lett légyen végső befektető vagy arbitrázsőr; lett légyen befektetési bank, bróker, kereskedelmi bank, nyugdíjpénztár vagy biztosító) akkor likvid, ha pozíciót tud

3 A piaci likviditást mindig úgy képzeltem el, mint a londoni maratont: annyian vesznek részt rajta, hogy mindig találsz a saját sebességedhez „egészen közeli sebességgel” futó embert, azaz a kép határozottan eltér a budapesti maratontól: nagyon nagy sűrűség, kevés szakadás. Valahogy ilyen a likvid piac képe is.

4 Az árbuborék nem csak a pénzügyi piacok jellegzetessége: a történelem klasszikus árbuboréka például a holland tulipánhagymához kötődik (*KINDLEBERGER* [2000]), az utóbbi éveket jellemző és a pénzügyi válságot is előidéző egyik meghatározó buborék pedig az ingatlanpiaci árbuborék volt (*SHILLER* [2008]). *Newtont* igazán nem lehetett gyenge szellemi képességekkel vádolni, de az egyik legnagyobb, 1720. évi Dél-Tengeri Részvénytársasághoz kötődő részvényárbuborék idején bizony a végén ő is a buborékra jellemző áralakulásra vonatkozó tanulságokkal gazdagabban, de vagyona felével szegényebben végezte (*KINDLEBERGER* [2000]).

építeni, és pozícióját az adott piacon képes fenntartani. A pozíciót tőkéből vagy hitelből lehet fenntartani. Minél inkább nő a hitelből fenntartott pozíció nagysága, annál inkább nő az adott szereplő tőkeáttétele. A finanszírozási likviditást fenntartó hitel tipikus formája a *repó*, vagyis a meglévő befektetés terhére biztosított, további likviditás. A finanszírozási likviditás végső biztosítói a bankok. Amikor a piac „felfelé megy”, vagyis az árak jellemzően trendszerűen nőnek, azaz a befektetés értéke nő, egyre nagyobb pozíciókat vesznek fel a piac szereplői; így miközben az áremelkedéssel párhuzamosan nő a saját vagyonuk, rendszerint ennél nagyobb mértékben nő a hitel is, azaz nő a tőkeáttételük.

A finanszírozási likviditás alapkérdése mindig az: meddig lehet a pozíciót tartani? Meddig van hozzá elegendő tőke vagy hitel? Különösen érzékennyé válik ez a kérdés, amikor eleve tőkeáttételes, azaz származtatott termékekben felvett pozícióról van szó. Hiszen egy származtatott termékben felvett pozíció olyan, mint a rulettben a pirosra tett tét: előbb-utóbb nyerre fordul – ha van elegendő likviditás (finanszírozási likviditás), tartani a tétet.⁵ A tőkeáttételes derivatív pozíciók lezárására a letéti számla feltöltéséhez szükséges likviditáshiány szorít leginkább.⁶ A finanszírozási likviditáshiány éppen olyankor lép fel, amikor a piaci likviditás is kezd eltűnni, a kétféle zavar egymást erősíti: a csökkenő piaci likviditás, azaz a könnyű ki- és beszállás lehetőségének a csökkenése egyre nehezebbé teszi a pozíció fenntartását, aminek következtében egyre több piaci szereplő hagyja el – rendszerint tetemes veszteséggel – a piacot. Ennek eredményeként tovább csökken a piac likviditása stb. A piaci és a finanszírozási likviditás zavarainak egymásra hatását, a piaci és finanszírozási likviditás párhuzamos csökkenését már tíz évvel ezelőtt esettanulmányyszerűen megfigyelhettük a Long Term Capital Management hedge fund bajba jutása idején (*Dunbar* [2000]). Az LTCM méretei akkorák voltak, hogy a finanszírozó bankok és befektetési bankok inkább további finanszírozást toltak a cégbe (ez volt az 1998. évi mentőcsónak-akció), hogy a pozíciók gyors zárása ne vezessen a pénzügyi piacok teljes összeomlásához.

Azokban a gazdaságokban, amelyek meghatározóan „piacvezéreltek” (market driven economies), a piaci és a finanszírozási likviditás tökéletesen meghatározza a gazdasági likviditás alakulását, mivel itt a bankok is döntően a pénzügyi piacokon keresztül végzik a pénzügyi közvetítést. Az ún. „bankvezérelt” gazdaságokban (bank driven economies) a bankok önálló közvetítő szerepe sokkal erősebb, a banki likviditás elemzése itt mindenképp kiegészíti a piaci és finanszírozási likviditás elemzését. A banki likviditás definíciója szintén egyszerű: „a bank mindenkor ki tudja elégíteni ügyfelei jogos követeléseit”, és „eleget tesz a szabályozási követelményeknek”, nevezetesen a kötelező tartalékolásnak. A banki likviditás menedzselése annál könnyebb és olcsóbb, minél likvidebb piacok veszik körül a bankot. A bank körüli piacok közül megkülönböztetett figyelmet érdemel a más szereplők számára nem is elérhető, speciális, csak „klubtagok” előtt nyitott bankközi hitelpiac, ahol általában fedezet nélkül, rendszerint rövid határidőre hitelezik egymást a klubtagok.

5 A Bankárképző kockázatkezelés-kursusán számtalan olyan esettanulmányt dolgoztunk fel, amelyik éppen a finanszírozási likviditás hiányáról szól: a legismertebb, a Metallgesellschaft Refining and Marketing (WAHRENBURG [1995]) eset éppen azt mutatta be, hogy ha a cégnek lett volna „türelme”, és még egy-másfél évig biztosít likviditást a pozíciók fenntartásához, akkor nyereségesbe fordult volna az ügylet.

6 A 2007. évi válság jellegzetes SMS-vice volt: „Who is that guy Margin, who keeps me calling?” (Ki az a Margin, aki állandóan hívogat?) – a „margin call”-ok, azaz a letétfeltöltési kötelezettségek sűrűsödésére utalva.

7 A „jogos követelés” természetesen nemcsak a betétkifizetést jelenti, hanem a hitelkeretek és garanciák szabad lehívását is, vagyis minden mérlegen belüli és kívüli kötelezettség teljesítését.

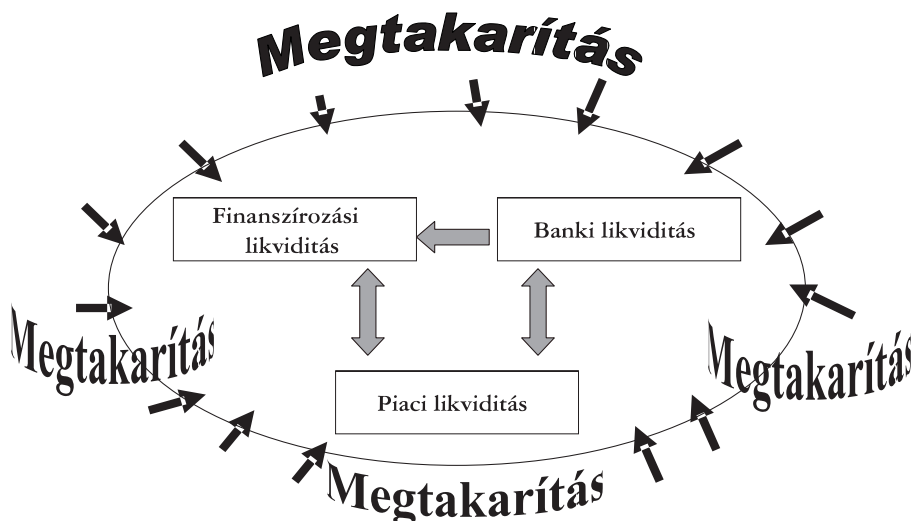
A hitelvolumennek egyedül az szab korlátot, hogy a klubtagok egymást minősítik, és egymással szemben limiteket határoznak meg. A bankközi piac a világ leglikvidebb, leginkább bizalmon alapuló piaca. A banki likviditásszerzés azonban túlnyúlik a bankközi piacon, a bankok számára ugyanolyan fontos a különböző pénz- és tőkepiacok (repópiac, állampapírpiac, swappiac stb.) likviditása, mint a bankközi piacé, mivel rendszeres szereplői ezeknek a kiegészítő likviditást biztosító piacoknak.

A bankok két szempontból is szorosan kapcsolódnak az előzőekben tárgyalt piaci és finanszírozási likviditáshoz: egyrészt a piacok likviditása számukra meghatározó kiegészítő likviditásszerzés miatt, másrészt ők biztosítják végső soron a piaci szereplők finanszírozási likviditását is.

A teljes rendszer – piacok, piaci szereplők, bankok – megfelelő súrlódásmentes működését, azaz a kellő likviditásnak („olaj”) a rendszerbe kerülését a végső megtakarítók biztosítják. Likvid piacok, likvid bankok, likvid piaci szereplők nem léteznek megfelelő végső megtakarítók nélkül. Ha egyetlen gazdaságot tekintünk, ezek a végső megtakarítók az életpályájuk felhalmozó szakaszában lévő háztartások. Az emberi életpálya menti, kiegyensúlyozott fogyasztást éppen az biztosítja, hogy a felhalmozó szakaszban lévő háztartások megtakarítsanak, míg az életpálya kezdeti szakaszán hitelt vesznek fel, az életpálya utolsó szakaszában pedig felélik a megtakarításokat. A pénzügyi közvetítőrendszer úgy teszi lehetővé az életpálya mentén egyenetlenül keletkező jövedelmek átcsoportosítását (vertikális közvetítés), hogy az intézményrendszer az egy időpillanatban együtt élő gazdasági aktorok megtakarításainak és hiteligényének cseréjét is lebonyolítja, azaz biztosítja a gazdaság működésének folyamatos finanszírozását. Mindezt egyre hatékonyabban, és az időbeli kockázatok egyre jelentősebb mérséklése mellett. Erre jönnek létre a pénzügyi intézményrendszer egyre újabb rétegei, egyre újabb intézményei, egyre újabb termékei. Egy-egy új termék, intézmény megszületésekor általában nem egyszerű eldönteni, hogy az adott innováció mennyiben szolgálja a hatékony, kockázatcsökkentő közvetítést, illetve mennyiben jelent zsákutcsás fejlődést.

1. ábra

A piaci, likviditási és banki likviditás összefüggése a megtakarításokkal



A megtakarítások a pénzügyi piacokon, a pénzügyi közvetítőrendszer működésén keresztül cserélnek gazdát. Minden pillanatban vannak inkább felhalmozó szakaszban lévő, illetve inkább hitelt felvevő vagy felhalmozást felélő gazdaságok. Ha az olló túl szélesre nyílik – bizonyos gazdaságok túl sokat takarítanak meg, míg mások túlzottan eladósodnak –, akkor beszélünk olyan makroökonómiai feszültségek létrejöttéről, amelyeknek előbb-utóbb fel kell oldódnuk.

Az ezredforduló óta számos jele volt annak, hogy a minden téren tapasztalt likviditásbőség éppen ilyen makroökonómiai feszültségektől volt terhes (Borio–Loewe [2002], Borio [2003]). A megtakarítás elsősorban a gyorsan növekvő, feltörekvő gazdaságokban, mindegyiknél Kínában és Indiában keletkezett. A befektetésre éhes „pénzek” a tőkekorlátoknak a 2000-es évek elején történt, csaknem tökéletes lebontása, a pénzügyi globalizáció kialakulása idején szinte akadálytalanul keresték a lehetőségeket a világméretűvé vált pénzügyi piacokon. A bőséges piaci kereslet a kockázatehség növekedését, a kockázati felárak historikus mélypontra csökkenését és a piaci árak gyorsuló felfutását eredményezte. Határozott jelei voltak hitellel támogatott eszközárborok kialakulásának (Borio–Loewe [2002], Shiller [2008]). Ezt a feszültségekkel terhes Kánaánt tehát bőséges piaci likviditás, bőséges finanszírozási likviditás, bőséges banki likviditás, a származtatott termékek felfutása, a tőkeáttételek növekedése, növekvő, felfűvódó mérlegek jellemezték. Mégis, még a legfigyelmesebb elemzők is a rendszer jelentős ellenálló képességét emelték ki; a későbbi válság szakszerű tudósa sem vette észre, hogy a kialakult tőkeáttétel, egymásra épülés sokkal nagyobb lett, mint az LTCM idején volt (Shin [2006]).

3. A LIKVIDITÁS CSÖKKENÉS (LEHMAN ELŐTT) – A LIKVIDITÁS ELTŰNÉSE (LEHMAN UTÁN)

A 2007. évi válság okairól, kialakulásáról és első szakaszáról ma már számos elemző tanulmány áll rendelkezésre (pl. Borio [2008], Király–Nagy–Szabó [2008]), ezért itt elegendő röviden összefoglalni. A válság kiindulópontja az amerikai jelzálogpiac volt: a nem elsőrendű (ún. subprime) ügyfeleknek történő hitelezés az alacsony kamatlábak és az emelkedő lakásárak idején egyértelműen hitelhúzta buborékot eredményezett. Az amerikai jelzálogpiac jellegzetes értékpapírosító technikája a várhatóan nem teljesítő hiteleket hozzákeverte az elsőrendű hitelekhez, és ilyen szennyezett értékpapírokat terített a piacon, ezzel a piacot is elszennyezte. A szennyezett piacra ráépült, strukturált finanszírozási technika (elsősorban a szintetikus CDO-k) és a bankok holdudvarában kiépült árnyékbankrendszer (Pozsár [2008]) – ABCP conduitok, SIV-ek – voltak a fertőzés csatornáit, amelyeken keresztül a szennyezés gyorsan terjedt szét a globális piacokon. 2007 nyarán pukkadtt ki a buborék: a kamatok emelkedése és a lakásárak emelkedésének megállása, illetve csökkenése kiváltotta a másodrendű hitelek romlását, és ez a szennyezett jelzálogalapú értékpapírokon, majd a strukturált termékeken és intézményeken keresztül valamennyi érintett piacon veszteségeket okozott.

A Kánaán véget ért. A likviditási bőség eltűnése az Aral-tó kiszáradását idézte – csak éppen sokkal gyorsabban ment végbe. Az első lépés az érintett strukturált termékek (CDO-k, ABS-ek, ABCP-k) piacainak likviditási zavara volt. A hitelminősítők leminősítését követően a piaci árak hirtelen esni kezdtek, és az amúgy is csak nehezen árazható, strukturált pénz-

ügyi termékek árai szinte egyik napról a másikra „kocsonyássá”, nehezen értelmezhetővé váltak. Ha a piacon bizonytalanra válik az ár, az árugrásokat, értékelési bizonytalanságot eredményez, meginog a befektetői bizalom. Első lépésben ezeken a piacokon kezdett eltűnni a piaci likviditás. Az egyre inkább illikviddé váló piacokra beragadt befektetők kénytelenek voltak más pozícióikat leépíteni, így a piaci likviditási zavar gyorsan terjedt át más termékek piacaira. Ezzel párhuzamosan, mivel a piaci szereplők veszteségeket szenvedtek el, kénytelenek voltak tőkeáttételüket mérsékelni – beindult a pozíciók leépítésével párhuzamosan a finanszírozási likviditás mérséklődése, a tőkeáttételek leépítése, a „deleveraging” (Adrian–Shin [2008a, 2008b, 2008c, 2008d]). Ahogy a piaci és a finanszírozási likviditás korábban egymást erősítve bővült, most egymást erősítve épült le.

Mindez nem hagyta érintetlenül a bankrendszert sem. A bankrendszer nemcsak finanszírozója, hanem aktív befektetője volt a piacoknak. Az árnyékbankrendszeren keresztül a bankok pozíciókat vállaltak azokon a piacokon, ahonnan kilépni ekkor már csak egyre nagyobb veszteséggel lehetett. Az árnyékbankrendszer jellegzetessége, hogy nem jelent meg a bankok mérlegeiben, tehát az elszenvedett veszteségek mérete és eloszlása a legkevésbé sem volt transzparens. Egyes bankok bejelentettek veszteségeket (majd később kiderült, hogy csak részlegesen), más bankok titkolni igyekeztek pozícióikat, gondolván, ha elég ideig tartják a veszteséges periódust, ki tudják húzni. A transzparenciának a hiánya, a bizonytalanság a bizalmat ölte meg: megszűnt a „klubot” összetartó, a bankközi piacok alapját jelentő bank és bank közötti bizalom.

Ebben a környezetben 2007. augusztus 9-én az európai egynapos pénzek kamata addig még soha nem tapasztalt módon szakadt el a központi bank (ECB) irányadó kamatától, és önálló életet kezdett. Az egynapos pénzek kamatának ilyen, még sosem tapasztalt megugrása a bankközi piacok „kiszáradását”, a kölcsönös bizalom hiányát jelezte. Először kellett szembenézni azzal a furcsa jelenséggel, hogy a jegybank nem csupán abban az értelemben a „végső mentsvár” (lender of last resort), hogy ha egy vagy két bank likviditási zavarokkal néz szembe, akkor ott áll mögöttük; hanem előfordulhat, hogy a bankközi piac egészére nehezedik a likviditáshiány réme – és a jegybanknak ebben a helyzetben is lépnie kell. Akkor is, ha még nem nyilvánvaló, milyen események vezettek oda, hogy a bankközi piacok majdnem összeomlottak; akkor is, ha nincs idő előre precízen kiszámítani, mi lesz a lépés hatása. 2007. augusztus 9-én az Európai Központi Bank, majd nyomában az amerikai, az angol, majd a svájci jegybank a bankközi piac egésze számára biztosított többletlikviditást, csak azért, hogy a piac – és nyomában az egész pénzügyi közvetítő rendszer – újra működni kezdjen.

A jegybankok egyedi, illetve összehangolt akciói folyamatos likviditást biztosítottak a pénzügyi rendszernek. Ennek érdekében valamennyi jegybank átalakította az eszköztárát (Bermanke [2008], BIS CFGS [2008], Buiter [2008], Cecchetti [2008], Fisher–Kóczán [2008]): bővítette a jegybanki hitelek választékát (egyre hosszabb futamidőre nyújtott hitelt), bővítette a hitel ellenében befogadható fedezetek körét (azaz egyre többféle banki eszközt fogadott el, annak hitelkockázatától fokozatosan eltekintve)⁸, bővítette az elfogadható partnerek körét.⁹ Összehangolt megállapodásokkal igyekeztek a devizapiacok likviditását fenntartani (2007. év végi swapmegállapodás a FED,

⁸ Ebből a szempontból az EKB szerencsésebb helyzetben volt, mint a FED vagy a BoE, mivel sokkal szélesebb eszköztárát és bővebb fedezeti kört határozott meg már kialakulásakor, mint amilyenell a két tradicionális intézmény rendelkezett.

⁹ A FED ma már gyakorlatilag nemcsak bankokat, befektetési bankokat, hanem biztosítókat, sőt, bizonyos vállalatokat is befogad, azaz lassan halad az egyszintű bankrendszer irányába.

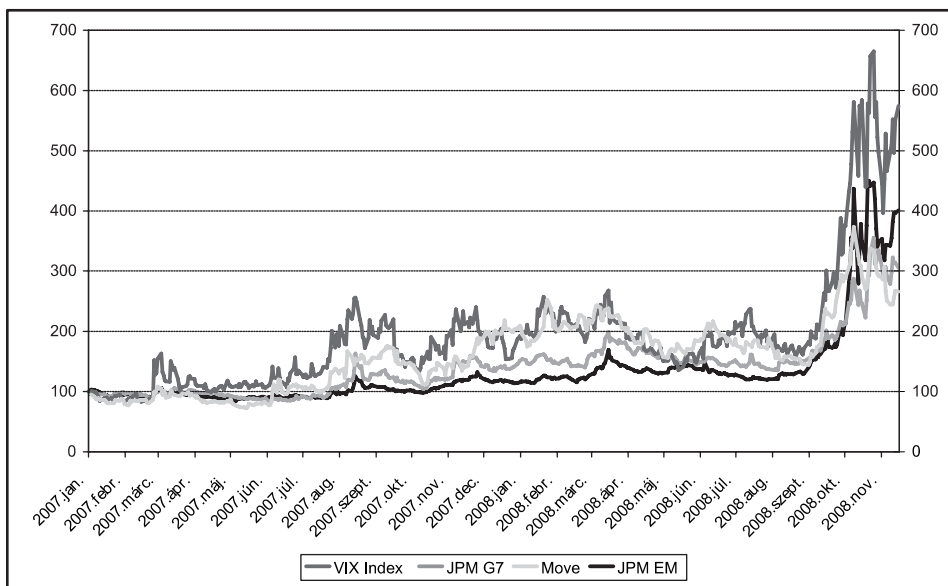
az EKB és a svájci nemzeti bank között). Mindennek eredményeképp a bankközi piacokat sikerült működésben tartani. A zavarok teljesen sosem múltak el: a három hónapos bankközi kamatok hol jobban, hol kevésbé, de mindig eltávolodtak az egynapos swappiacok kamatától, amihez pedig szinte hozzá voltak tapadva a turbulenciát megelőzően.

Ha a bankközi piac működésében zavarok mutatkoznak, akkor azt az egész finanszírozási rendszer megérzi. Nehezebb a hitelhez jutás, drágul a finanszírozás ára. Ezt a folyamatot lehetett nyomon követni 2008 szeptemberéig. Lehetett látni, hogy súlyos piaci, finanszírozási, banki likviditási zavarok keletkeztek, lehetett érzékelni a válság újabb és újabb hullámát, látni a kockázati felárat növekedését, tudomásul venni a finanszírozási nehézségek megjelenését a gazdaság egészében. Mégis – és nem csak likviditási szempontból – a 2007. július–2008. szeptember 15-e közötti időszak a válságnak szinte békés szakasza volt.

2008. szeptember 15-én hétfőn a Lehman Brothers, a világ egyik legnagyobb befektetési bankja csődvédelmet kért maga ellen. A nyár közepe óta tartó, újabb válsághullámban úgy tűnt, mintha a válság negyedik hullámának egy „átlagos” eseménye lenne a Lehman eltűnése. Ezzel az optimista értelmezéssel ellentétben a Lehman Brothers „kezének elengedése” a pozícióikat már addig is fokozatosan csökkentő befektetők számára azt jelentette: „mostantól bármi megtörténhet”.¹⁰ A Lehman bukását követő, percnyi néma csend elmúltával egy addig ismeretlen erejű lavina söpört végig a világon: mindenki pozíciót zárt, eladott, menekült. A mozgások kaotikussá, az összefüggések nemlineárisává váltak. A „farokesemény” lett a szabály: az eloszlások normális vége tűnt el.

2. ábra

Az implikált volatilitás indexei (2007. január=100)



Forrás: Bloomberg

¹⁰ Nem tudjuk, hogy mi történt volna a Lehman Brothers megmentése esetén. Nem tudjuk, hogy nem halmozódtak-e fel olyan feszültségek a pénzügyi piacokon, amelyek mindenképp robbanáshoz vezettek volna. Csak azt tudjuk, hogy Hank Paulson pénzügyminiszter úgy döntött: nem menti meg a Lehman Brotherst, és ezzel elindította a lavinát.

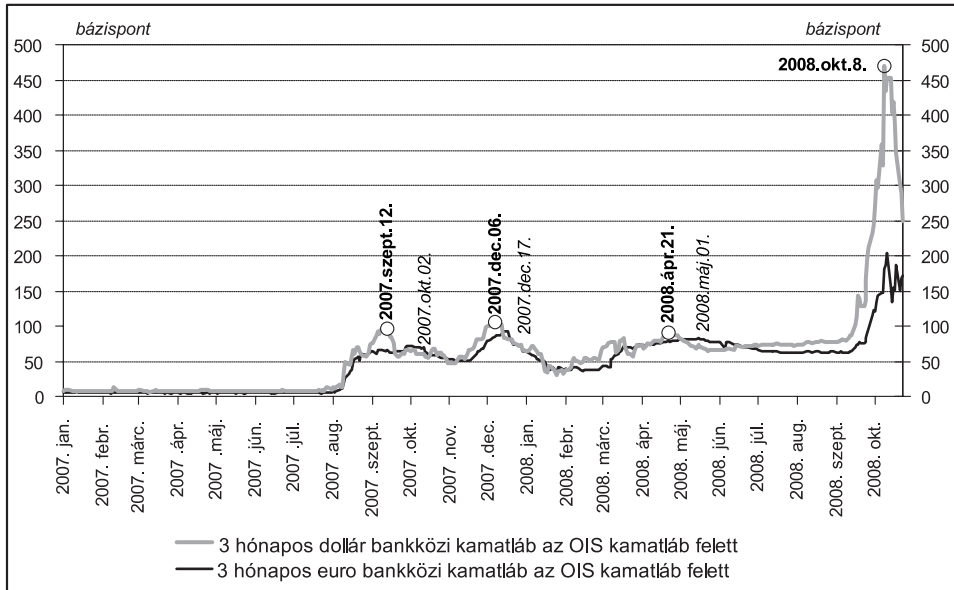
A befektetők szemében hirtelen élesen szétváltak a „kockázatosnak”, illetve a „biztonságosnak” ítélt piacok, és a kettő közötti törés határozottan nemlineárisra vált. Miközben a biztonságosnak hitt piacokon (az amerikai, német államkötvények piacán) a kockázati felárak irracionálisan alacsonyra zuhantak, a kockázatosnak ítélt piacokon (szinte az összes többi részvény-, kötvény-, devizapiac) irracionális magasságokba ugrottak, a befektetők helyét a kifejtetők vették át, a kockázatosnak ítélt piacok „meghaltak”: a kínálati-keresleti különbözetek szétnyíltak, az árak eltűntek, lassan az árjegyzések is megszűntek. A leginkább a pénzügyi közvetítőrendszerhez kapcsolódó piacok likviditása zuhant össze a pénzügyi közvetítők részvényaival párhuzamosan. A legcsekélyebb mértékben is kockázatosnak ítélt piacon árfolyamzuhanás következett be. Valamennyi piac volatilitása megnőtt (2. ábra). A piaci likviditás nem mérséklődött, hanem megszűnt.

A piaci szereplők finanszírozási likviditása eltűnt. A tőkeáttételek addigi csökkentése (deleveraging) robbant: lavinaszerű pozícióleépítés indul meg, a pánik és az irracionális befektetői magatartás természetes jelenséggé vált, elkeseredett küzdelem indult az eltűnő finanszírozási likviditásért. De finanszírozás ekkor már sehol sem volt.

A pénzügyi közvetítő rendszer egy pillanatra szó szerint megbénult: ha ránézünk a 3. ábrára, látjuk, hogy a bankközi kamatok irracionális magasságokba szöktek. A jegybanki alapkamatoktól és a biztonságosnak tekintett állampapírok hozamaitól totálisan elszakadt bankközi kamatok külön életet éltek. Ez pontosabban azt jelentette, hogy az árjelzéseknek már nem volt szerepük: likviditás, azaz finanszírozás egy napnál hosszabb időtartamra már semmilyen áron nem volt. A bankközi piac haldoklott: a pénzügyi közvetítés alapjában rendült meg. A jegybanki beavatkozások csak egyre nagyobb dózisban tudtak valamennyi likviditást tartani a rendszerben – az amerikai és az európai banki piac helyét egyre inkább átvette az egyedi bankok és a jegybank bilaterális kapcsolata. Drága és nem hatékony üzemmódra váltott az egykor likvid és hatékony bankrendszer.

Totális volt a bizalomvesztés: a hagyományos bankrendszeri biztonsági mutatók (tőke-megfelelés) már nem érdekelték senkit, a befektetők valójában már azt szerették volna, ha minden egységnyi banki befektetés, hitel mögött ott áll egy egységnyi tőke. Az a páni félelem lett úrrá a világon: ha van tőkeáttétel, akkor még mindig fennáll a források eltűnésének, azaz a „hirtelen halálnak” (sudden stop) a lehetősége.

A bankközi kamatlábak elszakadása az overnight hozamoktól (bázispont)



Forrás: Reuters

A pénzügyi rendszer szétesőben volt. Ez volt az a pillanat, amikor a kormányok szembenéztek azzal a tankönyvi alapigazsággal, hogy ha szétesik a pénzügyi közvetítőrendszer, akkor széthullik a gazdaság. A pénzügyi közvetítőrendszer leépülése a gazdaságot bénítja meg. Ennek fenyegető jelei 2008 végén egyértelműen jelentkeztek. A világgazdaság növekedése brutálisan lelassult, az Egyesült Államok és Európa növekedési kilátásai baljósak, a 2008 novemberében publikált előrejelzések 2009-re megtorpanást, 1-2 százalékos visszaesést jeleznek előre.

Az előrejelzők ugyanakkor bajban vannak. A hagyományos reálgazdasági modellek árjelzéssel működnek: azt feltételezik, hogy a gazdasági alanyok árjelzések alapján meghozott reáldöntéseit (fogyasztás, megtakarítás) a „mögöttes” pénzügyi rendszer simulekónyan támogatja. Szembe kellett azzal nézni, hogy az árjelzéses modellek ebben a gazdasági környezetben nem hatékonyak: a „mögöttes” rendszer a maga mennyiségi korlátaival („nincs hitel”) – a reálgazdaságot befolyásoló erővé lépett elő. A finanszírozás mennyiségi korlátainak tudomásulvétele az előrejelzők és a gazdaságpolitikusok számára egyaránt fájdalmas pillanat volt. A pénzügyi közvetítőrendszer működését helyreállító és a gazdaság-élénkítő csomagok e felismerés következtében jelentek meg. A cikk nyomdába adásakor még semmi sincs megoldva: a pénzügyi válság messze nem ért véget, és a reálgazdasági válság csak most kezdődik. *Antal László* kasszandrai jóslatai ezekben az időkben újra és újra emlékeztetünkbe idéződnek.

4. A MAGYAR PÉNZÜGYI RENDSZER – LEHMAN ELŐTT, LEHMAN UTÁN

A 2007. évi válság elsődlegesen azokat a piacokat érintette, amelyek közvetlen kapcsolatban voltak a strukturált pénzügyi termékekkel, illetve az amerikai jelzálogpiacokkal. Így a fejlődő országok pénzügyi elsődlegesen nem voltak érintve. Közvetett hatása azonban már az első szakaszban is volt a válságnak: a kockázati felárak emelkedése, a likviditási bőség elapadása elérte a perifériaországok piacait is, azaz a tornádó oldalszele mindenkit meglegyintett – különböző erősséggel. Azokat az országokat, amelyeket sérülékenynek ítélt a világ – és ezek közé tartozott Magyarország –, az oldalszél erőteljesebben érintette. A kockázati felárak növekedése fokozatosan érezhető volt – a forrásbevonás egyre drágábbá és akadozóbbá vált mind a magyar állam, mind a magyar bankrendszer számára. Ennek ellenére és a Magyar Nemzeti Bank „jó lesz fékezni” jelzései dacára, a bankrendszer nem lassított, sőt 2007 második felében a kockázatalapú verseny határozottan élesedett, a bankok egyre újabb és kockázatosabb termékeket vezettek be a hitelvolumen minél gyorsabb növelése érdekében.

A piaci likviditáscsökkenés ekkor az állampapírok piacát érte el a válság harmadik hullámával, 2008 márciusában. Rendkívüli mértékben kitágultak a kínálati/keresleti különbségek, miközben jelentős állampapír-pozíciót építettek le a külföldiek. A cash-piacon jelentős mértékben csökkent a likviditás, miközben az állampapír-alapú kamatswappiac továbbra is likvid maradt. Bár a likviditási zavarok továbbra is fennmaradtak, az állampapírpiac nyárra látszólag visszanyerte korábbi erejét, a külföldi befektetések meghaladták a korábbi eladásokat.

A válság első szakaszában a magyarországi bankközi piacok „érintetlenek” voltak – sem a volumenek, sem az árak nem utaltak arra, hogy különösebb likviditási feszültség lenne sem a forint, sem a deviza (spot-, forward-, opciós és swap-) piacokon. A bankok közül kevesen érezték a likviditási válság hatását – elsősorban azok, amelyek nem vagy nem csak anyabankjaiktól szereztek külföldi forrásokat. Számukra érzékelhető volt, hogy az elérhető források futamideje rövidült, ára emelkedett. Az európai anyabankok közül volt, amelyik érvényesítette a csoporton belül is a piaci forrásköltségek megemelkedését és volt, amelyik csak átmenetnek ítélte, és nem is érvényesítette.

A Lehman utáni korszakban mindez gyökeresen megváltozott. 2008 októberében már nem csak az oldalszél legyintette a magyar piacokat – Magyarország a lavina útjába került. Már szeptember vége felé érződött a piaci likviditás lassú elszívárgása: egyre dőcögősebben működtek az állampapírpiacok, határozottan esett a tőzsde, és csökkentek a kereskedési volumenek, egyre nehezebb volt a swappiacokon egynaposnál hosszabb pénzhez jutni. 2008. október 9-én valamennyi meghatározó magyar piacon likviditási zavarok keletkeztek: zuhanni kezdtek a vezető részvények és a tőzsdeindex, szinte kiszáradt a tőzsde, gyakorlatilag egy napra megállt a magyar állampapírpiac, zuhant a forint árfolyama, és leállt a bankközi swappiac. A post-Lehman-kor lavínája elérte Magyarországot.

Míg a pre-Lehman-korban csak egy-egy részpiacon érződött a piaci likviditás feszültsége, a post-Lehman-korban szinte valamennyi pénzügyi piaca súlyos likviditási feszültségek, volatilitásmegugrás, árzuhanás keletkezett. A pre-Lehman-korban a finanszírozási likviditási kockázat csak a kockázati felárak növekedésében és a finanszírozási költségek emelkedésében érződött, a post-Lehman-korban eltűnt a finanszírozási likviditás – a befektetők

nem tudták (nem is akarták) a magyar pénzügyi piacokhoz kapcsolódó pozícióikat tartani. És ami a legjelentősebb eltérés volt a pre-Lehman-korhoz képest: megjelentek a bankközi piac likviditászavarai, először csak az FX-swap piac halt meg, később a forint bankközi piac forgalma is messze a békeidők szintje alá esett. Az ország finanszírozhatóságának megítélésakor a hazai bankrendszer a befektetők szemében a legsérülékenyebb ágazatnak tűnt, miközben a nemzeti bank és a PSZÁF is állította, hogy a bankrendszer stabil, tőkeerős.

Valójában mindkét állítás igaz. A magyar bankrendszerben nem halmozódtak fel olyan hitelek, amelyek gyorsan nemteljesítőbe fordulnának; ha romlik is a válság hatására a hitelportfóliók minősége, viharos veszteségképződés nem várható. Másrészt a magyar bankrendszer jövedelmezősége az elmúlt években kiemelkedően magas volt, és ebből jelentős hányadot belső tőkeképzésre fordítottak a tulajdonosok. A magyar bankrendszer tehát normál piaci, normál likviditási körülmények között stabil, tőkeerős.

Azonban van ennek a bankrendszernek egy Achilles-sarka. Ez a bankrendszer az elmúlt tíz évben nem a belföldi megtakarításokra, nem a belföldi ügyfélbetétekre alapozta üzleti modelljét, hanem a gyorsan növekvő hitelvolument jelentős részben külső piacról finanszírozta. A magyar bankok 2003-ban nagyjából 1 forint betétből még 1 forintot hiteleztek ki, 2006-ban 1 forint 40 fillért, 2008-ban pedig már 1 forint 70 fillért, azaz a magyar bankrendszer hitel/betét mutatója elérte a nemzetközileg is kiugróan magasnak számító 170%-ot¹¹. Ez a modell csak kiegyensúlyozott piaci körülmények között, megfelelő piaci és finanszírozási likviditás esetén működik. Likviditáshiányos korban akadozik, a post-Lehman-kor kiszáradása idején pedig szinte meghal.

A magyar pénzügyi közvetítőrendszer stabilizálásakor tehát meghatározó volt a piacok és bankrendszer likviditásának a biztosítása. A piacok normalizálódásához komoly háttérrel jelentett az IMF–Európai Unió közös hitelcsomagja által felmutatott pénzügyi erő. A Magyar Nemzeti Bank létrehozta a közvetített deviza swappiacot, és az EKB segítségével kialakította a „swap lender of last resort” funkciót, azaz a devizalikviditás esetében is felvállalta a végső mentő szerepét. Természetesen ennél sokkal könnyebben lehetne devizalikviditást biztosítani, ha az EKB az európai bankokat csoportszinten kezelné, és a magyar bankok is hozzájutnának az EKB közvetlen likviditási tendereihez. A magyar bankok anyabankjaival folytatott egyeztetések eredményeként az anyabankok deklarálták a kelet-európai leánybankokért érzett felelősségüket, és folyamatosan biztosították a leánybankok devizalikviditását. A forintlikviditás biztosítására a jegybank új hiteleket vezetett be kéthetes és hathónapos időtávon, bővítette az elfogadható fedezetek körét, és az európai sztenderdeknek megfelelő 2%-ra csökkentette a kötelező tartalékrátát. A tanulmány nyomdába adásának időpontjában a bankközi swappiac, ha dőcögösen is, de működik, súlyos likviditási feszültségek a forintpiacon nem tapasztalhatók, de a finanszírozási és a banki likviditási problémák egyáltalán nem tekinthetők véglegesen megoldottnak.

Az állampapírpiacokon a jegybank megjelent vásárlóként, és az elsődleges árjegyzőkkel való megegyezés eredményeként biztosította, hogy folyamatos árjegyzés és árjegyzői kereslet legyen valamennyi meghatározó lejáraton. Az állampapírpiac likviditási feszültségeinek enyhülésére még várni kell.

A likviditási válság egyelőre itt él velünk.

11 Ebben benne van az OTP külföldi leányvállalatainak nyújtott hitel is.

5. TANULSÁGOK

A likviditási kockázat jellemzően nem folytonosan velünk élő kockázat. Azokban az országokban és azokban a korokban, amelyeket éppen likviditási bőség jellemez, a likviditási kockázat érzékelhetetlenné válik. Úgy tűnik, hogy a kicsi likviditás örök, a finanszírozási likviditásnak nincs korlátja, és az olcsó banki likviditást folyamatosan biztosítják a likvid bankközi- és pénzpiacok. A likviditási kockázat csak olyan országokban, korokban fontos, amikor már aktívan kezelni kell, amikor sérül vagy eltűnik a likviditás.

A mai likviditási válság nem az első a közelmúlt történelmében. Alig tíz éve az orosz válsághoz kapcsolódó LTCM-válságnak, amikor a piaci és finanszírozási likviditási kockázat összefüggéseit és kialakulását pontosan megértettük. Tehát csak tudatosítanunk kell: lehet, hogy a likviditási kockázat „normális időkben” csak marginális, operációs kockázattá degradálódik – de mindig vannak olyan pillanatok, amikor a meghatározó kockázattá válik. És jobb ezekre a periódusokra időben felkészülni.

Az időben való felkészülés nem jelenthet mást, mint korlátozást, fékezést minden olyan helyzetben, amikor a látszólagos likviditásbőség már irracionális eredményekhez vezet: túlzottan magas tőkeáttételes pozíciókhoz, hitelfelfutással finanszírozott eszközáruborékokhoz, csak külső finanszírozásra támaszkodó, túl magas hitel/betét aránnyal működő bankrendszerekhez. Nem biztos, hogy a hüvelykujjszabályokhoz való visszatérés a jó. A „klasszikus korok” hüvelykujjszabályai – a tőkeáttétel ne legyen 20-nál nagyobb, a hitel/betét arány ne legyen 1-nél nagyobb, a piaci áruborékokat monetáris politikai eszközökkel kell kipukkasztani – nem biztos, hogy mindig jól működnek a modern kor piacain. De amíg jobbat nem talál ki a tudomány vagy a praxis, addig még mindig jobb visszatérni hozzájuk, mint a mostanihoz hasonló válságot megélni.

A szabályozók, a hatóságok ne akarjanak omnipotensek lenni – ne akarják a piac helyett kitalálni mindenre a megoldást –; a piacépítés fontosabb, mint a piac funkcióinak átvétele. Noha az önszabályozó, magára hagyott piac láthatólag nem hozza automatikusan létre a kellő kontrollt adó korlátokat, de a túlzott szabályozói-hatósági beavatkozás is képes extrém károkat okozni. Ne feledjük a Balaton példáját! 2003-ban a Balaton vízszintje olyan alacsonyra csökkent, hogy minden környezetvédő és politikus azonnal vízfeltöltést követelt. A víz (a természetes likviditás) tudásai sztochasztikus modellekkel azt jelezték előre, hogy a tó 16-18 hónapon belül fel fog tölteni, tökéletesen felesleges, sőt, káros mesterségesen feltölteni. Nekik lett igazuk: a tó 2005 elejére visszanyerte eredeti vízszintjét (*Somlyódy* [2008]).¹²

És végül ne feledjük (nevezetesen a Nobel-díjas *Merton* jegyezte meg lakonikusan az általa is tulajdonolt LTCM bukása után, de akár Antal László is mondhatta volna): „*Nem a világ lett bizonytalanabb, csak a mi tudásunk avult el.*”

12 Mindez nem jelenti azt, hogy a Balaton kiszáradása örökre megoldott – az éghajlat és a környezet változása tartós károkat fog okozni, tehát a veszély nem múlt el végleg.

IRODALOMJEGYZÉK

- ADRIAN, T.–SHIN, H. S. [2008a]: Liquidity and Leverage. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report No. 328., 2008. május
- ADRIAN, T.–SHIN, H. S. [2008b]: Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles, New York FED, Current issues No. 1., Volume 14.
- ADRIAN, T.–SHIN, H. S. [2008c]: Liquidity and Financial Cycles, Paper prepared for the 6th BIS Annual Conference, Financial System and Macroeconomic Resilience, Brunnen, 2007. június 18–19.
- ADRIAN, T.–SHIN, H. S. [2008d] Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles, New York
- BERNANKE, B. [2008] Liquidity Provision by the Federal Reserve. Federal Reserve Bank of Atlanta, Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia, 2008. május 13. www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080513.htm
- BERNANKE, B. [2002]: Asset-Price „Bubbles” and Monetary Policy. Speech before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, 2002. október 15.
- BIS CFGS [2008]: Central bank operations in response to the financial turmoil. CGFS Papers No. 31., Bank for International Settlement, Committee on the Global Financial System, Bázél, 2008. július
- BORIO, C. [2003]: Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century BIS Working Papers No. 216. Basel, Bank for International Settlement
- BORIO, C.–LOWE, P. [2002]: Asset prices, financial and monetary stability: exploring the and policy options BIS Working Papers, No. 114
- BORIO, C. [2008]: The financial turmoil of 2007–?: a preliminary assessment and some policy considerations, BIS Working Papers No. 251.
- BRUNNERMEIER, M. K.–PEDERSEN, L. H. [2007]: Market Liquidity and Funding Liquidity, mimeo, 2007. július, <http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity.pdf>
- BUITER, W. [2008]: Central Banks and Financial Crises. Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on „Maintaining Stability in a Changing Financial System”, Jackson Hole, Wyoming, 2008. augusztus 21–23.
- CECCHETTI, STEPHEN G. [2008]: Crisis and responses: The FED and the Financial Crisis of 2007–2008. NBER Working Paper 14134., www.nber.org/papers/w14134
- CIFUENTES, R.–FERUCCI, G.–SHIN, H. S. [2005]: Liquidity Risk and Contagion, Bank of England Working Paper No. 264.
- DUNBAR, N. [2000]: A talált pénz. Panem–Bankárképző, Budapest
- EKB: Financial Stability Review, European Central Bank 2006. június, december, 2007. június, december, 2008. június
- FISCHER ÉVA–KÓCZÁN GERGELY [2008]: Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán. MNB Tanulmányok 72., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- IMF Global Financial Stability Report [GFSR]: 2007. április, szeptember, 2008. április, www.imf.org
- KINDLEBERGER, CHARLES P. [2000]: Manias, Panics, and Crashes. John Wiley & Sons, 4th edition
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON [2008]: Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok, *Hitelintézet* 2008/5. október, 450–482. o.
- KIRÁLY J.–NAGY M.–SZABÓ E. V. [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, *Közgazdasági Szemle* LV. évf., 2008. július–augusztus, 573–621. o.
- MISHKIN, F. S. [2008]: How Should We Respond to Asset Price Bubbles? Speech at the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute’s Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, 2008. május 15.
- MISHKIN, F. S. [2007]: Financial Instability and Monetary Policy. Risk, USA 2007 Conference, New York, 2007. november 5.
- PÁLES JUDIT–VARGA LÓRÁNT [2008]: A magyar pénzügyi piacok likviditásának alakulása – mit mutat az MNB új aggregált piaci likviditási indexe?, MNB–szemle, 2008. április
- POZSÁR ZOLTÁN [2008]: The Rise and Fall of the Shadow Banking System. DRAFT. Mimeo.
- PEDERSEN, L. H. [2008]: Liquidity risk and the current crisis, 2008. november 15. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2566>

- SHIN, H. S. [2006]: Risk and Liquidity in a System Context, BIS Working Papers No. 212.
- SHILLER, R. J. [2008]: Subprime: the solution, Princeton University Press, 2008.
- SOMLYÓDY LÁSZLÓ [2008]: A víz a változó világban – néha a sok is kevés. Előadás a Magyar Tudományos Akadémián, 2008. november 4.
- SOROS, G. [2008]: The New Paradigm for Financial Markets. New York, Perseus Books Group
- VIVES, X. [2008]: Bagehot, Central Banking, and the Financial Crisis,
www.voxeu.org/index.php?q=node/1015
- WAHRENBURG, M. [1995?]: Hedging Oil Price Risk: Lessons from Metallgesellschaft,
<http://www.finance.uni-frankfurt.de/wp/395.pdf>

SZÁZ JÁNOS

Tervezhetőség? Szabályozhatóság?

(Berzenkedő széljegyzetek egy kibontakozó válság margójára)

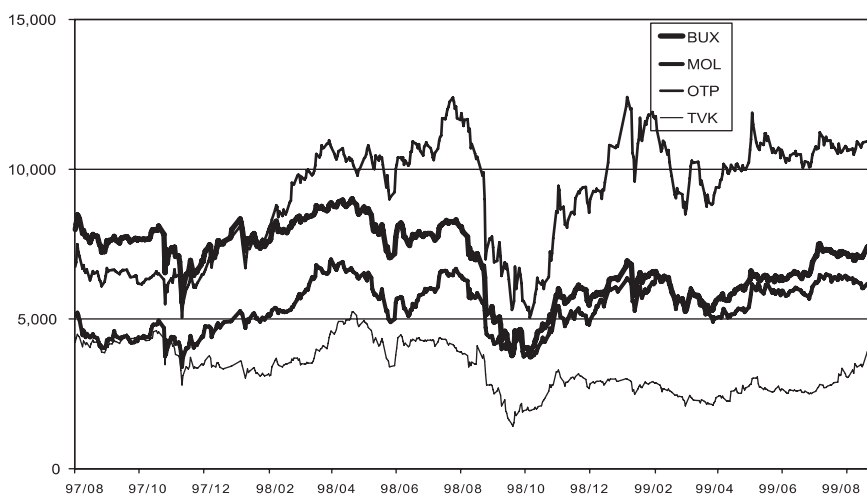
Az alábbi reflexiók nem illeszkednek a válságot leíró, elemző szakcikkek sorába. Az érvek és tények logikus, lineáris láncolata helyett az alábbiakban megjegyzések laza csokra következnek. A cikk alapvető mondandója: bár nem mindegy, hogy mit tűz ki a monetáris politika a céljául, és milyen hatásmechanizmusokban hisz; nem mindegy, milyen a pénzügyi szabályozás és felügyelet, de *a jelen válság csak kisebb részben gyökerezik a pénzügyi szabályozás gyengéiben*. Ennél sokkal általánosabbnak hiszem a bajok forrását. Tagadhatatlan, hogy a *pénzügyi innováció* sok eleme (értékpapírosítás, magas tőkeáttételű derivatív termékek, az árnyékbankrendszer stb.) meghatározó volt a kialakult kockázatok nagyságrendjét illetően, és fontos szerepet játszott a felgyülemelő gondok elleplezésében, majd bozóttűzszerű terjedésében, de szerepe nem több, mint a kés szerepe egy brutális gyilkosságban.

MEGVAN A RECEPT A MÁRNAPOSSÁGRA?

Az 1929-es tőzsdei összeomlást hosszú és mély recesszió követte. Az 1987-es drámai amerikai árfolyamzuhanást viszonylag gyorsan korigálták a piacok, akárcsak az 1998-as válságot.

1. ábra

Az 1998-as válság hatása a BÉT-re



1. táblázat

Az 1998-as válság hatása a BUX-ra és az OTP-re

	BUX	OTP
1998. 07. 27.	8,250	12,400
1998. 09. 21.	3,775	5,305
1999. 01. 08.	6,943	12,410

Az 1998-as történet végén¹ – amelyet az LTCM likviditási válságként élt meg – gyors érzéstelenítőként (mint egy futballistának meccs közben) a FED kétszer is 25 bázisponttal lejjebb vitte a kamatlábat, és koordinálta a nagy befektetési bankok kármentő akcióját. Ez a pénzügyi válság nem terjedt át az amerikai és fejlett európai reálgazdaságra. Hurrá!

Az újabb keletű pénzügyi válságok viszonylag gyors és sima lefolyása azt a benyomást keltette a piac szereplőiben, hogy a jegybankok megtalálták az **elhúzódozó tőzsdemámort**² követő másnaposság gyors és hatékony ellenszerét: **azonnali likviditásinjekció**, a szereplők rendre intése, és rendben is vagyunk.

Az a lassan kialakuló illúzió, hogy a modern közgazdaságtudományon és a gazdag tapasztalatokon alapuló monetáris politika képes ellensúlyozni a nem reálgazdaság -eredetű problémákat, azt a képzetet keltette, hogy immár védőháló felett zajlik a pénzügyi kockázatvállalás akrobatamutatóványa. Ez részben vakmerőbbé tette az akrobatákat (értsd: a nagy befektetési bankokat), de még inkább a cirkuszizagzatóságot. A jelen válság kirobbanására lefordítva a hasonlatot: nemcsak az amerikai jelzálogpiaci szereplők mindegyike volt érdekelt egyfajta piramisjátékban, hanem a pénzügypolitika és a politika irányítói is túl sokáig akarták élvezni a fellendülés nyújtotta előnyöket. Így a hiányosan és széttagoltan örökdő felügyeletet is olyanok voltak, mint a játszótér egyik padján egymással beszélgető, gondatlan szülők: nemigen akartak tudomást venni arról, hogy hová is mászott fel már megint az a bűdös kölök. Látták, hogy magasra: de már megtanult vigyázni magára...

A SZÉP ÚJ VILÁGOK PIRKADÓ HAJNALAI ÉS SÖTÉT ESTÉI

Mindig akkor van nagy baj, ha előbb néhány ember elhiszi, majd aztán elhiteti a társadalom kisebb-nagyobb részével, hogy itt és most valami radikálisan új kezdődött: **a régi szabályok már nem érvényesek**. Számos országban kezdtek új szabályok szerint működni, a korábbtól gyökeresen eltérő társadalmat építeni Európában a 30-as és 50-es évek diktatúrái, ill. Mao Kínában. Az eredmények ismertek.

Esetünkben A. Greenspan ügyesen és fokozatosan egyre inkább saját kezébe vette a FED eredendő kollektív kamatdöntéseit.³ Gazdaságpolitikai filozófiája első ránézésre

1 A történet részletes elemzését l. DUNBAR, N.: Talált pénz, Panem (2000), ill. LOWENSTEIN, R.: Tőzsdeguruk tündöklése és bukása Alinea (2007).

2 Utalás SHILLER, R. J.: Tőzsdemámor c. könyvére (Alinea 2002, 2007).

3 WOODWARD, B.: A gazdaság karmestere (Greenspan és a FED), Perfekt, 2001

aligha kérdőjelezhető meg: alacsonyan tartani a kamatlábakat mindaddig, amíg az nem növeli az inflációt. Az alacsony kamatláb növeli az üzleti aktivitást és a politikusok sikerérzetét, mindeközben az emberek többet fogyaszthatnak.

Igen prózaian fogalmazva: ha alacsony a kamatláb, akkor mindenfajta jövőbeni cash flow többet ér, mint a kamat magasabb szintje mellett, így mindenki gazdagabbnak érzi magát, és eszerint vidag.⁴

Idézek egy *A. Greenspanról* szóló könyv előszavából:

„...a szociális biztonság megőrzése, az egészségügyi ellátás kiterjesztése, az oktatás színvonalának javítása, a haderőnek az eddiginél nagyobb arányú fejlesztése és az adócsökkentés... az örökölt gazdasági feltételek mindenki számára – az új elnöktől az egyszerű állampolgárig – sok tekintetben Greenspan nekik juttatott jótéteményének köszönhetők.

Ő nemcsak a gazdaság történéisének központi figurája, hanem a jövő kulcsszereplője is. Ahhoz is elég őszinte volt, hogy a részben neki köszönhető új és szinte hihetetlen gazdasági körülményeket egyfajta csodának minősítse. Lehetetlen teljesen kielégítő magyarázatot adni a folyamatosan nagy volumenű gazdasági növekedésre, a foglalkoztatottság rekordmagasságú szintjére, az alacsony inflációra és a tőzsde szárnyalására.”⁵

Látható, hogy az amerikaiak számára A. Greenspan nem egyszerűen egy jegybankelnök volt, hanem legalább akkora erő, mint *Ho* apó az észak-vietnamiaknak néhány évtizede.

Azt hittük – mert akartuk hinni –, hogy itt egy még újabb korszak hajnala. Ám: „*A sors joggal bünteti azokat, akik szakítanak a múlt értékeivel.*” (Churchill)

TURBULENCIA? RECESSZIÓ? VÁLSÁG?

Mi is az, aminek tanúi vagyunk? Turbulencia? Válság? Recesszió?

Nem ugyanazt jelentik: ha valakinek egy súlyos baleset után válságosra fordul az állapota, ritkán mondjuk, hogy recesszióba esett. És mennyi időre eshet kómába egy gazdaság?

Árvizek és aszályok

A súlyosan likviditáshiányos időszakokat a *bőséges likviditás* viszonylag hosszú időszaka szokta megelőzni. Így volt ez a latin-amerikai (1982–1983), a mexikói (1994–1995) és a kelet-ázsiai (1997–1998) válságok előtt is.⁶ Fizetésimérleg-hiányok szívták magukba a külföldi tőkét, ami pár év alatt komoly adósságállományokká nőtte ki magát. És amikor a kamatlábak megemelkednek, a hitelezők elbizonytalanodnak, kitör a pánik.

Időről időre hallani olyan híreket Indiából és máshonnan is, hogy több száz zarándokot halálra taposott a tömeg. Elég, ha valaki megbotlik, öbenne aztán mások is megbotlanak, és kész a baj. Innen nézve viszont a monetáris hatóság drasztikus kamatlépései olyannak tűnnek számomra, mintha a Kába-kő körül hömpölygő zarándoktömegnek időnként egy sípszóra irányt kellene váltania.

4 Évi 1 dollár örökjáradék hajszálpontosan ötször annyit ér 1% kamatláb mellett mint 5% kamatláb mellett.

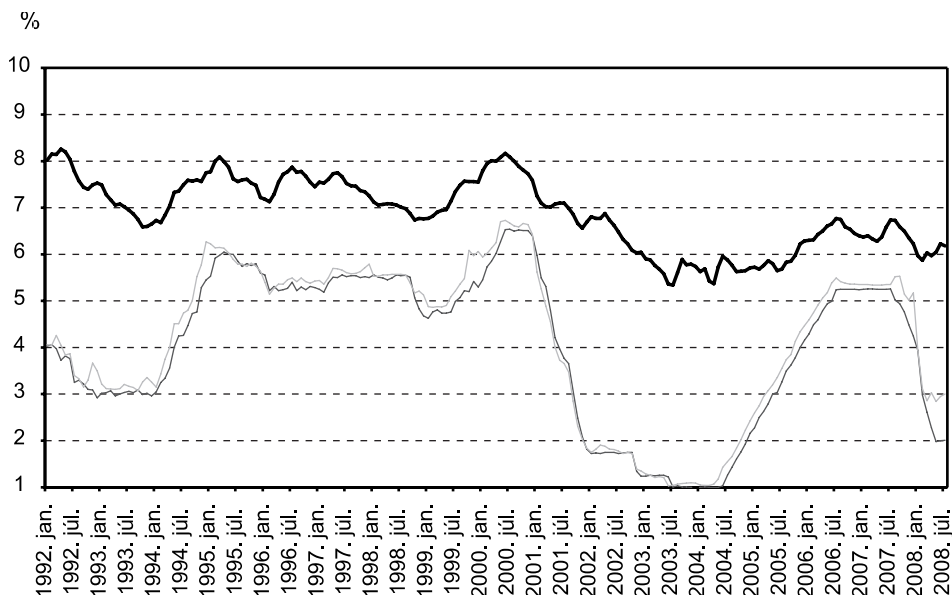
5 B. WOODWARD [2001], 6.o.

6 LÁMFALUSSY SÁNDOR: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban, Akadémiai Kiadó, 2008

Mint az 2. ábra mutatja⁷, a FED irányadó kamata 3 éven át (2002 és 2004 között) 2% alatt volt, majd egy év alatt megállás nélkül ment fel 1%-ról több mint 5%-ra, hogy aztán sebtiben, tűzoltás gyanánt visszavigyék 2%-ra. Mintha egy kezdő autóvezető viaskodna a kormánykerékkel, hogy melyik árkot is akarja legfőképpen elkerülni az út két szélén. A forintkamatlábak kálváriáját nem is merem iderajzolni.

2. ábra

Finanszírozási költségek és átlagos jelzálogkamat alakulása az USA-ban



Óhatatlanul *M. Friedman* jut az ember eszébe; az, hogy milyen korlátozottan látta a jegybankok infláció-előrejelző képességét. Úgy tűnik, hogy a jövő előreláthatóságának kérdésében mintha osztozott volna *Keynesszel*, aki a részvények belső értéken alapuló értékelését egyszerűen a **lidércfényhez** hasonlította. Ennek ellenére ma virágozik a DCF-alapú vállalatértékelés, annál inkább, minél többen tudnak egyre színesebb Excel-ábrákat gyártani.

Mert számolni jó. És mindenki számára megnyugtató.

A kamatlábváltozás hatása: duration vagy cunami?

Egyre inkább az az érzésem, hogy a kamatlábat nem tiszteljük eléggé.

Egy mai pénzügy szakos egyetemistától azt várjuk el, hogy megfelelő számú tizedesre ki tudja számolni, miként változik egy kötvényportfólió értéke a portfólió *durationje* (azaz átlagideje) alapján, ha megadott számú bázisponttal megváltozik a kamatláb. És mintha ezzel

⁷ Az ábra részletes elemzését lásd: KIRÁLY – NAGY: Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok (*Hitelintézet Szemle* 2008/5. október, 450–482. o.)

vége is lenne a történetnek: egy kis változás a kamatlámban, ennek hatására valamekkora változás a kötvényárfolyamban. Fel sem rémlik az a drámai hatás, az a piacokon⁸, országokon, kontinenseken átívelő cunami, amit a kamatlábak változása *időnként* ki tud váltani. Ebből a szempontból is nagyon tanulságos olvasmány Lámfalussy Sándor idézett könyve.

A kamatláb változékonyságából adódó nehézségek és veszélyek nem sulykolódnak olyan mélyen a közgazdászhallgatókba, mint a *devizaárfolyam* bizonytalanságának a külkereskedelemre gyakorolt hatása. A gazdaságpolitikusok és főként a politikusok naponta ostorozzák a magas *adókulcsokat*, ehhez képest alig – és csak mostanában – hallani arról, hogy az elmúlt évtized magas *kamatszintje* és kiszámíthatatlan *kamatváltozásai* miként hatottak a hazai vállalkozásokra.

Miért éreznek kényszert a jegybankok arra, hogy ide-oda rángassák a kamatlábakat?

A jegybankok és a darts

A válasz röviden: az *inflation targetingbe* vetett, manapság kollektív hit. Meglepően változatos képet mutat, hogy a különböző országokban, különböző időszakokban miféle végső, közbenső és operatív célokat tűztek ki maguknak a monetáris hatóságok (szűkebben vagy tágabban értelmezett pénztömeg, ez vagy az a kamatláb, hitelállomány, devizaárfolyam, inflációs ráta stb.)⁹. Ugyanakkor számtalan táblázat és kimutatás szól arról, hogy a különböző jegybankok milyen nagy hányadban vétik el az általuk kitűzött célt, legyen az szám vagy sáv.

Miért gondolják azt a közgazdászok, hogy egy jegybanknak feltétlenül úgy kell viselkednie, mintha céllövöldében lenne?

Biztos, hogy úgy kell elképzelni a jegybankot, mint egy termosztátot? Biztos, hogy mindig valami mérhető célt kell kitűzni?

Az elveszett kulcstartó nyomában

Kérdezi a rendőr a részegét éjjel a Nagykörúton:

- *Mit csinál, uram?*
- *Elvesztettem a kulcstartómat, azt keresem.*
- *Hol vesztette el?*
- *Itt, a szomszéd mellékutcában.*
- *Akkor miért itt keresi?*
- *Mert itt van világos.*

Nem ismerek ennél keserűbb viccet a gazdaságirányításra vonatkozóan.

8 L. DUNBAR [2000]: *A szombat éjszakai vérfürdő* c. fejezet (97. o.)

9 L. pl. SZALKAI ISTVÁN: A monetáris irányítás (Nemzetközi Bankárképző Központ, 1990)

Keynes és a rabszolgák

Korunk egyik intellektuális bódulata a *mérés* és a *szabályozás* imádata. A hit a számokban és a képletekben. Egzakság mindenekelőtt. Mintha minden mérhető lenne.

Az én generációm ifjúkorának egyik mágikus szava volt a *kibernetika*. Az elnevezés azóta homályba veszett, de a szabályozás, pláne az automatizálás iránti vágy bennünk él. A közgazdaságtan egyre inkább igyekszik olyan öltözetbe bújni, olyan egyenleteket felállítani, ami a fizikára emlékeztet. A modern pénzügyek is előszeretettel használnak olyan kifejezéseket, mint a *financial engineering*. Minden bizonnyal óriási szellemi tudás kellett egy célkövető rakéta kifejlesztéséhez, de végül is ott „csupán” két mozgó testről van szó. A létező gazdaságban viszont nagyon sok mozgó test van, és az eszközeink inkább csak sörösés puskára hasonlítanak.

A kamatlábváltozás hatásmechanizmusa biztosan jóval bonyolultabb, mint azt az IS-LM típusú egyenletrendszer bármely modernizált változata is képes lenne megragadni. Lehet hogy csak száz-kétszáz év múlva áll majd rendelkezésünkre az adekvát matematikai apparátus.¹⁰

Keynes mondta, hogy a legtöbb önmagát független szelleműnek valló gazdaságpolitikus többnyire valamelyik 100 évvel korábban élt közgazdász szellemi rabszolgája anélkül, hogy ennek tudatában lenne. Keynes szavait kicsit átforgatva: a mai szabályozási filozófiánk alapján 2-300 évvel ezelőtti fizikusok világméppé szellemi rabszolgái vagyunk.

Napjainkban a hópihék részletekben hihetetlen gazdag szerkezetének feltárulkozása, a fraktálszerkezetek és a nagyon sok komponensből álló bonyolult rendszerek nemlineáris dinamikájának tanulmányozása nagyobb szerénységre int, mint az egyszerű $F = ma$ determinisztikus newtoni világmépe.

A meteorológus *Edward Lorenz* a hatvanas évek második felében jött rá, hogy a kiinduló adatokban az ezredrésznél is kisebb eltérések katasztrófálisan nagy eltéréseket eredményeztek az időjárás alakulásának számításában.¹¹ Kicsi eltérés az inputban: óriási eltérés az outputban.¹² Azok a rendszerek viselkednek így, amelyeknél a viselkedést leíró differenciálegyenlet megoldása nagyon érzékeny a kiinduló peremfeltételekre.

Ezek fényében csak gyanakodva tudom értelmezni azt a sok évtizedes közgazdasági bölcséletet, amely szerint „*hosszú távon a monetáris politika csak az inflációra hat*”. Ha rövid távon hat a reálgazdaságra a kamatlábak fel-le tologatása (márpedig ezt mindannyian tapasztaljuk), akkor máris módosult a következő időszakokra vonatkozó, kezdeti peremfeltétel...

Ha a gazdaság működése is van annyira összetett rendszer, mint a felhők kavargása, akkor már jobban érthető, hogy a likviditásbőséget követő kamatláb-emelkedések miért nem

10 Talán ezek egyike lesz a hálózatelmélet (l. pl. BARABÁSI ALBERT L.: Behálózva, Magyar Könyvklub [2003]).

Nagyon tanulságos megnézni az angol aktuáriusok szövetségének évkönyvét 150 évre visszamenően, hogy melyek voltak az aktuárius vizsga matematikai kérdései akkor, amikor még nem is létezett az a matematikai apparátus, amit ma használnak a kockázati folyamatok elemzéséhez, vagy ha absztrakt matematikailag létezett is, a korlátozott számítási lehetőségek miatt nem volt használható.

11 Részletesen: I. GLEICK, J.: Káosz – egy új tudomány születése (Göncöl Kiadó, 1999)

12 Ez a sokat emlegetett „pillangóhatás”: Kínában felreppen egy pillangó, és három nappal később a Karib-tengeren végigsöpör egy hurrikán.

vezetnek mindig országokon átívelő pénzügyi krízisekhez, máskor viszont katasztrofális a hatásuk.

Talán már túl hosszan időztünk el annál a kérdésnél, hogy állandóan kell-e piszkálnia a jegybankoknak a kamatlábat. Onnan indultunk el, hogy az amerikai ingatlanpiaci buborék kialakulásában mi is volt a jegybanki kamatláb szerepe.

Most nézzük meg, hogyan terjedt tova a válság az amerikai jelzálogpiacról. Ennek szinte minden fontos szakmai részletét ismertetik a *Hitelintézeti Szemle* előző számának szerzői, bemutatva a CDO-k, az ABS-ek, CDS-ek, ABCP-k és társaik szerepét.

A VÁLSÁG TOVATERJEDÉSE: AZ SEC, AZ ÁNTSZ ÉS A BIZALOM

Ez a mostani válság nem az eredendő gyanútlanág alapján tovaterjedő kockázatok miatt bontakozott ki. Ez a strukturált pénzügyi termékekben meglévő kockázatokkal szembeni **gyanú elaltatásával** terjedt tova. A felügyeletek szeme előtt és a **minősítő cégek** tanúsítványával: *elsőrendű termék*.

Az *originate and distribute banking* modell ugyanannak a kornak, fogyasztási és életviteli szokásoknak a tükörképe, mint amely kiszolgáltatottá tesz minket a globalizált **élelmiszerláncokon** keresztül pillanatok alatt szerteszét terjedő esetleges kergemarhakór- vagy kínaitejpor-problémákkal szemben, hogy csak kettőt említsek a közelmúlt veszedelmei közül. Az ÁNTSZ rövid időn belül háromszor is bezárta egy öttömösi vállalkozó áldatlan állapotok között működő savanyúságkészítő üzemét – mindhiába. Ugyanolyan módon került ez a savanyúság az élelmiszerboltok polcaira, mint a többször átcsomagolt, amerikai jelzáloghitelek az európai bankok és befektetési alapok portfóliójába. A kutyám megszagolja, amit elé teszek, és ennek alapján szuverén módon dönt, hogy eszi vagy nem eszi, és hiába mondanám neki a kutyakonzerv márkáját (Pedigree!), vagy hogy azt a Tescóban vettem, vagy az Auchanban. Mi nem szolgatjuk a becsomagolt joghurtot az ABC-ben, hanem bízunk a termékmárkanévben, az értékesítő lánc nevében és az előttünk ismeretlen, belső eljárási szabályzataiban, és vakon rábízunk magunkat a **felügyelet** működésére, legyen az ÁNTSZ, PSZÁF vagy SEC.

Az ENRON-botrány a piacgazdaság egyik bizalmi sarokkövét kezdte ki: mennyire is bízhatunk meg a könyvvizsgálók objektivitásában? Most a minősítő cégekbe vetett bizalom rendült meg.

Mit tehetnek a felügyeletek manapság?

Tavaly nyáron másodszor is betörték fényes nappal a balatoni nyaralónkba. Bementem a rendőrségnek a rendszámát annak az autónak, amellyel a három besurranó fiatal menekült egy rövid futás után – majd kijött a rendőrség, és szárnyaszegetten konstatálta, hogy jól ismerik őket, pár faluval odébb szoktak tevékenykedni, de hát nincs kellő *bizonyítékuk*.

Mit várhatunk a szabályozástól egy olyan világban, ahol a *tanúnak* akár három tárgyaláson is meg kell jelennie (és akár bilincsből is elővezethető), de a vádlott egy tárgyalásra sem köteles elmenni?

Mit is ír a Népszabadság ?

Az autópályák építőit nem érdekli a bírság ?

Az M6-oson dolgozó alkalmi munkások háromnegyedét feketén foglalkoztatják, emiatt az idén 190 milliós bírságot róttak ki a munkáltatókra. A bírság azonban gyakorta behajthatatlan... mivel a lebukott cégek megszűnnek, ugyanakkor a helyettük szerződöttes vállalkozók újra feketefoglalkoztatással próbálják megtakarítani a bérterheket. Az M6-os építésén 40 esetben bukott le olyan munkáltató, aki kiradírozható, kínai tollal töltötte ki alkalmi munkása kiskönyvét. (Népszabadság, 2008. 12. 08., 15. o.)

AZ ELLEPLEZÉS ESZKÖZEI

A pénzügyi piacokon nem kell kínai toll a félrevezetéshez. Erre kiváló eszköz az opció. Az opciók nélkülözhetetlenek a *kockázatkezelésben* és a *várható volatilitás kipuhatolásában*, ám a nemlineáris szerkezetük és a lényegüket alkotó bizonytalanság okán minden másnál jobban alkalmasak arra, hogy **elleplezzük** az általunk kötött ügylet valódi jellegét.

Ha én egy egyéves eladási jogot szeretnék venni mondjuk egy teljesen értéktelen filc-tollkupakra 10 millió forintos kötési árfolyamon, akkor 0,8-as DKJ-árfolyam mellett ennek az európai típusú deep ITM put opciónak az ára 8 millió forint. Ez az egyszerű put opciós ügylet ebben a formájában egy hitelügyletet takar: most odaadok 8 millió forintot, és egy év múlva kapok 10 millió forintot. Egyszerű álca arra az esetre, ha a két fél között szabály tiltja a hitelügyletet. És még nem is kellett hozzá se diagonális spread, se 160 oldalas jogi melléklet, hogy ne lássák át az ügyletünk lényegét, akik elől azt szeretnénk elrejtani.

SRO: Lupis J. és J. P. Morgan

A *felügyelet*ek léte hasznos és nélkülözhetetlen, de *nem elégséges*. Sok ok miatt elvileg sem lehet megoldani bizonyos problémákat csupán korlátozással, ha nincs önkorlátozás – csupán felülről jövő szabályozással, ha nincs **önszabályozás**. Az első dolog, amit megtanultam a tőzsdéről, az az SRO, azaz *Self Regulatory Organization*. Bizony egy sui generis tőzsde elvileg is nagyon másként működik, mint egy részvénytársaság. Erre érzékletes hazai példa, hogy a tőzsde milyen gyorsasággal kezelte a Lupis-ügyet, szemben az állami igazságszolgáltatással (pontosabban: jogszolgáltatással).

Természetesen nemcsak a tőzsdére, a piac egészére kell vonatkoznia a morálnak, hanem a szereplőkre külön-külön is. Régen nagyon jól tudták, hogy a jogszabályi korlátok önmagukban nem elégségesek.

*„A legnagyobb befektetési bankházak több mint száz évre visszanyúló gyökereikkel jó részt elkerülték a nyilvánosságot, és kialakították saját egyéni kultúrájukat az **exkluzivitás**, a **becsületesség** és a **konzervativitás** fogalmaira építve. Ez a kultúra értékes önszabályozó funkciót jelentett egy olyan időszakban, amikor a kormányzati intézmények nem tudták ezt nyújtani.”¹³*

13 KNEE, J. A.: Tévedésből bankár – Wall Street: az elveszett illúziók, Alinea, 2008, 15. o. A szerző a Goldman Sachs, ill. a Morgan Stanley egyik vezetője volt korábban.

Cégünk „első osztályú üzleteket bonyolít le első osztályú színvonalon” – ifj. J. P. Morgan.

*A befektetési bankárok valamikor régen kötelezettséget éreztek az ügyfelek, intézményeik és a piacok iránt. A **reputációt tekintették a legfontosabb értéknek**. Ennek az ideálnak lépett a helyére, hogy a munkatárs értéke kizárólag attól függ, mennyi árbevételt termelt aznap – függetlenül attól, hogy honnan jött az a pénz.*

Mit is ír a Népszabadság?

A szigor határai

*„A közlekedés biztonságga foglalkozó szakemberek azt mondják: már nem lehet szigorúbbnak lenni. Nem állíthatnak minden sarokra traffipaxot, nincs erő még gyakoribb szondázatásra... A szigor önmagában nem is hozhat teljes megoldást. **Az autóvezetők hozzáállásán kellene változtatni**; ne a százezres bírságtól való félelem, hanem a józan belátás, a felelősségérzet határozza meg viselkedésüket.” (Népszabadság, 2008. december 8., 15. o.)*

Az idézett cikk annak a hatására született, hogy a legutóbbi hétvégén több mint egytucat ember halt meg a közutakon.

A DERIVATÍV ÜGYLETEK SZABÁLYOZÁSA

Mennyire lehetnek a felügyeletet kellően preventívek a financial innovation világában, ahol az új konstrukciók épp a szabályozás kijátszására irányulnak?

Kedvenc példám az **overnight repó**, abból az időből, amikor Amerikában *tilos volt a lát-ra szóló betétek után kamatot fizetni*. Ekkor állt elő néhány jogász, illetve bankár azzal az ötlettel, hogy minden éjszakára automatikusan kötvényt adtak el ügyfeleiknek, amit reggelre egy nap kamatnak megfelelő felárral, határidőre vissza is vásároltak tőlük. Kicsit átalakítva egy háború előtti hazai hashajtó reklámját: *Míg Ön durmol, dolgozik a DARMOL.*

Tervezés a szocializmusban, szabályozás a kapitalizmusban

A **szabályozás**, a felügyelet, a monitoring javítása nyilván szükséges, és biztosan lesznek pozitív hatásai, de szerintem ilyen módon a probléma gyökere nem szüntethető meg. Nézetem szerint amilyen hamisnak bizonyult a **tervezhetőség** ideája a szocializmusban, ugyanilyen alapvető tévedés a piacgazdaság jó **szabályozhatósága**.

Több mint húsz éve az Akadémián tartottak egy egész napos konferenciát *A tervezés jövője, a jövő tervezése* címmel. Ennek analógiájára lehetne egy tanácskozást szervezni *A válság szabályozása, a szabályozás válsága* címmel. Az átfogó tervezhetőségbe, illetve az átfogó szabályozhatóságba vetett hit – bár ellentétes gazdaságfilozófiát tükröz – ugyanabból az illúzióból fakad: a folyamatokat kellő mélységben megismerhetjük, és kézben tarthatjuk

STO GYELATY?

Ezt a kérdést tette fel egy ugyancsak kiélezett helyzetben *V. I. Lenin* úgy 1917 táján. Azt hiszem, ma viszonylag kevesen fordulnának ezen íráshoz útmutatásért, de szerencsére a napokban kaptam meg az egyetemi postámmal a jó nevű *Roland Berger* stratégiai tanácsadó cég **Think: act** kiadványának különszámát. A végén vastag zöld keretben, fehér alapon zöld betűkkel áll az útmutatás:

WHAT NEEDS TO BE DONE (Mi a teendő?)

How to guide your company safely through the crisis

(Hogyan vezessük át biztonsággal cégünket a válságon?)

1. Draft scenarios	(forgatókönyv-tervezet készítése)
2. Secure financing	(finanszírozás biztosítása)
3. Review investments	(befektetések felülvizsgálata)
4. Tighten costs	(költségek lefaragása)
5. Streamline portfolio	(portfólió szűkítése)
6. Check restructuring	(szerkezetváltás lehetőségeinek vizsgálata)
7. Managing value	(értékteremtés)

Ezzel tehát megvolnánk. Most már megvan a fogódzó, hogy mi is a teendő.

Azon azért eltűnődtem, hogy lehet-e mindezt békeidőben is alkalmazni? Vagy csak baj esetén alkalmazható? Tehát normál időkben nem kell odafigyelni a költségekre, a beruházásokra, és csak baj esetén célszerű mérlegelni a különböző lehetőségeket?

Hm. A tényleges válsághárító teendőket csak válság estén célszerű alkalmazni, például a házat csak akkor locsoljuk tűzoltófecskendővel, ha az valóban ég – és nem naponta locsoljuk, mint a muskátlit.

Az elemzők és stratégiai tanácsadók tehát mellettünk állnak a bajban.¹⁴ A szóban forgó tanulmány részletesen felsorol három lehetséges forgatókönyvet:

- 1. Rapid recovery** (one-dimensional crisis): 6–12 hónapos pénzügyi válság
- 2. Recession** (two-dimensional crisis): 1–3 éves pénzügyi és reaálgazdasági válság
- 3. Depression** (three-dimensional crisis): 3–5 éves pénzügyi, reaálgazdasági és rendszer-válság (systemic crisis)

Lényeg, hogy a bajban se veszítsük el a fejünket, és gondolkodjunk rendszerezetten.

Az 1970-es években a Közgázon volt egy technológiajegyzet, amely szerint:

„...a fában időnként lehetnek görcsök. Ez lehet kis görcs, közepes görcs és nagy görcs. Időnként igen nagy görcsök is előfordulhatnak.”

¹⁴ „Act locally, think globally” (cselekedjünk helyi szinten, gondolkodjunk átfogóan) – és hasonlók.

ÖSSZEGZÉS GYANÁNT

1. Bár nem lehet minden pofon mellé sarki rendőrt állítani (*Rejtő*), attól még a rendőrség fontos – és jó, ha tudunk javítani a hatékonyságán.
2. A jogi szabályozás, még ha egyre részletesebb is, nem pótolhatja az önszabályozást, az önkontrollt.
3. A közgazdaságtudomány – miközben egyre jobban igyekszik hasonlítani a fizikához –, méltatlanul feledkezik meg idősebb testvéréről, a morálról, pedig közös volt a gyerekszobájuk. Egyre nagyobbak az áldozatok az egzaktság oltárán.
4. A mai pénzügyi rendszer válsága számomra az olimpia válságához hasonlít. A sportot felváltotta a látvány és a dopping. Az eredmények és a nézettség hajszolása közben a lényeg veszett el. Aki viszont nem doppingol, az hátrányban van. Mint minden, az adóját rendszeresen fizető ember.

Hogy merre van a kiút? Nem tudom. De szomorú lenne, ha minden sportoló mellett egy doppingellenőr állna. Akkor küzdelem végképp áthelyeződne az arénából a WC-be.

Hiányzik e cikk jobbik fele

Írás közben egyre határozottabb lett bennem az érzés, hogy nem is a laptopot püfölöm, hanem beszélgetek ezekről a dolgokról egy régi jó barátommal. Valahol egy budai kertvendéglőben a fák alatt, egy nyári délutánon, néhány pohár sör mellett. Én mondom a magamét, ő rám néz, és egy hamiskás mosollyal az arcán azt mondja, hogy igazam van, de... És ez a *de* már nem fejeződik be egyik budai kertvendéglő fái alatt sem; így e cikk jobbik fele örökre hiányzik.

PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS

A pénzügyi közvetítés fejlődése és kapcsolata a hitelpiaci válsággal az új uniós tagországokban

Jelen gondolatsor két kérdést vizsgál. Egyfelől azt, hogy igazak-e még – közel 5 év távlatában – Antal László [2004] állításai hazánk, illetve térségünk pénzügyi közvetítésének fejlődésére vonatkozóan. Másrészt azt, hogy ennek milyen következményei vannak a jelenlegi válságban. Összhangban Antal Lászlóval, megállapítjuk, hogy térségünk pénzügyi intézményrendszerének mélysége jelentősen nem közeledett a fejlett országokéhoz. Ugyanakkor relatív fejletlensége csak kis mértékben tompítja – késlelteti – a napjainkban zajló válság negatív következményeit.

Ahogy Antal László és *Mérő Katalin* fogalmaz, az 1970-es évektől a pénzügyi globalizáció okozta, felgyorsuló fejlődés miatt az átalakuló országok pénzügyi közvetítése már a folyamat kezdetén hatalmas lemaradásban volt az OECD-országokkal szemben. Sőt, azóta a volt tervgazdaságú országok pénzügyi intézményrendszereinek fejlettsége nemcsak hogy nem közeledett a fejlettekéhez, hanem egyenesen távolodott (Mérő [2004a, 2004b]). A konvergencia nem kezdődött el (Antal [2004,] 188.o.); fejlődés ugyan tapasztalható, de felzárkózás nem.

A kiindulópont: általában igaz, hogy a pénzügyi közvetítés mélyülése pozitív hatással van a gazdasági növekedésre. A kapcsolat erőssége azonban függvénye az intézményi és általánosan a gazdasági fejlettségnek. Éppen ez az, amit a szakirodalomban sokáig valós „puzzle-ként” kezelt, hiszen a volt tervgazdaságok átalakulása során a pénzügyi közvetítőrendszer szerepe korlátozott volt, ténylegesen nem segítette a gazdasági növekedést. Ugyancsak nem triviális, hogy a pénzügyi közvetítés szerkezete homogenizálódott térségünk gazdaságának átalakulása során. A konvergencia annak ellenére következett be – azaz hasonló rendszer jött létre – országoktól függetlenül, hogy mind a kiinduló állapot mélysége, mind a követett gazdaságpolitika célja és eszközrendszere jelentősen eltért (*Berglöf–Bolton* [2002]). Jóllehet a ma ezekben az országokban működő bankrendszer egy korábban mindenhol meglévő intézményből – a monobankrendszerből – alakult ki, a pénzügyi intézmények fejlesztése mindig is stratégiai kérdés volt, és számos variánsát figyelhettük meg térségünk országaiban. Az egyes lépcsőfokok diverzitása és a gazdaságpolitikai próbálkozások sikeressége, illetve kudarc¹ ellenére mára Csehország, Szlovákia, Magyarország, Lengyelország, Szlovénia és a

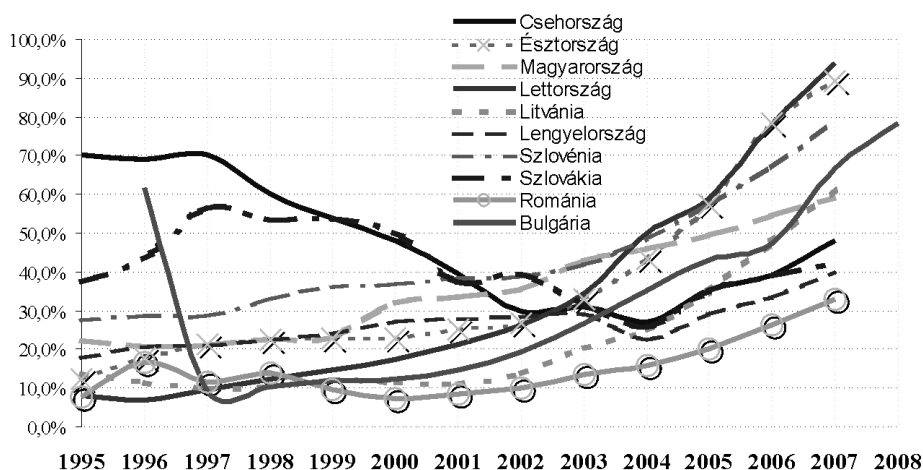
¹ Ez elsősorban négy területen volt nyomon követhető: a rossz hitelek újrastrukturálásának megoldásában, a bankprivatizáció folyamatának szabályozásában, a külföldi tulajdon engedélyezésében a bankszektorban, valamint a tőkepiacok fejlesztésének kérdésében (részletesen l. PÁLOSI-NÉMETH [2005]).

balti országok pénzügyi közvetítése – a jelentős részben külföldi kézbe került – kereskedelmi bankok által dominált.

Ennek egyértelmű pozitív hatásai² mellett értelemszerűen a rendszer diverzitásának csökkenése negatív hatásokkal is jár – különösen a finanszírozási csatornák beszűkülése idején. 2002 és 2007 között ezekben az országokban a banki közvetítés mélyülésének sebessége meghaladta a gazdasági növekedést (1. ábra), sőt empirikus igazolást is nyert, hogy a banki pénzügyi közvetítés³ és a gazdasági növekedés között találni pozitív kapcsolatot (Pálosi-Németh [2008]). Bár növekedés tapasztalható, a privát szférába kihelyezett hitelek nagysága még mindig elmarad a korábbi uniós tagállamokétól, ahol ez az arány 2007-ben átlagosan 138% volt, míg az újakban az átlag mindössze 61,3%.⁴

1. ábra

Térségünk országainak privát banki kihelyezések/GDP hányadosának alakulása



Forrás: EBRD [2008]

A tőkepiacok esetében ugyanakkor hasonló összefüggést (sem lineáris, sem kvadratikusan) nem lehetett kimutatni. Mi több, azok funkcionális hatékonysága az ezredforduló óta szignifikánsan nem nőtt (Pálosi-Németh [2008]).

2 Ilyenek a tőkeinjekciók, a tudástranszfer, a kockázatkezelő rendszerek alkalmazása (KEREN–OFER [2003]), a bizalom megteremtése, illetve a rendszerszintű kockázat kezelése (PÁLOSI-NÉMETH [2005]).

3 Konkrétan az elhelyezett betétek a GDP százalékában és a nettó kamattarasz nagysága változók koeficiensai bizonyultak szignifikánsan 0-tól különbözőnek.

4 Azokban az országokban, ahol a növekedés a legjelentősebb volt (így Bulgáriában és a balti államokban) ez ingatlanpiaci buborékhoz is vezetett. Ott, ahol a devizahitelezést szigorúan fogták, a kihelyezések növekedése alig haladta meg a GDP növekedését.

Összegezve, a banki közvetítésben látni némi felzárkózást ugyan⁵, ám a piac strukturális és funkcionális komplexitása⁶ tekintetében továbbra is osztjuk Antal László [2004] vélekedését az elmaradás fokozódásáról.

Ha van összefüggés a pénzügyi közvetítés és gazdasági növekedés között, akkor a jelenlegi hitelpiaci válság is szükségszerűen rányomja a bélyegét a reálgazdaságra. A kérdés csupán az lehet, hogy milyen mértékben járul majd hozzá a gazdasági növekedés visszaeséséhez. Fejlett bankrendszerrel rendelkező országban a prociklikusság⁷ miatt a pénzügyi intézmények felerősítik a kilengéseket. Ugyanakkor, mivel a feltörekvőkben a pozitív hatás sem egyértelmű, vajon a negatívumok is elmaradhatnak?⁸

A relatív (funkcionális) fejletlenség egyik jele, hogy az értékpapírosítás intézménye nem alakult ki térségünk országaiban. Még a vállalati kötvénypiac is alig-alig létezik, nem is beszélve az olyan összetettebb konstrukciókról, mint például az átcsomagolt strukturált termékek, amelyeknek még a fejlett piacokon is csak elsődleges piacuk létezett (a hitelpiaci válság előtt).⁹

Ebből a nézőpontból tekintve, a relatív fejletlenség kifejezetten előny, hiszen sem az intézményi befektetőknek, még kevésbé a lakosságnak nem voltak ilyen másodrendű kitétségei.

Szintén pozitívum – és a válság begyűrűző hatásait tompítja – az új uniós tagországok bankjainak tulajdonosi szerkezete. Nem elsősorban az, hogy külföldi nagybankok leányvállalatairól vagy fióktelepeiről van szó, hanem az, hogy többségében olyan meghatározó külföldi bankcsoportokéiról, amelyeknek a likviditási helyzete a lakossági forrásaik magas aránya miatt relatíve kedvezőbb, tőkehelyzetük kiegyensúlyozottabb, mint a válság epicentrumban található, nagyobb külföldi bankcsoportoké; valamint nem rendelkeztek jelentős kitétségekkel az elsőként fertőzött amerikai jelzálogpiacon. Az ilyen anyabanki háttér azt jelenti, hogy globális likviditási válság esetén a hazai bankok többségének nem a piacról kell biztosítania forrás- és likviditási szerkezete fenntartását. Az anyabank hitelbesorolása

5 Tegyük hozzá: ez egy speciális időszak (globális konjunktúra) megfigyelésén nyugszik. A bankok mérlegfőösszeg-növekedésének mozgatórugója az elmúlt években egyértelműen a devizahitelek expanziója volt. 2008 októberében a magyar bankok egy része direkt vagy indirekt módon (a kondíciók átalakításával) közel teljes mértékben visszafogta devizahitelezését, céljuk a hitelportfólió megtartása, a kockázatok csökkentése. Ezzel a növekedés leállt. Vagyis egy olyan időszak következhet ismét, amikor a pénzügyi intézmények nem lesznek meghatározók a gazdasági növekedésben, sőt (a prociklikusság miatt) még erősíthetik is az esetleges visszaesést.

6 A pénzügyi piacok funkcióinak és strukturájának kapcsolatáról lásd MERTON és BODIE [1995, 2005] cikkeit.

7 A bankok hitelezési tevékenysége, hitelbírálatainak szigorúsága, céltartalékolási magatartása, illetve jövedelmezőségének alakulása együtt mozog a gazdaság rövid távú konjunktúraciklusaival. A bankszektor tevékenységének túlzott prociklikussága hozzájárulhat a gazdasági ciklus kilengéseinek erősödéséhez. Bővebben l. ZSÁMBOKI–MÉRŐ–HORVÁTH [2002].

8 Volt már erre precedens. Az 1998-as orosz válság és tőzsdekrach jóval drámaibb következménnyel járt a világ fedezeti alapjaira vonatkozóan, mint magára az orosz gazdaságra, ahol a reálszféra növekedésére semmilyen hosszú távú hatást nem gyakorolt. A hitelállományban bekövetkező enyhe esés ellenére, a gazdaság erőteljesen nőtt. Sőt, ahogy azt RÉTHI [2003] bemutatja, a pénzügyi válság kifejezetten pozitív hatása, hogy számos fejlődést hátráltató intézményt söpört el.

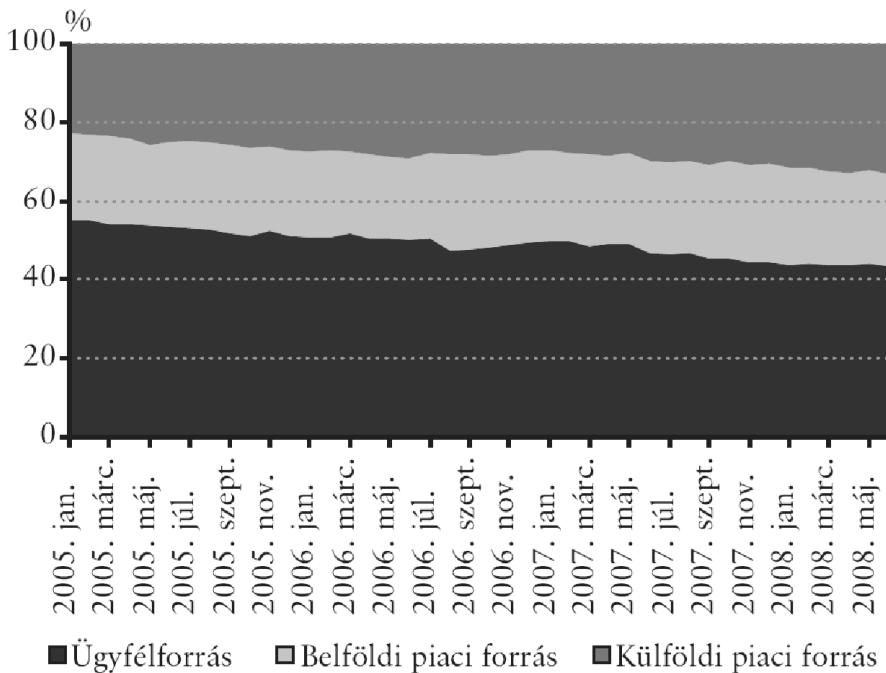
9 Ez egyik oka volt illikvidé válásuknak; jóllehet, voltak kezdeményezések a kvázi másodpiaci forgalom megszervezésére 2003 és 2006 között. A Merrill Lynch például olyan fedezett adósságkötelvényeket bocsátott ki, melyeket a kibocsátó által szervezett aukciókon lehetett értékesíteni – egészen 2007 nyaráig... (KIRÁLY–NAGY–SZABÓ [2008])

már a válság előtt is lehetővé tette, hogy rajta keresztül olcsóbban jusson forráshoz a magyar leánybank. Ez likviditási válság idején felerősödve jelentkezik.

Ahogy az alábbi ábrán is látszik, a magyar bankok (de ez általános a térségben) mérlegeinek jobb oldalán egyre nagyobb arányban szerepelnek az anyabanki források (2. ábra).

2. ábra

A hazai bankrendszer finanszírozási struktúrája

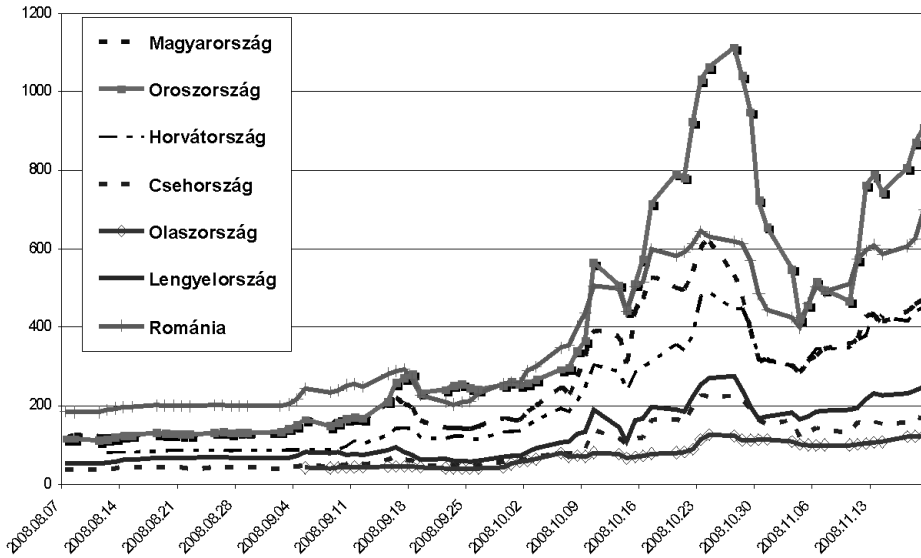


Forrás: MNB [2008]

A 3. és 4. ábrán látható módon a térség országainak likviditási felára sokszorosa több anyabankénak. Egy lokális bank helyzete teljesen ellehetetlenülne, ha – hosszú távon – egy Magyarorszáéhoz hasonló nagyságrendű likviditási felár mellett tudná csak a piacról finanszírozni magát.

3. ábra

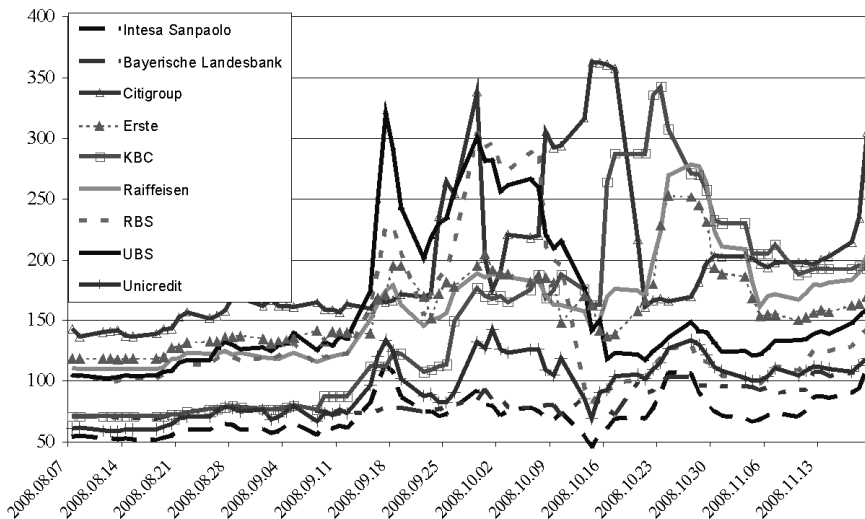
A környező országok likviditási felárának (5 éves CDS spread) alakulása



Forrás: Bloomberg

4. ábra

A Magyarországon jelenlévő anyabankok likviditási felárának alakulása (5 éves CDS spread)



Forrás: Bloomberg

Király–Nagy–Szabó [2008] is arra a következtetésre jut, hogy – közvetlen kitétségek hiányában – a perifériákon (így az új uniós tagországokban is) sokáig semmilyen jelentősebb válságjel nem volt tapasztalható. Idővel két fertőzési csatorna jelent meg: a kockázati felárak megugrásában, illetve az anyabankon keresztül a finanszírozási likviditás csökkenésében jelentkező válságterjedés.

Fontos azonban látnunk azt is, hogy a térségünkben kialakult pénzügyi intézményrendszer fenti két pozitív – a bizalomhiányból és likviditásszűkéből adódó nehézségeket csillapító – tulajdonsága mellett van egy kifejezett hátránya is: a funkcionális és strukturális diverzitás hiánya növeli a rendszerkockázatot. A pénzügyi közvetítés funkciói egyre inkább egyoldalúvá, egycsatornássá válnak: a lakosság és a vállalatok finanszírozása egyre nagyobb mértékben támaszkodik az anyabankoktól felvett devizahitelekre (2. ábra). Ha azok nem növelik a térség devizafinanszírozását, annak rendkívül kedvezőtlen következményei lehetnek a vizsgált országok gazdaságára. Sőt, e csatorna sérülése esetén nem lenne alternatíva a jelenlegi likviditási felárak¹⁰ és a funkcionálisan nem hatékony tőkepiac miatt. Az anyabank országától nem várható, hogy – egy esetleges állami mentőcsomag során – az anyabank leányait is megfelelő tőkével lássa el.¹¹ Amennyiben a válság elérné valamelyik térségbeli bank tulajdonosát, és az „bedőlné”, akkor a fenti két előny is azonnal megszűnne. Egy ilyen inszolvenssé válás gátszakadásszerűen öntené el az új tagállamok pénzügyi rendszerét is.

A jelenlegi pénzügyi közvetítés struktúrája tehát, belső logikájából adódóan, tartalmaz egy beépített puffert a válság közvetlen negatív hatásai ellen – ám az anyabankon keresztül fertőzési csatorna felerősödése az összes előny egyszerre történő eltűnését és a finanszírozási nehézségek megsokszorozódását jelentené.

IRODALOMJEGYZÉK

- ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható gazdasági növekedés? *Közgazdasági Szemle* Alapítvány, Budapest
- BERGLÖF, ERIK–BOLTON, PATRICK [2002]: The Great Divide and Beyond – Financial Architecture in Transition. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16., No. 1., 77–100. o.
- EBRD Transition Report [2008]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Transition Report 2008, Special focus: growth in transition.
- KEREN, MICHAEL–OFER, GUR [2003]: Globalization and the Role of Foreign Banks in Economies in Transition. In: GRZEGORZ W. KOŁODKO (ed.): *Emerging Market Economies: Globalization and Development*, Ashgate Publishing Limited, 237–266. o.
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, 55. évf. 7–8. szám, 573–621. o.
- MÉRÓ KATALIN [2004a]: Financial Depth and Economic Growth – the Case of Hungary, the Czech Republic and Poland. *Acta Oeconomica*, Vol. 54. (2004) No. 3., 297–321. o.

¹⁰ Normál feltételek mellett térségünk bankjai lényegében alig tudnak forráshoz jutni, és még nagyon magas kamatfelárak mellett sem képesek likviditást szerezni. Ez azzal a veszéllyel fenyeget, hogy hitelszűke léphet fel. Ha ez egy rugalmatlan jegybanki politikával párosulna, az súlyos likviditási hiányhoz vezethet mind a külföldi, mind a hazai fizetőeszközben, ami felerősíti az általános lassulást, sőt, akár gazdasági visszaesést is okozhat.

¹¹ Ebből a szempontból pozitívan értékelhető Magyarország IMF-hitelkerete, amit épp egy ilyen esetben lehet felhasználni.

- MÉRŐ KATALIN [2004b]: A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége, in: ANTAL LÁSZLÓ: Fenntartható-e a fenntartható gazdasági növekedés?, Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 360–380. o. valamint *Közgazdasági Szemle*, L. évf., 2003. július–augusztus, 590–607. o.
- MERTON, ROBERT C.–BODIE, ZVI [1995]: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6638– (letöltve: 2004. 11. 22.)
- MERTON, ROBERT C.–BODIE, ZVI [2005]: Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management* Vol. 3., No. 1 (First Quarter 2005), 1–23. o.
- MNB [2008]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2008. október), Magyar Nemzeti Bank http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=11578
- PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS [2005]: A tranzíciós országok pénzügyi intézményeinek konvergenciája – Egyedi a jelen-ség? *Kölgazdaság* 2005/7-8. szám, 21–46. o.
- PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS [2008]: A feltörekvő országok tőkepiacai a pénzügyi globalizációban. Akadémiai Kiadó, Budapest
- RÉTHI SÁNDOR [2003]: Az orosz értékpapírpiac kialakulása és fejlődése a kezdetektől napjainkig. *Competitio* (Debrecen), 2. évfolyam, 1. szám (2003. szeptember), 56–74. o.
- ZSÁMBOKI BALÁZS–MÉRŐ KATALIN–HORVÁTH EDIT [2002]: Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról, MNB Műhelytanulmányok

MURAKÖZY BALÁZS–MURAKÖZY LÁSZLÓ

„Mi változott és mi nem?”¹

A lakossági devizahitelek és a hiteles politika

A nemzetközi pénzügyi válság viharos hullámai 2008 októberében elérték Magyarországot. Antal László 2008 tavaszán Debrecenben tartott előadásában mutatta be, hogy a kétezres évek vége felé a gazdaságpolitika legfontosabb feladatát a jelenti, hogy „megküzdjön azokkal a gondokkal, amelyek nélküle nem is léteznének.” Már nem érte meg, hogy a legyengült magyar gazdaság milyen nagy bajba került e viharban. A kormány némi önvizsgálat helyett a „szegény”, „felelőtlen” devizahitelesek hősies megmentőjének mezébe bújt. Ha köztünk lett volna a hírnél Antal László, akkor elismerően csettintett volna, hogy ez az igazi magyar politikus, „előbb tudja a választ, mint a kérdést”, s „kimondja a tutit”. De éppen azt tanultuk tőle, hogy nincsenek „tuti” válaszok: sok-sok kérdés van előbb, azután válaszok, s esetleg helyes gazdaságpolitikai tettek is. Vele már nem beszélhetjük meg, nem mondhatjuk el neki, elmondjuk hát mindenkinek.

KOMPLEXITÁS ÉS VÁLSÁG

Az Egyesült Államokból a világ egészére áttérjedő válság² módja és ideje meglepetésszerű volt, de a mögötte húzódó okok sok eleméről már korábban is tudtunk. Sokan szeretnének mindent az emberek és különösen a bankárok rossz jellemére visszavezetni. De ez nem túl meggyőző, hiszen az emberek jelleme évezredek óta nem sokat változott, s bankárok is köztünk vannak már vagy 500 éve. Sokkal inkább a globális világ gazdaság egyre bonyolultabb intézményei, piaci és pénzügyi konstrukciói, szabályozási és gazdaságpolitikai hibái vezetnek ide, s a megoldást is ezek szintjén lehet majd megtalálni, inkább részben, mint egészben csökkentve a jövőbeni kockázatokat.

Olyan komplex és bonyolult – társadalmi, gazdasági, pénzügyi, technológiai, politikai stb. – rendszerek alakultak ki a világban, amelyek összetett természetüknél fogva komoly bizonytalanságokat és veszélyeket hordoznak, hordozhatnak. A növekvő komplexitás hozzájárulhat rendszerhibák kialakulásához. Ahogy „*a komplexitás jellemzi egyre és egyre inkább a piaci intézményeket, és ahogy ez hozzájárul a jövedelmi, jogi és politikai egyenlőtlenségekhez, úgy ez a folyamat aláássa a piaci rendszer legitimitását, és növeli a populista alternatívák veszélyét.*” (Tanzi [2007], 244–245. o.) E komplexitás mibenlétének és veszélyeinek különösen jellegzetes területe a pénzügyi rendszer. Az elmúlt évtizedekben a pénzügyi rendszerek legfőbb jellegzetességei – a növekvő pénzügyi koncentráció és kocká-

1 ANTAL LÁSZLÓ [2007]

2 KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008], 573. o.

zatáthárítás, jelentős és erős nemzetköziesedés stb. – fontos makroökonómiai tendenciákat jeleznek, miközben a jobb vagy kevésbé jó szabályozások döntően a mikroszféra szintjére szorítottak és szorítkoznak. Erre figyelmeztetett az IMF már 2004-ben. „*A szabályozásnak és a szabályozás elemeinek sokkal közvetlenebb módon kellene az egész pénzügyi rendszer stabilitását szolgálniuk.*” (IMF [2004], 30. o.)

Az egyéni pénzügyi döntések együttese nemzetgazdasági és globális szinten alig átlátható és felmérhető kockázatokat eredményez. A mostani fejlemények jól mutatják, hogy a gazdasági szereplők pénzügyi kockázattvállalása „*a közpolitika szempontjából külső externáliának számít, mivel az egyének pénzügyileg kockázatos vállalásainál az a költség vagy haszon, amit az egész társadalom számára jelent, külsőleges az egyedi befektető számára. Egy általános pénzügyi válság sokkal több veszteséget jelenthet az egész társadalom számára, mint az egyéni befektetők egyedi veszteségeinek összege.*” (Eatwell, John [2007], 248. o.) Ezt a makroszintű és globális kockázatot kell, kellene a nemzeti, nemzetközi és nemzetek feletti intézményeknek, szabályoknak, szabályrendszereknek kezelniük.

A pénzügyi piacok mind az egyes gazdaságokon belül, mind globálisan egyre összetettebbek, bonyolultabbak, átláthatatlanabbak lettek. A pénzvilág fejlődése az elmúlt évszázadokban innovációk sorozata, amelyek mindig új alapokra helyezték a viszonyokat és a gondokat is, egyben az utóbbiakat elkerülni kívánó szabályozásokat. Sorolhatnánk a példákat a korábbi zavarokra, a 18. század eleji déltengeri buboréktól kezdve – amelyet a részvénytársaságokkal kapcsolatos visszaélések okoztak – az 1980-as évek nagy kockázatú kötvényekkel finanszírozott vállalatfelvásárlásaiig. Gondoljunk csak arra, hogy az arany-pénzrendszer megszűnése átalakította egész világunkat a 20. században. Különösen fontos e kérdéskörben az Egyesült Államok helyzete, mivel élenjáró a pénzpiacok szempontjából, s ami igen lényeges, a pénzügyi innovációk területén is.

Az elmúlt évtizedekben az Egyesült Államok pénzügyi újításainak egyik fontos eleme volt az értékpapírosodás folyamata. Ennek következményeként „*az amerikai pénzügyi közvetítés tulajdonképpen »piacközpontú« lett – az európai (főleg a kontinentálist) még mindig domináló »bankközpontú« rendszerrel szemben. A folyamatban a származtatott termékek piacának exponenciális növekedése játszott kulcsszerepet... a banki eszközök jobban piacosíthatók, emellett mérlegből mérlegen kívülre vihetők a banki kötelezettségek (vagy fordítva), és általában is elveszíti a hitelező-adós kapcsolat mind átláthatóságát, mind stabilitását*” (Lámfalussy [2008], 85–86. o.), ekképpen erősítve fel a megbízó-ügynök problémákat.

Az egyre bonyolultabb pénzügyi termékek terjedésével párhuzamosan azonban éppen hogy nem egy ehhez igazodó, innovatívabb szabályozás alakult ki az Egyesült Államokban, hanem az adminisztráció általános gazdaságfilozófiájához igazodóan egy erős dereguláció. Amikor a kormányzati erők ott is a felelőtlen bankárokat cseplülik, akkor a kormányzat gazdaságpolitikáját formáló erők felelősségéről se feledkezzünk meg³ – sem a belső szabályozás elmulasztásában, sőt bizonyos leépítésében, sem a súlyos ikerdeficit, külső egyensúlytalanság kialakulásában. A pénzügyi válságok vissza-visszatérnek, s a pénzügyi innovációk és a globalizáció folyamata realitás, a szabályozásnak kell ezt tudomásul véve igazodnia,

3 Sőt sokasodnak a FED felelősségét elemző vélemények. Ezen kritikák nem újjak, de hangjukat korábban elnyomta a likviditási globális és amerikai buzgása.

inkább előbb, mint később. Lámfalussy Sándor nem egészen egy évvel az amerikai jelzáloghitel-válság felszínre kerülése előtt éppen egy ilyen intézményi szabályozást sürgetett, nehogy egy „*elszigetelt válságjelenség rendszerszintű válságba*” (Lámfalussy [2008], 198. o.) alakuljon át. Az út előre vezet a szabályozás területén is, nem hátra.

HITELTELEN FISKÁLIS POLITIKA

A jelenlegi nehéz pénzügyi helyzetben egy ilyen kis, nyitott gazdaság, mint Magyarország, nagyon jelentéktelen aktor. A hazai szereplők valójában nem okolhatók a nemzetközi pénzügyi turbulencia kialakulásáért, még bankjaink sem, sőt általában azok anyaintézményei sem. Ettől persze még nem kisebbek a gondjaink. A vihar nem nálunk keletkezett, de itt van, s most derül ki, hogy hajónk mennyire erős, stabil, fenntartható. A vihart elszenvedjük, a hajót, a gazdaságot azonban – aminek az erején, stabilitásán múlik, mennyire tudunk ellenállni a külső fenyegetésnek – mi építettük, s ez már rajtunk múlott, a mi felelőségünk. Jó időben, kedvező feltételeknél az út könnyű lehet; nem így most. A szükséges reformok mindig elmaradtak.

Magyarország az ezredforduló utáni gazdaságpolitikájával szembe ment minden általános közgazdasági norma szerinti racionalitással. Az ismert anekdotára gondolva, ez nem bátorságra, hanem egyfajta politikai rövidlátásra és „vakságra” utalt. A nemzetközi likviditásbőség közepette, a szakadék szélén táncolva nem látszott a mélység, s könnyű volt elfordulni az erre figyelmeztetőktől. Antal László 2008 tavaszán Debrecenben tartott előadásában mutatta be: a kétezres évek vége felé a gazdaságpolitika legfontosabb feladatát az jelenti, hogy „*megküzdjön azokkal a gondokkal, amelyek nélküle nem is léteznének*” (Antal [2008]). Ez a magyar gazdaságpolitika négy évtizedének belső tudását nem lepte meg, legfeljebb ismét elkéséřítette. Közeli egy évtizeddel korábban – éppen az akkori, mainál kisebb, korlátozottabb pénzügyi válságot elemezve – hasonló aggodalmakat fogalmazott meg. „*A nehezen elért stabilitás ebben a régióban igencsak törékenynek bizonyult, s ma újra nyitott a kérdés, képesek-e ezek a gazdaságok fenntartani a stabilitást, vagy újra a húzd meg-ereszd meg fordulatok sorozatára kell számítanunk, azaz arra, hogy a gazdaságpolitika végeredményben a saját maga keltette ciklus csillapításával lesz elfoglalva.*” (Antal [1999], 9. o.)

A magyar fiskális- és jövedelempolitika az évtizedek óta érlelőđő, halogatott, egyben a hosszú távú fenntartható fejlődés megvalósításához is egyre elkerülhetlenebbnek tűnő reformok megvalósítása helyett rövid távú érdekek mentén mozgott. A fogolydilemmában mindenki rövid távú, egyéni érdekei szerint döntött, csak éppen az ország stabilitása és növekedése került mindig a háttérbe. Így esnek bele a foglyok a saját „dilemmájukba”. Mind ezt – évtizedes szokásainknak megfelelően – felelőtlen állami eladósodással fedeztük. A reformokat elodáztuk, ami egyre jobban veszélyeztette és veszélyezteteti a növekedés hosszú távú fenntarthatóságát. Ehhez párosultak a rossz gazdaságpolitikai döntések, amelyek rövid távon is megingatták a magyar gazdaság helyzetét.

Persze, mindebben a felelőtlenségben komoly szerepet játszott az a konstruált valóság, amelyben a magyar lakosság és a döntéshozók remekül érezték magukat. Ebbe a székértáborok közötti világba alig-alig szivárognak be külföldi hírek. A hazai gazdaságpolitikára érkező, külföldi reakciókat is olyan módon szűri meg és „értelmezi” a sajtó, hogy az egyszerű olvasóknak egyáltalán nem világos, mi ezeknek a valóságalapja vagy a súlya. Antal

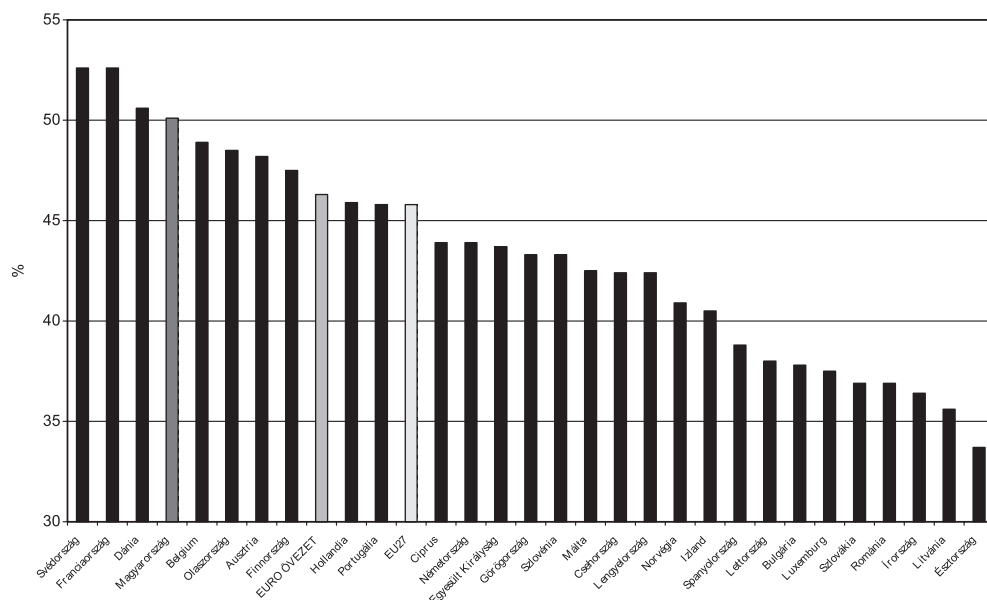
László ilyen nehéz körülmények között volt a magyar reform „lelkiismerete” évtizedekig. A mai nehéz és romló helyzet mutatja, mennyire igaza volt. Emiatt egyébként sokszor és sokan nehezen tudtak a szemébe nézni. Számtalanszor és számtalan példán keresztül mutatta be a fiskális politika felelőtlenségét és hiteltelenségét. A mostani „kemény” kormányzati fellépés a lakossági devizahitelt felvevők védelmében ismét egy tipikus esettanulmány lehet a lényegyet elfedni kívánó látszatmozgások tárházában.

Ha csak néhány munkája címét soroljuk, érzékelhetjük Antal László harcát és annak terepét, az elmúlt évtizedek magyar vergődését. „*Fejlődés kitérővel*” (1979), „*Gazdaságirányítási és pénzügyi rendszerünk a reform útján*” (1985), „*Hogy többé ne ismétlődhesen meg*” (1988)], „*Nemzetközi pénzügyi válság és a hazai gazdaságpolitikai dilemmák*” (1999), „*Fenntartható-e a fenntartható növekedés?*” (2004), „*Mi változott és mi nem? Reformhullámok és stagnáló szakaszok változása Magyarországon*” (2007), „*Reformok – várakozások – determinációk*” (2008).

E folyamatokat jól illusztrálja a magyar költségvetés 2000 és 2006 közötti elemzése is. „*A politikai döntésektől közvetlenül nem függő hatások nagyjából inkább javították az egyensúlyt (elsősorban a nemzetközi kamatok, s a bérhányad növekedése a magánszektorban), ezért elmondhatjuk, hogy a deficit növekedését a gazdaságpolitika által kontrollálható döntések okozták... Ennek a mindent átfogó költségvetés-politikai lazaságnak a következtében a GDP 66%-ára emelkedett az adósságállomány nagysága, miközben a számításaink alapján adódó alapszenárió szerint csupán a GDP 36,9 %-ára rúgott volna 2006-ban.*” (Ohnsorge-Szabó László–Romhányi Balázs [2007], 265. o.)

1. ábra

Államháztartási kiadások a GDP százalékában 2007



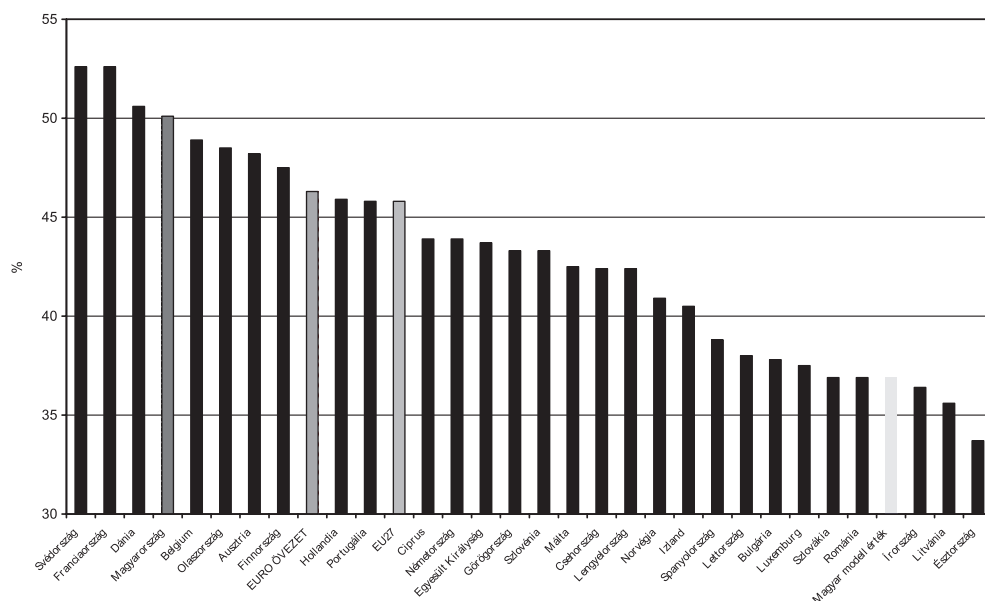
Forrás: Eurostat [2008], 169. o.

Az 1. ábra jól mutatja, hogy ezt a rossz makropályát követve, Magyarországon az államháztartás kiadásai nemzetközi mércével nézve még mindig igen magasak, meghaladják a GDP felét. Eközben az állam nemzetközi mércével egyáltalán nem alacsony bevételei képelenek lépést tartani a túlsúlyos szerepvállalással, s ez tartósan magas hiányhoz vezet. Az elmúlt évek hiánycsökkentése mindenképpen üdvözlendő, de aggodalomra ad okot, hogy emögött nem strukturális megújulás, hanem erős restriktció, s részben a bevételek növekedése áll. A 2008 novemberében formálódó, válságkezelő kormányzati tervek kiadást csökkentő, további radikális megszorításai nehezen tartósulhatnak. Más lépések ugyanakkor az államadósságot növelhetik.

Az 2007-re kialakult, a GDP kétharmadára rúgó államadósság az egyik legnagyobb Európában, ahogy a 2. ábrán is láthatjuk. Ha a korábban jelzett modellszámítás szerinti 36,9%-os államadósságot tekintjük, akkor – ahogyan a 2. ábrán szintén érzékelhetjük – gyökeresen más lenne az elhelyezkedésünk, a helyzetünk.

2. ábra

Az államadósság GDP-hez viszonyított nagysága 2007



Forrás: Eurostat [2008], 181. o. és Ohnsorge-Szabó László–Romhányi Balázs [2007], 265. o.

A kormányzati politikában a tettek és szavak teljes kettéválása a belső és külső bizalom minimálisra csökkenését eredményezte. A 2006 nyarán bevezetett restriktció ismét csak a jövedelemeloszlás arányait érintették, nem a mélyebb folyamatokat.⁴ A reformoknak mondott megszorítások csak az ellenérzéseket növelték. A kikényszerített, átfogó stratégiát

⁴ A reform újraelosztási hatása azonban koránt sem volt semleges, és nem is a peremen lévőknek kedvezett: I. KOLOSI-TÓTH (szerk.) [2008]

és jövőképet nélkülöző restrikcio valójában tüneti kezelést jelentett. Így érthető, hogy a *„megkésett, de most már valóban igen kemény restrikcio hatására, a gazdaságpolitikusok és szakértők nagyobb részének várakozásaival ellentétben, a piac nem nyugodott meg. Mi több, a forint gyengült, kifejezve az elégedetlenséget az inkább átmeneti javulást eredményező, bevételnövelő intézkedéseken alapuló kiigazítási program és a reformok elmaradása miatt.”* (Antal [2007], 77. o.)

A felelőtlen fiskális politika, bár formailag tiszteletben tartotta a monetáris politika függetlenségét, jelentősen behatárolta annak mozgásterét. A tartós államháztartási hiány finanszírozása jelentős részben a nemzetközi pénzügyi piacokról történhetett. Persze, a növekvő külföldi adósságnak jelentős eleme a magánadósság is, de ez a mozzanat sem független a kormány gazdaságpolitikájától. A nemzeti banknak, a kamat- és az árfolyam-politikának mindezeket is figyelembe kellett vennie. A költséges fiskális politika egyebek mellett nehezítette az infláció csökkenését is. Az osztogató, paternalista állam, a szociális és jóléti ellátások kusza rendszere nem segítette az egyéni felelősség kiterjedését, az öngondoskodás, a lakossági megtakarítások erősödését. Sőt, 2001 után a középosztályt segítő lakástámogatási rendszer beindítása szerepet játszott a lakosság fokozódó eladósodásában. A gazdaságpolitika generálta jelentős államháztartási hiány és a számottevő infláció magas forintkamatokat eredményezett, ami – egyéni szinten érthetően – a kedvezőbb devizahitelek felé terelte az állampolgárokat.

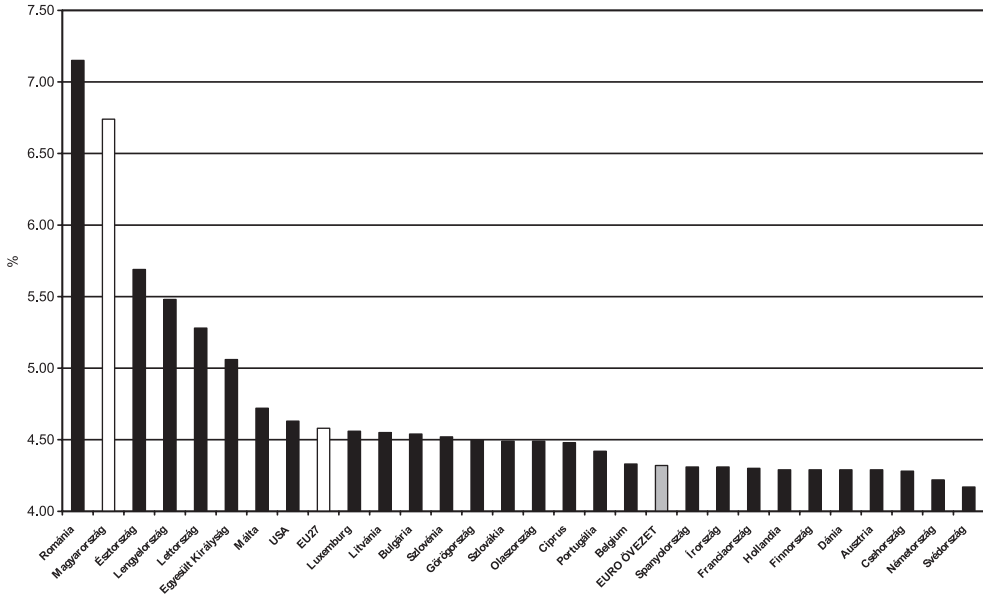
2008 őszén egy legyengült és eladósodott magyar gazdaságot ért el a nemzetközi pénzügyi vihar. Míg ez utóbbi nélkülünk és tőlünk távol keletkezett, addig az ország helyzetéért nem háríthatjuk másra a felelősséget. A transzformációs válság messze túnt már, a rendszer-váltás lezajlott, számtalan lehetőséget elszalasztott a felelőtlen politikai elit, többek között a szükséges reformok végrehajtását és az euro bevezetését. A sok „következmény nélküliség”, az „átevickélés” eredményét most igazán érezhetjük, kiemelt nemzetközi figyelemtől övezve. És közben igencsak örülhetünk, hogy a válság nem két évvel korábban tört ki – akkor bizony az első hullámokba belefulladt volna az ereje teljében dübörgő pannon puma.

A LAKOSSÁGI DEVIZAADÓSSÁG – OKOK ÉS KOCKÁZATOK

Az előzőekben jelzett, fiskális politikai kalandozások nemcsak a belső bizalmat rombolták, hanem azok nemzetközi megítélése is igen kedvezőtlen volt és maradt, amin érdemben a 2006-os megszorítások sem javítottak. A világpiac értékelését jól érzékelteti a kamatok alakulása; s egy gazdaság jövőjével kapcsolatos várakozások alakítják a hosszú távú kamatokat. Ezek nemzetközi alakulását mutatja be a 3. ábra 2007-re. Románia, Magyarország, Észtország, Lengyelország és Lettország áll az élen a magas kamatlábakkal, vagyis ezen országok iránt viszonylag kicsi a bizalom, ami kockázati felárban ölt testet. A válság terjedésével a befektetők kockázathoz való viszonyának radikális változása tovább növelte a bizonytalanok tekintett államok kamatfelárát.

3. ábra

**A hosszú távú kamatlábak alakulása (GMU-követelmény szerint)
2007**



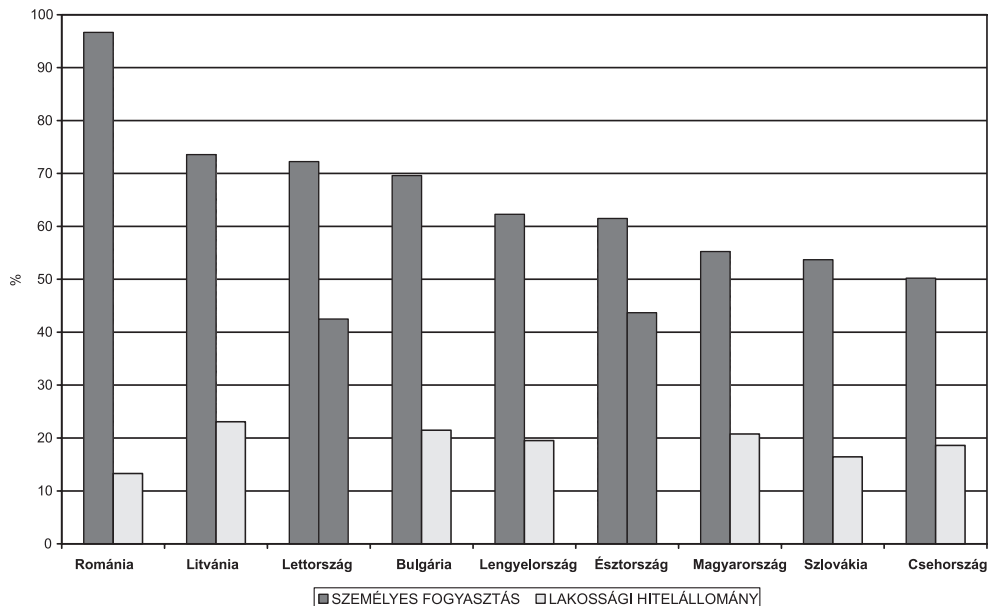
Forrás: Eurostat [2008], 186. o.

Magyarország devizaadósságának számottevő része államadósság, de az elmúlt években már nagyobb részt tesz ki a magánadósság. A jelentős arányt kitevő lakossági és vállalati devizaadósság keletkezésében is döntő volt a fiskális politika okozta belső gazdasági környezet, amikor is a magas hazai kamatok miatt sokkal kedvezőbbnek tűnt a stabilabb valutákban való hitelfelvétel; ugyanakkor és ugyanezért a lakossági megtakarítások viszont belföldi tranzakciókban realizálódtak, többek között magyar állampapírok vételében.

Az államadósság területén talán könnyebb a nemzetközi „mentés”, mint a lakoságnál. Egyszerűbb egy kormányt „megfegyelmezni” kívülről, még ha ez egy közismerten megbízhatatlan szereplő is, mint sok millió állampolgárt külön-külön. A nemzetközi pénzvilág jobban bízik egy erős kormányban, annak képességében, hogy a belső bankrendszert, s a háztartási és vállalati adókat segíteni tudja a válságban, mint egy gyengében. Ezért a magyar állam külső megsegítése javíthat az ország magán hiteleseinek helyzetén is. Ez persze nem menti a kormányzat felelősségét.

4. ábra

**A lakosság személyes fogyasztása és hitelállománya a GDP százalékában
2007. I. félév**



Forrás: MNB [2008a], 25. o.

A mai gyorsan változó nemzetközi pénzügyi környezetben az egyik – a kormányzat oldaláról is – sokat emlegetett kérdés a lakosság devizában való eladósodása, s ennek az egyéni és aggregált kockázata. A korábbiakban is bemutattuk, hogy Magyarország meggyengülése döntően a kormányzatok hibájából következett be, s a pénzügyi turbulencia ezért tudja ennyire megrázni. Hatalmas állami kiadások, jelentős államháztartási deficit, növekvő és súlyos államadósság, s mindezek következtében lassan csökkenő infláció és magas kamatok jellemzik a magyar lakosság hazai környezetét. Ma sokkal több szó esik a hivatalos közbeszédben a lakosság személyes szükségleteinek (lakás, autó, tartós fogyasztási cikkek, karácsonyi ajándékok stb.) kielégítése miatti „felelőtlen”, devizában való eladósodásáról, mint az ide vezető gazdaságpolitikáról, közösségi fogyasztásról, permanens túlelosztásról és a vissza-visszatérő sikerpropaganda alaptalanságáról. Pedig ha a tényeket nézzük, akkor magyar lakosság még mindig nem ette meg az „aranytojást tojó tyúkot”, legalábbis nem külön-külön, személyes fogyasztása részeként. És egyébként is, mi más lenne a gazdaságpolitika feladata, mint az emberek racionális viselkedését feltételezni, és olyan módon befolyásolni a makromutatókat, hogy az egyéni döntések összessége ne sodorhassa veszélybe a közösséget?

A 4. ábrából jól érzékelhető, hogy 2007 közepén a hasonló cipőben járó országokhoz képest a személyes fogyasztás szintje viszonylag mérsékelt, a GDP 55%-a. Még az osztogató időszakban, 2003-ban is csak a GDP 59%-át tette ki.⁵ Persze, az is tény, hogy az állami

⁵ MNB [2008a], 25. o.

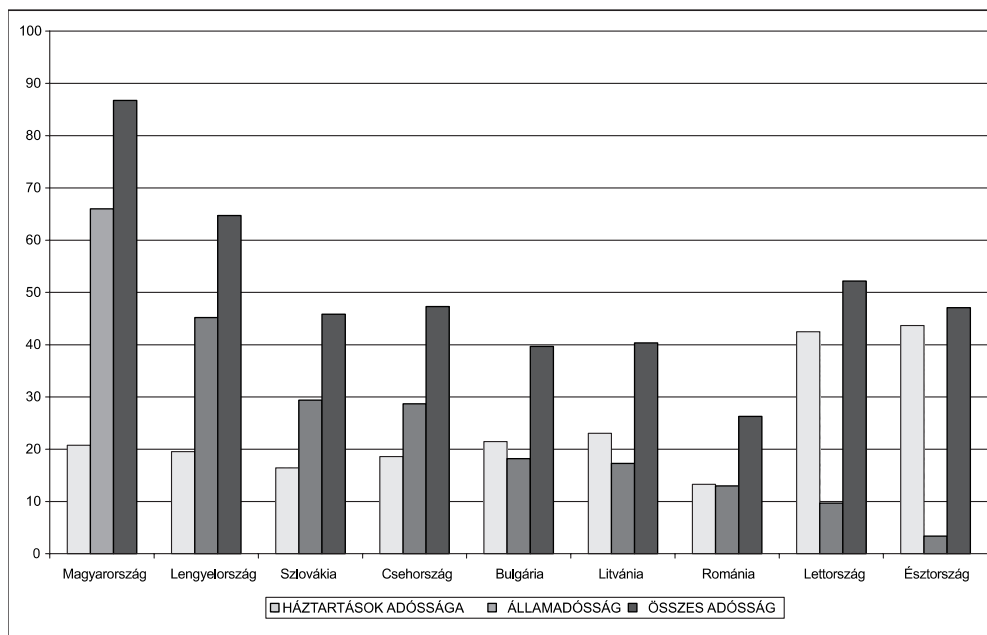
túlfogyasztás évtizedeken átnyúló magyar hagyomány. A lakossági eladósodás is csak a GDP egyötödét teszi ki 2007-ben. Ez utóbbi növekedése ugyan igen dinamikus, akárcsak az ábrán szereplő többi országban is, 2000-ben még csak a GDP 4,4%-a, s 2003-ban a GDP 12,4%-a volt⁶, de szintje még most sem túl magas az új EU-tagállamokat tekintve sem. A lakossági eladósodás persze együtt jár a pénzügyi szektor fejlődésével; lehetővé teszi, hogy az emberek kisimítsák fogyasztásukat.

A nyugat-európai országokhoz – például Franciaországhoz, Spanyolországhoz vagy az Egyesült Királysághoz képest – pedig még mindig kimondottan alacsonynak tekinthető a magyar háztartások eladósodottsága, bár a jövedelemhez viszonyított törlesztési teher már közelít az ottani értékekhez.⁷ A háztartások hitelállományának a GDP-hez viszonyított, átlagos szintje az utóbbi években az eurozóna tagállamaiban 60% körül mozog. Értéke növekvő, mivel ennek nagysága 2002-ben ugyanitt még csak a GDP felét tette ki.⁸

Ahogy az 5. ábra érzékelteti, Magyarország összességében is az egyik leginkább eladósodott gazdaság a térségben, ahogyan a sokat emlegetett államadóságot tekintve. A maastrichti kritériumok miatt ez utóbbi volt az elmúlt években a figyelem előterében, de a közelmúlt fejleményei – például a balti államokban és Bulgáriában – megmutatták, hogy a külföldről finanszírozott, mértéktelen személyes fogyasztásnövekedés és lakossági eladósodás ugyancsak jelentős pénzügyi egyensúlytalanságokat eredményezhet. Az euro feltételrendszerének meghatározásánál, a piaci erők szabályozásában és az egyének racionalitásában bízva, a magánadóságokat figyelmen kívül hagyták, csak az államra figyeltek.

5. ábra

Államadósság és lakossági hitelállomány a GDP százalékában



Forrás: MNB [2008a] 25. o. és Eurostat [2008] 181. o.

6 MNB [2008a], 25. o.

7 HOLLÓ DÁNIEL [2007], 23. o.

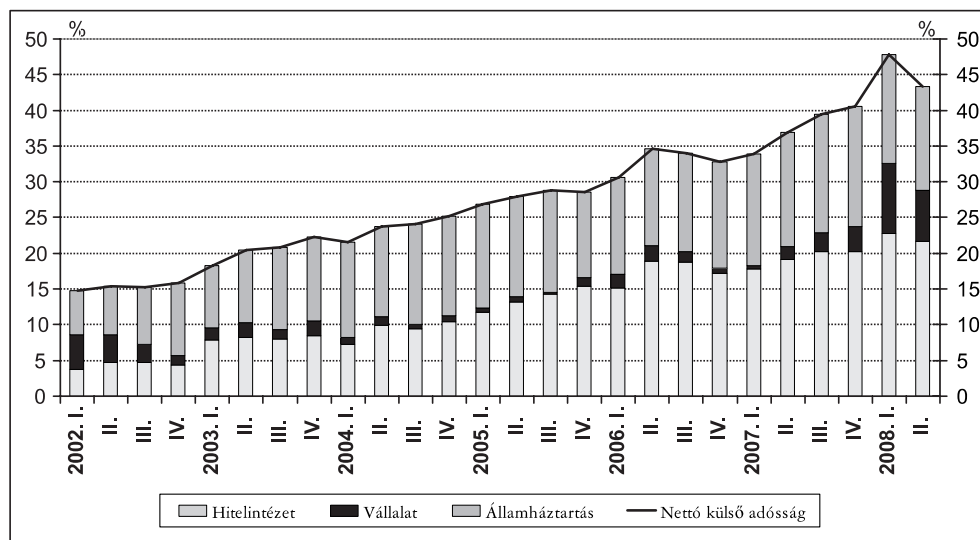
8 MNB [2008c], 57. o.

Az új tagországoknál a háztartások azonban sokszor „másképpen” viselkednek, mint az évszázados piaci hagyományokkal rendelkező gazdaságokban. A térség egyes országainak hagyományai és „belső, konstruált” valóságai új kihívásokat eredményeznek az egyensúlyi növekedés „őrei” számára. E jelenségek újabb kérdőjeleket vetnek fel a maastrichti kritériumokkal kapcsolatban. A maastrichti szemlélet bizonyos „csőlátáshoz” vezethet és vezetett. A maastrichti kritériumok esetleges teljesítése esetén el kellett volna nézni például a folyó fizetési mérlegek riasztó alakulását, ami – főként kicsi, nyitott gazdaságokban – „ösidők óta” a fenntarthatatlan növekedés „vészcsengője”. De a maastrichti kritériumokban ez nem szerepel!

Persze, a magas magyar államadósság is okkal és joggal keltett rosszallást, hiszen nagyon kedvezőtlen folyamatok eredményeként alakult így. Ezek a folyamatok járultak hozzá ahhoz, hogy a magas hazai kamatszint kialakulásával az állam „kiszorította” a lakosságot a forint-hitelek piacáról, ami veszélybe sodorta az ország külső finanszírozhatóságát. Magyarország külső nettó adóssága 2002 és 2008 között, ahogy a 6. ábrán is látható, megháromszorozódott, a GDP 15 százalékáról 45 százalékra nőtt. Ezen belül fokozatosan nőtt a pénzüintézetek, s ezen keresztül a háztartások külső adóssága, valamint 2008-ban a vállalati szféráé is.

6. ábra

A GDP-arányos nettó külső adósság



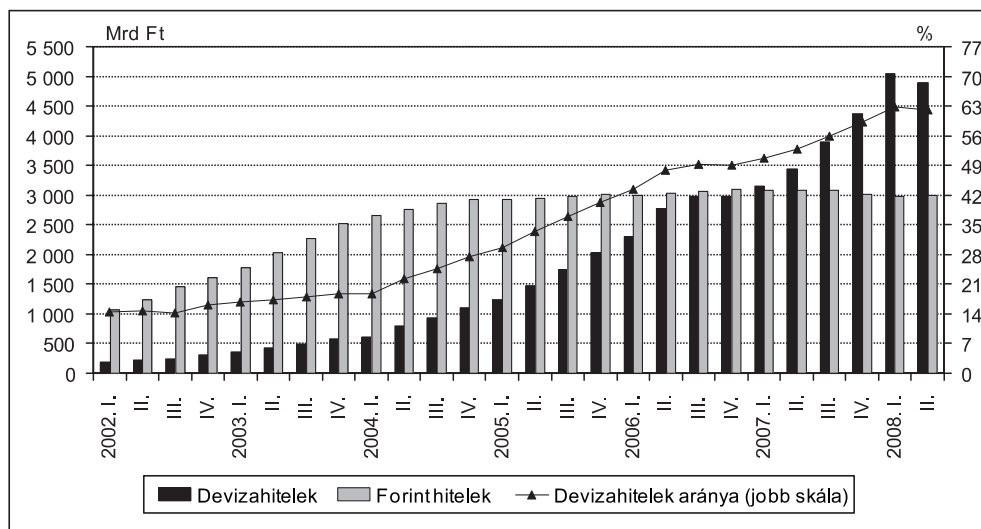
Forrás: MNB [2008c], 53. o

Az államháztartás külső finanszírozási igénye 2002-ben a GDP 6 százaléka körül volt, s ez 3 év alatt közel két és félszeresére, a GDP 14 százalékára emelkedett. Ekkor, 2005 végén haladta meg ezt a hitelintézeti szféra külső adóssága. Az állami túlköltekezés terheinek nagy részét a belső megtakarítások fedezik, ugyanis az állampapírok közel háromnegyede

belföldi kézben van. 2008-ban az „állampapír-portfólióban a külföldiek részaránya június végén 27 százalék volt, jellemzően az államkötvény befektetéseket preferálták. A hazai állampapír-befektetők között két nagy szektort lehet azonosítani, a hitelintézeteket és pénzügyi alapokat, valamint a biztosítókat, nyugdíjpénztárakat. Összesen ők adták a hazai állampapír tulajdonosok közel 73 százalékát június végén.”⁹ A háztartások belföldi pénzintézeti megtakarításai, nyugdíjpénztári befizetései és biztosításai ellentételezik az állam túlköltekezését, s jelenleg ők is viselik az állampapír-portfólión keletkező veszteséget.¹⁰

7. ábra

A háztartások hiteleinek denominációs szerkezete



Forrás: MNB [2008c] 58. o.

Az elmúlt három évben a lakosság forintban való hitelfelvétele nominálisan nézve szinten maradt, a valutában való pedig fokozatosan emelkedett. Témánk szempontjából jellemző, hogy a forinthitel-felvétel nominális változatlanóságát is csupán az biztosította, hogy az állam általa fontosnak tartott csoportoknak jelentős támogatást nyújtott a forintban denominált lakáshitelekre. A „felelős” forintadósok túlnyomó többsége csak azért választotta a hazai valutát, mert így az adófizetők vásárolták meg neki lakása egy részét. Az elmúlt két évben a devizahitel-felvétel meghaladta a hazai valutában denominált hitelek növekedését. Ugyanakkor a lakosság összességében többet takarít meg, mint amennyi hitelt felvesz, tehát nettó megtakarító. A jelzett okok s az ezekből fakadó kamatkülönbségek miatt vált ketté a belföldi megtakarítás és a külföldi hitelfelvétel. A 7. ábrán jól látható a

9 MNB [2008c], 34. o.

10 „A hozamemelkedések piaci alapon leértékelték az állampapír tulajdonosok portfólióit... Az állampapír-portfóliókat közvetlenül vagy különböző befektetési csatornákon közvetve birtokló befektetők jelentős veszteségeket szenvedtek el.” (MNB [2008c], 35. o.)

devizahitelek részarányának növekedése a lakossági hiteleken belül. A lakossági hitelek legjelentősebb tétele a lakásvásárlásokhoz kapcsolódik, kisebb részben autóvásárláshoz és szabad felhasználáshoz. Fontos elem, hogy a hitelek több mint 60 százaléka jelzálogfedezettel rendelkezik.¹¹

A devizahitelek növekvő részaránya nyilván érzékenyebbé teszi a hitelfelvevőket az árfolyamváltozásokra. A részletesebb vizsgálatok rámutatnak erre és más kockázati tényezőkre is. *„A sok nélküli esetben a háztartásoknak kb. 2,2–4,2 százaléka tekinthető veszélyeztetettnek, ők birtokolják azonban a portfólió 5,7–12,9 százalékát. A legszélsőségesebb forgatókönyv esetén (500 bázispontos forintkamat-emelkedés, 30 százalékos árfolyam-leértékelődés) a kockázatos háztartások részaránya közel duplájára nő, míg a birtokukban levő kockázatos hitelállomány a sok nélküli állapothoz képest kb. 6-10 százalékponttal emelkedik... a foglalkoztatás csökkenése és a kockázatiprémium-sokk egyidejű bekövetkezése várhatóan 8,6 és 12 százalékpont közötti mértékben növelné a kockázatos adósság arányát, így a kockázatos hitelállomány várhatóan 14,3 és 24,9 között alakulna.”*¹²

Az idézett elemzés szerint még a „legrosszabb” forgatókönyv szerinti helyzetet is biztonságosan tudná kezelni mind a magyar bankrendszer egésze, mind az egyes bankok. Már csak azért is, mivel *„a nemzetközi szinten konzervatív ingatlanérték-arányos finanszírozási hányad következtében a fedezetként bevont ingatlan értékesítésével a hitelezési veszteségek számottevően csökkenthetők.”*¹³ Szerencsés emellett, hogy nálunk nem alakult ki ingatlanbuborék, nem úgy, mint Romániában, Lengyelországban és Oroszországban, s mint korábban az Egyesült Államokban. A magyar helyzet ebben is alapvetően más, mint a válságot kirobbantó Egyesült Államoké. De még inkább számítani lehet arra, hogy az adósok – kritikus helyzetben – maguk tesznek további erőfeszítéseket a hitelek fizetésére, hogy elkerüljék a jelzálogok elárverezését. 2008 első felében még nem mutatkozott lényeges változás a visszafizetési, törlesztési arányban, a 90 napon túli lejárt követelések aránya 2,5 százalék, s jobb, mint a vállalati hitelek 3-4 százalékos értéke.¹⁴

A jelen viharai azt is mutatják, hogy az említett elemzésben jelzett „legrosszabb” eset esetleg nem is a legrosszabb eset – egy valutaválság legalább 40-50 százalékos leértékelődéshez vezetne, vagy még rosszabbhoz. Egy ilyen forgatókönyv bekövetkezte igen-igen súlyosan hatna a magyar gazdaság minden szereplőjére. Ezt mindenképpen el kellene kerülni – de talán még most sem eléggé világos mindenki számára az ilyen katasztrófa veszélye. Magyarországon évekig senki sem készült fel arra, hogy a rossz állapotban lévő gazdaságban valóban baj lehet.

Az elmúlt évek áttekintése azt mutatja, hogy a lakosság egésze racionálisabb és mértéktartóbb gazdasági magatartást követett, mint állama. Összességében nettó megtakarító, a felvett hitelek zöme mögött vagyon és vagyonnövekedés áll (lakás, autó), ami fedezetet is jelent. Az adósok elsöprő többsége rendszeren teljesíti kötelezettségeit. A gazdasági, társadalmi, kormányzati környezet „teremtette” világ persze ilyen vagy olyan döntési peremfelteteleket jelent. Nem véletlen, hogy míg Magyarországon 2004–2006 között a háztartások

11 MNB [2008c], 58. o.

12 HOLLÓ DÁNIEL [2007], 26–27. o.

13 HOLLÓ DÁNIEL [2007], 29. o.

14 MNB [2008c], 26. o.

hiteleinek 42,7 százaléka idegen valutában történt, addig Szlovákiában csak 1,7(!) százaléka; Csehországban pedig még ennél is kisebb az arány.¹⁵

A gondokat sokkal inkább a követett gazdaságpolitikában kereshetjük. A kétezres években állami szinten folytatódott a legrosszabb hagyományokat idéző, paternalista osztogatás, a reformokat kerülő, a szavazatokra és a népszerűségekre koncentrálnó sodródás. Ha visszagondolunk Antal Lászlótól kölcsönzött címünkre: „Mi változott s mi nem”, akkor sajnos a válasz világos. Talán annyi, hogy rosszabb lett a helyzet: jóval gyengébb most Magyarország, mint az ezredfordulón.

KI KIT MENTSEN/MENTHET MEG – ÉS MITŐL VAGY KITŐL?

A jelenlegi nemzetközi pénzügyi válság egyik döntő eleme, hogy a mikroszinten felelőtlen hitelezési és hitelfelvételi gyakorlat externális hatása makroszinten sokkal nagyobb károkat okoz, mint az egyedi veszteségek összessége. Ez a hatás és kumulált kár most nemcsak egy országban vagy régióban eredményez egyelőre fel nem mérhető gondokat, de az egész, globális világgazdaságban is. Ez persze visszahat az egyéni hitelezők helyzetére – nemcsak a felelőtlen háztartásokéra, hanem mindegyikére.

Magyarország országgockázata 2008-ban a legrosszabbak között található, s ez a követett fiskális politika következménye. A belső körülményeket és a nemzetközi tendenciákat figyelve azt mondhatjuk, hogy összességében a magyar lakosság zöme racionális módon és mértékben használta a hitelpiaci lehetőségeket. Persze, a monetáris kondíciókat szintén befolyásolta a fiskális politika helytelen menete, s maga terelte a devizahitelek felé. A magyar kereskedelmi bankok is prudens hitelpolitikát követtek, nemzetközileg korrekt standardok szerint jártak el. A kormány helytelen gazdaságpolitikája, a hatalmas országgockázati felár teheti tönkre az egyes háztartásokat, azok fizetik, fizethetik meg az elmúlt évek árát – kamatostul.

Az általános válságmenetrenddel szemben, ahol a mikroszintű felelőtlenség összességében nagyobb kumulált nemzetgazdasági veszteséget eredményezhet, Magyarországon most a makroszintű felelőtlenség szóródik szét az egyéni hitelfeltevők között, azok fizetnek magas felárat, valamint adókat. Ez jóval több lehet, mint egy másik országban, amely jobban vigyázott a gazdaságára, mondjuk Szlovéniában, Szlovákiában, ahol eljutottak az euróig, ami minden állampolgárnak sokkal nagyobb biztonságot jelenthet még ilyen viharos időkben is.¹⁶ Az euro bevezetéséhez szükséges feltételek megteremtésének semmibevétele az elmúlt évek egyik legsúlyosabb hibája volt. A „fertőzési csatorna” nálunk felülről halad lefelé, s nem fordítva. A devizahitelek iránti jogos „büntudat” akár magyarázhatná is a kormány „mentőövyújtó” szándékát, bár kétséges, hogy ez lenne a motiváció. De a büntudat sokkal több állampolgár iránt jogos.

A hibás fiskális politika, az országba vetett bizalom megrendülése, a hatalmas államadósság finanszírozási súlya azonban a fent jelzett módon nem csupán ezt a meghatározott

¹⁵ DARVAS- SZAPÁRY [2008], 24 .o.

¹⁶ Persze az euro önmagában nem old meg minden gondot, különösen akkor nem, ha a nominális konvergencia feltételek „pillanatnyi” teljesítése mellett a reál konvergencia részleges, valamint a fenntartható növekedéshez szükséges reformok még hiányoznak, vagy befejezetlenek.

réteget sújtja, sújthatja, hanem gyakorlatilag minden magyar állampolgárt, akár több generáción át is. Az elmúlt évtized felelőtlenségének köszönhetően, a kormányzat kénytelen radikálisan restriktív politikát folytatni egy várhatóan amúgy is súlyos recesszió előtt. Ezért nálunk még súlyosabb visszaesésre lehet számítani, mint amelyet egyébként várhatnánk ebben a nagyon nyitott gazdaságban. A forinthitelesek legalább ennyire érzik a kétségbeesetten magas kamat terheit, a vállalati szféra mind forintban, mind devizában szintén rendelkezik hitellel, s nincs könnyű helyzetben. Az import radikális megdrágulása sem válogat a hatásában. A terjedő pénzügyi bizalmatlanság, a reálszféra stagnálása, visszaesése mindenképp érinthet. A kétségtelenül szükséges bank- és betétbiztonságot támogató lépéseket, ha beváltásukra sor kerül, valakinek majd meg kell fizetnie. S mindez a költség és következmény akkor is megjelenik, ha olyan szerencsések és ügyesek lennénk, hogy nem történik velünk ennél is sokkal nagyobb baj.

A legfontosabb most éppen ez, a mostaninál is nagyobb gond kialakulásának elkerülése, amelyhez átfogó lépésekre van szükség, s nem az egyes csoportokat érintő – felelőtlen – ígéretekre. Leglényegesebb a forint stabilizálása, az államcsőd elkerülése, a fiskális politika hiteles fordulata, a reformok stratégiai elindítása és megvalósítása. Mindezekhez és mindezeket keresztül meg kell szerezni a külső és belső bizalmat, vagy legalábbis megindulni felépítésének útján. Mindehhez többek között Antal László munkái adhatnak útmutatót.

Épp elég bajt okozott eddig is a fiskális politika, ideje lenne, hogy azzal foglalkozzon, ami a valóságos feladata: a felelősségteljes kormányzással. Igen komoly a helyzet, minden gazdasági szereplőt keményen fog érinteni, s mindenkinek a saját szférájában, a maga helyén kell megtennie, amit lehet és amit kell.

Az államnak a válság stratégiai kezelése, saját területének rendbe tétele a dolga. Olyan feltételeket és ösztönzőket kell teremtenie, hogy a bankok körültekintően hitelezzenek, a vállalatok fokozzák hatékonyságukat, és senki se költskezzen túlságosan. Az államnak nem ígérgetni kell a háztartásoknak és vállalatoknak, mert ez tovább növeli az államon való függést, és nem ösztönöz felelősségteljes viselkedésre. Különösen nem helyes úgy felpuhítani az adósok költségvetési korlátját, hogy a kormányzat hatalmi szóval felpuhítja a hitelezési rendszert, s ennek árát az elvileg független bankokra terheli. Jótékonykodni a saját pénzünkből illik, s nem úgy, hogy pisztolyt fogunk egy arra járó fejéhez, ezzel kényszerítve az adakozásra, s büszkén várva a hálálkodást.¹⁷ Mint a bankszövetség elnöke az aláírást követően elmondta, „*a bankszféra nem szorgalmazta annak létrejöttét, sőt, csak a kormány erőteljes nyomására fogadták el azt*”.¹⁸ Aztán persze könnyű mindezt elfelejteni, és arról panaszkodni, hogy nem fektetnek be Magyarországon a külföldi vállalatok, vagy esetleg elviszik innen leányvállalataikat.

Amúgy a pisztoly persze gumiból van, csakúgy, mint a megállapodás. Aminek a lényege annyi, hogy a bankok az üzletpolitikájukban, üzleti gyakorlatukban, a rájuk vonatkozó szabályok keretei között figyelnek az ügyfeleikre. Mint a „nagyszabású” megállapodás leszögezi: „*a pénzügyintézetek képesek és készek arra, hogy a devizaalapú hitelnél szükség szerint*

17 Lassan szokássá válik, hogy „ideiglenes” külön adót, bankokat sarcoló, extra adót vetünk ki Magyarországon a „rablótökére”. Mi már régen feltaláltuk a „Robin Hood-adót”. Ne felejtjük, hogy Robin Hood mégiscsak egy rabló volt. Igaz, hogy a gazdagokat célozta meg, de a kormányoktól eltérően, ő még csak a gazdag emberektől tudott pénzt elvenni. Azóta fejlődött a világ.

18 *Kormányzati nyomásra sincs ingyenebéd*, www.index.hu, 2008. november 7.

*alkalmazzák azokat a pénzintézetek üzletpolitikájában jelenleg is meglévő elemeket, amelyek csillapítják a nagymértékű árfolyam-ingadozásoknak az ügyfelekre gyakorolt, kedvezőtlen hatásait.*¹⁹ Nyilvánvalóan a bankoknak is az az érdeke, hogy fizessenek az adósok, hiszen mindenkinek az a legrosszabb, ha el kell árverezni a lakást vagy az autót.

A kormány állítása szerint a devizahitelek esetében a nagymértékű árfolyam-ingadozásoknak a banki ügyfelekre gyakorolt, kedvezőtlen hatásait szeretné a bankokkal csillapíttatni. De mit is teszünk, tehetünk a magyar kormány fiskális politikájának, túlköltésének a saját állampolgáira gyakorolt „kedvezőtlen hatásával”?

Paternalista államunk, régi reflexeket követve, minden gondolkodás nélkül nyúl utána egy adódó érdekcsoportnak, politikai peccsenyjét sütögetve, szavazatokban bízva. Ha már nincs mit szétosztani, akkor a pénzügyi szféra terhére próbál a kormány ígéretetni. Szegény devizahiteleseknek most már csak 30 százalékkal kell alacsonyabb törlesztőrészetet fizetniük, mint azoknak, akik forintban adósodtak el! Nem kérdés, hogy azonnal segíteni kell nekik! A mentőöv persze tömör vasból van, segítheti az adósságban való elsüllyedést. Például az adósok december 31-ig plusz költség nélkül átválthatják forinthitelre svájcifrank-alapú hitelüket. A magyar alapkamat a hiteltelen fiskális politikánk tükreként 11,5 százalék, ugyanakkor a svájci franké lecsökkent 1,75 százalékra. Átválthatják, ha akarják – de a háztartások általában racionálisan döntenek.

A háztartásoknak és a vállalatoknak, valamint a bankoknak is szembe kell nézniük a nehezebb helyzettel, és racionálisan alkalmazkodniuk kell. Ez az ő feladatuk, bár – ismerve az elmúlt évtizedeket – mindenki az állam felé nyújtja majd kérő kezét. Az osztogatást azonban hitelből fedeztük, s emiatt tartunk itt, ahol tartunk. A mostani helyzetben a korábbi hitelek finanszírozása is igen kétséges, nemhogy az újabbakkal való növelése. Ha nem lesz hiteles fiskális politikai váltás, akkor államesőd és a forint összeomlása következhet be. Ez mind a háztartásokat, mind a vállalatokat sokkal nehezebb feltételek közé sodorná, mintha most önmaguk erejéből mindent megtennének a válság következményeinek kezelésére. A kormány „megmentjük a devizahiteleseket” típusú ígéretei éppen az elkerülhetetlen, egyéni felelősség és cselekvés ellen hatnak, halványra betegítve az *elszántság természetes színét*. Eközben pedig – akarva-akaratlan – saját valódi felelősségéről és tennivalóiról is eltereli a figyelmet.

Nem meglepő, hogy a kormány határozott, „tuti” mentőötlete a lakossági devizahitelesek megmentésére sehol sem okozott nagy örömet. A nemzetközi intézmények 2008 novemberében, az Európai Unió tagországainál nem éppen tipikus esetként, hatalmas pénzügyi segítséget biztosítottak Magyarországnak számára. Miközben a kormány a válság hullámain megmentőként próbál feltűnni, maga és az ország szorult megmentésre. A külső segítség elkerülhetetlennek tűnt, de ennek sokféle ára van és lehet. Semmi sincs ingyen! A kreatívan könyvelő és kommunikáló kormány eddig sem igen növelte az ország jó hírét. A „nemzetközi klub”, ha már egyszer befogadta Magyarországot, nem hagyhatja cserben, mivel ezzel a klub egészének hitelességét veszélyeztetné. Megmenti, ha tudja, de nehezen felejt, akárcsak a pénzvilág és a hitelminősítők.

A változatlan populista szlogeneknek éppen a hosszú távú hatásai lehetnek a legkárosabbak. A kormány nem a saját dolgával foglalkozik, nem az önmagára vonatkozó tanulságokat

vonja le. A károkozó a kármentő mezében kíván feltűnni, előző minőségét elhomályosítani, azonban ezzel újabb károkat okoz. Az adósokat saját felelősségérzetükben gyengíti az állam látszólagos mentőöve. A kis- és középvállalatok versenyképességét a már régebben odaígért, valamint az infrastruktúra-fejlesztésből elvont EU-támogatások pótolják. A brüsszeli támogatásokat már igen sokféle mezben odaígérték. Korábban a dinamizálást, megugró növekedést, most a túlélést vizionálják – más pénzből. Pedig mind a kettőhöz csak segítséget nyújthatnak a vállalkozói hitelek; a kulcs csak az egyéni vállalkozó, illetve a háztartások kezében van és lehet. A hiteleket vissza kell fizetni, akár háztartás, akár vállalat, akár az állam az adós. Meg azt sem szabad elfelejteni, hogy az Európai Unió is a tagok pénzből oszthat vissza, itt sincs ingyenebéd. A kormányzat ilyen magatartása megerősíti azokat a reflexeket, normákat, amelyek fenntartják az ország alacsony versenyképességét és az adófizetők alacsony arányát.

Mai helyzetünknek sokféle tanulsága is lehet, lehetne. A kormány és a politikai elit miatt többször táncolt már Magyarország az elmúlt évtizedekben a katasztrófa szélén, de eddig – így vagy úgy – elkerülte a legrosszabbat. Ennek ára és fedezete a külföldi eladósodás, következménye az ország hitelvesztése és a lemaradása. A politikai elitre nem jellemző a jó értelemben vett tanulékonyosság. Eddig azt tanulta meg, hogy a felelőtlenség következményeit másra lehet hárítani. Az állampolgárok széles köre s több generációja fizeti e „tanulatlan-ság” árát. Az ország egyelőre ismét külső mentőövet kapott; nem lenne szabad felelőtlenül félreértelmezni a lélegzetvételt. Ha tényleg fel kell használni, vagy felhasználjuk a hatalmas hitelösszeget, az vagy nagy bajt jelent, vagy az „amit lehet, elköltünk” jelszavú, felelőtlen politika továbbélését.

Antal Lászlónál kevesen ismerték jobban a magyar fiskális politika természetét, a magyar politikai elit „jellemét”. Mégsem Jónásként járta útját a magyar Ninivében, nem katasztrófát jósolt. Pedig az elkeseredés, az évtizedes tehetetlenkedések sokszor előcsalják már a „*nekünk Mohács kell*” érzést, hogy végre magunkhoz térjünk. De ő jól tudta, hogy Mohács után nagyon sanyarú 150 év jött, megosztott Magyarország és hanyatlás. Antal rendíthetetlenül hitt az emberek, a politikusok jobbik énjében, s ehhez erőt saját magából merített újból és újra. Nem Jónás „*mord lelke*”, hanem az Úr megbocsátása hatotta át. Ő is várta, vagy legalábbis remélte, hogy számtalan írása, elemzése, „*szava kicsírázik mint a jó mag ha termőföldre hullott, s pislog mint a tűz mely titkon kigyulladt*”²⁰. Bízunk mi is abban, ahogyan ő tenné, hogy végre mindenki a maga dolgát fogja végezni, s nem a felelőtlen ígéretések és az azokra várás egymást erősítő körének útvesztőjébe bolyongunk tovább. Most nem ennek az idejét éljük, s a pénzügyi vihar villámai talán még megvilágosodást is hozhatnak.

IRODALOMJEGYZÉK

- ANTAL LÁSZLÓ [1979]: Fejlődés kitérővel. Pénzügykutató Intézet, Budapest
- ANTAL LÁSZLÓ [1985]: Gazdaságirányítási és pénzügyi rendszertünk a reform útján. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- ANTAL LÁSZLÓ [1988]: Hogy többé ne ismétlődhessen meg (A hetvenes évek ellenreform-folyamatának értékeléséhez). *Valóság*, 5. szám, 25–33. o.
- ANTAL LÁSZLÓ [1999]: Nemzetközi pénzügyi válság és a hazai gazdaságpolitikai dilemmák. *Gazdaság XXXII. évf.*, 1999. 2. szám
- ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest.
- ANTAL LÁSZLÓ [2007]: Mi változott és mi nem? Reformhullámok és stagnáló szakaszok váltakozása Magyarországon. In: MURAKÓZY L. (szerk.) [2007] 48–79. o.
- ANTAL LÁSZLÓ [2008]: Reformok – várakozások – determinációk. Előadás „A jelen a jövő múltja. Járatlan utak – járt úttalanságok” című konferencián, Debrecen, 2008. március 28.
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008]: Az euroövezet bővítése és eurobevezetési stratégiák. Argenta Zrt., Budapest
- EATWELL, JOHN [2007]: Risk Management and Systemic Risk. In: ESTRIN, SAUL–KOLODKO, W. GRZEGORZ–UVALIC, MILICA (szerk.) [2007], 247–262. o.
- ESTRIN, SAUL–KOLODKO, W. GRZEGORZ–UVALIC, MILICA (szerk.) [2007]: Transition and Beyond. Essays in Honor of Mario Nuti. Palgrave MacMillan, Houndsmill, Hampshire és New York
- Eurostat [2008]: European Economic Statistics 2008. Eurostat, Luxemburg
- IMF [2004]: Financial Sector Regulation: Issues and Gaps. International Monetary Fund, Washington D.C.
- HOLLÓ DANIEL [2007]: Háztartási eladósodottság és pénzügyi stabilitás, félünk kellene. MNB-szemle, 2007. november, 22–29. o.
- KOLOSI TAMÁS–TÓTH ISTVÁN GYÖRGY (szerk.) [2008]: Társadalmi Riport 2008. TÁRKI, Budapest
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle* LV. évf., 7–8. szám, 573–621. o.
- LÁMFALUSSY SÁNDOR [2008]: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest
- MNB [2008a]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyar Nemzeti Bank, 2008. március, Budapest
- MNB [2008b]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Magyar Nemzeti Bank 2008. április, Budapest
- MNB [2008c]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Magyar Nemzeti Bank 2008. október, Budapest
- MURAKÓZY LÁSZLÓ (szerk.) [2007]: Fecseg a felszín és hallgat a mély. Tudatok és tudatalattik a gazdaságpolitikában. Akadémiai Kiadó, Budapest
- TANZI, VITO [2007]: Complexity and Systemic Failure. In: ESTRIN, SAUL–KOLODKO, W. GRZEGORZ–UVALIC, MILICA (szerk.) [2007], 229–246. o.
- OHNSORGE-SZABÓ LÁSZLÓ–ROMHÁNYI BALÁZS [2007]: Hogy jutottunk ide: magyar költségvetés 2000–2006., *Pénzügyi Szemle* 2007/2. szám, 239–285. o.
- Pénzügyminisztérium [2008]: Megállapodás a devizaalapú hitellel rendelkező hitelintézeti lakossági ügyfelek részére rendelkezésre álló, a törlesztési összegek emelkedéséből adódó terhek mérséklését célzó pénzügyi eszközökről, www2.pm.gov.hu, 2008. november 9.

KOVÁCS JÁNOS MÁTYÁS

A terv tudója

(Antal László „*Rendszerünk*”-jét olvasom)

A „Részvétem” topicindítóra *bad boys* így felel: „*Undorítóak vagytok az erőszakosságokkal, dolgozzatok inkább! Vagy tünjetek el Ibizára!*” Hm. Név (és ironia) nélkül érkezik a válasz: „*Csá! Ha részt akarsz venni 1 millió forint és egy ibizai út sorsolásában, itt a lehetőség. Küldd el a VFT 14740 üzenetet a 06 90 619 919 telefonszámra, és automatikusan bekerülsz az első 100 közé.*” Majd valaki a tisztelők sorából: „*Remélem, sokan vannak még, és a jövőben is lesznek ilyen reálishan, kreatívan gondolkodó emberek. Nyugodjon békében.*” Ráerősít egy szomorú bennfentes: „*Még az ő mája se bírt el mindent. Ahogy Cseh Tamás írta: »Az új mechanizmus kulcsembere voltam, és most itt végzem egy presszóban holtan, s a pohárban minden érdemjelem...« Pedig tehetséges ember volt. Nyugodjék békében.*” A sort ellenséges hang zárja: „*Elvitte a devla. Jó nagy káoszt csináltak. Hányan vannak még?!*”

Internetes portál bejegyzéseit böngésem, Antal László halálhírére reagálnak az olvasók. Nem hinném, hogy zavarnák e sorok. Az erőszakosság, az ingyeneledés és a káoszteremtés sunyi vádpontjait jól ismerte még a pártállami időkből, később pedig azt is megszokhatta, hogy mellőzik, sőt, mint „neoliberális károkozót”, jó néhányan legszívesebben melegebb éghajlatra küldenék. Széttárná a kezét, furesán megfeszülő ujjakkal, álmosan alulról fölfelé pillantana (mindig kialvatlannak láttam), és zavartan, csöppet szomorúan elmosolyodna. Ha meggondolom, a barátok meleg hangú visszaemlékezéseit¹ lapozgatva sem érné különösebb meglepetés: tudnia kellett, hogy szeretik, féltik (leginkább saját magától), katedra nélküli tanárúknak tartják, néhányan harcostársúknak is, éles eszű, sziporkázó, nagy tudású embernek. De tudósnak többnyire nem.

Bevallom, én sem hittem annak. Lehorgonyoztam egy előítéletnél. Szégyellem, de meg kellett halnia, szörnyen korán, hogy kezdjen megváltozni a véleményem. Előítéletemet egészen az elmúlt hetekig utóítéletnek véltem, hiszen számtalan tanulmányát, interjút olvastam, előadását, vitahozzászólását hallgattam, beszélgettünk is néhányszor, bár nem voltam bizalmasa. Tekervényesen is tiszta érveit, ötletkavalkádjait kedveltem, ám rendetlennek, mi több, redundánsnak éreztem tudományos beszédmódját. Sejtettem, hogy többnyire igaza van, becsültem hihetetlen munkabíráásáért, annál inkább zavart, hogy miért hányja gyakran a tényeket számolatlanul egymásra, és miért nem bizonyítja állításait, legalább néha, pedánsan. Miért tette volna? – így is hittünk neki. Dacára annak, hogy minden héten megjósolta a magyar gazdaság hanyatlását, alkalmasint a teljes összeomlást. Performanszaival egyszerűen elvárásolta közönségét.

1 L. BOKROS LAJOS: A reformer értelmiség szellemi atyja; CSILLAG ISTVÁN: Az antihős ránk hagyta kardját; LENGYEL LÁSZLÓ: A reformköztársaság bujdosó elnökének halála; VÁRHEGYI ÉVA: Hitek és kételyek között <http://www.penzugyutato.hu/hu/node/414>

Nem én voltam az egyetlen, aki a nyolcvanas években a radikalizálódó reformközgazdász ideáltípusát látta benne, a politika és a tudomány között ingázót, aki egyszerre tudott kormánytanácsadó, sőt -tisztviselő és ellenzéki lenni anélkül, hogy súlyos tudathasadásban szenvedett volna.² Tartottam tőle, hogy idővel nem lát majd ki az általa szállított hírekből, elvakítják saját megérzései, és elméleti építményei összeroppannak a hangyaszorgalommal gyűjtögetett *anecdotal evidence* súlya alatt. Amikor a kulisszák mögül kiszólva arról számol be, mit mondott legutóbb *Havasi* elvtárs a KB-ülésen, maga is lesüllyed felvigyázói szellemi színvonalára, s előbb-utóbb egy keresleti görbe is a harctéri tudósítás nyelvén szólal meg a tolmácsolásában. Laci (hagyjuk a Lászlót, senki se hívta így) nem szerette, amikor ilyeneket mondtam neki, írtam róla. Én meg észrevettem, hogy egy idő után inkább csak hallgatom őt, kitartó élvezettel, de már alig olvasom műveit. Bele-belepillantottam abba, amit írt, de tudni véltem, mi lesz a slusszpoén, így hamar letettem az „anyagot”. Szándékosan használok a szót, mert cikkei, tanulmányai gyakran hordozták magukon a hivatali előterjesztések stílusjegyeit. Nem hittem, hogy okos mondatai bölcs gondolatmenetekké állnak, állhatnak össze a papíron.

Polcon porosodva

Mostoha sors várt ezért *Gazdaságirányítási és pénzügyi rendszerünk a reform útján* (továbbiakban: *Rendszerünk*) című könyvére is az íróasztalomon. „Szabályozóalku”, „restriktív spirál”, stb. – tudjuk már jól, elmondta százszor, megírta cikkeiben, most rágjam át magam 360 oldalon? Valaki biztosan szekálta, hogy adja már be a kandidátusját; összerakta néhány tanulmányát, előszó az elejére, némi összekötő szöveg, kis politikai pikantéria (*Pulai Miklós* fél-elegánsan elhatárolódva védi meg a bevezetőben), ismerjük az illetet, átlapoztam a kötetet, itt-ott lecövekeltem a szövegben, majd elolvasom később, ha nagyon kell.

Hát most kellett. Huszonhárom esztendővel a könyv megjelenése után. Ha nem is furdalt, de piszkált a lelkiismeret. Ez volt ugyanis Laci fő műve a létező szocializmusról, legalábbis szándéka szerint. Az asztalról már rég a polcra száműztem a csúnyácska, piszkoszöld-sárgásbarna KJK-terméket, ott porosodott a reformközgazdaságtan számos művelőjének hasonló kinézetű kiadványai mellett. Amikor Lacit idéztem, inkább a *Fejlődés – kitérővel* vagy a *Fordulat és reformot* forgattam, ha szemléltetni próbáltam a magyar reformgondolat ívét a nyolcvanas években. Félve nyúltam a *Rendszerünkhöz*, a látszat ellenére nem kenyerem elhunyt kollégáim leckéztetése. A szerencsés utókor elviselhetetlen könnyűségével persze.

Máris rácáfolok magamra. Rémes cím, teli reformeri centizgetéssel: búbánatos, hosszú, ott virít benne az álkollektív „ünk” meg a kádári „út-ján”. És mit keres az az „és” a közepén? Talán a pénzügy nem a gazdaságirányítás része? Vagy csak még nem az? Ámde tegyük túl magunk ma már nevetséges főbiáinkon, és vessük fel az eszmetörténet-írás obligát kérdését: maradandó-e az alkotás? Ha tárgya nem is, a mű vajon túlélte-e az elmúlt negyedszázadot?

Amennyiben egy mai diákomnak adnám fel a könyvet (nem merem), hevesen tiltakozna. Ha mégis belenézne, félek, unalmas hősköltevénynek érezné, amely egy ósrégi operettháború mindennapjairól tudósít, avittas nyelven. Mi az, hogy „indirekt irányítás” –

2 L. Kovács J. M.: A reformalku sűrűjében. Vita a reformreformjáról, *Valóság*, 1984/3.

kérdézné – és a „decentralizált” hogyhogy nem „indirekt”? Miért akkora durranás a „szabályozólebontás” fogalma? Hogyan lehet ilyen piszlicsáré, nyilvánvalóan politikai töltetű terminológiai kérdésekről több száz oldalon terjengeni? Jó, jó, az állami szabályozás a fő téma, de sehol egy képlet, sehol egy modell, pedig egyfolytában alkuról értekezik a szerző. Hol marad a szereplők pontos körülhatárolása, a stratégiák osztályozása, a nyereségek-veszteségek becslése, a lehetséges koalíciók értékelése? A számtalan jegyzet azt mutatja, hogy Antal rengeteget olvas (magyarul), játékelméleti művet azonban egyetlen rövid cikken kívül hiába kerestem az általa idézett források között. OK, ne legyünk maximalisták – enyhülne meg egy pillanatra –, az „őskorban” nem volt még kötelező ez a módszer az ökonómiában. Ez esetben azonban miért nem hivatkozik a szerző az állami szabályozás elméletének máig ható nagyjaira, például *George Stiglerre*? Csak nem akkor fedezte fel magának a chicagói Nobel-díjast, amikor annak pár évre rá magyar nyelvű kötete is megjelent? *Public choice* is volt már akkoriban: vagy nem arra célozgat Antal unos-untalan, hogy a politika is hasznos maximalizál? Ez a *Rendszerünk* legalább olyan reménytelen ügy, mint amiről szól. A nyolcvanas évek magyar gazdaságtörténetét egyszer majd feltárni kívánó krónikás számára talán kincsesbánya lesz, nekem itt és most legfeljebb egy kihűlt meddőhányó – fejezné be indígnáltan a ma huszonéves közgazdászhallgató.

Meggyőzni nem fogom tudni az ellenkezőjéről, még akkor sem, ha önmagam, ki akkortájt hasonló (bár jóval szelídebb) fenntartásokkal éltem, sikerülne is. Engem az anno nyugatinak hívott közgazdaságtan ignorálása mellett legalább annyira bosszantott, hogy milyen békés, helyenként illedelmes Laci hangja a könyvben. Persze tudtam, hogy mindig is túl szerény volt ahhoz, hogy ádáz legyen, mindazonáltal több merész megállapítást, vagy legalább célzást vártam volna tőle. A kézirat leadásakor 1984/85-öt írtunk, *Orwell* csengett a fülünkben, az MSZMP épp megint rálépett a fékre, a majdani gorbacsovcsinából még *Gorbacsov* is alig látszott, merő frusztráció volt minden és szürkesség. Utánanézhethnék, mi történt a kandidátusi vitán, kik húzattak ki az utolsó pillanatban még egy-egy keményebb megfogalmazást a könyvből, s annak is, mely pontokon gyakorolt eleve öncenzúrát a – párttag, kutatóként is miniszteriumi alkalmazott – szerző.³ Fontosabb, hogy ami megmaradt, annak jó része, ma legalábbis így gondolom, eredeti, pontosan érvelő tudományos munka, helyesebben: jóval eredetibb és jóval pontosabb, mint akkor véltem.

3 Azért egy kicsit utánanézttem. Közvetlen munkatársaival, barátaival, feleségével beszélve, kikerekedett a kandidátusi disszertáció keserves előtörténete. Eszerint Laci már a *Fejlődés-kitérővel* is próbálkozott, de annak munkahelyi vitáján mások mellett *Kornai János* véleménye („okos, informatív, de nem tudományos mű, dolgozzon még rajta”) alaposan kedvét szegte. Egyszersmind fel is tüzelte. Noha amikor a *Rendszerünket* írja, helyenként teljes bekezdéseket vesz át a sikertelen dolgozatból, korábbi tételeinek részletes szemléltetését sem hanyagolja el, óriási jegyzetapparátust mozgat, és ami a legfontosabb, teljesen új fejezetekkel lepi meg az olvasót. A vak is láthatja: biztosra akar menni. Valószínűleg úgy érzi, annyi munkája fekszik az új disszertációban, hogy nincs értelme azt néhány vakmerő mondatért feláldoznia. A régi ugyanis – Lengyel László kifejezésével – hivatali szamizdat maradt (majd 1999-ben adja ki a Pénzügykutató). Számos elutasított cikke után még abba is belement, hogy a könyv címében az eredeti „reform után”-ból „reform útján”-t faragjon a kiadó. A könyvhöz ragaszkodik, a disszertációhoz kevésbé: úgy kell rábeszélni, hogy tegye ki magát egy esetleges újabb kandidátusi tortúrának. A tudományos fokozatot így is már csak fiatalabb pályatársaival, tanítványaival egy időben nyerhette el 1986-ban. Könyve addigra már második kiadásában terjed. Csak azt nem értem, ha tényleg ennyire óvatos lett volna Laci, miért ment el Monorra 1985-ben. (Vö. LENGYEL LÁSZLÓ: Egy fájdalmas arc. In: ANTAL LÁSZLÓ: *Fejlődés – kitérővel*. A magyar gazdasági mechanizmus a 70-es években, Budapest, 1999.)

Vissza a kályhához

1985-ben beértem azzal, hogy idegenkedjem és távolságot tartsak. Mitől is? Íme néhány példa! A „párt” szó után hiába nyomozunk a könyvben, alig fordul elő, fedőfogalma az irányító apparátus vagy a társadalmi szerv. PB, KB, ezek frakciói, sőt kormány nevezetű gazdasági szereplők sem „méltók” az említésre, ugyanez áll a szovjet uralom, a militarizálás és más hasonló rendszerkategóriákra. „*A politika túlterjed*” (32. o.) – azt hiszem, ez a legvadabb kifejezés, amelyet a szerző használni óhajt. Ábrázolásában vállalatok, ritkábban nagyvállalatok egyezkednek állami irányítóikkal (ágazatiakkal és funkcionálisokkal), igaz, nagy néha feltűnnek területi szervek, esetleg szakszervezetek is a képen. A terv és a szabályozók örvén folyó alkudozás tárgya az erőforrások elosztása. Hogy milyen alapon? A „tulajdon” kifejezés mintha hiányozna a szerző szótárából, a szereplőknek legalábbis – úgy tetszik – nincs ilyenjük. Megbízó és ügynöke tárgyalnak egymással, bár ezek a szavak sem bukkannak fel az elemzésben. Jogi terminusok még kevésbé.⁴ Hatalom helyett Laci finoman függőségről beszél. Nem tudjuk, vajon kooperálnak-e a fölé- és alárendelt intézmények, és azt sem, hogy az alku előtti és utáni állapotok miként viszonyulnak egymáshoz. Ki nyert tegnap, és ki nyer ma? No és mit? Homály.

Kicsit sértődött is voltam, bizonyára. A hazai „esettanulmányos” irodalom, amelyhez közel éreztem magam, a nyolcvanas évek elejére már pedzegetett néhány fogalmat a fentiek közül, Laci bőséggel hivatkozik e tanulmányokra, valahogy azok mégis tompán szólnak a szájából. *Bauer Tamás* és *Tardos Márton* például már nem így formálta a szavakat ekkor, *Kornai János* sem, másként nem, de ezidőtájt lassan ő is elindítja saját „intézményi fordulatát”. Mintha Laci tartott volna saját fogalmi apparátusa felhígulásától (illetve attól, hogy írásai politikailag sebezhetőbbé váljanak), s csak azt hallotta ki az esettanulmányokból, amit nagyon akart. Nem sorolom itt fel a több tucatnyi szerzőt – pusztán legtekintélyesebbjüket, *Laki Mihályt* említem –, akiknek műveiben nemcsak a gazdaságot kézivezérlő pártvezetők és nagyhatalmú szovjet tárgyalópartnerek tűnnek fel teljes életnagyságukban, kritikai megvilágításban, hanem a legváltozatosabb hatalmi koalíciók és alkustratégiák is a gazdaság számos szegletében: kis- és nagyvállalatnál, iparban és kereskedelemben, városban és falun, minisztériumban és pártközpontban. Hús-vér történetek formális hierarchiákról és azok informális megkerüléséről, mely történeteket megfejtendő, nemegyszer épp Lacihoz fordultunk tanácsért.⁵

De beszéljünk most mi is egy kicsit antallacisan, a kor átlagnyelvén. A tervlebontásból szabályozólebontás lett, a központi terv és az önszabályozó piac egyenrangú kapcsolata illúzióknak bizonyult, a közvetlen-központosított modellből nem a decentralizáltba léptünk át, hanem mindössze a közvetlen központosítottba, a vállalatok hierarchikus függése mit sem változott, a naturálist csak részben váltotta fel a pénzügyi szabályozás – íme, a *Rendszerünk* fő tételei (csaknem szó szerint idézek), majd az elmaradhatatlan baljóslat: ha mindez így marad, itt a vég, a restriktív örvénye elkapja az országot, süllyedünk, süllyedünk, a fenéig meg sem állunk. Vissza hát 1968-hoz, hangolódjunk rá ismét a hőskor merészebb reformprogramjaira!

4 Miközben, ha éppenséggel nem a kormány tulajdonreform-bizottságában dolgozik *Tardos Mártonnal* együtt, akkor *Sárközy Tamással* ír előterjesztést a gazdaságirányítás szervezeti reformjáról.

5 Lásd például a *TARDOS MÁRTON* szerkesztette *Vállalati magatartás – vállalati környezet* című kötet (Budapest, 1980) tanulmányait.

Annak idején fel sem tűnt, hogy Lacit valójában nem is az „új mechanizmus” érdekli ebben a könyvben. Pedig már a legelején jelzi ezt, midőn saját kudarcáról vall: „Eddig egyértelmű volt, hogy mit keresek. Azt a racionális ár- és pénzügyi szabályozó rendszert, amely nem teszi elkerülhetetlenné a szabályozást végül is szétziláló beavatkozások (...) elterjedését, vagyis a központi beavatkozások nélkül működőképes rendszert. Úgy képzeltem, hogy egy erre vonatkozó javaslattal zárom le az elemzést. Most azonban elbizonytalanodtam, kénytelen voltam eredeti határozott elképzelésemet feladni.” (20. o.) Vissza kell menni a „kályhához” – jelöli ki az irányt –, a tervgazdaság mint olyan és a tervutasításos rendszer mint ilyen újragondolása nélkül ugyanis bajosan érthető, miért nem akar a gazdaság piacodni vagy miért csak ímmel-ámmal, felemás, bármikor jórészt visszacsinálható módon.⁶

Egy reformer, aki lemond arról, hogy frappáns reformprogrammal koronázza meg elemzését? Biztató kezdet. A folytatás sem akármilyen. Jóllehet *Misest* és *Hayeket* nem idézi (pedig *Bence*, *Kis* és *Márkus* kézíratos *Überhauptját*⁷ olvasnia kellett), *Arrow* „lehetetlenségi tételét” pedig újra feltalálja (1979-ben jelent meg magyarul), kerek-perec kijelent valamit, amit akkoriban *Liska Tiboron* kívül szinte senki, kivált az első nyilvánosságban: a tervező már a *Robinsonénál* alig bonyolultabb gazdaságban sem képes arra, hogy egyértelműen rangsorolja a szükségleteket, előre összegezze a preferenciákat. Ő maga is a tervezési folyamat része, alulinformált, önérdekű szereplő, nem pedig valami éteri képződmény. Ergo (ezt már a sorok között olvasó teszi hozzá), a kommunizmus ökonómiája *logikailag* nem lehetséges, felejtjük hát el. Ami nem zárja ki persze, hogy mindenféle kommunizmusok (köztük tervutasításosak is) ne burjánozzanak imitt-amott a maguk lehetetlen állapotában darab ideig. Jobb azonban – sejteti a szerző –, ha tudjuk, amennyiben egyszer már elkezdtek burjánozni, úgy igen nehéz őket visszanyesegetni. Értsd: ha az embernek nincs türelme kivárni, hogy azok saját életterüket kiszipolyozva, maguktól pusztuljanak el, esetleg évtizedek (évszázadok?) elteltével.

Magatartás-elmélet?

Ez lenne az az óriási felfedezés, amelyet az utókor joggal ünnepelhet? Hát, nem éppen. Azt hiszem, a mai olvasónak sokkal inkább arra érdemes figyelnie, ahogy Laci tetemre hívja az „ómechanizmust”, nem is annyira annak alapelveit, mint fontos intézményeinek napi működését. Miközben – angyali trükkkel? – úgy csinál, mintha *Friss Istvánnal* perlekedne, csendben kiegészíti-kiigazítja *Kornai János* és *Włodzimierz Brus* néhány, akkoriban aranyigazságnak vélt tételét az úgymond klasszikus tervgazdaságról. Az előbbinek hiánymagyarázata, az utóbbinak pedig alig megszelídített *Lange*-modellje serkenti vitára.⁸ Nem cáfol, csak mondja a magát megállíthatatlanul, nincs premissza, ellenhipotézis, igazolás, csupán tények, pontosabban tényszerűségek egymás hegyén-hátán. Mégis, ha „szorosán” olvassuk a könyvet, előbb-utóbb legalább két érdekes, mi több, autentikus gondolatmenet bontakozik ki a homályból.

6 Azt hiszem, a *Fejlődés-kitérővel*hez képest tartalmilag ez a nagy különbség. Ami, ha közben nem születik meg *A hiány*, illetve *BAUER TAMÁS Tervgazdaság, beruházás, ciklusok* c. könyve, alighanem jóval kisebb lett volna.

7 *BENCE GYÖRGY, KIS JÁNOS ÉS MÁRKUS GYÖRGY: Hogyan lehetséges kritikai gazdaságtan?* Budapest, 1992.

8 *Bauer Tamást és Soós Károly Attilát* (akinek párhuzamosan készül *Terv, kampány, pénz* c. könyve) békén hagyja, számos jelét adva, hogy egyetért velük.

(1) *Inercia*. Bár a tervgazdaság úgy, ahogy van, menthetetlen mint utópia, de azért el tud működni (Tardos Márton kifejezésével: csoda, de minden reggel újra járnak a villamosok). Kezdeti változata ugyanis sikerrel torlaszolja el a belőle kivezető utakat, és fordítja vissza a rajtuk menekülni próbálókat. Beleivódik az őt meghaladni szándékozó reformokba, és némi áldozat árán, de újraalkotja saját magát. „Magasabb szinten”, akár a korabeli vicc-ben, ahol *Brezsnyev* bozontos szemöldöke idézi fel *Sztálin* bajuszát. „*Visszaépül – illetve tulajdonképpen fennmarad*” – jegyzi meg Laci szárazon (63. o.), „*meglepően életképesnek bizonyul*” (21. o.). Nem állítja, hogy például Magyarországon semmi sem történt 1968-ban (ezért mondja, hogy a centralizáltból indirekt lett az irányítás), keserősége nem is a megrekedt változásnak szól, hanem inkább annak, hogy minimális változással is rengeteg időt nyert a Rendszer. Láthatóan megretten annak tehetetlenségi erejétől: nem erőszakszervei vagy ideológiai nehéztüzérsége töltik el szomorúsággal, hanem inkább a hierarchikus berendezkedését átható, tetetlen hatalom. Illetve, annak jelentékeny legitimitása. Amikor jobb híján az alul lévők is akarják saját függőségüket, amikor elvárásokkal („*kevesebb, mint a »parancs«, de lényegesen több, mint a »szeretném«*” [165. o.]) és ilyen-olyan konzultációkkal (pl. tervzsűri) is lehet kormányozni. Amikor se kivonulás, se tiltakozás nincs, csak beletörődő, cinikus hűség, kijátszás, informális csere, köztulajdon örvén elosztott magánhasznok stb. – s mindez egyre inkább intézményesülve, megrögzödve.

Nincs szüksége arra, hogy politikai összeesküvéssel magyarázza az általa recentralizációnak nevezett visszakanyarodásokat (pontosabban: el-nem-kanyarodásokat), elemzését valószínűleg cenzúra híján sem uralnák démoni szereplők, adott esetben: biszkuk, gáspárok, komócsinok. Totalitárius helyett oligarchikus-tekintélyuralmi modell lebeg a szeme előtt, amelyben a „főgonoszok” sem szabadok (csak „még egyenlőbbek”), igaz, nem is kell folyton-folyvást beavatkozniuk, elég, ha időről időre jelzik, hogy vannak. Ábrázolásában az egész egy nagy *muddling-through*, temérdek nem szándékolt következménnyel, spontaneitással, ma már úgy mondanánk: (terelgetett, ellenőrzött) útfüggőséggel. Az effajta érvelésbe nem illik a szociológiailag steril, mindentudó, mindenható központ naiv-elfogult feltevése, amelyet Lange nyomán Brus erőltetett, oly gyakori ugyanis a tervgazdaságban – mai nyelven – a járadékvadászat, a potyautazás, a morális kockázat és a kontraszelekció mind az irányítók, mind az irányítottak oldalán. Ha e nyelvet nem használja is a szerző, azt azonban jól ismeri, hogyan gondolkodnak és viselkednek e felek a mindennapokban. „*Az elmúlt években igen sok vállalati tanulmány készült – mondja. – Ezek alapot adnak arra, hogy a vállalatok nézőpontjából megismerhessük a jelenlegi gazdaságirányítási rendszer természetét. Sokkal kevésbé kidolgozott viszont a ,másik térfélen’ állók, az irányító apparátusok viselkedése. (...) Tekintettel arra, hogy tíz éven keresztül közvetlenül részt vettem az államapparátusi döntés-előkészítő munkában, ismereteim erre az élményanyagra épülnek, (...) én elsősorban a gazdaság irányítóinak szemszögéből próbálok elemezni.*” (22–23. o.) Magyarul, a könyv magatartási szabályokat keres. A kormányzat berkeiben (is).

(2) *Az alku szociológiája*. A *Rendszerünk* súlyosan reményvesztett alkotás, az „ez már a mi életünkben így marad” belátásának komor lenyomata. Ezért tudja benne Laci végre tisztá fejjelel átgondolni, amit már a *Fejlődés – kitérővel*ben is lehetett/kellett volna (csak ott még eltöltötte a tevékeny reformer „aj, elvették a játékmat” indulata), jelesül, hogy honnan is ez a tehetetlenségi erő, honnan a tervgazdaság mozdíthatatlansága. Mi újat mond hát a „kályhá-ról”, ahonnan elemzését indítja? A hierarchikus függőség az alapfogalom, amelyhez mindun-

talan visszatér, igaz, nem a coase-i/williamsoni értelemben vizsgálva, hogy a tulajdonjogok és tranzakciós költségek eloszlása mikor ad esélyt a hierarchiának a piaccal szemben. (Nota bene, *Oliver Williamson Markets and Hierarchies* című könyve ekkor már tíz éve olvasható volt, és – tanúsíthatom – nem egy magyar reformközgazdász tudott a létezéséről.)

Laci az „új-intézményi” érvelés helyett primér gazdaságszociológiai okfejtésbe fog, a függést, pontosabban a függőségen belüli alkut próbálja definiálni, méghozzá tapasztalati úton. Minek racionális választásokkal bajmólnodni – gondolja –, amikor semmi sem mérhető: se költség, se haszon, se a vállalaté, se másé. Valahogy mégis döntenek a gazdasági szereplők – vethetnénk ellene. Szó se róla, pazarolnak féktelenül, de talán vannak bizonyos – meglehet, első pillantásra gazdaságon kívülinek tetsző – céljaik (presztízs, befolyás, nyugalom, önbecsülés stb.), amelyeket minél kevesebb ráfordítással szeretnének elérni. Vagy ez sem izgatná őket különösebben? Laci egyszerűen nem így kérdez. A „lehetséges-e a szocialista kalkuláció?” mindent lefedő kérdése alatti szubsztantív közgazdasági problémák végső soron hidegen hagyják. Helyettük a hajlam és a rutin, az izoláció és az alkalmazkodás, a gyanakvás és a konformizmus fogalmára összpontosít, hogy ábrázolni tudja a függőség kultúráját. Mint mondja, „*ez talán a hagyományos tervgazdálkodás legsúlyosabb, legnehezebben túladható öröksége.*” (68. o.) A próféta szólott belőle.

Amikor azon morfondírozik, hogy a vertikális függőségeket miért nem képesek felváltani a horizontálisak, beleütközik a „kollektív cselekvés” problémájába is, abba, hogy az egymástól elszigetelt alárendelteknek (ezek nála elsősorban a vállalatok) alig van módjuk a koalíciókötésre, a közös fellépésre, s ha valamitől, akkor ettől tényleg nagyon félnek a fölérendeltek. Nincs, talán nem is lehet reformmozgalom („aktív társadalmi bázis” – jaj – [13. o.]), egyéni boldogulás van, kijárási és kijárási, szolidaritáshiány, a normatív szabályozás állandó szétcincálása alulról és fölülről, szüntelen beavatkozás, folyamatos korrekció. Úgy rossz az egész, ahogy van – sejteti egy bizarr képzavar segítségével: „*bűvös körök alakulnak ki, amelyekből a kilépés csak a mellény újragombolásával lehetséges*” (18. o.). Ámbátor azzal se – teszi hozzá rögtön –, ha újragomboláson a szabályozók időnkénti újrakalibrálását értjük. Az „*újra és újra fölülről elinduló kampányok*” helyett „*öngerjesztő, evolutív folyamatokat*” szeretne látni (27. o.). Hátha egy lehetnényt mindig ésszerűbbé válik a Rendszer, így – paradox módon – egyszer csak talán szétrohad.

Addig viszont lemondóan tudósít a „*tervezési hajlamok*” megcsontosodásáról, vissza-visszatérő törekvésekről a piac kiiktatására, a naturális számbavételre, a rögeszmés növekedésre, a központosításra, a beavatkozások eszköztárára és az önellátásra. Érdekes, hogy a gazdaság hajlandóságát a hiány újratermelésére mindössze *en passant* említi (46. o.), Kornaival úgy vitatkozik, hogy alig szól hozzá. Szépen megkerüli inkább, és tovább lép.⁹ Kornai köpenyéből bújjik ki, mint oly sokan Kelet-Európában, de ő valóban kibújjik belőle. Hisz Laci minden egyes mondatából süt, hogy mindaz és csak az érdekli, amiről láthatatlan vitapartnerre szörmentén nyilatkozik (ha egyáltalán) *A hiányban*, röviden az, hogy végső soron mitől is lesz puha a költségvetési korlát. A paternalizmus lágy fogalma nem elégíti ki. Izgatja, hogy ki is az a „páter” (pontosabban, kik azok a páterek), és miként szoktak döntenek, de betart egy szabályt, amely a hetvenes években az MTA Közgazdaságtudományi Intézetben így hangzott: „*Minisztériumi szint felett csak Friss elvtárs kutathat.*”

9 Mindössze egyszer akaszt tengelyt vele, amikor – szerintem helyesen – kétségbe vonja, hogy a vállalati vezetők munkakörrel való azonosulása fontos motívuma lenne a hiány létrejöttének (57–58. o.).

Laci nem hirdeti, de minden erejével azon van, hogy folytassa Kornainak *A túlzott központosítással* megkezdett, majd félbehagyott kutatási programját, és végre modellezze (verbálisan persze) a tervalkut, majd a szabályozóalkut is. „Örült rendszer, de van benne beszéd” lehetne a mottója, amikor a szerző a meghirdetett átfogó tervek helyett a néhány volumencélra és a szokásos paraméterekre hagyatkozó, primitív tervezési eljárásokat, illetve a szeszélyes, egyedi beavatkozásokat veszi sorra, az ünnepeelt *ex-ante* elhatározásokat elhomályosító, sok-sok kisstílusú *ex-post* döntést. „Maga a tervezés is sajátos *ex-post* önszabályozó mechanizmus”, „tulajdonképpen (...) magatartási szabályok kialakítása” – vonja le a végkövetkeztetést (54, 56. o.) Mely szabályokra gondol? Becsülettel felsorolja őket, még ha az olvasónak úgy kell összeszededgetnie is némelyiküket a könyv eldugott sarkaiból. Még ha a szabályozóalkuban meséli el is a tervalkut.

Tehát: irányító (I) és vállalat (V) feszülnek egymásnak. Az előbbi nem a közjó bajnoka, s rosszul teszi, ha az utóbbit „*a felsőbb szintű érdekek mindig alárendelő, az utasításokat mindig fegyelmezetten, de mégis kezdeményezően végrehajtó, erőfeszítéseit maximálisra fokozó, kissé sovány, de lelkes és mindig éber aszkéták gyülekezetének*” hiszi (75. o.). (I) azzal kezdi a tervezést/szabályozást, hogy föléll, (V) pedig alá, tapogatóznak egy sort, egyik se tudja igazán, mit tud/akar a másik, mindkettő tart az alku megakadásától, egy idő után – hatalmas különbségek ide vagy oda – lassan közelednek egymáshoz a licitek, a felek elkezdnek biztonságra játszani. Közben persze sugalmaznak ezt-azt, alaposan félreinformálják egymást, próbálnak szövetségeseket keresni, zsarolni, szimulálni és disszimulálni szorgalmasan, szívességeket cseréberélnék, a tárgyalást időnként párbajjá hevítik, majd visszakoznak, és elteszik a fegyvereket – róka fogta csuka. De kész a terv, papíron legalábbis. Benne a „névre szóló” szabályozók: majdhogynem lebontott tervutasítások. Ám ez csak a kezdet.

A tervcél (szabályozót) érvényesíteni is illik, így jön a húzd meg-ereszd meg, a temérdek korrekció menet közben, új prioritások, új kivételek, az alku nem áll le. Ha (V)-nek eddig még nem sikerült volna, ideje lassan „jó kivétellé” válnia, (I)-nek pedig elemi érdeke, hogy ne legyen mindenki ilyen. Nincs, aki ne szegne szabályt, s ezt hallgatólagosan tudomásul veszi az összes szereplő. Előbb-utóbb elkerülhetetlenül jönnek a bajok, nem teljesülnek az előirányzatok, besülnek a szabályozók, osztozni kell a kudarcon, persze csak akkor, ha már nem lehet elmismásolni azt. Beköszönt a felelősségáthárítódsi, majd (I) kampányokat indít, részcélokat erőltet, ellátási felelősségeket jelöl ki, (V) megadja a császárnak, ami a császáré, esetleg megmakacsolja magát, sündisznóállásba vonul... – nem folytatom. „*Mindebből – vonja le a következtetést Laci – egy óvatos, passzív, a jelentős változásokat elkerülő, folyamatosan belső tartalékokat képező – majd az elvárások szigorodásakor ezeket részlegesen felélő – a változékonny elvárásokhoz igazodást szüntelül bizonygató magatartásforma adódik.*” (353. o.) Halvány reménysugár – az alku szabályai idővel valamelyest stabilizálódnak, a hierarchikus kontrollból részint önkontroll lesz, a horizontális alkuk gyakran beépülnek a vertikálisakba, a kényszerből pedig nemegyszer kölcsönös előnyszerzés, mi több, korrupció kerekedik. Kicsit piaciabb, lazább, több csatornás lesz az egyezkedés – a szerző mégse boldog.

„A rendszerváltás áldozata”

Íme a tervgazdaság magatartás-elméletének néhány fő darabja, igaz, kissé durva megmunkálásban. Könnyű lenne utólag Laci szemére hányni, miért nem csiszolta őket finomabbra. Szerintem csiszolt ő szorgalmasan, máson se járt az esze (nem a *Sitzfleisch* hiányzott nála, és korántsem foglalta le minden idejét a reformcsinálás), ám az általa választott tudományos technológia nem engedett többet. Ekkorra már nem Laci érvelése volt slapos, inkább kutatási programja maradt az. Sokan küszködtek/küszködtünk hasonló programokkal akkoriban. A már-már antropológiába hajló, szociológiai megközelítés rengeteg mindent beárnyékol, amit épp okosan (tehát nem neofita göggel) választott, formális modellek segítségével lehetett volna megvilágítani. A tervgazdaság fontos logikai összefüggései maradtak így homályban. Mindmáig, talán örökre. Nem beszélve a „mi mennyi”-ről: a mértékekről és arányokról. Ezeket tényleg elvitte az ördög – igaza van az internetes hozzászólónak. Az alkuk főszereplői jórészt eltávoztak, és velük tartottak sajátos alkustratégiáik és játéktílusuk is. Az a kevés pedig, amit a papír őriz, ma a levéltárakban porlad (amennyiben valaha eljutott oda).

Holott hősrünk ugyanezzel az erővel meg is dicsőülhetett volna, ha... Ha még néhány évig nem dől össze a Rendszer, biztos akad egy-két fiatal a környezetében, akik – járatosak lévén az új-institucionalista elméletekben – lefordították volna Laci gondolatait a modern közgazdaságtan nyelvére. E művelet valószínűleg nem érvénytelenítette volna a verbális elemzés eredményeit, inkább megrostálta, kiegészítette és részint átértelmezte volna azokat. Így talán ma az „Antal-effektust” tanítanák a világ nagy egyetemén, amely mondjuk az általa felskiccelt szabályozólebontás játékelméleti vizsgálatából nőtt volna ki. Lelki szemimmal cikkcímet látok az *American Economic Review* egyik 1992-es¹⁰ számában: Antal László et al., *Two-Person Bargaining Games in the Planning Jury. The Hungarian Case*. A modellek feltöltésével nem lett volna gond. Laci imádta a statisztikákat, és mint az államtitkok világába bejáratos tanácsadónak, a körülményekhez képest mindig kiváló adatai voltak. Ezeket szívesen fogadtuk tőle, a hozzájuk fűzött eszes magyarázatokkal egyetemben. Jókat beszélgettünk.

Majd ki-ki visszaült saját vesszőparipájára.

10 Ekkorra már Laci nyakig ül a transzformáció napi elemzésében és tervezgetésében. Az elmúlt két évtized mégsem írható le az ő esetében a „reformerből transzformer” szójátékával. Ő ugyanis váltani tud, megírja a *Fenntartható-e a fenntartható növekedés?* című könyvét, melyben elmozdul a formális modellalkotás felé, fejrest ugrik az átmenet nemzetközi irodalmába, miközben megőrzi érzékenységét a kelet-európai valóság bonyodalmai iránt. 2004-ben jelenteti meg a kötetet. 2014-re vártam tőle a reform és a transzformáció szintézisét...

VÁRHEGYI ÉVA

Sebezhetőség és hitelexpanzió a mai válság fényében

(*Antal László könyvének érvényessége*)

A cikk azzal kíván emléket állítani Antal Lászlónak, hogy 2004-ben megjelent könyve két fontos állításának érvényességét mutatja be a napjainkban eszkalálódó pénzügyi válságban. Antal az átalakuló kelet-európai gazdaságok elemzése során nagy jelentőséget tulajdonított a „szerény tartalékokból és szerény hitelességből” fakadó sebezhetőségüknek, éppen az olyan „előre nem látható működési zavarok, sokkhatások, spekulatív támadások” esetén, mint amelyet a most zajló hitelválság hozott felszínre. Hasonlóképpen felismerte a túlzott hitelexpanzió veszélyét, amely, mint most látható, ezekben az országokban valóban hozzájárul ahhoz, hogy a nyugatról „begyűrűző” likviditási válság pénzügyi krízissé mélyüljön.¹

Antal László nemcsak reformközgazdászként tartozott az élvonalba, hanem „válsággözdászsként” is, ha szabad ilyen kifejezést kreálnom. Az elsők között volt, akik különféle jelekből felismerték a gazdasági krízisek közeledtét, és az első, aki ezt rendre ki is mondta. Különös „válság-előrejelző” képessége nem csupán borulató alkatából fakadt (bár bizonyára abból is), hanem sajátos szemléletmódjából, a gazdasági-társadalmi folyamatok elemzése során alkalmazott, sokoldalú megközelítésből, valamint kivételes éleslátásából. Nem hagyta magát elvarázsolni a mégoly tetszetős, bár a valóságot szükségszerűen leegyszerűsítő elméletektől és modellektől, hanem agyának hatalmas kapacitását és szellemének kreativitását kihasználva, fejében összerakta a gondosan kiválogatott, külön-külön és együttesen is aprólékosan elemzett ismereteket, mutatószámokat, és ezekből vonta le következtetéseit. Nem az ő hibája volt, hogy elemzéseiből gyakorta kerekedett ki a „VÁLSÁG felé megyünk”, a „hamarosan itt a VÁLSÁG”, vagy a „ha nem változtatunk, akkor nem kerülhetjük el a VÁLSÁGOT” típusú megállapítás, pontosabban: jajkiáltás. Hiszen soha nem az íróasztalának gyártotta ezeket az elemzéseket, hanem abból a célból, hogy ráébredje a döntéshozókat a helyzet komolyságára és a saját felelősségükre.

Bár a mostani, régióinkat és országunkat különös erővel sújtó válságot a maga konkrét valóságában ő sem volt képes „megjósolni”, a baljós jelek némelyikére, és főként azokra, amelyek minket, illetve a közép-kelet-európai térség gazdaságait jellemezték, idejekorán felhívta a figyelmet. Már csak ezért is érdemes újraolvasni utolsó, 2004-ben, *Fenntartható-e*

¹ Köszönettel tartozom *Fenyő Györgynek*, aki tanácsaival jelentős mértékben hozzájárult a cikkben kifejtett gondolatokhoz.

a fenntartható növekedés? címen megjelent könyvét.² Az alábbi idézet akár mottója is lehetne egy tanulmánynak, amely a subprime válság kelet-európai hatásait elemzi. Nagy veszteség nekünk, hogy ezt a könyvet már nem ő fogja megírni.

1. SEBEZHETŐSÉG ÉS VÁLSÁG

„A sebezhetőségnek előre nem látható működési zavarok, sokkhatások, spekulatív támadások, a befektetői várakozásokban bekövetkező, hirtelen változások esetén van jelentősége. Az ilyen fordulatoknak a szerény tartalékokkal és szerény hitelességgel rendelkező kis, nyitott gazdaságok könnyen áldozatul eshetnek, akkor is, ha fundamentumai külön-külön még éppen elfogadhatónak minősülnek. Fokozottan érvényes ez az átalakuló kelet-európai országokra, amelyek még sokáig sebezhetőek maradnak, akkor is, ha a konvergenciakritériumokat sikerrel közelítik.” (55. o.)

A 2004-ben papírra vetett gondolatok most, 2008 őszén különös aktualitást kaptak. A túlfűtött világgazdasági környezet és a különféle pénzügyi buborékok okozta profitlehetőségektől elhomályosított befektetői tekintet, a jókorára nőtt kockázatvállalási hajlam sokáig elfedte sok gazdaság sebezhetőségének, sérülékenységének tüneteit. Ezek most, az elszenvedett veszteségek miatt óvatossá vált befektetők kényszerű megvilágosodásának pillanatában, hirtelen olyanok számára is láthatóvá váltak, akik – Antal Lászlóval ellentétben – úgy gondolták, hogy a fellendülést tápláló, optimista hangulat örökké tarthat.

2008 őszén újra felértékelődött azoknak a mutatószámoknak a jelentősége, amelyek az egyes gazdaságok sérülékenységét, sebezhetőségét előre jelezni hivatottak, de amelyeket az ezredfordulót követően – nem kis mértékben politikai indíttatásra – eluralkodó eufóriában nem vettek kellően komolyan. Ebben a világhangulatban sok ország vezetői, köztük Magyarországé is, abban az illúzióban ringatták magukat, hogy az egyensúlyhiányok épp úgy „kinőhetnek”, mint ahogy a kisgyerekek is kinőhetik a kancsalságukat vagy rossz lábtartásukat. Októberre azonban kiderült, hogy azok az országok, amelyeknek a kormányai felültek ennek a tetszetős, bár igencsak veszélyes tévhitnek, a valutaválság és az államcsőd közvetlen fenyegetésének árnyékába kerültek. Ezek közé tartozik Magyarország is, amelyet az Antal-könyvben szereplő, az 1998-as állapotokat felmérő táblázat a legtöbb mutató alapján – az EBRD által megállapított minősítési kritériumrendszer szerint – még a közepesen sebezhető országok kategóriájába sorolt (414–415. o.). A befektetői elvárások változását és – főként ennek hatására – a minősítők fokozódó érzékenységét is tükrözi, hogy 2008 őszén a különböző hitelminősítők és elemzők az akkorinál csak néhány mutatójában rosszabb helyzetű Magyarországot a külső fizetési pozíciók alapján már a legsérülékenyebb országok közé sorolják.

Tény, hogy az összes lehetséges adósságelem figyelembe vételével számított, bruttó külföldi adósság 2007-ben már megközelítette a bruttó hazai terméket, ebben azonban – mintegy 20 százalékos súllyal – a külföldi direkt tőkebefektetések (FDI) körébe tartozó tulajdonosi hitelek is benne vannak, amelyek kevésbé növelik a sérülékenységet, mint a „normál” hitelek. A nettó külföldi adósság a GDP 40 százalékára rúg, amely, bár tenden-

2 ANTAL LÁSZLÓ: *Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai.* Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2004.

ciájában szintén növekedést jelez, mértéke mégsem kirívó. Az olyan sérülékenységet jelző mutatók tekintetében viszont, mint az áru- és szolgáltatásexport arányában mért bruttó és nettó adósság, az ország helyzete nem (vagy alig) romlott, az adósságszolgálati, illetve a folyó fizetési mérleg pozíciója alapján pedig javult (1. táblázat).

1. táblázat

Magyarország külső pozíciójának alakulása (%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Romló mutatószámok:										
Bruttó külföldi adósság/GDP	56,5	65,2	63,2	63,7	55,3	63,8	69,3	76,5	92,4	99,4
Bruttó külföldi adósság*/GDP	50,7	57,7	56,1	53,9	45,6	51,9	57,7	64,7	76,0	80,5
Devizában fennálló bruttó külföldi adósság*/GDP	47,3	52,7	49,3	44,3	32,2	36,0	38,3	46,1	53,7	58,0
Nettó külföldi adósság*/GDP	17,7	16,3	18,6	14,1	16,3	21,6	25,7	27,9	34,5	40,5
Devizában fennálló nettó külföldi adósság*/GDP	18,2	16,4	14,2	7,6	7,7	10,7	13,7	16,4	22,6	27,7
Devizában fennálló nettó külföldi adósság/XGS	29,4	25,5	19,6	10,6	12,2	17,4	21,2	24,3	29,5	34,6
Javuló mutatószámok:										
Adósságszolgálat devizában** /GDP	10,6	9,3	8,5	7,4	6,7	7,3	9,1	9,9	8,7	8,7
Adósságszolgálat devizában** /XGS	17,2	14,5	11,8	10,4	10,7	11,8	14,0	14,7	11,4	10,9
Folyó fizetési mérleg egyenlege/GDP	-7,2	-7,8	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,6	-7,5	-7,5	-6,4

* FDI egyéb tőke (tulajdonosi hitel) nélkül

** Középlejratú hiteltörlesztés és nettó kamatkiadás

Forrás: MNB

Az, hogy éppen melyik mutató milyen súllyal szerepel a sérülékenységi rangsorokat összeállító minősítésekben, jelentős eltéréseket okozhat. A Fitch által a KKE-térségre fel-

állított sérülékenységi rangsorban például Magyarország a 8., Románia és Bulgária mellett a három balti köztársaság is megelőzi, míg a Merrill Lynch november elején készített sérülékenységi világrangsorában az „előkelő” ötödik helyet kapta Magyarország, megelőzve Bulgáriát is (igaz, a listavezető Ausztrália és Svájc). A sérülékenységi rangsoroktól és a hitelminősítők besorolásától függetlenül sem vitatható el azonban, hogy a magyar gazdaság sebezhető állapotban van, és ha egyes véleményeket, minősítéseket túlzóaknak gondolunk is, a rossz megítélés alapját többnyire objektív mutatószámok adják. A magyar valutának, a kötvényeknek és a részvényeknek az árfolyamát gyengítő piaci aktusok híven tükrözik a befektetői értékítéletet, és ebből a szempontból majdnem mindegy, hogy azok mennyire támaszkodnak racionális elemzésekre, illetve mennyire következményei egy – esetleg spekulatív céllal is felerősített – pánikpszichózisnak.

Abban, hogy az amerikai ingatlanhitel-piacról kiindult krízis Magyarországot a spekulatív támadások veszélyével is felerősített, különösen súlyos tünetekkel járó pénzügyi válsággal fenyegeti, komoly szerepet játszik, hogy a magyar kormány az elmúlt években nem tartotta szem előtt Antal László intelmeit; ennek következtében az ország külföldi adóssága rohamosan emelkedett, növelve a gazdaság sebezhetőségét. Későn, és csak vészesen magas szintről fogott hozzá az államháztartási hiány mérsékléséhez, ezért az államadósság a GDP 66 százalékára nőtt. Ennél is fontosabb azonban, hogy – elégséges hazai megtakarítások hiányában – az állami költekezés a külső egyensúlyi pozíció javulásának folyamatát is aláásta. De a jegybank sem észlelte idejében a veszélyt: a devizatartalékokat nem kezdte el időben (2007 közepétől kezdve, amikor már észlelte a banki devizaadósságok futamidejének rövidülését) feltölteni a hitelválság megkövetelte, óvatosabb szintre. Emiatt 2008 őszén, a hitelválságnak a Lehman Brothers bukásával megnyíló új, addiginál veszterhesebb fejezete idején a devizatartalék már nem érte el az egy éven belüli hátralévő lejáratú külső adósság mértékét, növelve az ország sérülékenységét.³

Néhány kedvező külső körülmény, mindenekelőtt a javuló exportlehetőségek és a bőséges hitel- és tőkeforrások miatt a vészcsengők sem szóltak elég hangosan: úgy nézett ki, hogy az államháztartás 2006-tól mérséklődő finanszírozási szükséglete elegendő a háztartások elapadó nettó megtakarításának ellentételezésére. Pedig a sebezhetőség fontos alkotóelemét jelenti a belföldi megtakarítások apadása. A bruttó pénzügyi megtakarítások sem nőttek akkora dinamikával, amelyet az euroövezethez való felzárkózás indokolna, de még a közép-kelet-európai térség más országaihoz viszonyítva is moderált volt a pénzügyi eszközök növekedése.⁴ A finanszírozási képességet még inkább rontotta az, hogy – a 2000-es évek elejétől gyorsan növekvő háztartási hitelállománynak köszönhetően – a nettó megtakarítások volumene és GDP-hez viszonyított aránya vészesen alacsonnyá vált (2. táblázat).

3 A Merrill Lynch elemzése szerint a magyar devizatartaléknak a BIS-metodika szerinti adóssághoz viszonyított aránya 83%, ami a 44 országot felölelő, globális mintában a 10. legalacsonyabb érték.

4 Az Eurostat adatai szerint 2003–2006 között a háztartások pénzügyi eszközeinek éves átlagos növekedése a KKE-régióban átlagosan 20%, Magyarországon 15% volt. Romániában, Bulgáriában és Litvániában meghaladta a 30%-ot, Lengyelországban 16%, Szlovákiában 13%, Csehországban 10% ugyanebben az időszakban.

2. táblázat

A háztartások pénzügyi megtakarítása és hitele (tranzakció*, milliárd forint)

Megnevezés	2003	2004	2005	2006	2007
1. Bruttó pénzügyi megtakarítás	1 203	1 401	1 867	1 872	1 884
ebből: készpénz és betétek	712	585	724	604	668
nem részvény értékpapír	111	178	-102	115	-138
tulajdonosi részesedések**	13	95	627	417	606
biztosítási megtakarítás	379	475	547	688	722
2. Hitelek	1 162	1 041	998	1 225	1 441
ebből: banki ingatlanhitel	729	409	369	459	465
banki fogyasztói hitel***	155	256	412	579	717
egyéb hitel és tartozás	278	376	217	187	220
3. Nettó pénzügyi megtakarítás (1-2)	41	360	869	647	444
Bruttó megtakarítás a GDP százalékában	6,5%	6,8%	8,5%	7,9%	7,4%
Nettó megtakarítás a GDP százalékában	0,2%	1,7%	3,9%	2,7%	1,7%

* A pénzügyi vagyon változása ártértékelődés (névleges tartási nyereség) nélkül

** Üzletrészekkel együtt

*** Beleértve a szabad felhasználású jelzáloghiteleket

Forrás: Magyar Nemzeti Bank

A háztartások gyenge (0–4 százalék között ingadozó) nettó finanszírozási képessége is növelte a (2006-ig) viszonylag dinamikusan növekvő magyar gazdaság ráutaltságát a külső forrásokra, ezzel sérülékenységét is. Ebben jelentős szerepet játszott a 2000-es években induló, és az évtized közepén felerősödő lakossági hitelezési expanzió, amelynek az első komoly lökést az *Orbán*-kormány nagyvonalú lakáshitel-kamattámogatási rendszere adta. Ennek hatására 2003-ig jelentősen megnőtt az ingatlanhitelezés, és csak az akkor induló, fokozatos szigorítás hatására kezdett 2004-től visszaesni. 2005 közepétől azonban a devizaalapon folyósított, ingatlanfedezetű fogyasztási hitelek idéztek elő újabb hitelboomot: 2008 szeptemberére a lakossági devizahitelek állománya a 2004 végi 380 milliárdról 5500 milliárd forintra nőtt, miközben aránya az összes lakossági hitelállományban 10-ről 60 százalékra nőtt.

2. HITELEXPANZIÓ ÉS BANKVÁLSÁG

„A hitelezési expanzió és a bankválságok közötti kapcsolat áttekintése azt sugallja, hogy bár a hitelezési aktivitás gyors növekedése egyike azoknak a tényezőknek, amelyek gyakorta hozzájárulnak a bankrendszerek sebezhetőségéhez, egyértelmű oksági válsággeneráló kapcsolatról semmiképpen sem beszélhetünk. A rendszerszintű bankválságok mindig több tényező együttes jelenlétével magyarázhatók.” (381. o.) Az Antal László hivatkozott könyvében feldolgozott szakirodalom tanulsága szerint a túlzott hitelexpanzió után általában nem nő meg szignifikánsan a bankválság valószínűsége. A szerzőt – és e fejezetben szerzőtársát, *Mérő Katalint* – mégis óvatosságra inti a józan ész, hiszen e tapasztalati eredmény ellenére figyelmeztet a visegrádi országokra leselkedő veszélyre: „A három ország gazdasági felzárkózásához elengedhetetlen, hogy a jövőben a hitelezés gazdaságban betöltött szerepe szignifikánsan megnöjön, hitelezési boomként jellemezhető időszak alakuljon ki. Az ilyen időszakokban azonban a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából különösen érzékeny periódusok, hiszen a túlzott hitelexpanzió mint a pénzügyi válságok utólagosan (ex post) azonosított, egyik fontos indikátora, a legtöbb pénzügyi válságot elemző publikációban megjelenik.” (380. o.)

És lám, a mostani hitelválság kelet-európai bankrendszereket érő hatásainak elemzése, a belső okok azonosítása során valóban nem hagyható figyelmen kívül a túlzott hitelexpanzió. Az amerikai subprime válsággal egyidejűleg (részben azzal összefüggésben, illetve hasonló okokból táplálkozva) ugyanis a közép-kelet-európai térség legtöbb országában is kialakult egyfajta bankhitelbuborék. Ennek hatására jelentősen megnőtt a gazdaságok sérülékenysége, és erősödött a veszélye annak, hogy egy likviditási válság, a valuta elleni spekuláció, továbbá a világgazdaság lelassulása kedvezőtlen folyamatokat generál. Az persze igaz, hogy a kelet-európai bankok hitelexpanziója önmagában nem vezetett volna válsághoz, ha a világban fennmarad a bőséges likviditás, vagyis a nemzetközi pénzpiacok lehetővé teszik a hitelek refinanszírozását, de azért arra számítani lehetett, hogy előbb-utóbb szűkülnek ezek a lehetőségek. A bankközi piacok teljes kiszáradása azonban valóban váratlan, előre nem látható fejlemény volt.

Az utóbbi években végbement hitelexpanziót több tényező is fűtötte. A pénzügyi piacok stabilizálása, a bankok privatizálása hatására a kelet-európai országokban megnőtt a banki közvetítés mélysége. Ez kezdetben, a kilencvenes években még a forrásoldalon ment végbe, a 2000-es években azonban a banki növekedés motorjává mind inkább a hitelezés, azon belül is főként a lakossági hitelezés vált (3. és 4. táblázat).

3. táblázat

A lakossági hitelezés alakulása a kelet-közép-európai térségben (%)

	Lakossági hitelek penetrációja (a GDP százalékában)					Éves átlagos hitelnövekedés (CAGR, %)
	2003	2004	2005	2006	2007	2003–2007 között
Magyarország	12,4	14,5	17,2	19,9	23,3	26,8
Szlovákia	7,0	8,6	11,2	13,3	15,3	42,1
Csehország	8,2	10,1	12,7	15,4	18,8	40,4
Lengyelország	12,1	12,5	14,3	17,7	22,1	35,0
Románia	3,8	4,8	7,4	11,1	17,7	81,5
Bulgária	6,1	9,8	14,4	16,6	23,0	57,4
Ukrajna	3,4	4,2	7,6	14,4	21,8	98,5

Forrás: RZB [2008] alapján

4. táblázat

A banki mérlegek néhány mutatója
a kelet-közép-európai térségben 2007-ben (%)

	Eszköz/ GDP	Hitel/ GDP	Lakossági hitel/GDP	Betét/ GDP	Hitel/ Betét	Devizahitel/ Hitelállomány
Magyarország	107,7	53,4	23,3	41,6	128,5	52,4
Szlovákia	89,7	44,6	15,3	58,4	76,4	23,6
Csehország	104,7	50,3	18,8	66,7	75,4	13,0
Lengyelország	72,1	37,3	22,1	35,9	103,8	24,4
Románia	64,3	36,6	17,7	31,9	114,8	54,3
Bulgária	104,5	67,1	23,0	68,7	97,7	62,2
Ukrajna	84,1	59,9	21,8	39,3	152,4	49,9

Forrás: RZB [2008] alapján

2003–2006 között a háztartásoknak nyújtott bankhitelek éves átlagos növekedési üteme a térség mindegyik országában meghaladta a 25 százalékot, a legtöbb országban pedig 40 százalék feletti volt. A hitelállománnyal messze nem tartott lépést a betétek dinamikája, vagyis jelentősen megnőtt a külső (főként bankközi) forrásoknak való kitétség ezekben a bankszektorokban.

Abban, hogy a térség legtöbb gazdaságában a hiteldinamika az organikusnál nagyobb lett, fontos szerepet játszott a gazdaság túlfűtöttsége, amit a GDP növekedését meghaladó,

belföldi fogyasztásbővülés táplált.⁵ Bár a folyó fizetési mérleg ennek hatására megnövekvő hiányát részben finanszírozni tudta a megnyíló tőke- és munkaerőpiacokra beáramló külföldi pénztőke, az ezzel együtt járó devizabeáramlás a helyi valutáknak a belső fundamentumokkal nem indokolt mértékű erősödését idézte elő. A túlfűtött gazdaságokban az infláció is felpörgött, ami az eszközök felértékelődéséhez vezetett, és a valóságos fellendülés látszatát keltette. A megemelkedő infláció ugyanakkor a helyi kamatok szintjét is megnövelte, ösztönözve az alacsonyabb kamattal járó, devizaalapú hitelezés elterjedését, ami tovább erősítette a valuták árfolyamát, eltakarva e valutáknak a gazdasági fundamentumok gyengeségei miatti sérülékenységét és az árfolyamkockázatot.

A térségben működő bankok – részben a magas helyi kamatok, részben a helyi valuta stabilitásáról kialakult illúzió, részben a pénzügyi kultúra és a banki verseny alacsonyabb foka miatt – a nyugaton kialakult szinteknél magasabb kamatmarzsokkal tudták devizaalapú hiteleiket kihelyezni. Ez a nyugati anyabankok számára vonzóvá tette az itteni hitelezést, olyannyira, hogy a leánybankok devizahitelezési expanzióját a profitnövelés mellett piacszerezésre is használták.

A főként külföldi tőkebeáramlás hatására kialakult ingatlanpiaci boom kedvező lehetőséget teremtett a bankok számára az ingatlanfedezetű hitelezés növelésére: elterjedtek a fogyasztási célt szolgáló, szabad felhasználású ingatlanhitelek. Az emelkedő ingatlanárak mellett fokozatosan lazultak a hitelezés feltételei: csökkent az önrész, hosszabbodtak a lejáratok, enyhültek a jövedelemkövetelmények. A kialakult hitelpiaci buborék lehetővé tette, hogy a lakosság jövedelménél jobban növelje fogyasztását, ami másfelől visszavetette megtakarítási hajlandóságát.

A nemzetközi likviditási bőségben a devizahitelezés finanszírozására szinte korlátlan mennyiségben beáramló deviza miatt nem keltett aggodalmat, hogy a dezintermediációval párhuzamosan, ezekben az országokban is visszaesett a banki megtakarítások aránya, és megváltozott az eszközök mögötti források szerkezete. Erősödtek a devizális és lejáratí mismatchek⁶ a bankrendszerekben, ezért a bankok (illetve anyabankjaik) erős függőségbe kerültek a rövid- és középlejáratú devizaforrások megszerzésének és lejáratkori újrarendezésének a sikerétől. Ezek a problémák az amerikai subprime válság nyomán kialakult, bizalmi és likviditási krízis hatására jelentek meg. Különösen azokban az országokban jelentkezhetnek súlyos formában, ahol a fundamentális makrogazdasági és a felszíni folyamatok jelentős eltávolodása a – túlzottan felértékelődött – valuta elleni spekuláció motivációjává válhatott. Ez sajnálatos módon érvényes Magyarországra is, ahol a sérülékenységet a súlyosan felelőtlen fiskális politika mellett a jegybank kamatpolitikája miatt felértékelődött valuta is fokozta, hozzájárulva a „minden körülmények között” stabil forint illúziójának kialakulásához, valamint a devizahitelezés felfutásához.

Antal László már nem érthette meg, hogy beigazolódni lássa az utóbbi években gyakran hangoztatott aggodalmát. A Pénzügykutatóban a gazdasági helyzet értékelése és a várható folyamatok előrejelzése céljából megtartott vitáinkon rendre előhozta azt az aggályát, hogy mi lesz, amikor a már felvett devizahitelek törlesztése meghaladja az új hitelek folyósítását,

5 Ez a tényező az amerikai subprime válságot előidéző okok között is fontos szerepet játszott.

6 Mismatch: devizakövetelések és -kötelezettségek egyensúlyának hiánya

ami forintpiaci hatása révén meggyengíti a hazai valutát. Bár lelki szemével idejekorán észlelte a közelgő válságokat, arra nem számított, hogy mindez a magyar pénzügyi rendszerre nagy erővel zúduló likviditási-bizalmi krízis hatására következik be. Aggodalmát pusztán arra a józan belátásra építette, hogy semmilyen felívelés nem tarthat örökké. A valóság azonban, sajnos, még az ő optimistának igazán nem nevezhető várakozásait is felülmúlta. Hogy mennyire, azt ma még mi sem tudjuk.

KÁRMÁN ANDRÁS

A magyar költségvetés kiadási szerkezete nemzetközi összehasonlításban

Antal László¹ szakmai munkásságának egyik központi kérdése volt a gazdaság fenntartható növekedése szempontjából adekvát költségvetési politika kérdése. Következésképpen képviselte azt az álláspontot, hogy a gazdaság versenyképességét leginkább egy kiegyensúlyozott költségvetési pozíció és a jövedelmek mérsékelt újraelosztása segíti. Mindkét feltétel akkor tud egyidejűleg teljesülni, ha a költségvetés kiadási oldala, az állami újraelosztás mértéke összhangban van a magyar gazdaság fejlettségével. Ebben a rövid írásban azt kívántam szemléltetni, hogy a magyar költségvetés kiadási szintje továbbra is jelentősen meghaladja a hozzánk hasonló fejlettségű, régióinkbeli országokét. A magasabb kiadási szint részben a múltban felhalmozott államadósság miatti, magasabb kamatkiadás következménye, részben bizonyos elszámolástechnikai tényezők is szerepet játszanak benne. Az elsődleges kiadások szintje azonban még a korrekciók elvégzése után is érezhetően magasabb versenytársainkénál, amelyben elsősorban a nyugdíj- és szociális kiadások a meghatározóak. Bár a költségvetési konszolidáció következtében a különbség az egyes kiadási tételeknél érezhetően csökken, ugyanakkor messze nem fog eltűnni.

Magyarország az elmúlt években igen jelentős eredményeket ért el a kiugró költségvetési hiány lefaragásában. A költségvetési egyensúly megteremtéséhez és a továbbra is magasnak számító adóelvonás mérsékléséhez azonban a kiadási szint további csökkentésére van szükség. Ennek során azonban érdemes a korábbiaknál nagyobb hangsúlyt fektetni a költségvetés kiadási szerkezetének alakítására, ugyanis az elmélet és a nemzetközi tapasztalatok alapján a kiadási szerkezetben végbement változások a hosszú távú gazdasági növekedés szempontjából nem tekinthetők optimálisnak. Ennek pedig kedvezőtlen hatása lehet a gazdaság növekedési potenciáljára.

1. A MAGYAR KÖLTSÉGVETÉS KIADÁSI SZINTJE NEMZETKÖZI ÖSSZEHAJONLÍTÁSBAN

Széles körben ismert összefüggés, hogy a költségvetési újraelosztás mértéke nem független a gazdaság fejlettségének színvonalától. A gazdagabb országokban az állami szrepevállalás szélesebb, ami az állami kiadásoknak a GDP-hez viszonyított arányában is

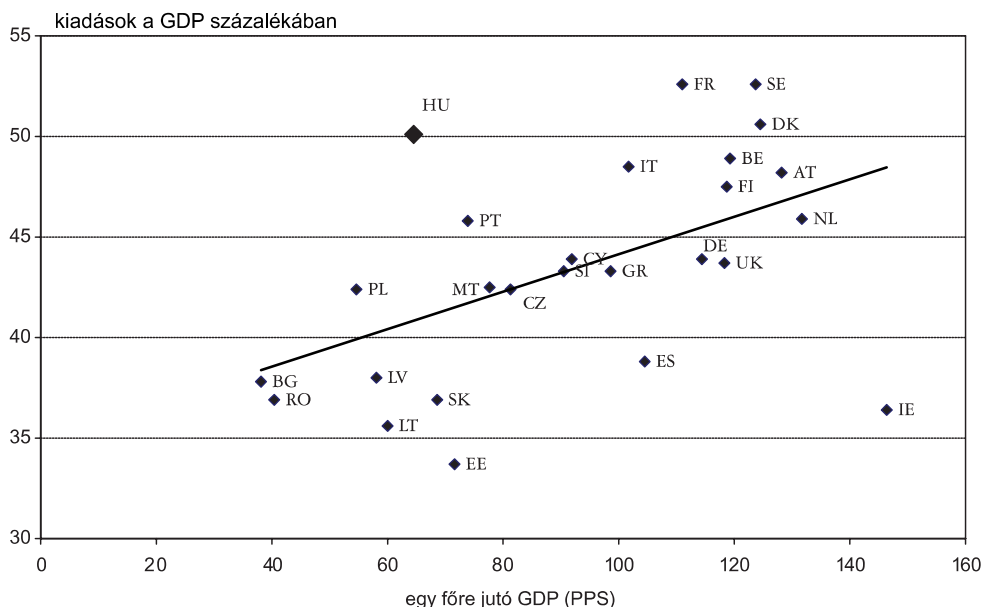
¹ Antal Lászlót kezdetben, a szakkollégiumban évekig tutoromként, majd a Pénzügyminisztériumban első főnökömként és egészen haláláig szakmai mentoromként, személyes jó barátként tisztelhettem. Őszintén csodáltam hihetetlen lényeglátását, szintetizáló képességét, csalhatatlan megérzéseit; könnyedén találta meg a mindenkori gazdaságpolitikai kihívások gyorsan változó, szövevényes kérdéseiben is az elméleti közgazdaságtan szigorú és konok összefüggéseit. És tette mindezt alázattal, szerényen, már eleve megbocsátva azt, hogy szavaira kevesen fognak odafigyelni.

tükröződik. Éppen ezért a hazai költségvetés terjedelmének nemzetközi összehasonlításakor érdemes figyelembe venni az egyes országok fejlettségbeli különbségeit.

A magyar költségvetés kiadásai 2007-ben közel 10 százalékponttal magasabbak a GDP százalékában, mint a hozzájuk hasonló fejlettségű európai országokban (1. ábra).

1. ábra

Az Európai Unió országainak államháztartási kiadásai gazdasági fejlettségük függvényében (2007)

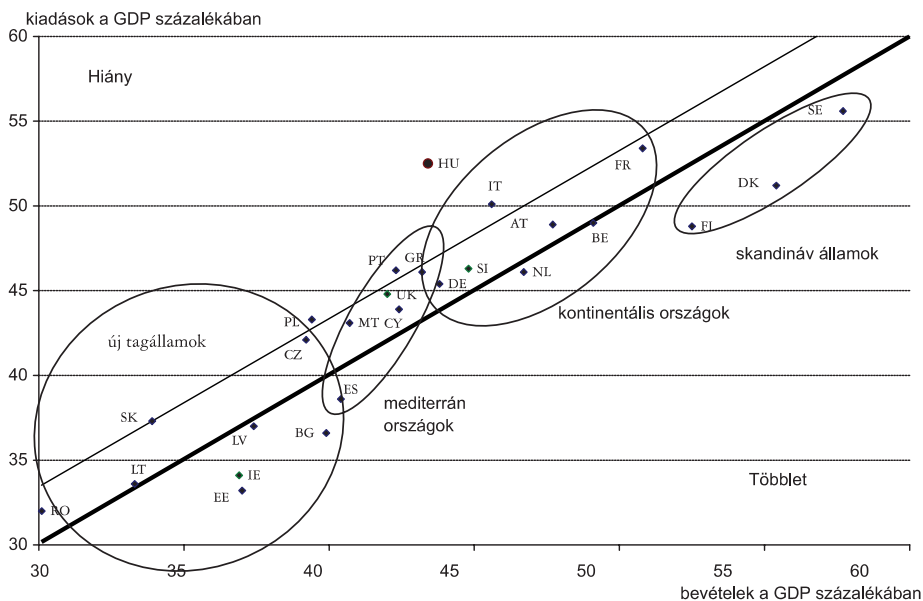


Forrás: Eurostat

A gazdasági fejlettség mellett számos más tényező is befolyásolja a jövedelemcentralizáció és az állami újraelosztás mértékét. Ezek általában összefüggnek az adott ország társadalmi berendezkedésével, értékeivel, hagyományaival. A 2. ábrán látható, hogy a fejlett országok közül a skandináv államokban kifejezetten magas, míg a kontinentális országokban ennél alacsonyabb, de még mindig jelentős mértékű az állam terjedelme. Az állami bevételek és kiadások aránya már jóval alacsonyabb a mediterrán országok esetében, és a legalacsonyabb a kelet-európai országokban. Magyarország ebből a szempontból is eltér a megfigyelt nemzetközi mintától, hiszen a 2006-os, rendkívül nagyméretű államháztartási hiányhoz a dél-európai országokra jellemző bevételi szint és a skandináv jóléti országok esetében megfigyelhető költségvetési kiadási szint tartozott.

2. ábra

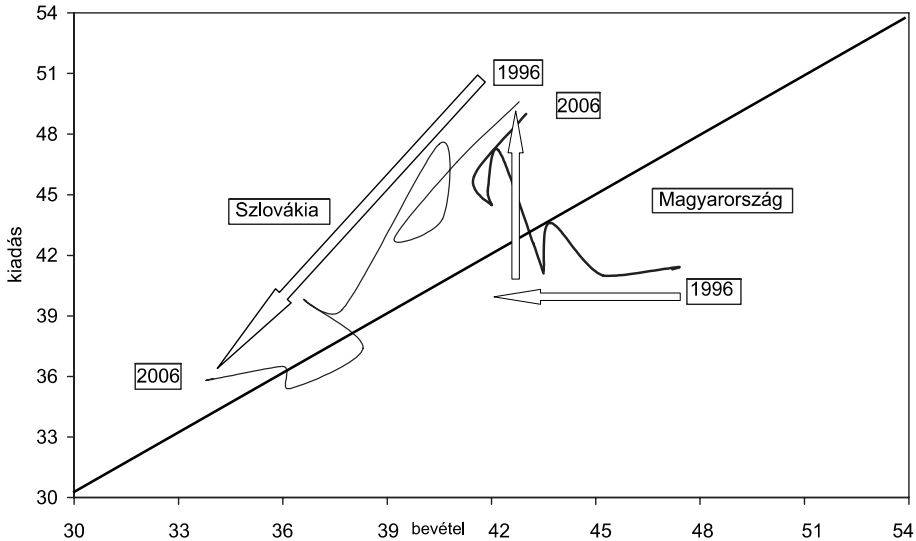
Az Európai Unió országainak államháztartási kiadásai és bevételei a GDP százalékában (2006)



Forrás: Eurostat

Magyarország divergenciája a régió többi országától az elmúlt évtizedben látványos volt (3. ábra). 1996-ban a ciklikusan igazított elsődleges kiadások szintje Szlovákiában még lényegesen magasabb volt a magyarénál, és ehhez jelentős elsődleges költségvetési hiány tartozott. Szlovákia 1996 és 2006 között azonban közel 14 százalékponttal csökkentette az állami újraelosztás és 9 százalékponttal a jövedelemcentralizáció mértékét, ezzel lényegében megteremtve a kiegyensúlyozott elsődleges költségvetési egyenleget.

**A ciklikusan igazított elsődleges kiadások és bevételek alakulása
Magyarországon és Szlovákiában (1996–2006)**



Forrás: Európai Bizottság AMECO-adatbázisa

Ezzel szemben Magyarország 10 év alatt a jelentős elsődleges többletet 5 százalékos elsődleges hiányba fordította, amit az első időszakban a szinten maradó kiadások mellett csökkenő állami bevételek, míg a második 5 évben a változatlan adóbevételek mellett GDP-arányosan növekvő kiadások okoztak. A végeredmény a régiós átlagot jóval meghaladó bevételi szint mellett is lényegesen magasabb költségvetési hiány lett.

2. A MAGYAR KÖLTSÉGVETÉS KIADÁSI SZERKEZETE RÉGIÓS ÖSSZEHASONLÍTÁSBAN

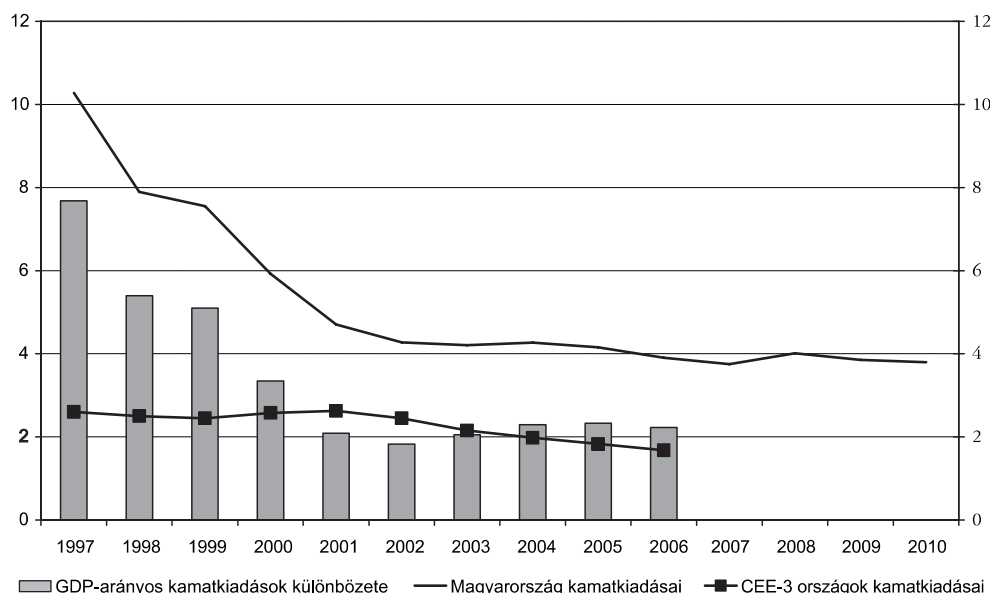
A leírtakból következik, hogy az adóelvonásnak a régiós átlagot meghaladó szintje és a magyar költségvetésnek a kétezres évekre kiugróvá vált hiánya egyaránt az állami kiadások magas szintjével függ össze. A kiadásokon belül azonban a kamatkidásokat érdemes külön figyelembe venni, hiszen ezek csökkentésére csak közvetetten és hosszabb időszak alatt van lehetősége a gazdaságpolitikának.

2.1. A kamatkiadások magas szintje

Az államadósság kamatkiadásai az 1990-es évek második felében még hatalmas terhet jelentettek a magyar költségvetésnek (4. ábra). A csökkenő államadósság és az inflációval mérséklődő állampapírhozamok azonban a GDP-arányosan közel 10 százalékos szintről gyorsan mérsékeltek a kamatkiadásokat 2002-ig, azóta azonban – növekvő államadósság mellett – a kamatkiadások a GDP 4 százaléka körül stagnálnak, ami lényegesen felülmúlja a visegrádi hármak (Lengyelország, Csehország és Szlovákia) 1,7 százalékos adósságszolgálati terhet.

4. ábra

**A GDP-arányos költségvetési kamatkiadások alakulása
Magyarországban és a CEE-3 országok esetében (1997–2010)**



Forrás: Eurostat

A régiós átlagnál a GDP közel 2,5 százalékaival magasabb költségvetési kamatkiadást két – egymástól persze nem független – tényező okozza: a magyar államadósság magasabb szintje és annak magasabb finanszírozási költsége (1. táblázat). Ha ez utóbbi egy lépésben a másik három visegrádi ország szintjére csökkenne, a magyar költségvetés kamatkiadása a GDP százalékában 4,1 százalékról 3,2 százalékra esne. Ha ezzel együtt a magyar államadósság is a régiós országok szintjére csökkenne (csaknem megfeleződné), akkor a kamatkiadások mértéke további 1,5 százalékponttal zsugorodna. A fenti számpéldából az is látszik, hogy a cseh, lengyel és szlovák átlagos adósságszolgálati terhet lényegesen meghaladó magyar költségvetési kamatkiadás hozzávetőleg 1/3–2/3 arányban származik a magasabb hozamokból, valamint az államadósság nagyobb mértékéből.

1. táblázat

Az államadósság mértéke, átlagos hozama és a költségvetés kamatkiadása

2007	Átlagos adósság	Átlagos implicit kamatláb	Átlagos kamatkiadás
Euróövezet	54,5%	4,4%	2,5%
Visegrádi hármak	34,4%	4,8%	1,7%
Magyarország	66,0%	6,2%	4,1%

Forrás: Eurostat

Ez utóbbi arány azért tekinthető kedvezőtlennek, mert míg az államadósság implicit kamatlába (az adósság átlagos finanszírozási költsége) egy sikeres konvergenciapálya mentén viszonylag gyorsan lecsökkenhet, az adósság GDP-arányos mértéke rövid távon adottságnak tekinthető. A konvergenciaprogramban szereplő, kismértékű elsődleges többlet és 3-4 százalékos körüli gazdasági növekedés mellett alig 1-2 százalékpontos csökkenés adódik a jelenlegi 66 százalékos adósságrátából. Következésképpen – bár a kamatkiadások jelenlegi szintje jelentősen hozzájárul a költségvetés regionális összevetésben magas kiadási szintjéhez – a mozgástér, amelyen keresztül mérsékelhetjük az állami újraelosztás mértékét, meglehetősen limitált.

2.2. Torzítások az elsődleges kiadások szintjében

A leírtakból következik, hogy ha az összehasonlítást a kamatkiadások nélküli költségvetési kiadások alapján végezzük el, a magyar újraelosztási mérték kevésbé tűnik kiugrónak, ugyanakkor még mindig több mint 7 százalékponttal meghaladja szűkebb régióink átlagát (2. táblázat).

2. táblázat

Főbb államháztartási mutatók a visegrádi országok esetében

GDP százalékában, 2007	Egyenleg	Kiadások	Bevételek	Elsődleges kiadások
Magyarország	-5,5	50,1	44,6	46,0
Csehország	-1,6	42,4	40,8	41,3
Lengyelország	-2,0	42,4	40,4	39,8
Szlovákia	-2,2	36,9	34,7	35,5
Visegrádi hármak (CZ, PL, SK) átlaga	-1,9	40,6	38,6	38,9
Eltérés Magyarország és a visegrádi hármak átlaga között	-3,6	9,5	6,0	7,1

Forrás: Eurostat

A táblázatból az is látszik, hogy a kiadások mellett az állami bevételek is rendre magasabbak Magyarországon esetében, ami elsősorban a magasabb adókulcsok következménye. A magasabb adókulcsok azonban a költségvetés bruttó elszámolása miatt felfelé torzíthatják az egyes költségvetési kiadásokat. A magasabb szja- és tb-járulékkulcsok az állami alkalmazottak utáni bérkiadásokat, a magasabb áfakulcsok pedig az állam által vásárolt javak és szolgáltatások utáni kiadásokat növelik meg oly módon, hogy az tulajdonképpen csak az állam egyik zsebéből a másikba fizetést jelent. Ha az államnak a magánszektorttal szembeni jövedelemelvonására és újraelosztására vagyunk kíváncsiak, akkor érdemes korrigálni ezekkel a hatásokkal a bevételi és kiadási főszámokat.

Az adórendszer egyéb torzításokat is okozhat a költségvetés kiadási főösszegében. Szlovákiában például a családtámogatások egy részét adókedvezményként nyújtják, így az nem jelenik meg explicit kiadásként, Lengyelországban pedig megadóztatják a nyugdíjakat. Míg az előbbi lefelé, az utóbbi felfelé torzízza a költségvetési kiadásokat és bevételeket.

További – és az utóbbi időben megnövekedett jelentőségű – torzítást okoz az Európai Unióból érkező támogatások elszámolása. Az EU-transzferek egy része a költségvetést elkerülve, közvetlenül jut el a támogatottakhoz, míg másik része „átfolyik” a hazai költségvetésen. Ezen támogatások aránya, illetve az egyes országok gyakorlata ebben a tekintetben eltérő, így más-más mértékben hatnak az EU-transzferek a költségvetés bevételi és kiadási száraira.

Az alábbi torzító tényezők teljes körű figyelembe vétele Magyarország és Szlovákia összehasonlításakor az elsődleges kiadások 10,5 százalékos GDP-arányos eltérését 6,4 százalékra mérsékli (3. táblázat).

3. táblázat

**Az alkalmazott korrekciók és hatások az elsődleges kiadási szintekre
Magyarország és Szlovákia esetén**

GDP százalékában, 2007	Szlovákia	Magyarország	Eltérés
A. Teljes elsődleges kiadások	35,5	46,0	10,5
<i>Korrekciók:</i>			
1. szociális támogatások elszámolása	0,5	-0,1	-0,6
2. munkáltatói járulékok	-1,6	-2,8	-1,2
3. az állami bérek adótartalma	-1,0	-2,4	-1,4
4. állami fogyasztás adótartalma (áfa)	-0,8	-1,3	-0,4
5. EU-tól kapott transferek államon átfolyó része	-0,2	-0,7	-0,5
B. Alkalmazott korrekciók összesen (1+...+5):	-3,1	-7,2	-4,1
C. Módosított elsődleges kiadások (A+B)	32,4	38,8	6,4

Forrás: Eurostat, illetve MNB-számítás

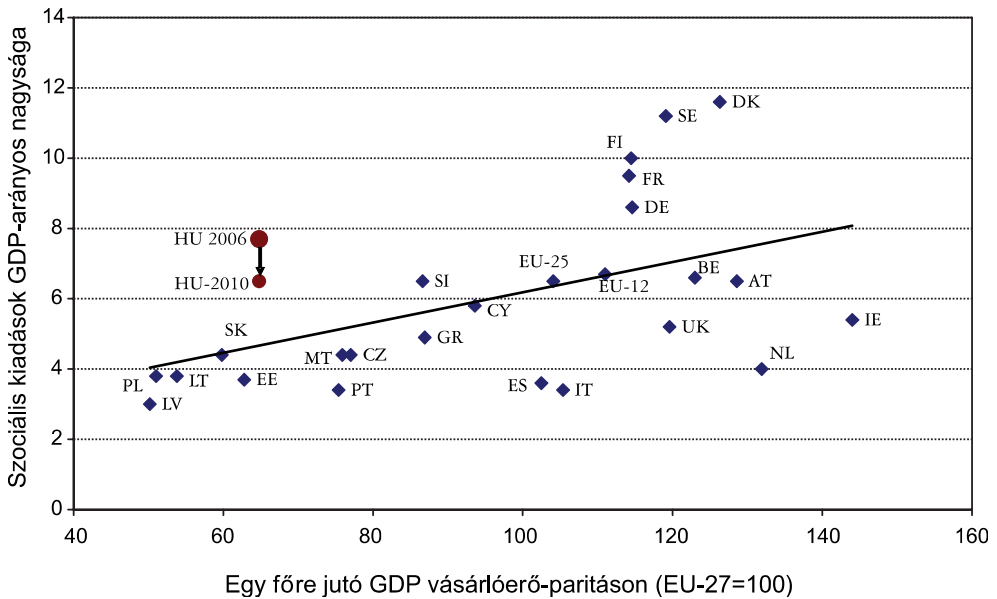
Fontos hangsúlyozni, hogy az alkalmazott korrekciók – jellegüknél fogva – kevésbé érintik a lakossági transfereket (nyugdíjak, szociális kiadások), inkább az egyéb területeken (kölségvetési szervek bér- és dologi kiadásai) jelentősek.

2.3. *Eltérések a költségvetés elsődleges kiadásaiban*

Sokat hangoztatott álláspont, hogy a magyar költségvetés magas újraelosztási arányában a szociális kiadások fejlettségünkhöz képest magas szintjének van meghatározó szerepe. Az 5. ábra alátámasztja ezt az állítást, hiszen 2006-ban a nyugdíj nélkül vett szociális kiadások 7,7 százalékos GDP-arányos mértéke közel duplája volt Csehország, Szlovákia és Lengyelország 4,2 százalékos átlagos szintjének és a régi EU-tagok (EU-12) 6,7 százalékos átlagát is meghaladta. Ugyanakkor az is látszik, hogy a konvergenciaprogram végrehajtásával a szociális kiadások szintje GDP-arányosan jelentősen mérséklődik, bár a különbség 2010-ben várhatóan még így is számottevő marad.

5. ábra

A szociális kiadások GDP-arányos nagysága az egy főre jutó GDP függvényében az EU-ban (2006)



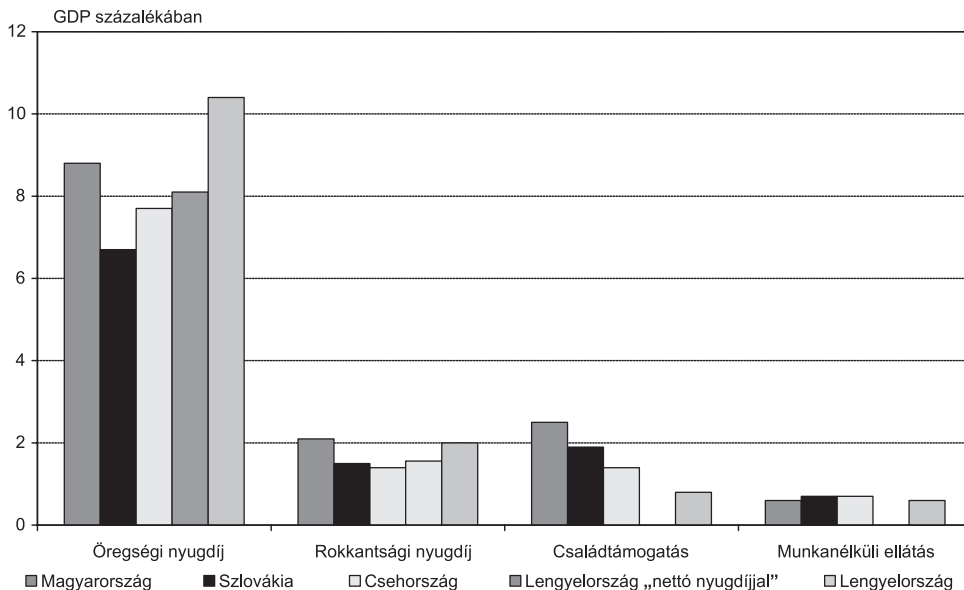
Forrás: Eurostat, illetve a 2008-as költségvetési törvényjavaslat melléklete

A nyugdíjkiadásokat is magába foglaló, legfontosabb lakossági transferek esetében azt látjuk, hogy míg a munkanélküli ellátásra fordított kiadások mértékében – a munkanélküliség eltérő szintje ellenére – nincsen jelentős eltérés a visegrádi országok között, a családtámogatási rendszer messze Magyarországon a legnagyobb (6. ábra).

Az öregségi és a rokkantsági nyugdíj esetében az összehasonlítást nehezíti, hogy Lengyelországban a nyugdíjakat megadóztatják. Ha azonban ezt korrigálva, a „nettó nyugdíjat” hasonlítjuk össze, akkor a nyugdíjkiadások esetében is egyértelmű Magyarország „elsőbbisége”.

6. ábra

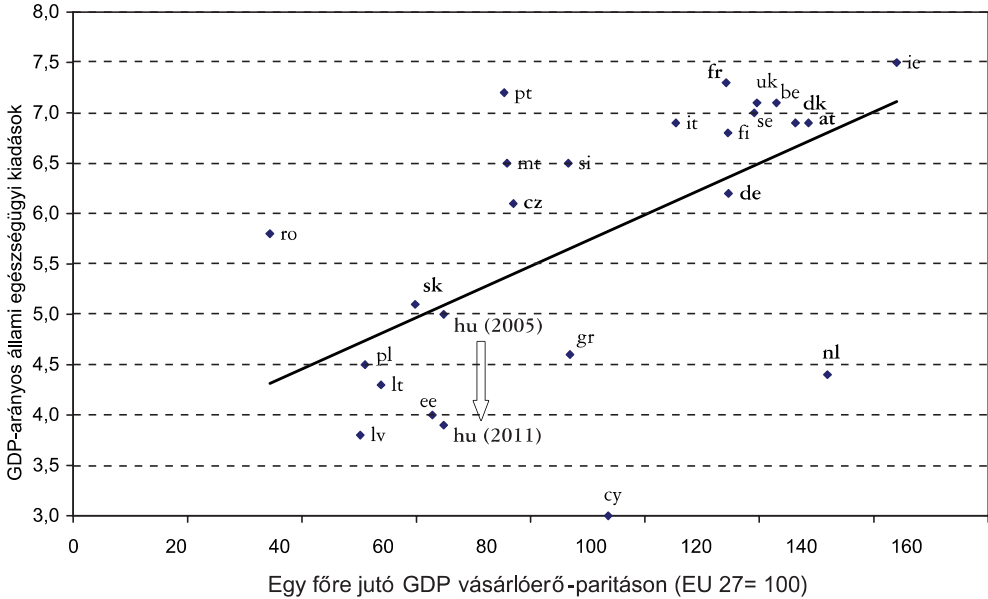
Egyes lakossági transzferok GDP-arányos szintje a visegrádi négyek esetében (2005)



Forrás: Eurostat, ESPROSS-statisztika

A szociális- és nyugdíjkiadásokkal szemben, egészen más a helyzet az állami egészségügyi kiadások terén. Itt Magyarország helyzete a költségvetési kiigazítás előtt inkább átlagosnak volt mondható, ugyanakkor a konvergenciaprogram időhorizontján ezen tétel esetében GDP-arányosan jelentős csökkenés várható, amivel az egészségügyre fordított kiadások GDP-arányos mértéke várhatóan már az EU legszegényebb országai szintjére süllyed (7. ábra).

Az állami egészségügyi kiadások GDP-arányos nagysága az egy főre jutó GDP függvényében az EU-ban (2006)



Forrás: Eurostat, illetve a 2008-as költségvetési törvényjavaslat melléklete

Az oktatás területén a kiigazítás előtt az állami kiadások szintje némileg meghaladta a régió másik három országának átlagát (6,5 százalék, szemben az átlagos 5 százalékkal), 2010-re azonban várhatóan a 2005-ös régiós átlag közelébe csökken a magyar GDP-arányos kiadási érték. Hasonló elmozdulás figyelhető meg a klasszikus állami feladatok közé tartozó közszolgáltatás, védelem és rendvédelem esetében is.

3. A KÖLTSÉGVETÉS KIADÁSI SZERKEZETE ÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

Az utolsó kérdés, amire a jelen cikkben keresem a választ, hogy a magyar költségvetés kiadási szerkezetében megfigyelhető eltérés és a konszolidáció során bekövetkező változás milyen hatást gyakorolhat a hazai gazdasági növekedésre. Fontos hangsúlyozni, hogy itt nem a költségvetési kiigazítás keresletszűkítő hatása és a jelenlegi, a régió többi országától elmaradó növekedési teljesítmény összefüggésére kívánok fókuszálni, hanem arra, hogy a magyar költségvetés kiadási szerkezte – az elmélet és a nemzetközi tapasztalatok alapján – várhatóan hogyan befolyásolja a *hosszabb távú* növekedési kilátásokat.

Minden gazdasági szektor esetében a növekedési potenciál szempontjából első körben az a lényeges, hogy a kiadások minél nagyobb része legyen tőkekiadás, szemben a folyó

kiadásokkal. Ez nemcsak a magánszektorra, hanem az államháztartásra is igaz. Az állam esetében azonban a folyó kiadások egy része (oktatás, egészségügy) is tágabb értelemben beruházásnak tekinthető. Sőt, a nemzetközi tapasztalatok szerint ez utóbbinak, a humán tőkébe történő beruházásnak hosszabb távon sokkal egyértelműbben kimutatható a növekedésserkentő hatása. Ez a koncepció húzódik meg azon osztályozás mögött, amelyik különbséget tesz a gazdasági növekedést hosszabb távon serkentő, „produktív” kiadások (oktatás, egészségügy, állami közszolgáltatások) és „nem produktív” kiadások (szociális kiadások, nyugdíj) között.

A 2006-ban elkezdődött, fiskális konszolidáció ebből a szempontból nem tekinthető kedvezőnek. Miközben az összes államháztartási kiadáson belül a produktív kiadások (állami közszolgáltatások, egészségügy, oktatás) súlya mérséklődött, a GDP-arányos értékek kismértékű csökkenése ellenére a tipikus nem produktív kiadások aránya a teljes kiadáson belül tovább emelkedik (4. táblázat).

4. táblázat

Az elsődleges kiadások funkcionális megoszlása

	EMU 2005	Visegrádi hármak 2005	Magyar- ország 2005	Magyar- ország 2007	Magyar- ország 2010
Állami működési funkciók	15,5	19,0	16,6	14,3	14,6
Jóléti funkciók	75,9	68,7	70,1	69,8	72,5
Oktatás	11,3	12,6	13,9	12,7	12,5
Egészségügy	14,6	13,2	10,9	10,5	10,0
Nyugdíjkiadások	28,6	24,7	19,7	21,0	23,4
Szociális- és lakástámogatás	17,6	13,4	20,9	20,5	20,9
Környezetvédelem, kultúra	3,8	4,7	4,6	5,1	5,7
Gazdasági funkciók	8,6	12,3	13,3	15,7	12,6
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Összes elsődleges kiadás a GDP százalékában	44,4	39,6	47,0	46,1	42,5

Forrás: Eurostat, PM

A szociális kiadások esetében a támogatott lakáshitelek visszaesése, a gázártámogatás csökkentése és a szociális kiadásoknak „csak” az inflációval történő indexálása miatt azok GDP-arányos súlya 2005 óta csökken, azonban részarányuk az összes állami kiadásból ennek ellenére közel állandó. A nyugdíjak esetében szintén sor került számos fontos intézkedésre: a nyugdíjba vonulás effektív időpontjának kitolása, az indulónyugdíj-megállapítás szabályainak változtatása a helyettesítési ráta csökkentésén és a valorizációs szabályok megváltozásán

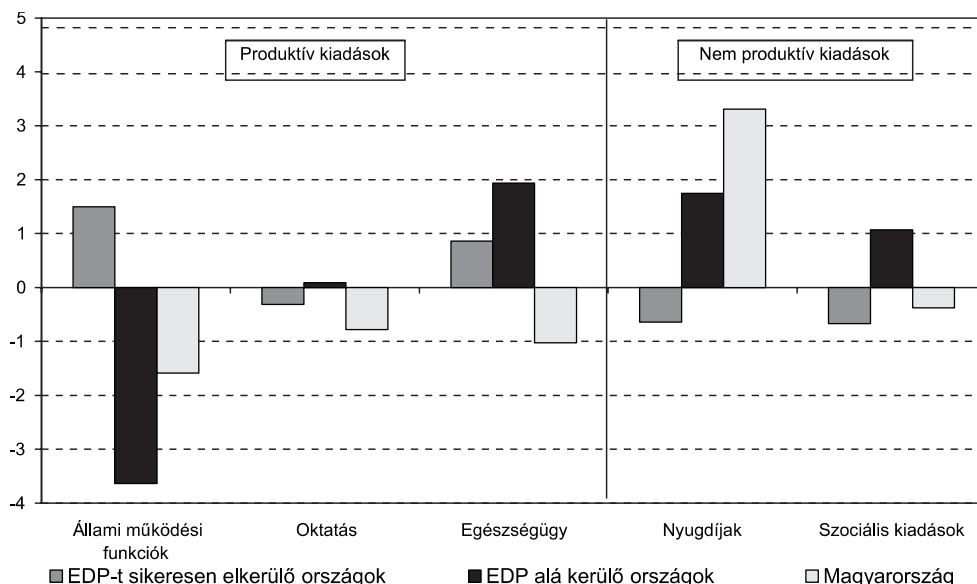
keresztül, valamint a rokkantnyugdíjazás szabályainak szigorítása. Mindezek azonban egyelőre csak arra voltak elegendők, hogy megállt a GDP-arányos nyugdíjkiadások 2000 óta tartó emelkedése, de az összes állami kiadáson belüli súlya 2010-ig tovább emelkedik.

Mindez azért is érdemel külön figyelmet, mert a gazdaság hosszú távú növekedési teljesítménye az adóbevételeken keresztül alapvetően befolyásolja az egyensúlyteremtés hosszú távú sikerességét. Jó példa erre az eurozónát létrehozó országok tapasztalata. Az euro bevezetése előtt a legtöbb országban történt valamilyen mértékű költségvetési konszolidáció annak érdekében, hogy a csatlakozás feltételét jelentő, 3 százalékos államháztartási hiánycélt teljesítsék. 1999 óta azonban a kiigazítást végrehajtó 10 országból 5 újra elérte vagy meghaladta a 3 százalékos hiányszintet, és ún. EDP (túlzottdeficit-eljárás) alá került.

Ha összehasonlítjuk az EDP-t a mai napig sikeresen elkerülő, illetve az utólag sikertelennek bizonyult hiánycsökkentést végrehajtó országok tapasztalatait, akkor azt látjuk, hogy jelentős különbség van a két országcsoport között abból a szempontból, hogy hogyan alakították át a konszolidáció során a költségvetésük kiadási arányait. Míg az utólag fenntarthatónak bizonyult hiánycsökkentések forrása a nyugdíjak és a szociális kiadások mérséklése volt, a sikertelen országok elsősorban az állami működési funkciókon próbáltak spórolni (sok esetben a közszféra bérfelgyasztásával), és az ő esetükben a nyugdíjak és szociális kiadások súlya emelkedett az összes kiadáson belül (8. ábra).

8. ábra

**A kiadási szerkezet változása az EDP-t a későbbiekben is elkerülő,
és később az EDP alá eső országokban (1993–1999),
valamint Magyarországon (2005–2010)**



Megjegyzés: az EDP-t sikeresen elkerülő országok: Ausztria, Belgium, Finnország, Hollandia, Írország; az EDP alá kerülő országok: Franciaország, Görögország, Németország, Olaszország, Portugália
Forrás: Elemzés a konvergenciafolyamatokról, MNB [2008].

Ha az összehasonlítást kiegészítjük a konvergenciaprogram által előrejelzett folyamatokkal, látható, hogy a magyar kiigazítás a később sikertelennek bizonyult kiigazítókhoz hasonlóan, nagymértékben támaszkodik a klasszikus állami funkciókon történő megtakarításokra, miközben igen jelentős mértékben engedi a nyugdíjkiadások súlyának növekedését. Ugyanakkor a sikeres országokhoz hasonlóan, a szociális kiadásokon is megcéloz némi megtakarítást. Szembetűnő azonban: mindkét országcsoporthoz képest eltér abban, hogy mekkora megtakarításokra törekszik az oktatási és az egészségügyi kiadások esetében.

IRODALOMJEGYZÉK

- Állami Számvevőszék [2007]: Államreform, közpénzügyi reform: Nemzetközi trendek és hazai kihívások, Állami Számvevőszék Fejlesztési és Módszertani Intézet
- CEMI [2006]: Makróegyensúly és gazdasági növekedés, CEMI, 2006
- EC [2006]: Public Finances in EMU 2006, European Commission, 2006
- EC [2007]: Public Finances in EMU 2007, European Commission, 2007
- A Magyar Köztársaság 2007. decemberi aktualizált konvergenciaprogramja, www.pm.gov.hu
- MNB [2006]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról, Magyar Nemzeti Bank, 2006. december
- MNB [2008]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról, Magyar Nemzeti Bank, 2008. március

ÁBEL ISTVÁN

Árfolyam és adósságciklus¹

A gazdasági ciklus elmélete igen régi, és mára meglehetősen szerteágazóvá vált. A felzárkózó és átmeneti gazdaságok sajátos ciklusai azonban kevés figyelmet kaptak eddig. A gyakori és sokféle külső megrázkódtatás okozta hullámmúton túl, e gazdaságoknak is vannak sajátos belső ciklusai. Ilyen az árfolyam és az államadósság kölcsönhatásában kialakuló ciklus. A hazai jövedelemtulajdonosok devizahitel-kereslete élénkíti a tőkebeáramlást, ami hozzájárul a forint erősödéséhez. Egy egyszerű modellen szemlél-tetjük, hogy a kockázati prémium hirtelen és tartós megemelkedése a forintárfolyam átmeneti erősödését eredményezi, miközben az adósságráta (államadósság/GDP) növekedésnek indul. Az adósságnövekedés fékezi, majd megfordítja az árfolyam erősödését. A magasabb kockázati prémium mellett a stabilizáció gyengébb árfolyamot és magasabb adósságrát eredményez.²

1. BEVEZETÉS

A pénzügyi válság leggyakoribb esetei a bankválság, az adósságválság és a valutaválság. Ezek külön-külön és együttesen is előfordulhatnak. Az persze megítélés kérdése, hogy milyen eseményt tekintünk válságnak, és mit a gazdaság ciklikus mozgásával együtt járó eseménynek. A politika hajlamos minden visszaesést válságként megélni, de sokszor nem vesz tudomást arról, hogy a visszaesés általában egyenes következménye a korábbi laza, de nem fenntartható élénkségnek. Ebben az írásban az államadósság és az árfolyam makrogazdasági dinamikájával foglalkozom, amely segít megérteni a magyar gazdaság közelmúltjának és jelenének néhány sajátos jellemzőjét, egyben rávilágít a dinamika alapján várható jövő tendenciáira is. Így érthetővé teszi, hogy az árfolyam-erősödés és az államadósság növekedése hogyan férhetett meg egymás mellett az elmúlt években. Érzékelteti, hogy ha az árfolyam tartósan gyengül, akkor a dinamikus összefüggések az államadósság növekedését eredményezik, amelynek megfékezése immár nem halogatható tovább, de önmagában nem állítja meg az árfolyamgyengülést.

1 Antal Lászlóval első munkahelyemen, a Pénzügyminisztérium Közgazdasági Főosztályán dolgoztam éveken keresztül. Bámulatos tempóban öntötte magából az ötleteket, a problémákat, érdekes megvilágításba helyezte. Észrevételei mélyek, átgondoltak voltak, és nem ötletszerűek. Nem kedvelte a leegyszerűsítést, a komplex kérdéseket a maguk összetettségében vizsgálta. Ha kézbe vehette volna ezt az írásomat, bizonyosan – nagyon komolyan áttanulmányozva – azzal adta volna vissza, hogy a leírt modell a magyar gazdaság mai problémáinak csak egyik elemét ragadja meg, de az az igazság, hogy ebben is inkább a közelmúlt problémáit egyszerűsíti le. Ez hasznos lehet a megértéshez, de az alkalmazandó gazdaságpolitikai pálya részleteit ennek alapján nehéz lenne felvázolni. Mindezt szeméből áradó, meleg kedvességgel tenné, néhány kiegészítési javaslat kíséretében. A hibákat is kijavítaná. Bár igazából nem lett volna erre ideje; állandóan késésben volt és rohant, éppen amiatt, mert figyelme mindenre és mindenkire kiterjedt.

2 A cikkben közölt gondolatok nem feltétlenül egyeznek meg a Nemzetközi Valutaalap álláspontjával.

Az árfolyam ugyan egyfajta makroökonómiai eszközárjellemző, a modellben azonban ennél tágabb szerepet is játszik, ezen keresztül épül be a makroökonómiai kockázat vagy volatilitás mérlegelése a modellbe.

2. AZ ADÓSSÁGRÁTA DINAMIKÁJA

Az államadósságnak (D) a GDP-re (PY) vetített arányát jelölje a δ adósságráta:

$$\delta = \frac{D}{PY} \quad (1)$$

Az államadósság éves növekményének két fő eleme a költségvetés elsődleges deficitje és az adósságra számítandó kamatteher. Az egyéb tényezőktől itt eltekintünk:

$$\frac{dD}{dt} = \alpha PY + rD, \quad (2)$$

ahol P az árszínvonal, Y a GDP reál értéke, r a nominálkamat, és α a költségvetés elsődleges deficitje a GDP százalékában kifejezve.

Az (1) képletben meghatározott adósságráta időbeli változásának leírására (deriváltjára) (2) felhasználásával az alábbi alakot kapjuk:

$$\frac{d\delta}{dt} = \alpha + (r - \pi - \gamma)\delta, \quad (3)$$

ahol π az inflációt – az árszínvonal (P) időbeli változását –, γ pedig a GDP reálértéken (Y) vett növekedési ütemét jelöli. A képlet azt fejezi ki, hogy az adósságráta stabilizálásához a deficit csökkentése, a kamat csökkentése és a GDP nominális növekedése segíthet.³ Az adósságráta stabil, ha (3) alapján a $\frac{d\delta}{dt} = 0$ feltétel teljesül:

$$\delta_{STABIL} = \frac{\alpha}{\pi + \gamma - r} \quad (4)$$

3 Az államadósság stabilizálásának ezen tankönyvi feltétele közismert, megtalálható például TAYLOR [2004], 335. o.

Egyelőre azt feltételezzük, hogy az államadósságot hazai kibocsátású állampapírral finanszírozzák. Ezek keresletét az árfolyam és a kamat alakulása természetesen befolyásolhatja, az egyszerűség kedvéért azonban itt csak a kamat szintjétől függő adósságszolgálati teher jelenik meg. A hazai kibocsátású állampapírt azonban külföldiek is megvásárolhatják, így érdemes figyelmünket még ebben a leegyszerűsített világképben is kiterjeszteni az árfolyamra. Már csak azért is, mert az adósságráta dinamikájában az r kamat kulcsszerepet játszik, a kamat alakulása és az árfolyam-alakulás között pedig jelentős kölcsönhatás van.⁴

3. KAMATPARITÁS

A forintkamat (r), az árfolyam és az euro (külföld) kamata (r^*) között a fedezett kamatparitás összefüggését érvényesíti a korlátozások torzításától mentes devizapiac:

$$S_t(1+r) = F_t(1+r^*), \quad (5)$$

ahol S a forint euroárfolyama (egy euro értéke forintban kifejezve), F pedig az euro határidős árfolyama (ennyi forintért kapok most egy eurót egy időszakkal későbbi átváltásra). Az (5) összefüggés azt jelenti, hogy egy euro hitelt egy időszakra forintban befektetve, annak hozammal megnövelt értéke (az egyenlet bal oldala) éppen annyi, mint a hitelvisszafizetés költsége, vagyis az euro kamatával megnövelt valutaösszeg forintköltsége a határidős piacon. Ha az egyenlőség e két oldal között nem teljesülne, például ha a bal oldal kisebb lenne, akkor az ilyen forintbefektetésen keletkező, potenciális veszteség csökkentené az euro iránti keresletet a határidős piacon, ami a határidős árfolyam (F) csökkenésére vezetne. Ellenkező esetben, ha a bal oldal nagyobb, mint a jobb oldal, akkor a potenciális nyereség miatt érdemes a forintbefektetést addig növelni, amíg az egyenlőség a határidős árfolyam növekedésével helyreáll. Ha minden profitnövelő arbitrázs lehetőségét kihasználják, akkor az (5) egyenlőség teljesül. A piaci erők tehát az árakat és az árfolyamokat ebbe az irányba terelik.

Az (5) alakú *fedezett kamatparitás* összefüggés hidat teremt a kamatok (r és r^*) és az árfolyam között⁵, ez azonban nem használható jövőbelátásra, mert a határidős árfolyam (F_t) általában eltér a jövőbeli spot árfolyamtól (S_{t+1}). Jelöljük e két dolog eltérését p -vel, amit *kockázati prémiumnak* nevezünk el:

$$F_t = (1+p)S_{t+1} \quad (6)$$

Ha a forint időközben erősödik, akkor az eurót határidőre eladó p százalékot nyert az ügyleten a határidő lejártakor. Az (5) és a (6) egyenlet alapján az árfolyam időbeli változására az alábbi összefüggés adódik:

4 Az árfolyam és az adósságdinamika hasonló összekapcsolása megtalálható Taylor írásaiban, ő azonban az adósság/tőkeállomány arány és az árfolyamdinamikát vizsgálja (TAYLOR [2004], 333–337. o.), míg máshol az adósságráta és a jegybanki tartalékok dinamikus kapcsolatát (TAYLOR [2005], 150–154. o.)

5 A kamatparitás és a kockázati prémium forintárfolyamra történő alkalmazására jó példa BARABÁS GYULA [1996] és DARVAS ZSOLT [1996] írása.

$$\frac{dS}{dt} = \left(\frac{1+r}{(1+r^*)(1+p)} - 1 \right) S \quad (7)$$

4. AZ ADÓSSÁG- ÉS ÁRFOLYAMDINAMIKA

4.1. A stabil adósságráta és az árfolyamstabilitás-görbe ábrázolása az (S, δ) síkban

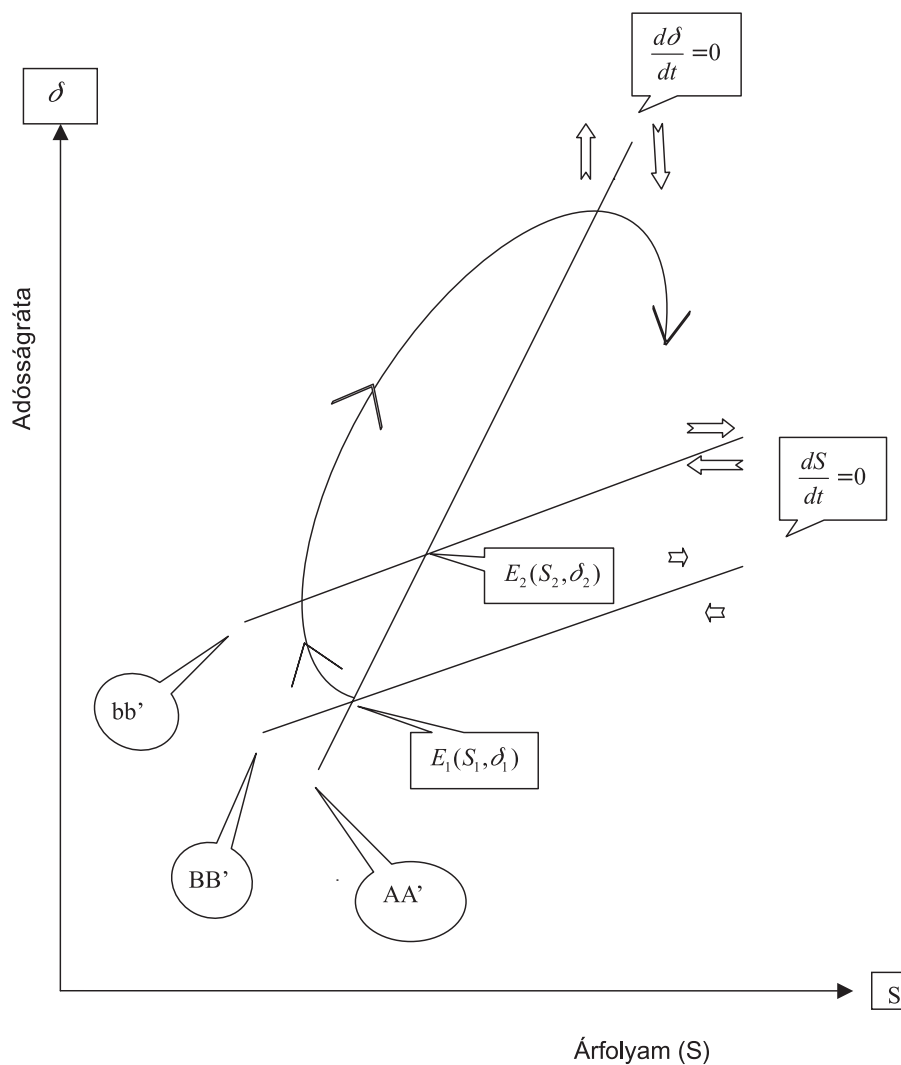
Az 1. ábrán a (4) összefüggés által leírt *stabil adósságrát* szemlélteti az AA' vonal. A δ adósságráta és az S árfolyam között nyilván nem lineáris összefüggés van, de a dinamika jellemzői szemléltetéséhez az egyszerűbb lineáris alakot ábrázoltam. A (4) összefüggésben r növekedése δ növekedésével jár együtt, (7) pedig azt jelzi, hogy r növekedése S növekedésével⁶ (a forint leértékelődésével), vagyis az AA' vonal pozitív meredekségű. AA' pozitív meredeksége mellett szól még az az érv, hogy a kamat növekedése feltehetőleg csökkenti az inflációt (π) és a növekedési ütemet (γ) is, ami a (4) képlet szerint szintén a δ adósságráta növekedését valószínűsíti.

Az 1. ábrán AA' stabil adósságráta vonalától balra elmozdulva, a vonal feletti térrészben az adósságráta növekszik, mivel az erősebb árfolyam alacsonyabb r kamatnak felel meg, ami a derivált értékét a (3) összefüggésben pozitív irányba lendíti át. A vonal alatt pedig csökken, ezt jelzi a vonalhoz illesztett nyilak iránya.

Az ábrán az *árfolyam-stabilitás* egyenesét BB' vonal jelzi, amelynek pozitív meredeksége azt fejezi ki, hogy a magasabb adósságráta gyengébb árfolyam-szinten stabilizálódó árfolyamnak felel meg. Az árfolyam-stabilitás egyenese feletti térrészben az árfolyam gyengülése irányába ható erők dominálnak (az egyensúlyinál magasabb adósságráta S növekedése irányába hat), alatta pedig ezzel ellentétes irányban, az egyensúlyinál alacsonyabb adósságráta erősebb forintárfolyamnak felel meg.

Az AA' egyenes meredekebb, mint a BB' egyenes, kifejezve, hogy az adósságráta növekedésére az árfolyam érzékenyen reagál (gyengül). Az adósságráta ugyanakkor az árfolyamváltozásokkal együtt járó kamatváltozásra érzékeny, emiatt meredekebb az AA' egyenes.

6 Itt feltételezzük, hogy $(1+r^*)(1+p) \leq 1+r$ feltétel teljesül, vagyis a forintkamat nem alacsonyabb, mint a kockázati prémiummal növelt eurokamat.

Az adósságráta (δ) és az árfolyam (S) dinamikája

4.2. Első fázis: forintfelértékelődés és adósságnövekedés

Az árfolyam és az adósság összefüggéseit az itt leírt modell síkjába rajzolni nyilván túlzott leegyszerűsítés, és ennek alapján diagnózist és gazdaságpolitikai javaslatot adni nem is lenne szabad. A térkép-vázlat, legyen bármennyire is vázlatos, a saját korlátain belül mégis segíthet a tájékozódásban. Tegyük fel például, hogy a gazdaságunk nagyjából kiegyensü-

lyozott állapotban van, az adósságráta nem csökken, de nem is növekszik, és az árfolyam is stabilnak tűnik ránézésre; már egy ideje nagyjából ugyanannyi forintot kérnek az euróért. Az 1. ábrán az $E_1(S_1, \delta_1)$ pontban vagyunk. Nyugalmunkat azonban hirtelen megzavarja egy kellemetlen esemény, ami a p kockázati prémium hirtelen, de tartós megnövekedésével jár. Ez modellünkben annak felel meg, hogy aki euróból fektet forinteszközbe, ezt most már csak akkor teszi meg, ha magasabb hozamot realizálhat kamatból és árfolyamnyereségből. A kockázati prémium megváltozása azt is jelenti, hogy az E_1 pont ezen túl már nem egyensúlyi, mivel a (7) egyenlet szerint p megnövekedése abból kibillentette, vagyis a forint meglepő módon erősödni kezdett, vagyis $\frac{dS}{dt} < 0$ lett. Az új árfolyam-stabilitás egyenesen a magasabb kockázati prémium mellett most már a bb' -be csúszott. A gazdaság azonban az új egyensúlyi pontba ugrani nem tud, a paraméterei fokozatosan tudnak változni. A bb' egyenes alatti térrészben a nyílak irányába ható dinamikai erők szerint S csökken, a forint árfolyama erősödik. Mivel most már az AA' egyenes fölé csúsztunk, a δ adósságráta is növekszik. A gazdaság az ábrán görbe nyíllal jelölt hurok mentén mozdul el.

Hogyan lehetséges ez? Kezdjük onnan, hogy a kockázati prémium emelkedése azt jelenti, hogy az euro tulajdonosa csak nagyobb hozamra hajlandó megszabadulni eurójától. A kamat mondjuk még változatlan, tehát árfolyamnyereséget keres. De ki az, aki árfolyamnyereséget tud neki kínálni? Például ezt teheti a magyar lakosság, a vállalatok és az állam (van jelentkező bőven), akik euróban vesznek fel hitelt, de kiadásait forintban fizetik, tehát forintot vásárolnak a hitelbe vett euróból, ezzel segítve a forintárfolyam erősödését. Nem meglepő tehát, hogy az E_1 pontból kitekintve, a magyar és az Európai Unió minden új tagországa balra keresi a kibontakozást. Különösen jellemző ez azokra, amelyek maguktól is képesek a p kockázati prémium tartós megnövekedésével együtt élni, magas államadósság mellett a költségvetés bevételi tételeit érintő, sikeres népszavazást vállalva. Érdekes epizódja a magyar gazdaságtörténetnek a 2008 márciusa utáni időszak. Az államadósság finanszírozása a népszavazást és a koalíció szétesését követően látványosan megdrágul, de a forint meglepő erősödést mutat, a lakossági devizahitelek minden korábbit meghaladó ütemű növekedésével egy időben.

4.3. Második és harmadik fázis: árfolyamgyengülés adósságnövekedés, majd adósságcsökkenés mellett

Az árfolyam-erősödés később megfordul, miután elérte az új árfolyam-stabilitási pontot a bb' vonalon, de itt nem áll meg, hanem túllendül; innen kezdve a forint árfolyama gyengül. Eközben az adósságráta tovább növekszik, egészen addig, amíg a stabil adósság vonalán átlendülve, az csökkenni nem kezd. Az 1. ábra tanúsága szerint az E_1 nyugalmi állapotból való elmozdulás csak átmenetileg jelent forinterősödést, miközben az adósságráta jó ideig növekedni fog ezt követően.

4.4. Negyedik fázis: az adósságsökkenés folytatódik, az árfolyam ismét erősödik

Jól célzott gazdaságpolitikai korrekciók segítik a nyugalom új $E_2(S_2, \delta_2)$ pontjának mielőbbi megtalálását. Ha időközben az égvilágon semmi nem történne, akkor ez a pont az ábrán az AA' és a bb' vonalak metszésében lenne. Valószínű azonban, hogy időközben a helyzet változik, és ez a változás a berajzolt vonalakat sem hagyja érintetlenül. Meg az is sejthető, hogy az új nyugalmi állapotba nem fogunk gyorsan beérkezni, mert előbb még ismét bejárjuk a hurkot párszor.

Nincs semmi okunk azt gondolni, hogy az 1. ábrán berajzolt adóssághurkon a gazdaság egyenletes ütemben bandukol. A valóságban talán az árfolyam-erősödésnek ábrán látható, rövid szakasza jellemzően hosszabb ideig eltarthat, ugyanakkor az árfolyamgyengülés hosszabb pályáján nagy sebességgel lehet haladni, megfelelő fékezés hiányában.

A gazdaságpolitika reagál az itt ábrázolt folyamatokra. Az adóssághurok azon szakaszában, miután az áttöri a bb' árfolyam-stabilitás vonalat, és az árfolyam gyengül, számíthatunk az inflációs nyomás erősödésére, és esetleges jegybanki kamatemelésre. Ez a stabil adósságráta AA' vonalának mérsékelt jobbra lefelé csúszását okozza, az ezzel járó további dinamikus alkalmazkodási jellemzőkkel, amit itt már nem rajzoltam be. Felesleges lenne ezt az egysíkú vázlatot további részletek kifejtésével a valóságosnál precízebbnek feltüntetni.

A mindezen tényezők együttes hatásának eredményeként kialakuló $E_2(S_2, \delta_2)$ új egyensúlyi pontról sejthető, hogy a korábrinál gyengébb árfolyam ($S_1 < S_2$) és magasabb adósságráta ($\delta_1 < \delta_2$) mellett állapodik meg a megnövekedett kockázati prémium következtében. Az árfolyam és az adósság dinamikus kölcsönhatásából létrejövő ingadozás (volatilitás) és az ebből adódó bizonytalanság fontos jellemzője a gazdaság mozgásának, amit nem hagyhatunk figyelmen kívül. A gazdaságpolitika számos olyan elemének, amelyik hatásában az adósságot vagy az árfolyam-volatilitást mérsékelheti, egyre hangsúlyosabb szerepet kell kapnia, mert enélkül a pénzügyi volatilitás a gazdaság stabilitását sodorhatja veszélybe. A gazdaságpolitika alakításához elengedhetetlen vezérfonal a fenntarthatóság, a stabilitás biztosítása. A gazdaságpolitikai dilemmákat mérlegelve Antal László [2004] meggyőzően mutatja be a korszakváltás történetét és buktatóit a magyar gazdaságban. Kimutatja, hogy a stabilitásra törekvés intézményi és gazdaságpolitikai követelményei, „*az intézményi alkalmazkodás nem következménye vagy velejárója, hanem előidézője a tartósan gyors fejlődésnek*” (Antal László [2004], 306. o.).

5. ÁRFOLYAM ÉS NÖVEKEDÉS

Általános az a vélekedés, hogy a forint gyengülése – miközben a devizahitelek rémálmai közé tartozik – az exportáló vállalatokra jó hatással van. Mivel a magyar gazdaság növekedése jobbra exportra alapozott, még azt is gondolhatnánk, hogy a gyenge forint és a gyors növekedés nálunk szinonima. Ennek a vélekedésnek azonban két hibája van. Egyrészt az exportáló vállalatok zöme egyben devizahiteles, finanszírozása devizaalapú konstrukciókban történik. Sebaj, gondolhatnánk, hiszen ezek az exportbevételeik révén természetesen

fedezve vannak az árfolyamkockázattal szemben. Csakhogy ez sem egészen így igaz. Még ha az árfolyamkockázattal szemben immunisak lennének is, a forintgyengüléssel együtt járó kockázatiprémium-növekedés mindenki számára növeli a pótlólagos finanszírozási terheket. A forintleértékelődés így kétes értékű áldás az exportálóknak; még ha növeli is az exportbevételeik forintértékét, devizaadósságaikon keresztül nettó vagyonukra valószínűleg negatívan hat.⁷

Az árfolyam-leértékelődés a gazdaság alkalmazkodási folyamatainak nehézsége és időigénye miatt ugyan azonnal és jelentősen megnöveli az importszámlát forintban, de exportbevétel növekedést és importfelhasználás csökkenést csak lassan és késéssel produkál. Ezt a folyamatot írja le az árfolyammal kapcsolatos fizetési mérleg javulás J alakú görbéje.

Az exportexpanszió nemcsak a forintárfolyamtól, hanem a termékeink iránti külső kereslettől függ leginkább. A külső piac megdolgozása pedig időigényes, költséges és konjunktúrafüggő. Ha a forintárfolyam a megnövekedett kockázati prémium miatt gyengül, és ez nem pusztán a magyar gazdaság kilátásait tükrözi, hanem esetleg regionális vagy globális nehézségek következménye, akkor a potenciális exportpiacainkkal is gond van, vagyis az árfolyamgyengülés nem sokat segít az exportálókon. E sajátos feltörekvő piaci jelenség egyik megnyilvánulása az úgynevezett recessziós leértékelődési ciklus (contractionary devaluation cycle).⁸

6. ÖSSZEFOGLALÁS

Az adósságdinamika és a költségvetési stabilizáció összefüggései közismertek, és az ezekhez kötött makroökonómiai kockázatok és a volatilitás értékelése gyakran alkalmazott módszer. A kockázatok kapcsán az árfolyam szerepe is ismert. Ezen tényezők dinamikus összekapcsolására azonban nincsen általánosan elfogadott megközelítés. Ez az írás egy egyszerű modellen, ezen elemek dinamikus összekapcsolásával azt mutatja be, hogy az adósság és az árfolyamalakulás egyfajta ciklikus mozgást eredményez, amelyben az árfolyam gyengülése vagy erősödése és az adósságráta növekedési és csökkenési fázisai – bizonyos fáziseltéréssel – kölcsönösen alakítják a másik változó mozgását.

A modellt egy – a magyar gazdaság közelmúltjában és jelenében kimutatható – jellegzetes makroökonómiai jelenség leírására alkalmaztuk. A tárgyalt esetben a kockázati prémium váratlan és tartós megváltozásának hatására a forint árfolyama kezdetben erősödik, és az adósságráta növekszik. Az alkalmazkodási folyamat előbb az árfolyam-alakulásban hoz fordulatot. A forint árfolyama gyengül, de az adósságráta egy ideig még növekszik. A modellben leírt dinamikai összefüggés alapján az valószínűsíthető, hogy az árfolyam gyengülése azután is folytatódik még egy ideig, hogy az adósságráta növekedése megáll, majd

7 Ezt a problémát részletesebben tárgyaltam egy más helyen (ÁBEL [2004]). Ha a hirtelen jött forintleértékelődés valóban az export gyors bővülését, és – az import drágulása miatt – a hazai termékek iránti kereslet gyors növekedését okozhatná, akkor a valutaválságok története növekedési sikertörténet lenne. Sajnos, általában ennek az ellenkezője szokott történni.

8 A latin-amerikai gazdaságok története gazdag az ilyen eseményekben, l. TAYLOR [2005].

csökken. A kockázati prémium tartós megnövekedése összességében a korábbi egyensúlyi értéknél magasabb adósságráta és a korábbi egyensúlyi árfolyamnál gyengébb forintárfolyam mellett létrejövő stabilizációt ígér.

IRODALOMJEGYZÉK

- ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmenetei gazdaságok tapasztalatai. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, Budapest, 435. o.
- ÁBEL ISTVÁN [2004]: Az árfolyamváltás hatása a vállalatokra nyitott gazdaságban. In: CZAKÓ ERZSÉBET–DOBOS IMRE (szerk.) [2004], 66–70. o.
- BARABÁS GYULA [1996]: Kamatparitás lebegő és csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben. *Közgazdasági Szemle*, 11. sz., 972–994. o.
- DARVAS ZSOLT [1996]: Kamatkülönbség és árfolyam-várakozások az előre bejelentett kúszó árfolyamrendszerben. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz., 920–947. o.
- CZAKÓ ERZSÉBET–DOBOS IMRE (szerk.) [2004]: Vállalati versenyképesség, logisztika, készletek. Tanulmányok Chikán Attila tiszteletére. BKÁE, Budapest, 328. o.
- OCAMPO, JOSÉ ANTONIO [2005]: *Beyond Reforms. Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, Stanford University Press, Palo Alto, California, 238. o.
- TAYLOR, LANCE [2004]: *Reconstructing Macroeconomics, Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 442. o.
- TAYLOR, LANCE [2005]: *Developing-Economy Cycles*. In: OCAMPO, JOSÉ ANTONIO [2005], 145–160. o.

LÁSZLÓ GÉZA

Egy gazdaságpolitikai kudarc tanulságai

A pénzügyi válság sok mindent megkérdőjelezett életünkben. Egyszerre sokan kezdtek el kételkedni nemcsak a bankok, a tőzsde és a piacok működésében, azok megfelelő szabályozottságában, hanem a gazdaságpolitikusok, közgazdászok szakértelmében is. A politikusok sem késlekedtek a válasszal; rég hallhattunk tőlük ennyit a piacgazdaság és a modern kapitalizmus válságáról, a nemzetközi együttműködés zavarairól. S valóban, mindezekről a kérdésekről sokat kell még gondolkodnunk – de vegyük észre, hogy ezek olyan elvont kérdések, amelyekről azért beszélnek szívesen a politikusok, mert kisebb a tétje, mint egy-egy korábbi rossz döntésük említésének, vagy épp azoknak a kategóriáknak, amelyek szerepelnek a családi költségvetések soraiban.

A gazdasági válságok természetére is igaz, hogy az ördög a részletekben van, és érdemes időt vesztegetni gazdaságpolitikai döntéseink elemzésére. Az elmúlt években a közgazdászok, kutatók és politikai szakértők sok mindenben vitakoztak, mégis nagyon kevés eszencia szűrődött le ebből. „*Néha eszembe jut, hogyan lehetséges az, hogy általam nagyra becsült közgazdászok, miközben nagyjából egy véleményen vannak a tényekről, mégis homlokegyenest eltérő következtetéseket vonnak le azokból*” – írja Jean Tirole.¹ Vitáinkban sajnos egyre kevésbé látszanak azok a közös pontok a piac, az adózás, vagy épp a monetáris politika kapcsán, amiben tulajdonképpen egyetértünk. Így viszont a kényes helyzetekben nehéz a gyakorlatba átültetni mindazt, amit tudunk.

Ez az esszé a gazdaságpolitikai döntések természetéről és a közgazdászok gyakorlati szerepéről szól. Néhány általános megjegyzés után a 2003-as balsikerű kormányzati beavatkozás, az ún. „sáveltolás” példáját vizsgálom meg részletesebben. A beavatkozást több szempontból összehasonlítom az 1995-ös sikeres stabilizációval, részben azért, mert azt gondolom, a 2003-as árfolyam-intézkedést kezdeményezők gondolkodásában mély nyomot hagyott a stabilizációs program árfolyam-politikai lépése és a hasonló egyedi beavatkozások logikája; másrészt azért, mert a két beavatkozás közötti hasonlóságok és különbségek segítenek megérteni a 2003-as kudarc okát.² A 2003-as sáveltolás – teniszkifejezéssel – „nem kikényszerített” hiba volt. Nem volt kritikus helyzet, nem volt különösebb gond az országhoz, bár a fontosabb indikátorok egyre rosszabb képet mutattak. Az intézkedés nem egy nagyobb program része volt, nem folyt komoly előkészítő munka, nem készült hatástanulmány. A megelőző időszakban a közvéleményt és az ügy szereplőit felkavarta a

1 J. TIROLE: Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System, Princeton University Press [2002], XI. o.

2 Ennek során több helyen hivatkozom Antal László 2004-es, a fenntartható növekedéssel kapcsolatos könyvére, amelynek tárgyilagos stílusa és – az elméleti kérdéssel szembe – gyakorlati megközelítése ritka kincs. L. ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai, Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest. A gyakorlatorientált intellektuális érdeklődés volt Laci egyik legnagyobb erénye. Nem szeretett és tudott elvontan elmélkedni gazdasági kérdésekről, mindig az izgatta, hogy mit kell tenni ahhoz, hogy jobban működjön a gazdaság, anélkül, hogy lekezelte volna a leíró gazdasági elmélet eredményeit.

kormány és a jegybank közötti konfliktus. Szomorú, hogy a kiegyezés éppen egy kártékony döntés mentén született, és tisztavirág-életű volt.³ A lépés aránya bölcsen mértéktartó akart lenni, ugyanakkor egy kisebbfajta pénzügyi válságot teremtett, amelyben fontos szerepet játszott az, hogy a döntést meghozó kormányzati és jegybanki szereplők nem mérték fel a szabályozási és pénzügyi intézményi környezet megváltozásának és saját konfliktusaiknak a jelentőségét. A befektetők várakozásainak alakulása roppant tanulságos volt, és egészen napjainkig előrevetítette árnyékát.⁴

Közgazdászok, politikusok és a gazdaságpolitika

Hogyan képesek hatni a sokat vitatkozó közgazdászok a gazdaság működésére? *Alan Blinder* szerint „a közgazdászok politikai befolyása ott a legkisebb, ahol a legtöbb tudással rendelkeznek és leginkább egyetértenek, és ott a legnagyobb a befolyásuk, ahol a legkevesebb az ismeretük és vitáik a legvehemensőbbek” – írja.⁵ A közgazdászok többnyire egyetértenek a különböző csoportokat célzó, kedvezményes adózási formák vagy az európai szinten kimagasló állami újraelosztás csökkentésének jótékony hatásait illetően, mégis nehéz keresztülvinni bármit is ezzel kapcsolatban a parlamentben. Ugyanakkor 2000 után talán a legvitatottabb kérdés Magyarországon a forint túlzott erőssége volt és lám, végül – a döntésben résztvevőknek is meglepő módon – a sáv gyengítése átment mind a kormányon, mind a monetáris tanácsban. Legalább ilyen nagy vita folyt 1994–95-ben arról, milyen mértékű beavatkozásra van szüksége a magyar gazdaságnak ahhoz, hogy elkerülhető legyen egy pénzügyi válság, ami tovább hátráltatta volna a transzformációs válsággal küszködő magyar gazdaság fejlődését. A döntés akkor is megszületett.

Ebben az eredményes beavatkozásban – akárcsak később, a 2003-as kudarcban – a közgazdászoknak fontos szerep jutott, de mégis mindkét döntést az akkor éppen zajló, nagypolitikai játszmák határozták meg. S ha visszaemlékszünk a kilencvenes évek elejének nagy elvi polémiáira, amikor a gazdasági átalakulás mértékéről, a csőd szabályozásról, a tömeges privatizáció és a nagy elosztó rendszerek reformjának sebességéről folyt a vita, akkor sem elsősorban gazdaságméleti, inkább politikai és gyakorlati szempontok döntöttek. A gazdasági modell fokozatos átalakítása összhangban volt a politikai átalakulásban választott úttal.⁶ Nem könnyű ezt észrevenni, mert az ilyen nehéz döntéseknél a politikai pártok szívesen emelnek be olyan gazdaságméleti nézeteket a programjukba és olyan szakértőket a kormányukba, amelyek meg akik igazolják és leplezik a politikai célokat.

3 L. VÁRHEGYI ÉVA [2003]: Pünkösdi királyság, *Népszabadság*, 2003. június 21.

4 Írásomban a döntést, annak körülményeit és következményeit vizsgálom. Nem célom a makrogazdasági helyzet elemzése, és nem értékelem a korábbi döntéseket (pl. a monetáris politika lépéseit) sem. Egy döntés helyességét utólag is csak az akkor rendelkezésre álló információk és feltételek alapján lehet megítélni. Akkor és most is úgy gondolom, hogy több jobb döntésre is volt lehetőség. Az úgy abból a szempontból is ritkaságszámba megy Magyarországon, hogy azóta az egykori pénzügyminiszter és az MNB elnöke is elismerte tévedését.

5 BLINDER, ALAN S. [1987]: *Hard Heads, Soft Hearts*, Reading, MA: Addison-Wesley, 1. o. Lásd még DIXIT, AVINASH K. [1996]: *The Making of Economic Policy*, MIT Press, Cambridge Massachusetts, London, England 154–155. oldal.

6 A magyar politikusok félelmét a közhangulat változásaitól és az élesebb érdekkonfliktusoktól, általában a radikális változások elmaradását *Kornai János* 1956 traumájára vezette vissza. Ezeket a félelmeket az új kormányban a taxisblokáid is megerősítette. Lásd KORNAI JÁNOS: Négy jellegetesség: A magyar fejlődés politikai gazdaságtani megközelítésben, *Közgazdasági Szemle*, 1995. december, 1097–1117. o.

Vannak – például *James Buchanan* –, akik ab ovo nagyon szkeptikusak a közgazdász tanácsadók világjobbító hétköznapi lehetőségeivel kapcsolatban. Szerinte „*azok a közgazdászok, akik – mintha csak egy jó szándékú diktátor alkalmazottai lennének – politikai tanácsadóként dolgoznak, hagyjanak fel e tevékenységgel, és figyelmüket inkább arra a struktúrára irányítsák, amelyben a politikai döntések születnek*”.⁷ A Nobel-díjat odaítélő bizottság indoklásában is szerepelt az a javaslata, amely szerint azoknak a közgazdászoknak, akik szeretnének pl. a kereskedelmi tarifákon javítani, „*inkább a nemzetközi kereskedelem alapvető normáira kellene figyelniük, így pl. a GATT szabályozási rendszerére*”.⁸ E megközelítésben a közgazdász kerülje a napi ügyeket és a feltűnést, inkább nagy kérdésekre figyeljen, átfogó, alkotmányos jellegű gazdasági szabályokra, azok reformjára fordítsa energiáit.

Ezek szerint a közgazdász feladata elsősorban a valóság megértése, a társadalmi jelenségek magyarázata és az, hogy hozzájáruljon a nagy jelentőségű, szakmai dilemmák elvi tisztázásához. *Kornai János* szerint „*a megismerésnek van önmagában vett értéke is. Van, aki számára a megismerés és megértés önmagában is örömet okoz*”. *Kornai* idézi a vele szemben kritikus *Liska Tibort*, aki szerint viszont „*olyan fajta tudósok ez, amelyek azt nézi, meddig ér a szar, és milyen szar, és nem azt, hogyan lehet ebből kimászni*”.⁹

A gazdasági elmélet és gazdaságpolitika gyakorlata között a kormányzati apparátus közgazdászai és szakértői próbálják áthidalni a szemléletbeli, felkészültségbeli különbségeket. Nekik kell napi munkájuk során – a *Liska-féle* megközelítésben – abból várat építeniük, ami éppen adott. Vannak köztük „celebek”, közismert arcok, akik átfogó reformjavaslataikat egy-egy hatásos cikkben vagy pamfletben fejtik ki. *Paul Krugman* „mágusoknak”, olykor „repülőtéri közgazdászoknak” nevezi őket, mert népszerű könyveiket még ott is árulják.¹⁰ A szakértők nagyobb része inkább meghúzódik a háttérben, testületek aktív tagjaként, vagy akár az apparátuson belül keresi a kenyérét. A nyolcvanas években Magyarországon a „mágusok” típusának jellegzetes alakja épp a nagyszerű debattőr, *Liska Tibor* volt, a másiké a csendes *Antal László*. A két típus nemcsak habitusában, hanem szemléletében is különböző szakértőket takar.¹¹

Normál körülmények között a kormányzati gazdasági szakértők iránti kereslet ciklikus. Minden új kormány azzal kezdi ténykedését, hogy hadba veti külső szakértőit. Néhányan belépnek az apparátusba, mások kívül maradnak. Később csökken a szakértői megbeszélések szerepe, ritkábbá és formálisabbá válnak, és a politikusok egyre inkább az apparátusra és saját tapasztalataikra építenek. A választások közeledtével azután megint megnő az értelmiségi holdudvar jelentősége; új programra van szükség, megint nő a kereslet a tanácsadók iránt.

7 BUCHANAN, JAMES [1987]: The Constitution of Economic Policy. *American Economic Review*, 77, 243. o.

8 Sajtóközlemény, <http://www.nobel.se/economics/laureates/1986/press.html>

9 KORNAI JÁNOS: A gondolat erejével, Osiris, Budapest 2005, 289–290. o.

10 Ő elsősorban azokra gondolt, akik a laikus olvasók véleményének formálásán keresztül szólnak a hatalomhoz. Nagy ívű javaslataik változatos szakmai színvonalat képviselnek. Napjaink média forradalma egyre több elméleti közgazdászt ösztönöz álláspontja egyszerű kifejtésére. Köztük a Nobel-díjas *Krugman* az egyik legaktívabb. L. KRUGMAN, P. [1990]: The Age of Diminished Expectations, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, IX–X. o.

11 *Liska* nagyon tudta, hogyan kell egy gazdasági problémát és megoldását sarkított érvekkel, lehetőleg könnyen olvasható formában bemutatni, és nagyobb publikum előtt megvédeni. A viták írott anyaga félig illegális formában terjedt.

A legfontosabb és legnehezebb feladat bemutatni az önbizalomtól duzzadó politikusoknak a lehetőségeket és az eszközöket, az egyes alternatívák hosszú távú költségeit és várható hasznát, lehetőleg minden romantika nélkül. A gazdaságpolitika és vele a tanácsadó akkor lesz sikeres, ha egészségesen keveri a közgazdasági és a politikai szempontokat, jól ragadja meg a választók érdekeit, az érdekképviseletek, a média kiemelt témáit. Egy tanácsadó sem lehet eredményes, ha nem látja át a politikusok dilemmáit, kísértéseit. Antal Lászlóról írták: „Elemzése megértő módon íródtak. Megértő volt nem csak az »emberekkel«, de a hatalmasokkal szemben is. Megértette, miért nem merik megvalósítani azt, amiről belül maguk is tudják, hogy tenniük kellene. Megértette a hatalmasok mindennapos árulását, ezért is használták újra és újra gondolatait és őt magát, mert biztosak voltak benne, hogy jöllehet pontosan látja, nem fogja elítélni őket mindennapos, szemforgatóan előadott gyávaóságukért.”¹²

Kritikus helyzetekben a miniszterelnökök a veszélyt többnyire maguktól is érzékelik, ilyenkor – ahogy már írtuk – szívesen kérnek fel szakértő minisztereket, és osztják meg a felelősséget velük. A szakpolitikusok természetesen azonnal cselekvési programot dolgoznak ki. Az IMF által előszeretettel támogatott „ortodox programok” elsősorban a költségvetés túlköltekezésében látják a válságok fő okát.¹³ Az ortodox programok egyszerű gyógymodot javasoltak a problémák megoldására: lehetőleg növelni kell az adóbevételeket, és mindenképpen csökkenteni az államháztartás kiadásait. Fontos szerintük az ár és árfolyammozgás szabaddá tétele azért, hogy a korábban gátolt, piaci mechanizmusok beinduljanak.

A gazdaságtudomány és a gyakorlat találkozásánál az elmélet gyakran elcsodálkozik, miért van az, hogy a gyakorlat ilyen egyszerűen gondolkodik, a gyakorlat pedig nem érti az elvontságot és az életidegenséget. A hétköznapi gyors döntéseket igényelnek, nagyon erős az igény a hüvelykujjszabályok alkalmazására, hiszen sok esetben a megoldandó problémák is egyszerűek, ismétlődők. A szakértők olykor a felhasználók igénye miatt is egyszerűsítik magyarázataikat. A gazdaságpolitika gyakorlatában a normák, tradíciók, szabályok is lecsökkentik a bevethető eszközök számát. A válsághelyzetek természetesen más módszereket igényelnek, mint a normál körülmények, ilyenkor a normális működés rendjére kevésbé lehet odafigyelni, a drasztikus és gyors lépések iránti igény felülírja a rendszer megváltoztatásának költségeit.

A sematikus, ortodox módszerek alkalmazásának vannak előnyei, hiszen akkor, ha nagyjából hasonló feltételek mellett vetik be őket, jobban összehasonlíthatók, mérhetők a hatásai, ami a nemzetközi intézmények szempontjából nagyon fontos, és kudarc esetén is könnyebb az okokat azonosítani. Ugyanakkor a rutinmegoldások nem körültekintő bevetése nagy társadalmi károkat és politikai költségeket okozhat. Az IMF egy kaptafára menő megoldásait sok kritika érte. Az árak és bérek felszabadítása sok esetben önmagában nem megoldás, mert ezek rugalmatlansága miatt nem képesek megtisztulni a piacok. Vannak, akik szerint a válsághelyzetekben általában nem lehet csak a költségvetési kiadások lefárasztásával operálni, hanem az árakat és a béreket kell megfelelő szintre hozni, közvetlen ellen-

12 Csillag István reformközgazdász és későbbi gazdasági miniszter Antal Lászlóról írott nekrológja a *Népszabadság* 2008. szeptember 29.-i számában jelent meg.

13 Szerintük a külső források elapadása, a gazdaság alacsony teljesítőképessége és a rossz adófizetői morál miatt a költségvetés arra kényszerül, hogy az infláció növelésével az inflációs adón keresztül finanszírozza önmagát. A másik destabilizáló elemet a piaci működést akadályozó szabályozói intézkedésekben, pl. a központi ár- és árfolyam-szabályozásban, a bérek indexálásában látták.

őrzés alá vonni – politikai szempontok miatt – lehetőleg egy háromoldalú, tehát a kormány, a munkaadók és a munkavállalók közötti megállapodás alapján. E heterodox megoldások a költségvetés-politikai mellett jövedelempolitikai és árfolyam-politikai eszközöket is szívesen alkalmaztak, ugyanakkor elsősorban az ortodox stabilizációs technika növekedést visszafogó hatásaitól óvták a gazdaságot.

A sematikus megoldás akkor is jó eséllyel kártékony lesz, ha nem a klasszikus ortodox receptet írja elő, hanem valamelyik másik, korábban többször sikeresnek talált eszközt vet be körültekintés nélkül. Komoly problémát okoz az is, ha egy kiváltságos helyzet, esetleg ideológiai szempontok, önteltség vagy más okok miatt a gazdaságpolitikus vagy az őt támogató szervezet nem tanul elég gyorsan a hibáiból.¹⁴ A visszacsatolások, értékelés és mérés nélkül nehéz a politikai beavatkozások gyakorlati tapasztalatait internalizálni, és a gazdaságpolitikus előbb vagy utóbb nem lesz képes megfelelni az elvárásoknak.

A politikusok nagyon fontosnak tartják a várakozásokat. Egy megnyert választás után az önmegerősítő próféciákba vetett hit egy miniszterelnöknél elkerülhetetlen, de a politikusok amúgy is úgy gondolkodnak, hogy a pozitív várakozások gerjesztése exponenciálisan növeli majd a támogató szavazatokat. Ugyanakkor nincs könnyű dolguk, mert nem tudnak garanciát vállalni az eredményekért, a szavazók még nekik sem hisznek el mindent. „*A kormány – írja szkeptikusan Thomas Schelling – elkötelezheti magát az alkoholadó emelése, de nem az alkoholizmus csökkentése mellett.*”¹⁵ Ugyanakkor az évek során egy politikus komoly hitelességre tehet szert, és ez nagyban növelheti szavainak, programjának súlyát. Ehhez tudnunk kell, mit miért tesznek. Nap mint nap látjuk őket, amint különböző adatok, elvek, előrejelzések, és szándékaik megismertetésével próbálnak minket meggyőzni arról, hogy mindig a szakmailag legjobb döntést fogják meghozni. A cselekvési programok mellett elkötelezettségük meghirdetésével pedig azt próbálják alátámasztani, hogy nem fognak áldozatul esni a morális kockázatoknak. A piaci szereplők e vállalások betartását értékelik, és a hitelesség akkor erősödik, ha a politika újra és újra kiállja a próbát. Az adatok és az elvek nagyon fontosak, de sok teret hagynak a manipulációnak és a szubjektív értelmezésnek. Márpedig a politikusok előrejelzései akkor lesznek hitelesek számunkra, ha jó adatokból indulnak ki, helyesen látják az összefüggéseket, tehát jó az elméletük, amelynek az alapján előrejelzést fogalmaznak meg, és végül, ha elhisszük nekik, hogy nem akarják túlságosan megszépiíteni az igazságot.¹⁶

A válsághelyzetekben a gazdaságpolitikus nincs könnyű helyzetben, hiszen az egyensúlyi problémák tipikusan olyan közgazdasági problémák, amelyek nem igazán közérthetőek. Ha nem sikeres a kommunikáció, akkor az emberek nem értik meg a fenyegető veszély természetét, és a reménykedés ellentétébe fordul.¹⁷ Az előretolt közgazdász, szakpolitikus, aki nyíltan felvállalja az ütközéseket, ilyenkor könnyen bűnbakká válik. A bűnbakteremtés viszont roppant veszélyes egy közösség szempontjából, nemcsak a dolog személyes aspek-

14 L. STIGLITZ JOSEPH E. [2003]: A globalizáció visszasságai, Napvilág, Budapest.

15 L. SCHELLING, THOMAS [1982]: Establishing Credibility: Strategic Considerations, *The American Economic Review*, Vol. 72., No. 2. 77-80.

16 L. SCHELLING id. mű.

17 Az Egyesült Államokban az elmúlt hetekben, a nagy kormányzati segélycsomag előkészítésekor a pénzügyminiszter és a FED elnöke heteken keresztül gyakorlatilag minden nap megjelent két-három nyilvános fórumon, hogy elmagyarázza, miért van szükség a beavatkozásra.

tusa miatt, hanem mert egy egész ország maradhat tévedésben az intézkedések, a reformok okaival kapcsolatban. A bűnbakképzés pszichológiai mechanizmusa ugyanis sajnálatosan visszatart azoknak az okoknak a végiggondolásától, amelyek időről időre újratermelődnék, és így ezeknek a rossz politikai kultúrával rendelkező társadalmaknak később sokkal nagyobb megrázkódtatásokat kell emiatt elszenvedniük. Az 1995 után elmaradt strukturális reformjaink jól példázzák mindezt.¹⁸

Az 1995-ös BEAVATKOZÁS

A magyar gazdaság helyzetét 1995-ben felborult külső egyensúly, a folyó fizetési mérleg növekvő ütemű, 10%-ot meghaladó hiánya jellemezte. Az egyik fundamentális problémát az államháztartás nagy terjedelme és növekvő hiánya jelentette, ami természetesen a külső egyensúlytalanságot erősítette. A válság alapvetően transzformációs eredetű volt, ezt tetézték a gazdaságpolitikai tévedések, amelyek elsősorban a növekedés beindítását célozták. Az infláció ugyan 1992 után még csökkent, de 1994 végén újra emelkedni kezdett.¹⁹ S bár a vállalatok és a lakosság pénzügyi helyzete, az áruk és szolgáltatások iránti belföldi kereslet nem feltétlenül indokolta, mégis 20% körüli szintre állt be az infláció üteme, az inflációs várakozások pedig nem csökkentek. A latin-amerikai országok gazdaságtörténetéből ismert folyamat rajzolódott ki, az ország össztermelése és jövedelme folyamatosan elmaradt a vártól, s ekközben az egyes érdekcsoportok, a kormány, a munkáltatók és a munkavállalók közötti jövedelemelosztási küzdelem kiéleződött. Az infláció biztonsági szelepként működött, mert ezen keresztül rövid távon minden szereplő jobban érvényesíthette érdekeit.

Magyarország nemzetközi befektetői megítélése, kockázati besorolása gyorsan romlott, komoly finanszírozási gondoknak néztünk elébe. Tavasszal a magyar kormány pénzügyminisztere egy sok pontból álló, heterodox programot állított össze, amely végül csak néhány fontos elemében valósult meg. A transzformációs válság miatt elkerülhetetlen volt a növekedés beindulásának elősegítése, miközben végre kellett hajtani a szükséges korrekciókat is. A kormány stabilizációs programja az árfolyam-politika reformján, a vámpótlék bevezetésén, az állami szektor béreinek korlátozásán alapult, és szándéka szerint elsősorban a külső egyensúlyt próbálta helyreállítani, miközben a jóléti és az oktatási rendszer átalakításának megkezdésével, az államháztartási kiadások visszafogásán keresztül igyekezett a költségvetési hiányt csökkenteni. A privatizációt felgyorsították, és az ebből származó bevételek nagy részét – némi vita után – adósságsökkentésre fordították. A jövedelempolitika a kormány által befolyásolt szektorokban a bérek növekedését visszafogta. A leértékelés hatására az infláció megugrott, és jelentős, 10%-ot meghaladó reálbércsökkenés következett be. S bár bizonyos intézkedésektől hamar visszavonult a kormány, a külső egyensúly és az államadósság tekintetében gyors eredményeket értek el, idővel pedig az inflációs várakozások is csökkentek.

¹⁸ *Albert Hirschman* egy a 19. századi Chilében dolgozó francia szakértő példáján mutatta be mindezt. L. HIRSCHMAN, A. O.: *Versengő nézetek a piaci társadalomról, Jószöveg tankönyvek*, 2000., 192–195.o. L. még *Bűnbak és bálvány* című. egykori írásomat a *Magyar Narancs* 1996. február 29.-i számában.

¹⁹ A korábbi évek áralakulásának tényezői között meghatározó szerepet töltött be a támogatások leépítése, a fogyasztási típusú adók bevezetése, az adórendszer korrekciói, a kiskereskedelmi árres növekedése és a leértékelések sorozata. Másik fontos költségoldali inflációs tényező a költségeknek és benne különösen a béreknek a termelékenység „növekedését” meghaladó emelkedése.

Az 1995-ös stabilizáció egyik legfontosabb eszköze középtávon a kúszó leértékelés bevezetése volt. Az ebben rejlő hiteles, inflációcsökkentő politikai elköteleződés nemcsak a külföldi befektetőknek, hanem a belföldi gazdasági szereplőknek is szólt, köztük a különböző, egymással csatázó érdekcsoportnak, intézménynek.²⁰ Az új árfolyamrögzítési szabály következetes fenntartása, az államháztartás egyensúlyának és nemzetgazdasági teljesítményének javulása együttesen végül is sikeresen segítette az inflációs várakozások csökkentését is. A kiszámítható jövőbeli árfolyamváltozások nyomán csökkentek a relatív árakkal kapcsolatos bizonytalanságok. S bár érvényesült keresleti hatás, a további növekedésnek inkább kapacitás és nem keresleti korlátai voltak.²¹

Az 1995-ös magyar stabilizáció egyértelmű nemzetközi sikert ért el; ha nem is gyorsan, de felépült a bizalom irántunk. Magyarországon nemcsak a közvélemény, de a közgazdászok is inkább kritikusak voltak e beavatkozással kapcsolatban. „*Érdekes módon a Bokros-csomag mindmáig, tehát utólag, már az eredmények ismeretében erősen vitatott maradt a hazai szakértők körében. Egyértelmű támogatója csak elvétve akadt.... Néhányan egyenesen szükségtelennek tartják, mondván, ...a kétségtelenül létező pénzügyi feszültségeket az akkor már gyorsuló növekedés révén egyszerűen »ki lehetett volna nőni«*” – írja Antal László.²²

A „sáveltolás” rövid története

A reálgazdaság teljesítménye a stabilizációt követően jelentősen növekedett, de 2001-től romlott a külső gazdasági környezet, amit a kormányok 2002-ben – nem függetlenül a választásoktól sem – erőteljes fiskális anticiklikus politikával ellensúlyoztak, a minimálbér emelésétől a közalkalmazotti béremelésekig. Ennek hatására a kereslet a GDP 4,3%-ával bővült 2002-ben.²³ Ez megemelte a költségvetés finanszírozási igényét, nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya, ami 2003-ban a GDP 6%-át tette ki. Egy másik kellemetlen fejlemény a bérköltségeknek a szomszédos országokét messze meghaladó növekedése volt. Mindezekkel együtt a magyar gazdaság 2002 végén sokkal jobban állt, mint 1994-ben, amikor a folyó fizetési mérleg hiánya két éven keresztül meghaladta a GDP 9%-át, az infláció a 19%-ot, az államadósság pedig a GDP 88%-ára rúgott.

2001-től a monetáris irányítás kamatdöntései nyomán kiugróan magas reálkamatszint jött létre, ami a forint jelentős erősödéséhez vezetett, és feltolta azt egészen a sáv felső széléig, sőt a télen spekuláció is folyt a további erősödés irányába. Ez jelentősen rontotta

20 Veszélyeket is rejtett ez a lépés, hiszen korábban több olyan országban, ahol a kormányzat egy nagyobb árfolyam-korrektió után kúszó leértékelést vezetett be, később újra felpörgött az infláció. Peruban az 1975-ös beavatkozás után 3 évvel háromszoros, Bolíviában az 1979-es hasonló intézkedés után három évvel 5 számjegyű infláció volt. Mexikóban az 1982-es leértékelést megelőző évben 28%-os, egy évvel utána viszont 102%-os volt az infláció. L. EDWARDS, SEBASTIAN [1991]: Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment, The MIT Press, Cambridge, London, 260. o.

21 L. VINCZE JÁNOS [1997]: A stabilizáció hatása az árakra, és az árak és a termelés [értékesítés] közötti összefüggésekre, MNB Füzetek, 1997/2.

22 „*Ennél komolyabb – folytatódik a gondolat – ...az az álláspont, mely szerint a stabilizációs program elkerülhetetlen volt, csak éppen túlreagálták, ily módon – feleslegesen – nagy társadalmi áldozatot kellett hozni.*” In: ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai, Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 134. o.

23 L. ANTAL id. mű, 390. o.

az exportáló vállalatok versenyképességét, amelyek erős nyomást fejtettek ki a kormányra: érje el az MNB-nél, hogy az a kamatok csökkentésével vagy bármilyen más eszközzel csökkentse az árfolyamot. Csakhogy a forint már csak egy széles sávban volt rögzítve, és a sávon belül szabadon lebegett. A jegybanktörvény alapján az árfolyammal kapcsolatos bármilyen változtatás csak a bank és a kormány egyetértésével születhetett meg.

2003. május 26-án lezárult a januári – a forintsáv „erős oldalának” védelmében alkalmazott – intervenció utáni időszak, amelynek során majdnem 4 milliárd euro távozott a piacról. Az ezt követő napokban az árfolyam nem mozdult el jelentősen. Május 28-án az első negyedéves külkereskedelmi deficit, május 30-án pedig az első negyedéves GDP-növekedési adatot tették közzé. Ezek a vártnál kedvezőtlenebbek voltak, a GDP 2,7%-kal nőtt csupán, míg – egy Reuters-felmérés szerint – az elemzők 3,4%-ot vártak.²⁴

A miniszterelnök, annak ellenére, hogy az árfolyam várt gyengülése megindult, az árfolyammal kapcsolatos döntésre szánta el magát. A kormány a jegybankelnök és a monetáris tanács beleegyezésével egy látszólag kompromisszumos megoldást választott, változtatott a középárfolyamon, de csak nagyon kis mértékben. 2003. júniusában a Magyar Nemzeti Bank és a kormány a forint $\pm 15\%$ -os szélességű árfolyamsávjának változatlanul hagyása mellett 2,26%-kal gyengítette a középárfolyamot 282 forintra. Ezzel egy időben, valószínűleg a korábbi jegybanki kritikára reagálva, bejelentettek egy 76 milliárd forintos költségvetési megszorítást is. A piaci szereplőket több szempontból meglepte a kormány és az MNB közös döntése, részben a sáv változtatása, részben a szinte egyhangúan egyetértő monetáris tanácsai döntés miatt.²⁵

A sáveltolás bejelentése utáni napon az árfolyam a 270 forintos szint fölé gyengült. Az MNB nyilatkozatokkal próbálta stabilizálni a helyzetet, de miután megindult a tőkekiáramlás, és a befektetők markánsan jelezték a kockázataik megnövekedésével kapcsolatos, magasabb hozamvárásaikat, néhány nap múlva 6,5%-ról 100 bázisponttal, majd június 19-én újabb 200 bázisponttal emelte az irányadó kamatlábat.²⁶ Bár a sáveltolás igen kismértékű volt, ennek önmagában minimális árfolyamváltozást kellett volna előidéznie, mégis a vélt kormányzati szándékok és a nagyobb volatilitás számszerűsítésével 273 forintos árfolyam is indokolttá vált a piaci szereplők számára.²⁷

Az államháztartás kiadásai az ezt követő években csupán e lépés miatt is jelentősen emelkedtek. A kamatemelés és a bizalom megingása többet ártott a döntést kikényszerítő érdekcsoportoknak is, és általában a magyar gazdaságnak, mint használt a versenyképességnek. Az ország befektetői megítélése lényegesen romlott, és úgy vélem, ez még a napjaink pénzügyi válságában tapasztalható sebezhetőségünkben is nem kis szerepet játszik.

24 „A várakozáson aluli GDP-növekedés hírére a forint gyengült, de jelentősebb – 2%-ot meghaladó – gyengülése csak a sáveltolást megelőző június 2-án és június 3-án következett be. (...) Egy elemző szerint június 3-án reggel az egyik nagyobb piaci szereplő jelentős mennyiségű forinteladást indított, ami a forint gyengítésével azon szereplőket is eladásra ösztönözte, akik különben tartották volna pozíciójukat.” L. NASZÓDI ANNA [2004]: A sávmódosítások árfolyamhatásának vizsgálata opciós modell keretei között, MNB Füzetek, 2004/2. Írásomban nem foglalkozom azzal – az amúgy nem érdektelen – kérdéssel, hogy bennfentes információ alapján történtek volna az említett eladások.

25 A reakciók rendkívül kritikusak voltak. L. Megszorított és leértékelt a kormány, <http://index.hu/gazdasag/magyar/forint030604/>

26 L. SZAPÁRY GYÖRGY [2006]: Az inflációs célkövetés tapasztalatai Magyarországon, MNB, 2006. szeptember, 11. o.

27 L. NASZÓDI id. mű.

Hasonlóságok és különbségek a két beavatkozás között

Antal László szerint két okból nem lehet összehasonlítani a két beavatkozást megelőző helyzetet; az egyik a gazdasági indikátorok jelentős különbsége, a válság hiánya. A másíkról így ír: „*a Bokros-program kiváltója számos gazdaságpolitikai melléfogás mellett alapvetően mégis egy objektív ok, a transzformációs válság volt... A most lezajló folyamatokban összehasonlíthatatlanul nagyobb szerepet játszanak a belső, szuverén tényezők.*”²⁸ A következőkben a gazdasági folyamatokon túlmutató tényezők szerepét vizsgálom a 2003-as döntésben.

A két beavatkozás körülményei között politikai szempontból sok hasonlóság volt. A kormányváltás után a politikai-üzleti ciklus egyazon fázisában voltunk, egy évvel a választások után. Ez az időszak minden eddigi demokratikus kormányunkat valamilyen mértékben korrekciós lépésre kényszerítette. Az új miniszterelnökök duzzadtak a bizonyítási vágytól, és készen álltak a beavatkozásra. Sikert ígértek, és vágytak az új sikerekre. A miniszterelnök ráadásul 2003-ban minden bizonnyal úgy érezte, hogy nemcsak igaza van a múltbeli monetáris politika kritikájával és a szükséges jövőbeli árfolyammal kapcsolatban, de ráadásul a fontos gazdasági érdekcsoportok is egy véleményen vannak vele. Az ebből is fakadó optimizmus azonban visszajára fordult. A piac a vártnál sokkal drasztikusabban reagált, ezt követően a jegybank még egyszer nem kockáztatott, és két lépésben megemelte a kamatlábat. Az előkészítettség hiányára jellemző volt, hogy – tudomásom szerint – nem készült hatástanulmány, komoly elemzés, és még a döntés napján is felmerült a sáv szűkítésének mint alternatívának a lehetősége, ami a sávveltoláshoz hasonlóan, lejjebb vihette volna a sáv tetejét.²⁹

Sok hasonlóság volt árfolyam-politikai szempontból is, hiszen 2003-ban a kormány ugyanazt a rutinmegoldást akarta alkalmazni, mint 1995-ben és azt megelőzően többször: a leértékeléssel, vagy legalábbis az újabb felértékelődések felső határának csökkentésével javítani a versenyképességünkön, fizetésimérleg-helyzetünkön, ezzel segíteni a növekedést és a költségvetési egyensúly javítását. Ebben a logikában az infláció esetleges kis megugrása az elfogadható rossz, szemben egy fiskális restriktív szociális és növekedést, ezzel szavazatokat visszafogó hatásaival. A gazdaságpolitikának akkor érdeke meglepő beavatkozást végrehajtania, ha a gazdaság valamely meghatározó szereplőivel érdekei nem egyeznek, és ha nincs elég eszköze a legjobb állapot eléréséhez.³⁰ Az előbbi igaz volt, hiszen a befektetőkkel szemben és az exportálók mellett kívánt fellépni a kormány. Eszközei látszólag korlátozottak voltak, hiszen a nemzetközi konjunkturális helyzet is csökkentette mozgásterét, és a választási ígéretek végrehajtása miatt nem akart végrehajtani fiskális korrekciót, de mindez inkább megszokásból, és nem a gazdasági helyzet felelős mérlegeléséből fakadt.

A sematikus árfolyam figyelmen kívül hagyta azt, hogy a szabályozási és a makrogazdasági környezet közben sokat változott. Az előkészítés hiánya is arra utal, hogy döntéshozók úgy gondolták, jól ismert eszközhöz nyúltak, jól ismert gazdaságban. Holott a hiteles

28 L. ANTAL L. id mű, 393. o.

29 Ez talán kisebb megrázkódtatáshoz vezetett volna, bár ezt a lépést sem értették és dicsérték volna a befektetők az alább következő érveim miatt.

30 L. PERSSON, TORSTEN–TABELLINI, GUIDO [1990]: *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Harwood Academic Publishers, Chur, London, 5. o.

árfolyam-politikai rezsim és a jegybank függetlensége miatt egészen más reakciókra számíthatnak volna, különösen egy még inkább integrálódó magyar gazdaság és tőkepiac esetén. Egy válságmentes helyzetben mindez érthetetlen volt a befektetők számára, hiszen egy ilyen eszközt ilyen körülmények között nem szoktak alkalmazni annak nagy tranzakciós költségei miatt.³¹ A sáveltolás kis értéke is a döntéssel kapcsolatos bizonytalanság és nem a finomhangolás jele volt a számukra. A rögtönzött sematikus politikai beavatkozás komoly kamatköltségekkel és növekedési áldozattal járt Magyarország számára.

A döntéshozók nem értették meg a monetáris politika működését meghatározó intézmények, szabályok alapvető változásának jelentőségét. A monetáris politika függetlenségének megerősítésével már amúgy is komoly hatáskör-delegálást hajtott végre a kormány. Ennek lényege pontosan az, hogy miután az emberek kételkednek a kormány ígéreteiben, pl. az inflációval kapcsolatban, ezért az ezzel kapcsolatos felelősséget a kormány törvényi úton átruházza a független központi bankra. Ezt a kormányzati elkötelezettséget tovább erősítette az is, hogy az 1995-ös stabilizációt követő időszakban az árfolyam-politika szabályai hitelessé váltak.

Fontos mérőföldkő volt a monetáris politikában, amikor az MNB 2001-ben áttért az inflációs célkövetés rendszerére. E rendszer erőssége: úgy biztosít nominális horgonyt az árvárakozásoknak, hogy közben növeli a központi bank beavatkozásainak mozgásterét a cél elérésének érdekében. Az MNB-ét – és nem a kormányt! Ugyanakkor ez nagy felelősséget ró a jegybankra, hiszen ettől kezdve mérlegelés nélkül megteheti, hogy minden döntési pillanatban az inflációs cél érdekében a számára rövid távon rendkívül megnyugtató, magas kamatszintet és erős árfolyamot választja. Egy célkövető politika hitelességét az gyarapíthatja a legjobban, ha hosszú és rövid távú szempontokat egyaránt figyelembe vesz döntéseiben, és nem csak rövid távon akarja igazolni önmagát. Mindenesetre fiskális expanzióra egy ilyen célkövetési szabállyal, egy 2,5-4,5%-os inflációs célértékkel és 5% feletti várható inflációval 2003-ra nem lehetett a válasz az azonnali kamatcsökkentés; ehhez szükség lett volna a 76 milliárdosnál erőteljesebb fiskális korrekcióra. Választhatott volna korábban más célkövetési rendszert a monetáris irányítás, de az elméleti eredmények és a nemzetközi tapasztalatok alapján végül is az inflációs célkövetést választotta, és 2001 után arra törekedett, hogy megeremtsen ennek a hitelességét.

E szabályokkal a monetáris politika – és vele a gazdaságpolitika – kénytelen volt ugyan lemondani a meglepetésszerű leértékelések egyszeri kedvező hatásairól, de hónapok, évek során megteremtett egy hiteles intézményt, amelynek működtetése valószínűleg sokkal többet jelentett a befektetők és a belföldi gazdasági szereplők számára, mint egy-egy kisebb negatív hír. Különösen nagy a jelentősége egy működő intézménynek, szabálynak az átalakuló gazdaságokban, ahol a politikai turbulencia jóval nagyobb, és hiányoznak azok a normák, amelyek a szabályok és a beavatkozások közötti széles zónában viszonyítási alapként szolgálhatnak a gazdasági szereplőknek. A kúszó leértékelés rendszerét egy idő után a sávok rögzítését vette át, ahol egy tág sávban mozoghatott a forint. A sáv hitelességét többször – például épp a beavatkozás előtt néhány hónappal intervencióval is – eredményesen védte meg az MNB.

A 2003-as kormányzati beavatkozás szándéka szerint kis lépés akart lenni a vélt helyes irányba. A miniszterelnök és a kormány és a monetáris tanács ígert mondó tagjai azt hihet-

31 L. DIXIT id. mű, I. fejezet.

ték, hogy a hitelesség, a bizalom az árfolyamsáv intézménye, így a gazdaságpolitika iránt fennmarad, és az árfolyam némileg gyengül. Nem így történt. Már az 1995 beavatkozás kapcsán vita alakult ki arról, milyen mértékű lépés volt indokolt, hiszen egyes szakembereknek úgy tűnt, hogy a keresletszűkítő hatás drasztikusabb lett a vártnál. Ez ellen szólt akkor az az érv, hogy ha az óvatos, kisebb lépés esetleg nem éri el azt a kritikus pontot, amely kellő mértékben megváltoztatja a szereplők feltételeit és magatartását, akkor az egész program kudarcot vallhat.³² Az intézmények, a normák változásainak van egy olyan tehetetlensége, ami lassítja, akadályozza az átalakításokat, ezt is figyelembe kell venni a beavatkozás megtervezésénél. Fontos szempont volt az is, hogy az 1995-ös beavatkozás előtt több hasonló kisebb horderejű lépés történt, tehát a gazdaság alapvetően a beavatkozások és nem a hiteles szabályok világát élte akkor.

A 2003-as kis lépés nem lett sikeres, nem tudta finoman csökkenteni az árfolyammal a sávot (vagy fordítva), de nem azért, mert nem ért el kellő hatást a várakozásokban, hanem ellenkezőleg, azért, mert a befektetők nem értették a kormány „elméletét”, nem hitték el előrejelzését, és a várakozásokhoz képest drasztikusan reagáltak az intézkedésre. Ez abból fakadt, hogy egy vélt kis lépéssel valójában egy nagy intézményi változást hajtottak végre a döntéshozók. A befektetők a magyar monetáris irányítást és árfolyamrendszert egyre hitelesebbnek találták, és egyre többet tettek fel arra, hogy az nem fog e bizalommal visszaélni. A sáveltolás pillanatában ez a „bizalmi elv” sérült.³³ Úgy érezték, egy kismértékű árfolyamváltoztatás céljából nem nyúltak volna ilyen drasztikus eszközhöz; nem hitték el, hogy az „ágyúval tényleg csak verébre” akart löni a kormány és az MNB. A befektetők számára világossá vált, hogy a gazdaságpolitikának elsősorban árfolyamcéljai vannak, szemben a jegybank elsődleges inflációs céljaival, és ezt azonnal lényegesen gyengébb szinten rögzítették. A szavahihetőség elvesztése a legnagyobb befektetőket is megmozgatta. A kismértékű változtatás nem várt, nagy reakciót váltott ki, és kiderült, hogy a helyes kompromisszum a gazdaságpolitikában sem mindig a két lehetőség között félúton van. Egy rossz gyógyszer akkor is árthat nekünk, ha csak felet veszünk be belőle. Pláne akkor, ha nem vagyunk teljesen egészségesek.

A sáveltolás ráadásul egyszeri lehetőség volt, és a kormánynak nem volt elképzelése sem arra az esetre, ha a befektetők „nem jól” reagálnak. Nem volt több kártya a kezében. Egyszer el lehet tolni a sávot, ha nagyon szükséges, de tisztában voltak vele: ha ez többször ismétlődik, akkor értelmét veszti a sávós rögzítés rendszere. Erre valószínűleg egyáltalán nem készültek, hiszen nyilvánvaló volt, hogy amennyiben a forint túlságosan meggyengül, a jegybank a célkövetési rendszer miatt nem tud nem kamatlábat emelni. Ennek az árát még nagyon sokáig fizettük, és megint bebizonyosodott a bizalom aszimmetrikus természete, amire már Keynes is felhívta a figyelmet: „Amíg ugyanis a hitelezők bizalmának gyengülése elég ahhoz, hogy összeomlást okozzon, erősödése a gyógyulás szükséges, de nem elégséges feltétele.”³⁴

Nagy a különbség az MNB és a kormány kapcsolatában is a két vizsgált időszakban, hiszen 1995-ben teljes összhangban lépett fel a két intézmény vezetője, míg 2003-ban rend-

32 L. ANTAL L. id mű 134. o.

33 L. DIXIT id. mű 26. o.

34 KEYNES, J. M. [1965]: A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete, KJK, Budapest, 185. o.

kívül feszült volt a viszony. Elsősorban a korábbi monetáris politika és a szükséges jövőbeli lépések megítélésének tekintetében folyt komoly vita a szereplők között, de nyilvánvalóan politikai feszültségek is zavarták az együttműködést. A két beavatkozás közötti időszakban a gazdaság látványos fejlődése és a jegybanki döntések erősítették a monetáris politika hitelességét még akkor is, ha népszerűsége csökkent az exportáló vállalatok körében. Az aktuális kormányok többször próbálták a vezetők kinevezésénél a befolyásukat erősíteni a bank vezetésével szemben. Azt gondolom, az éles konfliktusok tovább növelték az árfolyamrendszer hitelességének jelentőségét, hiszen a politikusok nyilatkozataitól akár el is lehet tekinteni, ha a hiteles szabályok, intézmények lényegében azoktól függetlenül, stabilan működnek. A konfliktus abból a szempontból is szerepet játszott a rossz döntésben, hogy kormányzati oldalról a korábbi éles ütközések miatt sokan nem számítottak a jegybank együttműködésére, és nagyon meglepődtek a monetáris tanács döntésén; míg a jegybanki oldalon a tanács tagjai kritikusan fogadták a javaslatot, de a konfliktus feloldásának lehetősége miatt végül – egy tartózkodás mellett – mindannyian támogatták azt. A szakmai szempontok az egyre feszültebb hangulatban háttérbe szorultak, a sáveltolásban a döntés pillanatában mindenki megoldást látott a problémáira.

Hasonló konfliktusok máshol is előfordultak. Az ötvenes és a nyolcvanas évek amerikai gazdaságában, Kanadában az ötvenes években, Japánban az ezredfordulón – mindenhol a jegybanki vezetés együttműködő készségét vitatták kormányoldalon, tipikusan a túl szigorúnak tartott monetáris politika miatt. Németországban a jegybank elnöke lemondott, mert a miniszterelnök nem fogadta el a két újraegyesítendő országrész valutáinak átváltási arányával kapcsolatos aggályait. A fenti konfliktusokban minden esetben fontos szerepet játszott a szereplők rossz egymás közötti és mások felé folytatott kommunikációja.³⁵

Miért kártékony az éles konfliktus a két fél között? A nyolcvanas évek első felében a FED és a költségvetési bevételeket és kiadásokat meghatározó kongresszus között éles vita folyt az Egyesült Államokban.³⁶ A két intézmény akkoriban homlokegyenest eltérő véleményen volt arról, milyen monetáris politikát kell folytatni. A kongresszus a monetáris és fiskális élénkítés pártján állt, míg a központi bank vezetése ezt a lehető legrosszabb gazdaságpolitikának tartotta az inflációs hatások miatt. Ha feltételezzük, hogy mindkét fél a saját szempontjából kedvező politikát erőlteti, mert attól fél, hogy a másik is ezt teszi; és attól is tart, hogy ha ő nem így jár el, hanem viszonzatlan gesztust tesz a másiknak, akkor az eredmény mindkettőjük számára sokkal kedvezőtlenebb lesz, mintha éppen az ellenkező lépést választanák. Egy egyszerű megközelítésben, a költségvetési deficit erőteljes növekedésének finanszírozási igénye egyrészt erősíti a kiszorítási hatást, másrészt az elégtelen megtakarítási hajlandóság mellett a szűk pénz politikájával a kamatokat felnyomja, ami recessziós hatású lehet, a hazai valuta felértékelődéséhez vezet, és rontja a nemzetközi versenyképességet.

35 SIKLOS, PIERRE L. [2002]: Frameworks for the Resolution of Government-Central Bank Conflicts: Issues and Assessment, Mimeo, Department of Economics and Viessmann Research Centre Wilfrid Laurier University, Canada.

36 Alan Blinder egy egyszerű fogolydilemma-helyzettel jellemezte a két fél közötti konfliktust. E modell talán túl egyszerű a gazdasági folyamatok és a jegybanki politika szabályai szempontjából és a tanulás, a kommunikáció, a valóságghú ösztönzők léte is bonyolultabb képet mutat, üzenete mégis tanulságos. L. BLINDER, ALAN [1983]: Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy, Monetary Issues in the 1980's, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1983

A lazább monetáris politika és a kiadások szigorú visszaszorítása sokkal kedvezőbb ellentétes hatást válthatna ki, a kamatokat csökkentené, a versenyképességet javítaná. A koordináció hiánya nagyon komoly problémákat, csapdahelyzetet okozhat. E modellben mindkét szereplő tudja, hogy rosszabbul jár a döntéssel, de nem kockáztatja meg, hogy még többet veszítsen presztízsből, megítélésben egy együttműködő lépéssel. Kitarának saját „mániájuknál”, és így mindenki rosszabbul jár. Természetesen idővel a tanulás, az együttműködés új formái, új, kisebb jelentőségű szabályok segíthetik az elmozdulást az optimális irányba.

A kormány és a központi bank konfliktusai más országokban általában csökkentek, miután a jegybank áttért az inflációs célkövetés rendszerére, és ezzel még inkább kiszámíthatóvá tette lépéseit. Kiderült, minél hitelesebb egy ilyen monetáris politika, annál rugalmasabb és együttműködőbb tud lenni nehéz helyzetekben. Sokat segíthet a konfliktusok elkerülésében, ha a kormányzat osztozik valamilyen formában a monetáris célokért vállalt felelősségben, anélkül, hogy sértené a jegybank autonómiáját.³⁷ A problémák gyökere nálunk is részben az volt, hogy a jegybank nem érezte a kormány kellő elzántságát az inflációs cél elérésére, a költségvetés hiányának csökkentésére és az államháztartás reformjára, míg a kormány nem érezte a jegybankot elkötelezettnek a versenyképesség javítására. E zavarok a kockázati felárban óhatatlanul megjelennek, és kamatban kell megfizetni az árát.

A konfliktusok egyik legfontosabb oka mindenhol a kellő kommunikáció hiánya. Mind a kormány, mind a központi bank vezetői visszahúzódnak épületük falai közé, kevés a kommunikáció egymás között, minimális és formális a szakmai egyeztetés. Nálunk ezt még rontja a két intézmény működésének anyagi feltételei közötti nagy különbség. Az MNB-ben – ellentétben a Pénzügyminisztériummal – sikerült megteremteni egy komoly kutatói bázis létrehozásának a feltételeit. A szakmai álláspontok ütköztetését, a helyes gazdaságpolitika kialakításához szükséges kommunikációt ez is akadályozza. Sok országban, így nálunk is hiányzik a konfliktusok kezelésének direkt szabályozása, de máshol már vannak hagyományokra épülő, informális megoldások ezekre az esetekre (amelyek azért ott sem működnek mindig tökéletesen). Nálunk ennek hiányában még nehezebb kezelni a konfliktushelyzeteket, és a túlzott átpolitikáltság pillanatok alatt eszkalálhatja a problémákat. Sokan úgy vélik, a jegybank és a kormányzat közötti rendszeres véleménycsere, közös szakmai munka a jegybank függetlenségének a feladását jelenti. Szerintem a függetlenség a döntésre, és nem az előkészítés folyamatára vagy az előtte-utána történő egyeztetésekre vonatkozik.

A jegybank függetlensége az egyik példája annak az esetnek, amikor a szabályozási gyakorlat nemzetközi példák alapján rendkívül korszerű és előremutató jogi kereteket alakított ki nálunk, de a politikai kultúra ezzel nem tartott lépést. Hiábavaló a jegybanki függetlenség és az inflációs célkövetés rendszere, ha vezető politikusaink csak akkor akarnak ezekkel együtt élni, amikor az számukra előnyös, és azonnal ódzkodnak tőle, ha éppen gazdasági vagy politikai szempontok alapján kellemetlen. E politikai konfliktusok nagyon nagy társadalmi költségekkel jártak, ezért szerencsés lenne a konfliktus megoldásának normáit megteremteni, és olyan szabályokat alkotni, amelyeket be is tudunk tartani. Véleményem szerint a képmutató és betarthatatlan szabályokat a piac jobban bünteti, mint az esetleg csak

37 SIKLOS, PIERRE L. [2002]: Frameworks for the Resolution of Government-Central Bank Conflicts: Issues and Assessment, Mimeo, Department of Economics and Viessmann Research Centre Wilfrid Laurier University, Canada.

„második legjobb”, de betartható szabályokat. Azt gondolom, a válság e téren segített, erősítette az együttműködési készséget; nem kellene normális körülmények között régi hibáinkat megismételni.

Szomorú tudomány

Thomas Carlyle a 19. században „szomorú tudománynak” nevezte a közgazdaságtant, miután elolvasta *Malthus* jóslatát a túlnépesedésből fakadó, várható élelmiszerhiányról. A magyar közvélemény is már rég hozzászólt a közgazdászok szkepticizmusához. A közgazdászok viszonya mindig is ambivalens volt a megformált magyar gazdasághoz; bár maguk hozták létre kereteit, de sohasem érezték saját gyermeküknek, mert ami kijött a politikai egyeztetés alagútjából, az mindig más volt, mint amit előtte elképzelték.³⁸ Ugyanakkor mindig élt bennük az a remény, hogy lehet jobb a rendszer, lehet rajta javítani. Ez a kettősség a kormány gazdasági tanácsadóinak egyik legfontosabb ismertető jegye, ez fűtötte és tüzelte őket az újabb és újabb reformok, intézkedések előkészítése során.

A kilencvenes évek elejének rossz gazdasági adatai mellett feltűnő volt néhány gazdaságpolitikus hangos derülátása. A növekedéssel és különösen az inflációval kapcsolatos optimizmus részben túlzott önbizalomból, részben az „ennél már csak jobb lehet” típusú, felületes okoskodásból fakadt. Emellett az inflációs várakozásokat hűteni akaró jó szándék is működött, és a politikusok nagyon „nem bánták” a vártnál magasabb inflációból fakadó többletbevételeket sem. Végül, de nem utolsó sorban ott állt mindezek mögött az önbeteljesítő jóslatokba vetett erős hit. Ez a fajta önbizalom és optimizmus gyakran párosult az egyedi beavatkozásokkal, hiszen már a westernfilmekben is megszokhattuk: akik jól lőnek, nem szeretnek a jogszabályok betartásáról diskurálni. Eközben azonban felépítettünk – saját hagyományainkra és európai mintákra építve – egy olyan jogszabályi, intézményi környezetet, amely jelentősen szűkíti a politika mozgásterét. A konfliktus elkerülhetetlen, a politikusok előszeretettel írják évről évre újra a szabályokat, és keveset törődnek azzal, hogy e szabályok így nagyon nehezen képesek beváltani a hozzájuk fűzött reményeket. Különösen nagy probléma ez a magas szintű, alkotmányos jellegű jogszabályok esetén, amelyek a különböző szabályok és beavatkozások rendszerét hangolják össze. Nem véletlen, hogy miközben Magyarország a World Economic Forum versenyképességi listáján a jogrendszer hatékonysága szempontjából a középmezőnybe tartozik (54. a 131-ből), addig a kormányzat törvényalkotásának az átláthatósága szempontjából a 94. helyen áll.³⁹

A túlzott optimizmus ellentétét is ismerjük, hiszen nálunk is voltak és mindig lesznek, akik a pesszimizmusban nem tudnak mértéket tartani. Albert Hirschman a „strukturalista téveszme” kategóriába sorolta azt a gondolkodásmódot, ami minden problémát végletesen

38 Antal Laci alapvicce a nyolcvanas évek második felében tovább variálja Liska idézett témáját: „*A magyar gazdaság helyzete olyan, mint azé a bűnösé, aki vétkei miatt a purgatóriumba kerül. Mikor belép az első bugyorba, látja, hogy ott egy nagy üstben főzik az embereket, „Na – gondolja –, ez nem az igazi, gyerünk tovább.” A másodikban valaki épp a spanyolcsizmát erősíti rá áldozatára, a harmadikban is szörnyű a kép. A bűnös fut tovább, végül belép az utolsó terembe, ahol azt látja, hogy derékig a szarban állnak az emberek, és cigarettáznak. „Ez egész elviselhető a többihez képest” – gondolja, levetkőzik, rágyújt, és beáll a többiek közé. Ekkor megszólal a hangosbemondó: „A cigarettaszünetnek vége. Alámerülni!” A mesélő a végén még hozzátette: „Na, pontosan itt tartunk mi is. Már rágyújtottunk az utolsó cigire, és levetkőztünk.”*

39 The Global Competitiveness Report 2007–2008, World Economic Forum, 2008.

negatívan ítél meg, és állandóan radikális gyógymódokat sürget.⁴⁰ Azok, akik ez utóbbiban szenvednek, a legkisebb megrázkódtatásban is a nagy összeomlás jelét látják. A strukturalista téveszmék nemcsak azért károsak, mert ezek miatt egyébként nehezebben vesszük észre az igazán komoly bajt, hanem azért is, mert végletes hibákra, az egész rendszer működésképtelenségére hivatkozva, elfelejtjük feltárni a hétköznapi gazdaság működési mechanizmusainak gyenge pontjait. Kit érdekel majd a hitelminősítő intézetek működési zavarairól, a befektetési bankárok ösztönzési rendszeréről, az intézményesített morális kockázatokról készült elemzés és megoldási javaslat, amikor a modern kapitalizmus fundamentális válságáról zajlik a magasröptű vita?

Egy ilyen közegben a keveseket – köztük Antal Lászlót – jellemző, egészséges kételkedésnek és nyitott gondolkodásnak komoly szerep jut. Segít hűteni a felfokozott várakozásokat, cáfolni a nehézségeket bagatellizáló véleményeket vagy épp a „modern apokalipszis”-víziókat. Segít szétválasztani a rövid és hosszú távú problémákat, és megtalálni az aktuális kérdésekre az aktuális válaszokat. A gazdaságpolitikai beavatkozások sikerességéhez ugyanis nem elég átlátni a makrogazdasági folyamatokat általában, tudni kell igazodni a pillanatnyi körülményekhez. Az egy kaptafára menő megoldások előnye lehet az, hogy már vannak tapasztalatok a működésükkel kapcsolatban, de a gyorsan változó környezetben ezek sokkal többet érhetnek, mint használhatnak.

A jegybanki függetlenség, az árfolyamrendszer és a monetáris célkövetés három olyan szabályozási választás volt az átalakuló magyar gazdaságban, amely a gazdaságpolitikában keményen korlátozta a kormány mozgásterét, annak érdekében, hogy sikeresen tudja kézben tartani az inflációt. Ez a szabályozási környezet hitelességet szerzett, a szereplők befektettek ebbe a hitelességbe. A kormány és a jegybank közös döntése ezt az intézményes környezetet borította fel, hiszen az árfolyamsáv ad hoc mozgatása lerombolja a bizalmat iránta, még akkor is, ha papíron minden érvényben marad. Az árfolyamsáv szabályainak megváltoztatásával sérült a függetlenség elve is, hiszen mindenki hamar megtudta, hogyan született a döntés, sérült az inflációs célkövetés rendszere, mivel a lépésnek egyértelműen az volt az üzenete, hogy a magyar gazdaságpolitikának konkrét árfolyamcélja van, és ez jóval gyengébb az aktuálisnál.

A gazdaságpolitika mindig szabályok és egyedi beavatkozások között választ, és körültekintően kell akciózni a működő intézmények között. Nem elég, ha a politikusnak és szakértőinek van egy elképzelése arról, hogy mire van szükség, és hogyan alakulnak intézkedéseik után a gazdasági folyamatok. Hitelessé is kell tenni politikájukat, mert enélkül nehéz lesz sikerre vinni azt. A megszerzett bizalmat pedig védeni kell, mert annak elvesztése – mint láthattuk – nagyon költséges lehet. A gazdaságpolitika ugyanis nem automatákkal, hanem emberekkel, társadalmi csoportokkal, érdekekkel és érdeképviseletekkel foglalkozik. Ebben viszont sokat segíthetnek azok az intézmények, cselekvési normák, amelyek az évek során – a politikusoktól tulajdonképpen már függetlenül is – bizonyítottan működnek. Egy „jönak tűnő” ötlettel rövid távú, vélt politikai hasznokért a működő intézményeket, szabályokat felrúgni nem érdemes, és inkább ezek keretei között kell az optimális megoldást keresni. Ha a politikusok a működő szabályozás keretein belül keresik a megoldást,

40 HIRSCHMAN, ALBERT O. [2000]: Bajban a jóléti állam: strukturális válság vagy erősödő fájdalmak, in: Versengő nézetek a piaci társadalomról, Jászóveg tankönyvek, 172. o.

akkor precedenst teremthetnek, és kialakíthatják a szabályok betartása és az egyedi beavatkozások közötti homályos világ íratlan szabályait. Ha a szabályok – és köztük a magasabb szintű, alkotmányos jellegűek – nem jól működnek, akkor nagyon körültekintően kell eljárni az átalakításuk során, és sokat segíthet a működésüket akadályozó konfliktusok kezelési normáinak a kialakítása. A stratégiaalkotás, az optimális szabályozás költségeinek és hasznának elemzése, a megfelelő ösztönzők felkutatása legalább olyan fontos szakmai feladat a közgazdászok számára, mint a kilencvenes évek westernfilmekbe illő beavatkozásainak előkészítése és végrehajtása. Tudomásul kell venni – bár a pénzügyi válság még visszahozta az illatát –, hogy *Butch Cassidy* ideje lejárt.

SALGÓ ISTVÁN

Búcsú

Rohadt egy dolog – mondod Te. Ülsz a kanapé szélén, kicsit előregörnyedsz, fejedet lehajtod, a kezeden cigi lóg. Előtted egy whiskyspohár, de te akaratlanul a másikat, az enyémet veszed el. Talán, mert az enyémben több van – jegyzem meg somolyogva, mire visszavágsz – mint mindig –, hogy miért sajnálom azt tőled. Sajnálja a fene, de térjünk csak vissza a kérdésemre: ezt az anyagot miért éppen nekik írod meg? Amit leírsz, abban a tények kemények, vallatni őket nálad jobban senki se tudja, főleg azzal a logikával, amire akár irigy is lehetnék, ha nem lennék rád oly büszke. De miért gondolod, hogy ezt el is fogják fogadni, hisz eleve tudtad, hogy nem fogják, csak a neved kellett! Igazad van, mondod, és legyintesz egyet, mert tudod, hogy igazam van, miközben én tudom, hogy igazából neked van igazad.

És ülünk és beszélgetünk és hallgatunk. Vítázva szívom magamba a szabályozóalkuról, az egyenlősdi mérhetetlen társadalmi igazságtalanságáról, a restriktív tőkeallokációs mechanizmusáról, a hazai gazdaságpolitika szűklátókörű gyakorlatától oly idegen, fenntartható növekedésről, vagy a változás híján majd gyermekeinket, unkáinkat is megnyomorító nyugdíjrendszer kérdéseiről kifejtett gondolataidat. Minden témában otthon vagy, és csak mész, csak mész, mert tudod, hogy menni kell, függetlenül attól, hogy egyetemi előadásra készülsz, vagy kormány-előterjesztést írsz, vagy ha erre már – mindannyiunk kárára – nem kérnek fel, a bankban a vezetőknek, az elemzőknek magyarázod a makrogazdasági kilátásokat. Az értelem útján számodra nincs akadály, miközben belül ott öröl – sokszor mások helyett is – a kérdéseken túlmutató, örök kétely. Akaratod lankadatlan optimizmusát állandóan ott kíséri az eszed pesszimizmusa.

És beszélünk helyzetekről és emberekről, gondolataikról, magatartásukról. Butaságok hallatán a fejedet fogod. De bárki kér, nem mérlegelsz, hanem segítesz, magyarázol. És ha hiába, akkor csípős megjegyzéseiddel türelmesen vagy kíméletlen. Emberi jellemzéseid mindegyike telitalálat, ha rajzolnál, vagy szobrászkodnál, Daumier szarkasztikus grafikáit/ kispasztikáit is lepipálnád.

És szereted az életet. Magad miatt nem izgulsz, Kata miatt annál inkább. Hiszen az otthon meghittsége, valamint Juci, Ági és Gergő sikerei nyugodt boldogságot teremtenek körülötted. Olvasottságban verhetetlen vagy, legyen az szépirodalom vagy krimi vagy történelem. Nincs olyan könyv a második világháborúról, amit ne faltál volna fel, és ha megkérnélek, hogy tarts előadást a kurszki tankcsata váratlan fordulatokban gazdag történetéről, azt is kapásból meg tudnád tenni. És a felszabadult, néha örült pillanatok. Együtt mázsoljuk a Hegedűs Gyula utcai lakásban az ajtókat. Később örömmel konstatáljuk, milyen szerencse, hogy nem túl jó a világitás. Vörösboros kakast főzünk, és azzal lepjük meg igazán Katát, hogy mire hazaér, performanszunkból csak a kakas kerül ki szomjasan. Beaujolais-ben kirándulunk, és boldogan borsoznád agyon a camembert sajtot is, és minden alkalommal, ha később sajt kerül eléd, szememre hányod, hogy annak idején hogyan csaptam ezért a kezedre.

Rohadt egy dolog – mondom most én –, hogy vissza nem térő múlt időben kellett volna/ kellene beszélnem. Még nem megy, pontosabban csak úgy meg, hogy nagyon-nagyon fáj. Fáj, mert oly sokat tudtál volna még adni mindnyájunknak. Hiszen megtanítottál mindnyájunkat arra, hogy a tudásunkra legyünk szerények, ne a tudatlanságunkra nagyképzűek. Megtanítottál arra is, hogy az ész és a szív nem zárja ki egymást, sőt. Megtanítottál, hogy hogyan kell egyszerre reménykedni és értelmesen kételkedni. Megtanítottál az alázatra, miközben nálad ez nem tanulás kérdése volt. Rajtad keresztül, veled vitázva tanultam meg igazából a kompromisszumok természetrajzát és a vele járó vívódásokat, gyötrődéseket. Mindig szomjasak voltunk szavaidra, gondolataidra, és mindezek miatt ezért most itt nagyon-nagyon sokan egy kicsit veled halunk meg.

De éppen azért, mert több mint egy generációnak voltál a tanítómestere, belénk ivódtál: oly sokat adtál mindnyájunknak szakmában, tanulásban és tanításban, az újra való állandó nyitottságban és az élet szeretetében, egyszóval mindabban, ami emberi, hogy ha súlyosan sebzetten is, de mindezekkel éppen általad felvértezve tudunk továbbmenni, ha másképp is, mint eddig.

És megígérem, hogy egyszer veszek egy nagy levegőt, és „fenntartható szeretettel” – ahogy a könyvedet nekünk dedikáltad – eszem egy nagy szelet agyonborsozott camembert-t.

Szia, Laci.

Abstract of the articles

INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS AND ECONOMIC POLICY DILEMMA

LÁSZLÓ ANTAL

To the middle part of the nineties, developed post-socialist countries are over the deep crisis arising from transition to the market economy. In this situation, international capital market crisis reached these countries. This kind of crisis is differs from previous crisis in many aspects. There is bigger chance to explode and also to spread over other countries. It is slightly foreseeable and the primary reason is the rational expectations. There are ideas but not confirmed proposals how to control international capital movements to mitigate potential crisis arising from globalization and liberalization of capital movements. International crisis is going to be moderate, probably, but we have to live together with the higher volatility of exchange rates and higher uncertainty. Direct consequences of the crisis, such as spilling export income and frozen demands, are not so serious in Hungary and in other countries from Visegrad Group. Then again, decrease in growth all over Europe and negative judgment of emerging markets has permanent destabilization affect. This situation is more serious due to the fact that the ability of correction in economy policy in these countries is very week. Earlier Czech Republic, nowadays, Hungary is fighting with this trouble.

LÁSZLÓ ANTAL IN HUNGARIAN MEDIA

ZOLTÁN FARKAS

László Antal (died in September 2008 at the age of 65) belonged to the group of reformminded economists who had always put emphasis on enlightening (aufklären in German) his audience about difficult macroeconomic issues – even before the transition when open speech about the failures of the system was not welcomed by the ruling party. This rough sketch tries to survey his appearance in the Hungarian media from the early economic reforms through the transition years till his latest days.

THE MECHANISM OF FINANCIAL CRISIS IN DEVELOPED AND IN EMERGING ECONOMIES

GYÖRGY SURÁNYI

The financial crisis started in 2007 is deepening globally without doubt. Still, it is worth to overview and analyze the process of the crisis and separate it regionally. There are essential differences behind the similar processes. Common features can be found, but in this essay I will focus on differences, principally. Crisis arising in centre and in periphery, in a way, crisis in the most developed markets and the starting crisis in emerging markets strongly differs from each other in many aspects, such as the nature of the crisis or causality.

LIQUIDITY – DURING CRISIS

JÚLIA KIRÁLY

The paper analysis three main aspects of liquidity: market liquidity, funding liquidity and banking liquidity. The main hypothesis is, that the three form of liquidity are closely interconnected and depends on the total amount of saving. If savings are declining or hoarding than liquidity problems arise. Relying on this hypothesis the paper analysis the period of great moderation before summer of 2007, the period of turbulence 2007 July – 2008. 09. 15 and the chaotic post-Lehman period we are still living in.

IS IT POSSIBLE TO PLAN? IS IT POSSIBLE TO REGULATE?

JÁNOS SZÁZ

Forthcoming reflections about the crisis are not a part of essay which describe and analyze that. Instead of arguments and facts in line a bouquet of comments is coming.

The basic message of this article is: although it is matter what monetary policy propose and in which mechanism of impacts monetary policy believes and it is matter how the financial regulation and regulator acts, the current crisis is slightly rising from the weakness of financial regulation. I am on the opinion that the root of the troubles is more general. Many elements of the financial innovation, such as securization, derivatives with high leverage, shadow banking system, influenced the magnitude of arising risks. They also play an important role in hiding rising troubles and, then, in spreading troubles away but the role of them are not more than knife in a brutal murder.

**DEVELOPMENT OF FINANCIAL INTERMEDIATION
AND CONNECTION WITH SUBPRIME CRISIS IN NEW EU MEMBER STATES**

BALÁZS PÁLOSI-NÉMETH

Recent paper focuses on two issues. Firstly, whether the statements of László Antal (2004) – on the development of financial intermediation in our region – remained relevant in the last 5 years. Secondly, what are the consequences of it to the recent crisis? It can be stated – in line with László Antal – that, the depth of the financial system of new EU member states has not converged significantly to the developed countries. This relative immaturity, however, only slacks – delays – the effects of the crisis.

WHAT IS DIFFERENT AND WHAT REMAINED THE SAME?

BALÁZS MURAKÓZY–LÁSZLÓ MURAKÓZY

The financial turmoil reached Hungary at October 2008. The reactions to this event are quite characteristic to Hungarian policy making – the main aim of which is “to fight the problems which would be absent without policy itself”, as László Antal characterized the situation

on a conference at the spring of 2008 in Debrecen. In this essay, we analyze the Hungarian economic environment at the beginning of the crises. High deficits, paternalistic policymaking and the lack of credibility led to macroeconomic instability, high interest rates in the domestic currency and little hope to join the euro-zone in short- or even the medium run. As a consequence Hungary, highly indebted in foreign currencies, became very vulnerable to the process of worldwide deleveraging. The political reaction to this would be familiar to László Antal: politicians “have known the answers before the question was raised”. Paternalistic actions to ‘save’ those indebted in foreign currencies, crises meetings organized mainly as a tool for communicating political slogans and even shortened horizons of politicians does not suggest radical changes in Hungarian policy making.

THE MAN WHO KNOWS THE PLAN

JÁNOS MÁTYÁS KOVÁCS

László Antal is regarded by the economic research community in Hungary as an excellent policy adviser rather than a scholar. The paper revisits his *magnum opus* written, in the middle of the 1980s, on the history of economic reforms under communism to challenge this view. Retrospection reveals two important research programs in the book, which were overshadowed by a rhetoric of self-censorship and a language that avoided making reference to modern economics. On the one hand, Antal put forward original thoughts about the sustainability of the planned economy (despite its intrinsic inefficiency). On the other, he made attempts at laying the foundations of an authentic theory of bargaining in the planned economy. The paper ends with a sad conclusion: Antal’s scientific discoveries may fade away because those who would be able to submit his hypotheses to formal procedures of modelling and testing cannot reconstruct the empirical data needed for these procedures, not to mention the fact that they lack scholarly interest in the economics of communism.

VULNERABILITY AND DEBT EXPANSION RELATED TO CURRENT SUBPRIME CRISIS (VALIDITY OF LÁSZLÓ ANTAL’S BOOK)

ÉVA VÁRHEGYI

Current paper is dedicated to the memory of László Antal with pointing out the validity of his two main statements appeared in his book in 2004. As he analyzed the transforming Eastern European economies, he made much account of their vulnerability arising from „moderate reserves and moderate trustworthiness”. Vulnerability in case of unforeseeable operating embarrassment, shock effects, speculative attacks such as subprime crisis caused. He also identified the danger of immoderate debt expansion which is also contribute to deepen the liquidity crisis into a financial crisis in these countries.

STRUCTURE OF HUNGARIAN STATE BUDGET COMPARED WITH INTERNATIONAL STANDARDS

ANDRÁS KÁRMÁN

In this brief article, I aim to demonstrate that the expenditure level of the Hungarian budget is still significantly higher than that of comparably developed economies in the region. The higher expenditures can partly be attributed to higher debt service resulting from the earlier accumulated sovereign debt stock and some technical – accounting related – issues. Nevertheless, even taking into account these mitigating factors the level of the primary expenditures is still markedly higher than in our competitor countries, mainly due to the social and pension expenditures. Though the fiscal consolidation leads to a noticeable narrowing of these gaps, the differences are unlikely to disappear.

EXCHANGE RATE AND DEBT CYCLES

ISTVÁN ÁBEL

Business cycles are an ancient topic in economics, but rarely addressed in the context of emerging market and transition economies. The frequent and at times substantial external disturbances in emerging and transition economies are not the only cyclical phenomenon in these economies. They also seem to generate their own endogenous fluctuations. For example, the appreciation/depreciation cycles and movements in the debt-to-GDP ratio, while closely related to oscillating capital flows, can be explained by endogeneous forces ignited by a shock in the risk premia.

LESSONS FROM THE FAILURE OF AN ECONOMIC POLICY

GÉZA LÁSZLÓ

The paper discusses the nature of economic policy decisions and the practical role of economists. By the help of analyzing the failure of the 2003 exchange rate target zone shift and comparing it with the successful 1995 stabilization program, it emphasizes the problem of ad hoc applying rule of thumbs in economic policy. It also presents the role of changes in rules of monetary policy and institutions and the conflicts between the government and the central bank and calls the attention on the negative consequences of discretionary policy actions in a regulatory environment that has significantly changed.