

DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY

A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben

A tanulmány azt vizsgálja, hogyan hatottak az 1997–1999-ben kirobbant nemzetközi pénzügyi válságok öt kis, nyitott gazdaság (Csehország, Görögország, Izrael, Lengyelország és Magyarország) pénzügyi piacaira. Áttekinti a devizaárfolyamok, a kamatlábak és a részvényárfolyamok alakulásából levonható következtetéseket, valamint Magyarország esetében a tőkeáramlás szerkezetét. A tanulmány zárófejezete az árfolyamrendszer választásának kérdésével és a tőkeáramlás korlátozásának szerepével foglalkozik.*

A közelmúlt globális pénzügyi válságai ismét a figyelem középpontjába állították azt a kérdést, hogy milyen legyen az árfolyamrendszer azokban a kis, nyitott úgynevezett feltörekvő országokban, amelyekre különösen nagy hatással vannak a spekulatív tőkeáramlások. A fejlett ipari országokkal ellentétben ezeket a gazdaságokat az jellemzi, hogy a kamatlábak felárat hordoznak, mert a piaci szereplők nagyobb kockázatot rendelkeznek hozzájuk, vagy/és mert a monetáris hatóságok az infláció fékezése érdekében magas tartják a kamatlábakat. Ezekben az országokban azért áramlanak a portfólióbefektetések fix hozamú eszközökbe (általában állampapírokba) vagy más pénzügyi aktívákba, hogy elfogadhatóan jó gazdasági helyzet (például sikeres stabilizáció) idején kihasználják a magas hozamokat. A gazdaság egészséges állapota nem előfeltétele a befektetéseknek; ezt bizonyítja, hogy 1998 nyara előtt külföldiek óriási mennyiségben vásároltak orosz állampapírokat. A külföldi tőkebefektetések áramlása ingadozhat, sőt a tőke hirtelen ki is vonulhat a feltörekvő piacokról, ha pánikreakció lép fel egy másik országban kirobbant pénzügyi válság következtében. A tőke kivonás még akkor is súlyosan érintheti e feltörekvő országokat, ha helyes gazdaságpolitikát folytatnak, és nincsenek túl szoros kereskedelmi és pénzügyi kapcsolataik a válságba került országgal.

Terjedelmes irodalom foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy milyen árfolyamrendszert célszerű választani azoknak az országoknak, amelyeknek jelentős mértékű és változékony előjelű a nemzetközi tőkeforgalma. Az egyik népszerű álláspont szerint átváltások vannak egyfelől az árfolyamrendszer, másfelől az árfolyam változékonyasága és a kamatláb szintje és változékonyasága között. Mi azzal kívánunk hozzájárulni e vitához, hogy megvizsgáljuk, miként érintettek a közelmúlt nemzetközi pénzügyi válságai négy kis,

* A szerzők köszönettel tartoznak *Barabás Gyulának, Farkas Ádámnak, Hamecz Istvánnak, Neményi Juditnak, Roger Nordnak, Simon Andrásnak és Vincze Jánosnak* a tanulmányhoz fűzött hasznos észrevételeikért, valamint *Höröcsöki Évának* a kézirat gondos kezeléséért. A tanulmányban kifejtett nézetek nem feltétlenül egyeznek meg a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

nyitott európai országot: Csehországot, Görögországot, Lengyelországot és Magyarországot, valamint Izraelt. Mind az öt ország gazdasági és pénzügyi kapcsolatai gyengék azokkal országokkal, ahonnan a közelmúlt pénzügyi válságai kiindultak, a válságok mégis mindegyikükre többé-kevésbé hatottak. A fejlett ipari országokhoz fűződő jelentős kereskedelmi, pénzügyi és politikai kapcsolataik miatt közelebb állnak a fejlett világhoz, mint azok az országok, amelyeket általában feltörekvő gazdaságoknak nevezünk, ugyanakkor némely sajátosságaik miatt a tőkeáramlások ingadozásai érintik őket. Csehország, Magyarország és Lengyelország előrehaladott csatlakozási tárgyalásokat folytat az Európai Unióval, és az átalakuló országok közül ők tették meg a legnagyobb lépéseket a piactudomány felé. Ám még hosszú utat kell bejárniuk ahhoz, hogy a modernizáció és az életszínvonal tekintetében felzárkózhassanak az iparilag fejlett világhoz. Görögország 1982 óta tagja az Európai Uniónak (EU), de egy főre jutó jövedelme a legalacsonyabb az EU-ban, és mindeddig nem vált tagjává a Gazdasági és Monetáris Uniónak (EMU). Izraelben, ahol az egy főre jutó jövedelem több EU-ország szintjét is meghaladja, a békefolyamat gyakran a politikai kérdéseket terelte a kormány működésének középpontjába. A felsorolt jellemzők miatt ezek az országok ki vannak téve a nemzetközi tőkeáramlás szeszélyeinek. Mivel ebben az öt országban – a rögzített árfolyamon kívül – szinte minden lehetséges árfolyamrendszer megtalálható, jó terepül szolgálhatnak a válságok tovaterjedése és az árfolyamrendszerek közötti kapcsolat vizsgálatára.

Az elmúlt három évben három jelentős nemzetközi pénzügyi válság zajlott le: az 1997-es kelet-ázsiai, az 1998-as oroszországi, valamint az 1999. évi brazil válság. A kelet-ázsiai válság kezdetét 1997. július 2-ára tehetjük; ekkor jelentette be a thaiföldi jegybank a baht árfolyamának lebegtetését. Ugyanerre az útra lépett augusztusban az indonéz rúpia, majd decemberben a koreai von. Ennek következtében mindhárom valuta jelentősen leértékelődött, s az ázsiai részvényárfolyamok zuhantak, sokk hullámokat indítva el a világ tőzsdéin és devizapiacain. A nemzetközi tőzsdékre és devizaárfolyamokra a hongkongi dollár leértékelésére indított nagyarányú spekuláció, valamint a hongkongi tőzsdeindex 1997. október 20. és 23. közötti csaknem 25 százalékos zuhanása gyakorolta a legnagyobb hatást.¹ Oroszországban a részvényárfolyamok 1998 májusában indultak gyors esésnek, a rubel árfolyamát azonban a központi bank még hónapokig védte nagymértékű devizapiaci intervencióval. A rubel védelmét azonban 1998. augusztus 17-én feladták, szabad lebegtetést vezettek be, amelynek nyomán a valuta a következő három hét alatt igen nagy arányban (210 százalékkal)² leértékelődött. Ezzel egy időben 90 napos moratóriumot hirdettek a külső adósságok törlesztésére, és bejelentették, hogy a belföldi államadósságot kötelező érvénnyel átütemezik. Az oroszországi események hatására szerte a világon estek a deviza- és részvényárfolyamok. Oroszország fizetési képzetlensége mély hatást gyakorolt Brazíliára, ahol felgyorsult a tőke kiáramlása. A brazil kormány azzal próbálta enyhíteni az árfolyamra nehezedő nyomást, hogy felemelte a hivatalos kamatokat, és kamat-, illetve devizagaranciát ajánlott fel az állampapírok tulajdonosainak. Végül 1999 januárjában a brazil kormány kénytelen volt áttérni a valuta lebegtetésére, ami a következő két hónap alatt a brazil valuta 78 százalékos leértékelődéséhez vezetett. Ez újra idegességet váltott ki a világ tőzsdéin.

A nemzetközi válságok fő tovagyűrűző hatásaként az általunk vizsgált öt országban estek a részvényárak, a kamatok emelkedtek, tőkekiáramlás indult meg, s mindez nyomás alá helyezte ezen országok valutáinak árfolyamát. E hatások nagysága és tartama változó volt, de a legerősebb reakciók szinte mindenütt az orosz válságot követően ala-

¹ A tanulmány ábráinál 1997. október 23-át jelöltük meg a kelet-ázsiai válságok kezdeteként.

² A tanulmányban említett leértékelődések mértékét a hazai valuta egységének egy külföldi valuta egységében kifejezve számítottuk ki.

kultak ki. Mindez nem meglepő, hiszen a válságövezetek közül Oroszország fekszik legközelebb ezen országokhoz, bár – és ezt fontos kiemelni – Oroszországhoz fűződő gazdasági kapcsolataik gyengék: 1997-ben az orosz kivitel 3, 5, illetve 8 százalékát tette ki Csehország, Magyarország és Lengyelország teljes exportjának. (Magyarország kivitelének mintegy 77, Lengyelországnak 70, Csehországnak pedig 65 százaléka az ipariilag fejlett országokba került.) Görögország és Izrael exportjában még ennél is kevesebb: mindössze 1-2 százalék Oroszország részaránya. A földrajzi közelség nyilvánvalóan döntő szerepet játszott abban, hogy az orosz válság kitörését követően erőteljesen reagáltak a vizsgált öt országba befektető külföldiek.

Árfolyamrendszerek és makrogazdasági helyzet

A cseh korona árfolyamát egy valutakosárhoz kötötték, lényegében ingadozási sáv nélkül, és 1991–1997 között az árfolyamot nem értékelték le. 1996 februárjában egy $\pm 7,5$ százalékos szélességű sávot határoztak meg a rögzített árfolyam körül. 1997 májusában a cseh korona elleni spekuláció nyomására a kormány feladta a rögzített árfolyamot, és szabad lebegtetést vezetett be, inflációs célkitűzés meghatározása mellett.

Görögországban 1998 előtt irányított lebegtetéses volt az árfolyamrendszer, de *Detragiache–Hamann* [1997] leírása alapján a drachma árfolyamát gyakorlatilag csúszó árfolyamként menedzselték az ECU-val szemben. 1998 márciusában, a valuta 14 százalékos leértékelését követően Görögország csatlakozott az ERM-hez,³ ± 15 százalékos ingadozási sávval. A görögök bejelentett szándéka az euróövezetbe való bekerülés, így az ország monetáris rendszere az inflációs célkitűzés és az árfolyamhorgony egyfajta ötvözetének is tekinthető.

Magyarország 1995 márciusáig kiigazítható árfolyamrögzítést alkalmazott. (A rögzítés alapjául szolgáló valutakosár összetétele többször is változott.) 1990 januárja és 1995 februárja között a forintot 22 ízben értékelték le. 1995 márciusa óta a Magyar Nemzeti Bank előre bejelentett csúszó leértékeléssel módosítja az árfolyamot egy viszonylag szűk, $\pm 2,25$ százalékos intervenció sávon belül. Magyarország tehát árfolyam-célkitűzéses monetáris rendszert alkalmaz, amelyben a leértékelés mértékét – a termelékenységi hatásokot is figyelembe véve – úgy állapítják meg, hogy az a defláció segítése érdekében a várható inflációs különbség alatt maradjon, de csak olyan mértékben, amely nem veszélyezteti az ország versenyképességét.

Izrael 1991 decemberében tért át a kiigazítható rögzítésről az előre bejelentett csúszó leértékelésre. A sávot több lépcsőben a jelenlegi körülbelül ± 15 százalékra szélesítették. Az izraeli jegybank a monetáris rendszerét inflációs célkitűzésesnek nevezi, habár az általa alkalmazott gyakori és jelentős jegybanki devizapiaci intervenciók nem szokásosak az inflációs célkitűzéses rendszerekben.

Végül Lengyelországban 1991 októbere óta alkalmaznak csúszó leértékelést, kezdetben sáv nélkül, majd árfolyamsávval, amelyet több lépésben a jelenlegi ± 15 százalékra szélesítettek. A kormány a monetáris rezsímjét inflációs célkitűzéses rendszernek minősíti.⁴

A pénzügyi válságok idején tehát az öt országban alkalmazott árfolyamrendszerek között volt egy szabadon lebegő (Csehország), egy széles sávban rögzített árfolyam (Görögország 1998 márciusa óta), valamint három, előre bejelentett csúszó árfolyam, amelyek közül az egyik esetében szűk sávot tartanak fenn (Magyarország), a másik kettő

³ Exchange Rate Mechanism. Ez az Európai Unió árfolyam-mechanizmusa. A rendszer részletes leírását az euró bevezetése előtt és után lásd *Horváth–Szapáry* [1999].

⁴ Az árfolyamrendszerek részletesebb bemutatását lásd *Darvas–Szapáry* [1999], az izraeli és lengyel csúszó árfolyamrendszer elemzését pedig *Darvas* [1998].

1. táblázat
Növekedés, folyó fizetési mérleg, államháztartási hiány
(1994–1998)

Ország	1994	1995	1996	1997	1998
<i>GDP (százalékos változás)</i>					
Csehország	3,2	6,4	3,9	1,0	-2,3
Görögország	2,1	2,0	2,6	3,2	3,7
Izrael	6,8	7,1	4,5	2,3	2,0
Lengyelország	4,8	7,9	6,1	6,9	4,8
Magyarország	2,9	1,6	1,3	4,6	5,1
<i>Folyó fizetési mérleg (a GDP százalékában)</i>					
Csehország	-2,1	-2,7	-7,6	-6,1	-1,9
Görögország	-0,1	-2,5	-3,7	-2,6	-2,6
Izrael	-4,8	-6,1	-6,6	-3,3	-3,0
Lengyelország	1,0*	0,7*	-1,0*	-3,1*	-4,4*
Magyarország	-9,4	-5,6	-3,9	-2,2	-4,8
<i>Államháztartási egyenleg (a GDP százalékában)</i>					
Csehország		-2,5	-2,3	-2,3	-1,6
Görögország	-10,0	-10,3	-7,5	-4,0	-2,5
Izrael	-1,2	-3,2	-4,1	-2,4	
Lengyelország	-3,2	-3,3	-3,6	-3,3	-3,0
Magyarország	-9,6	-7,3	-4,6	-5,1	-4,9

* A folyó fizetési mérleg tartalmazza a nem klasszifikált tőkeáramlás határ menti kereskedelemről származó többletet.

Forrás: IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook; BIS: Annual Reports; Magyar Nemzeti Bank: Éves jelentés, 1998.

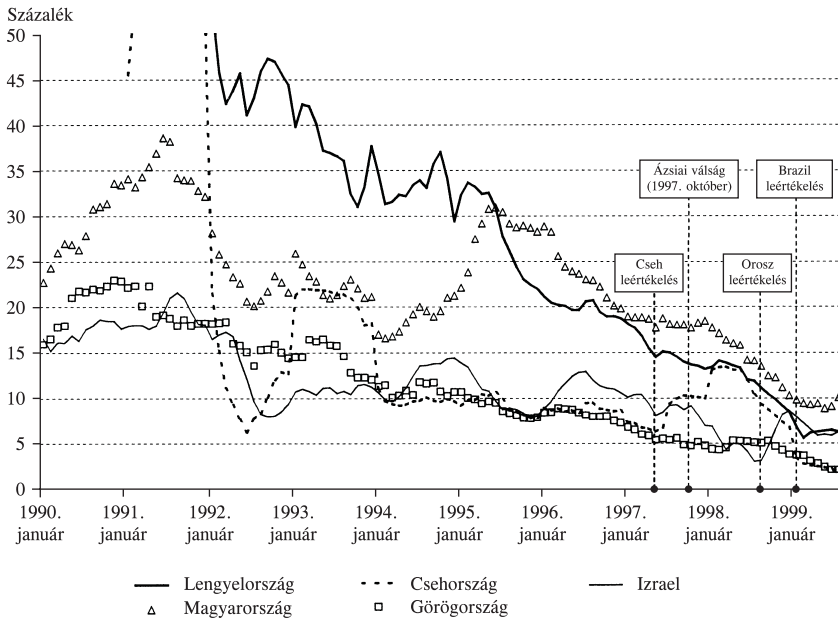
esetében pedig a sáv széles (Izrael és Lengyelország). Vagyis ebben az öt országban lényegében az árfolyamrendszerek valamennyi változatát megtalálhatjuk, kivéve a mereven rögzített árfolyamot, amely hosszú távon csak számos makrogazdasági feltétel megléte esetén működhet, de ezek ritkán teljesülnek belföldi inflációs nyomással szembesülő kis, nyitott felzárkózó gazdaságokban.⁵

A makrogazdasági helyzet természetesen jelentős hatást gyakorolhat arra, hogy a piaci szereplők miképpen reagálnak egy nemzetközi pénzügyi válságra. A külföldi és belföldi befektetők által figyelemmel kísért egyik legfontosabb változó a folyó fizetési mérleg hiánya. 1996 és 1998 között ennek értéke csökkent Csehországban, Görögországban és Izraelben, míg nőtt Lengyelországban és Magyarországon. (Lásd az 1. táblázatot.) 1998-ban Csehországban volt a legkisebb a mérleg relatív hiánya (a GDP 1,9 százaléka), a legnagyobb pedig Magyarországon (4,8 százalék), illetve Lengyelországban volt (4,4 százalék). Az infláció mind az öt országban csökkenő tendenciát mutat az elmúlt években, bár az áremelkedések üteme Csehországban 1997–1998-ban és Izraelben 1998 második felében emelkedett. (Lásd az 1. ábrát.) Az infláció rátája 1999 júliusában Magyarországon volt a legmagasabb (10,1 százalék), míg Csehországban és Görögországban a legalacsonyabb (1,1 és 2,1 százalék). 1997–1998-ban a GDP növekedési üteme lelassult Csehországban, Izraelben és Lengyelországban, míg felgyorsult Görögországban és

⁵ A rögzített árfolyamrendszerek hátrányait hangsúlyozza például *Obstfeld* [1995], *Obstfeld-Rogoff* [1995] és *Mishkin* [1998].

Magyarországon. A legmagasabb növekedést Lengyelországban és Magyarországon regisztrálták. Mindent összevetve elmondhatjuk, hogy a nemzetközi pénzügyi válságok idején, azaz az 1997 közepe és 1999 eleje közötti időszakban az országok egyikét sem jellemezték súlyos makrogazdasági egyensúlytalanságok, bár néhányuknál jelentkeztek kedvezőtlen folyamatok. Ilyen volt a magyar és a lengyel fizetési mérleg hiányának növekvő trendje, valamint a GDP visszaesése Csehországban.

1. ábra
Az infláció alakulása



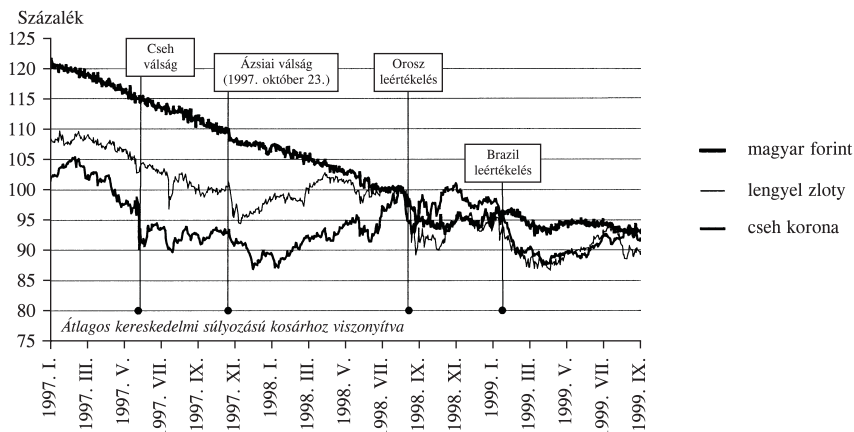
A devizaárfolyamok alakulása

A nemzetközi válságok kirobbanásakor a tőkekiáramlás hatására a nominális árfolyamok mind az öt vizsgált országban csökkentek. (Lásd a 2. a és a 2. b ábrát.)⁶ Az ázsiai krízis kisebb mértékű leértékelődést idézett elő, mint az orosz válság, ami egyúttal kiemeli a piaci reakciók regionális vonatkozásának fontosságát. A brazil leértékelést követően csak a három átmeneti gazdaságban értékelődött le a valuta, jelezve, hogy ez az országocsoport továbbra is különösen érzékeny a nemzetközi pánikreakciókra. A válságokat követő leértékelődést azonban hetekkel később az árfolyamok erősödése váltotta fel, bizonyítva, hogy a válságokra való reagálás vagy túlzott, vagy pedig indokolatlan volt. Számos esetben az árfolyamok a válság előtti szintre emelkedtek, ahol viszont nem ez történt, ott ezt belgazdasági folyamatok magyarázzák. A cseh korona például a brazil válság után

⁶ A jobb összehasonlíthatóság kedvéért a nominális és a reálárfolyamok kiszámításához ugyanazt a valutakosarat alkalmaztuk mind az öt országra. Ez az öt ország átlagos kereskedelmi súlyozású kosara. A súlyok a következők (százalékban): Németország 39,1; Olaszország 14,5; Egyesült Államok 14,9; Egyesült Királyság 8,9; Franciaország 9,0; Ausztria 7,2; Hollandia 6,5. Ugyanezt a kosarat használtuk fel a külföldi kamatláb meghatározásához, amikor a későbbiekben a kamatfelárat levezettük.

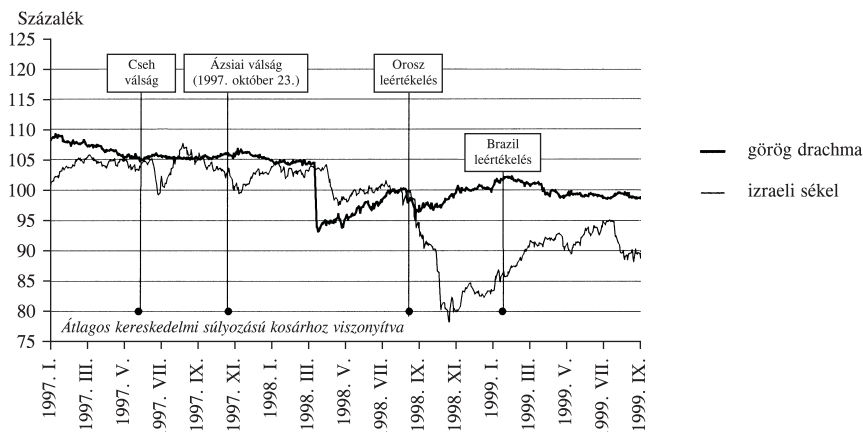
2.a ábra

Nominális árfolyamok, 1997. január 2.–1999. augusztus 31.



2.b ábra

Nominális árfolyamok, 1997. január 2.–1999. augusztus 31.



nagyobb mértékben értékelődött le, és később nehezebben talált magára, mint az orosz válságot követően. Mindez egybeesett a cseh gazdaság teljesítményének visszaesésével és azzal a felismeréssel, hogy Csehország lemaradt a másik két átmeneti gazdaságtól a strukturális reformok terén. A leértékelődéshez bizonyosan hozzájárult az is, hogy a váratlan mértékben visszaeső gazdasági teljesítmény és infláció következtében a cseh jegybank több lépésben csökkentette a kamatlábat.⁷ 1999 során Lengyelországban sem érte el az árfolyam a korábbi szintjét, amiben jelentős szerepe lehet a folyó fizetési mérleg felgyorsult romlásának is. A két árfolyam 1999. évi alakulása ezért arra utal, hogy egy pénzügyi válság és az azt követő kezdeti pánikreakció után a piacok általában érzékenyebben reagálnak a gazdaság állapotára.

Amint az várható volt, a rugalmasabb árfolyamrendszereket működtető Csehország-

⁷ A cseh jegybank egy szűkített tartalmú, úgynevezett nettó infláció mutatójára vonatkozóan fogalmazza meg inflációs célkitűzését. Az 1999-es cél 4 százalék, míg a mutató júniusban -0,6 százalék volt.

ban, Izraelben és Lengyelországban a leértékelődés mértéke nagyobb volt, mint Magyarországon, amely szűk árfolyamsávot alkalmazott. A kereskedelmi forgalommal súlyozott árfolyam a legkevésbé Görögországban csökkent, annak ellenére, hogy az ERM-en belüli árfolyamsáv széles. Világosan látszik, hogy Görögország számára előnyös volt az ERM-beli tagság, mivel az ezzel járó kötelezettségek teljesítéséért hozott intézkedések javították az ország külgazdasági pozícióját, és csökkentették az inflációját. Ez pedig bizonyosan szerepet játszott az új árfolyamrendszer hitelességének növekedésében, és hozzájárult ahhoz, hogy a tőkebefektetők kevésbé estek pánikba.

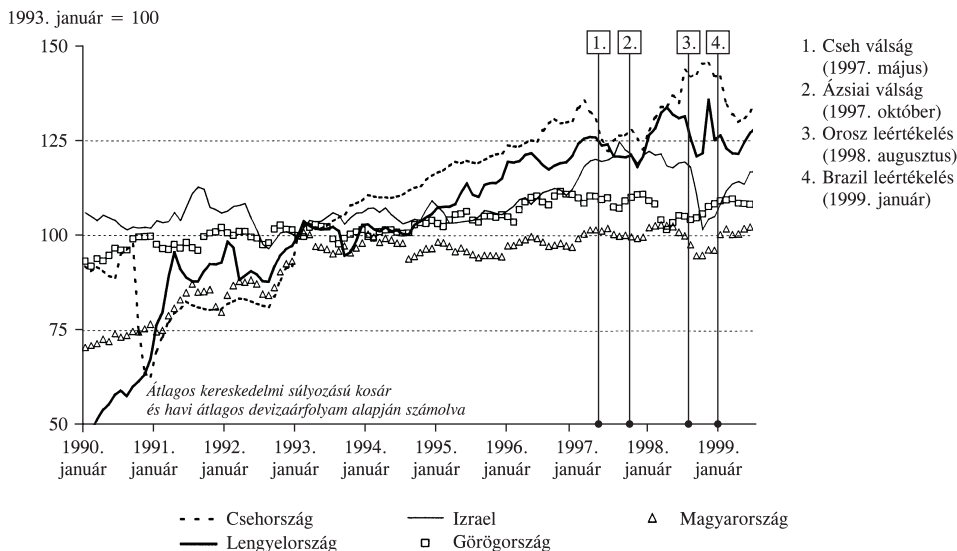
Izrael példája jól illusztrálja azokat a problémákat, amelyeket a tőkeáramlások szeszélyes kilengései okozhatnak. 1995 májusában a jegybank ± 7 százalékra szélesítette ki az árfolyamsávot, amelyet az izraeli sékel sávon belüli felértékelődése követett. A valutára nehezedő állandó felértékelődési nyomás intervencióra ösztönözte a jegybankot, és a nemzetközi tartalékok egy éven belül, azaz 1996 közepe és 1997 közepe között megduplázódtak. A felértékelő nyomás enyhítésére kamatsökkentéssel egybekötött aszimmetrikus sávszélesítést hajtottak végre 1997 júliusában, azaz a sáv gyenge szélét jelentősen leértékelték, így fokozta az árfolyam bizonytalanságát. A jegybank több lépcsőben, összesen 350 bázisponttal csökkentette a kamatlábakat. Mindazonáltal az orosz válságot megelőző két hónapig a sékel árfolyama a sáv erős szélén vagy ahhoz közel helyezkedett el. Az orosz válság kirobbanása után mintegy másfél hónappal a sékel 20 százalékkal leértékelődött, és a jegybank a valutaleértékelődés inflációs hatásának mérséklésére kénytelen volt két lépésben összesen 400 bázisponttal megemelni a kamatokat, bár a gazdaság a recesszió jeleit mutatta.⁸ Az a tény, hogy mindössze néhány hónap leforgása alatt az erős felértékelő nyomás erős leértékelő nyomássá alakult át, és egyúttal nagyfokú ingadozásokat váltott ki a kamatlábakban, a spekulatív tőkeáramlások romboló hatásáról tanúskodik. Egyúttal azt is jelzi, hogy még a széles ingadozási sáv sem nyújt feltétlenül védelmet a spekulatív tőkeáramlások romboló hatása ellen.

A reálárfolyamok alakulása érzékelteti a különböző árfolyamrendszerek versenyképességre gyakorolt hatását. (Lásd a 3. ábrát.) A rugalmasabb cseh és lengyel rendszerben engedték, hogy a tőkebeáramlás nyomán a reálárfolyam erősödjék. E két ország kormánya valószínűleg azt remélte, hogy a nominális felértékelődés anélkül csökkenti majd az inflációt, hogy tartósan rontaná a gazdaság versenyképességét. Elképzelhető, hogy a sterilizáció költségeit is el szerették volna kerülni, bár a lengyel jegybank több ízben is beavatkozott a zloty felértékelődésének korlátozására.⁹ Magyarországon azonban – beismerten is – sterilizált intervenciókkal tartották az árfolyamot a szűk sávon belül, így szabva korlátot a felértékelődés mértékének. A magyar gazdaságpolitika, részben a számottevő külső adósságállomány miatt, nagy súlyt fektetett a versenyképesség fenntartására. Mindazonáltal érdekes, hogy a magyarországi infláció nagyjából ugyanolyan gyors ütemben csökkent, mint a lengyelországi, ahol a reálárfolyam jelentősen erősödött. (Lásd az 1. ábrát.) Ez arra utal, hogy egy nagymértékű reálfelértékelődés sem nem feltétlenül szükséges, sem nem feltétlenül elégséges feltétele a gyors dezinflációnak. Természetesen a magyarországi sterilizáció költséget rótt az államra, de Szapáry–Jakab [1998] szerint a költségek viszonylag kicsik voltak: az 1995 márciusa és 1997 vége közötti időszakban évente átlagosan mindössze a GDP 0,16 százalékát érték el. Mindezzel szembeállíthatjuk a versenyképesség fenntartásából és az árfolyam hitelességéből adódó előnyöket, amelyek – egyebek között – a környező országok által elérteknél alacsonyabb kamatfelárak formájában jelentkeztek (lásd a későbbiekben).

⁸ Az ipari termelés csökkent az előző évhez viszonyítva, a GDP növekedése a korábbi évek 6 százaléka körüli értékéről 2 százalék alá esett.

⁹ 1995 vége és 1998 júliusa között a lengyel tartalékok mintegy 10 milliárd dollárról 25 milliárd dollárra nőttek.

3. ábra
Reálárfolyamok, 1990. január–1999. június



A 2. táblázat lényeges összefüggést tár fel a reálárfolyam változékonysága és az árfolyamrendszer között. A legrugalmatlanabb rendszerben, a Csehországban 1996 februárjáig alkalmazott sáv nélküli rögzített rezsimben volt a legstabilabb a reálárfolyam. Ezt követi változékonyság tekintetében a magyar szűk sávcsúszó árfolyamrendszer és a görögök *de facto* menedzselt csúszó árfolyamrendszere. A szélesebb sávcsúszó izraeli és lengyel szisztéma, valamint az 1996 februárja utáni szabadon lebegő cseh árfolyamrendszer sokkal hangsúlyosabb reálárfolyam-változásokhoz vezetett. Ezek a megállapítások a vizsgált időszakról függetlenül is helytállóak, hiszen a magyar és a görög valuta reálárfolyamának változékonysága csak kismértékben nőtt meg az 1997 és 1999 közötti válságok időszakában. A gazdaságpolitikának az árfolyamrendszer hitelességét fokozó lépései a változékonyság fontosabb befolyásoló tényezői, mint maga a rendszer. Erre utal az a tény, hogy Görögországban a változékonyság nem fokozódott 1998 márciusa, a drachmának az ERM-hez történő széles sávcsatlakozása után.

A vélemények megoszlanak arról, hogy mennyire rossz a reálárfolyam változékonysága. Létezik egy érvrendszer, amely szerint a jól működő pénzpiacok lehetővé teszik az árfolyamkockázat elleni védekezést, és ezért a változékonyság miatt a vállalatok nyeresége (és ezzel összefüggésben a termelés és a foglalkoztatottság) nem változik, ha minden tranzakcióra fedezeti ügyletet kötnek. Megítélésünk szerint ennek az érvelésnek van néhány komoly gyengéje. Az árfolyam-ingadozások időbeli lefutása körüli bizonytalanságok szükségszerűen tökéletlenné teszik az ellenügyleteket. A fedezeti instrumentumok határideje tipikusan legfeljebb egy év, amely rövidebb lehet, mint az exportőrök és az importőrök tervezési horizontja. Emellett az árfolyam-fedezeti ügyletek csak az exportbevételek és az importköltségek nominális értékét képesek rögzíteni, de nem nyújtanak biztosítékot az árfolyamváltozásoknak a hazai költségekre gyakorolt következményei ellen. Továbbá minden fedezeti ügylet költségekkel jár, beleértve az árfolyam-elmozdulás időtartamának téves megítéléséből eredő közvetett költségeket is. Ezáltal a változékonyság elbizonytalaníthatja a pénzügyi tervezést, ami hátrányosan hathat a beruházási dönté-

2. táblázat
A reálárfolyamok változékonysága
(1994–1999)

Év	Csehország			Görögország			Izrael			Lengyelország			Magyarország		
	CS	SD	AC	CS	SD	AC	CS	SD	AC	CS	SD	AC	CS	SD	AC
1994	0,81	0,59	0,62	1,23	0,99	0,75	1,45	1,30	1,11	2,03	1,03	0,86	1,21	1,59	1,16
1995	0,61	0,46	0,57	1,24	1,08	0,89	1,60	1,09	0,82	1,92	1,50	1,24	1,28	0,87	0,72
1996	0,85	0,88	0,81	1,28	1,39	1,20	1,39	1,01	1,05	1,94	1,35	1,05	1,30	1,06	0,82
1997	2,45	2,08	1,88	1,25	1,14	0,92	1,72	1,64	1,48	1,96	1,59	1,18	1,30	0,95	0,74
1998	2,54	2,33	2,05	1,31	1,73	1,44	3,02	3,13	2,16	2,52	4,63	3,41	1,22	1,46	1,10
1999. I–VII.	3,73	2,57	2,05	1,21	0,95	0,69	1,55	1,44	1,70	3,33	1,69	1,50	1,17	1,61	1,30

Megjegyzések: A táblázat éves adatai havi adatokra vonatkozó statisztikák átlaga százzal megszorozva.

CS: feltételes szórás egy GARCH(1,1) modell alapján számítva az 1993. január–1999. július időszakra, $rer_t = \beta_0 + \beta_1 rer_{t-1} + u_t$; $\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \alpha_2 \sigma_{t-1}^2$, ahol rer_t a reálárfolyam logaritmusa, t az időrend, u_t a hibatag, amelynek σ^2 a feltételes varianciája; α_i és β_j paraméterek. A Lagrange-multiplikátor ARCH-teszt visszautasította azt a nullhipotézist, hogy nincsen feltételes heteroszkedaszticitás Görögország (4 százalék), Izrael (1 százalék) és Lengyelország (2 százalék) esetén, de nem utasította vissza Csehország és Magyarország esetén. Mindazonáltal az utóbbi két országra is megbecsültük a modellt és kiszámoltuk a statisztikát az összehasonlítás kedvéért.

SD: a logaritmizált reálárfolyam változásának szórása.

AC: a logaritmizált reálárfolyam változásának abszolút értéke.

Forrás: A szerzők számításai, az alapadatok forrása az IMF, International Financial Statistics.

sekre.¹⁰ Még inkább így van ez az olyan országok esetében, ahol kevésbé fejlettek a hitel- és származékos piacok, ilyenek az átmeneti gazdaságok is. Mivel a kis, nyitott feltörekvő gazdaságok jelentős tőkemozgásoknak vannak kitéve, egy szabadon lebegő vagy egy széles sávban csúszó árfolyam azt a veszélyt rejti magában, hogy a reálárfolyam túlzott mértékben ingadozik, ami kedvezőtlenül hat a forráselosztásra.

A kamatlábak alakulása

A pénzügyi válságok különbözőképpen hatottak a vizsgált országok nominális kamatlábaira (lásd a 4. a és a 4. b ábrát). Az átmeneti gazdaságokban a kelet-ázsiai és a brazil események kevésbé vagy egyáltalán nem befolyásolták a rövid lejáratú (három hónapos) kamatlábakat.¹¹ Az orosz krízis csak enyhén hatott a rövid lejáratú nominális kamatlábakra Csehországban és Lengyelországban, ám mintegy 4-5 százalékponttal (20-21 százalékra) emelte a három hónapos kamatlábakat Magyarországon.¹² Azt is mondhatnánk ezért, hogy Magyarországon a kevésbé rugalmas árfolyamrendszer miatt ugrottak meg a kamatok: ha a gazdaságpolitika engedte volna a forintot tovább leértékelődni, a kamatlábak nem emelkedtek volna.

Ha azonban megvizsgáljuk a hazai és a külföldi kamatlábak közötti kamatfelárok alakulását, akkor árnyaltabb következtetést vonhatunk le (lásd az 5. a és 5. b ábrát).¹³ 1997 közepétől az orosz válság kirobbanásáig a kamatfelár Magyarországon sokkal alacsonyabb volt, mint a másik két országban. Ez valószínűleg a magyar gazdaság egészséges állapotát tükrözte (gyorsuló növekedés, mérséklődő infláció, továbbá a költségvetési és a folyó fizetési mérleg csökkenő hiánya), ami növelte a szűk sávú árfolyamrendszer iránti bizalmat. Ám az orosz válságot követően a pánikreakciók bizonytalanságot keltettek a magyar árfolyamrendszert illetően, ami a kamatfelár emelkedését idézte elő, de ez a felár csak a cseh és a lengyel kamatfelár szintjéig emelkedett. Ezért helytállóbb az az érvelés, hogy a kockázat egy bizonyos szintje jár együtt valamilyen mértékű kamatfelárral, és hogy az orosz válságot követően a piacokon Magyarországhoz társított kockázat a másik két ország kockázati szintjéig emelkedett. Amint a nemzetközi pénzpiacokon tapasztalt feszültség enyhült, a kamatfelár mindhárom átmeneti gazdaságban csökkent, de a magyarországi nagyjából a két másik ország szintjén maradt. Más szavakkal: a regionális hatás uralkodóvá vált, és Magyarország már nem tudott hasznot húzni az alacsonyabb kamatfelárból azáltal, hogy gazdasági teljesítménye révén megkülönböztette magát a másik két országtól. Így ki kell emelnünk a regionális hatást, amelynek lényege, hogy amikor pénzügyi válság zajlik le egy régióban, a piacok igen gyorsan átértékelik a régió országainak tulajdonított kockázatot. Abban a két országban, ahol a folyó fizetési mérleg és a költségvetés hiánya nőtt, azaz Magyarországon és Lengyelországban, a kamatfelár 1999 eleje óta emelkedett, és júliusban mindkét országban nagyjából azonos szinten állt, bár az egyik ország szűk, míg a másik széles intervenció sávot működtetett.

¹⁰ *Campa* [1993] empirikusan elemezte a piacra lépési és kilépési döntéseket, és megállapította, hogy a reálárfolyam változásai negatívan korrelálnak a befektetési döntésekkel. *Baldwin–Krugman* [1989] olyan modelleket készítettek, amelyek azt mutatják, hogy a nagy reálárfolyam-mozgások tartósan hatnak a kereskedelemre. A francia munkahelyeloszlást elemezve, *Gourinchas* [1999] megállapította, hogy a reálárfolyamok mozgása jelentősen hat a munkahelyteremtésre, és rombolja a külkereskedelmi forgalomba kerülő árukat előállító szektort.

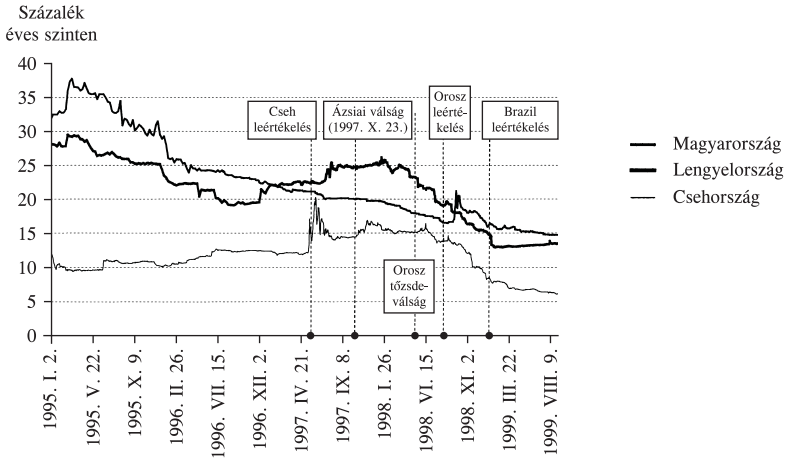
¹¹ Ezekben az országokban a hosszú lejáratú hiteleket csaknem kizárólag változó kamatozás mellett nyújtják; a fizetendő kamat mértékét a mindenkor rövid távú kamatokhoz kötik. A legszélesebb körben használt irányadó kamatláb a háromhavi kamatláb.

¹² Ugyanakkor az öt éves cseh államkötvények hozama is két százalékponttal emelkedett.

¹³ A kamatprémium kiszámításához a belföldi kamatlábból kivontuk a külföldi kamatlábat és a bejelentett csúszó leértékelést. Ezen mutató előnyeit és hátrányait lásd részletesebben *Darvas–Szapáry* [1999].

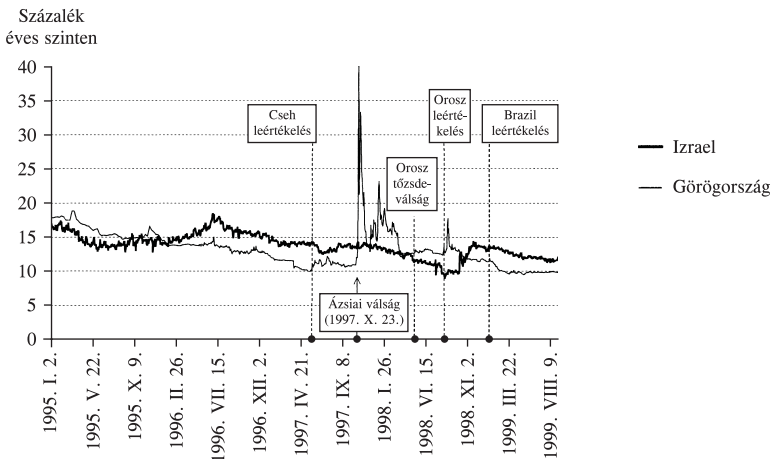
4.a ábra

Három hónapos kamatlábak alakulása, 1995. január 2.–1999. augusztus 31.



4.b ábra

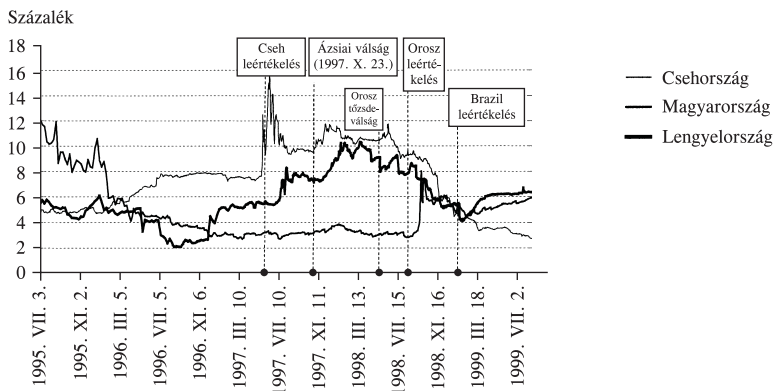
Három hónapos kamatlábak alakulása, 1995. január 2.–1999. augusztus 31.



Izraelnek az orosz válság utáni helyzete szintén arról tanúskodik, hogy az árfolyamrendszer természete kevésbé befolyásolta a kamatok krízisbeli viselkedését. A szélesebb árfolyamsáv alkalmazása ellenére Izraelben jobban megnövekedett a kamatfelár, mint Magyarországon. A folyamatok lezajlását tekintve, a két ország között néhány különbség emelhető ki. Egyfelől, míg Izraelben maga a jegybank emelte fel a kamato-
kat, Magyarországon a jegybank csupán követte a piaci kamatlábak emelkedését. Másrészről, nálunk a forint négy százalékkal leértékelődött a sávon belül, és a központi bank néhány hétig interveniált azért, hogy a forintot a szűk sáv keretei között tartsa, de az augusztus vége és október közötti időszakban nem volt szükség folyamatos beavatkozásra, és a tartalékok is csupán viszonylag kis mértékben csökkentek. Ezzel szemben Izraelben nem történt jegybanki devizapiaci intervenció, viszont a sékel 20 százalékkal értékelődött le, és kamatfelár magasabb szintje jóval hosszabb ideig fennmaradt, mint Magyarországon.

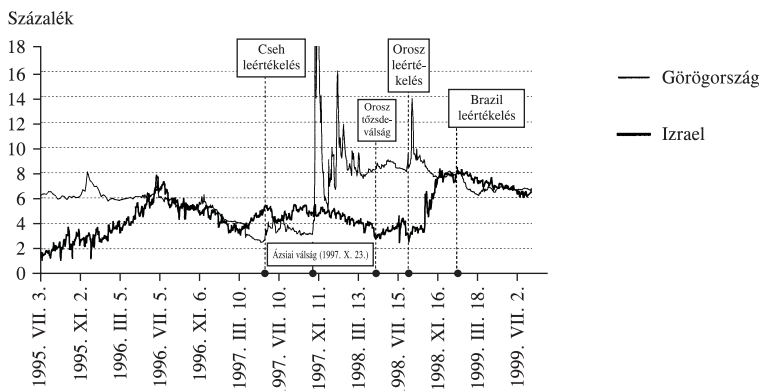
5.a ábra

Kamatfelár, 1995. július 3.–1999. augusztus 31.



5.b ábra

Kamatfelár, 1995. július 3.–1999. augusztus 31.



Elemzésünk szempontjából e fejleményekből a legfontosabb következtetés az, hogy a nemzetközi pénzügyi válságokat követő reakciók mind egy szűk, mind pedig egy széles sávú árfolyamrendszerben a kamatfelár megnövekedéséhez vezethetnek. A görögországi kamatalakulás megerősíti azt a nézetet, hogy a hitelességnek nagyobb a jelentősége, mint magának az árfolyamrendszernek. Az ázsiai válságot követően a három hónapos kamatláb meredeken emelkedett (a hosszú lejáratú kamatok szintén nőttek), és a magasabb kamatlábak hosszú időn át fennmaradtak, míg az orosz válság után, de már a drachmának az ERM-hez való csatlakozást követően a kamatemelkedés csupán kismértékű és rövid lefutású volt. Ez feltehetően az ERM-beli tagságot illető gazdaságpolitikai elkötelezettséget tükrözi, amely látványos eredményhez vezetett a külső pozíció javulásában és a dezinfláció folytatódásában.

A 3. táblázat a reálkamatok alakulását mutatja be. A reálkamatláb mérése azért nehéz, mert nincsen megfelelő adat az inflációs várakozásokról. Ez különösen így van viszonylag gyors ütemű dezinfláció időszakában; a múltbeli infláció mint helyettesítő változó alkalmazása eltúlozhatja a várakozásokat, míg az egy év múlva bekövetkezett tényleges infláció jó eséllyel alábecsülheti a várakozások nagyságát, és a legutolsó év

3. táblázat
Reálkamatlábak (1994–1999)

Év	Csehország		Görögország		Izrael		Lengyelország		Magyarország	
	<i>P</i>	<i>M</i>	<i>P</i>	<i>M</i>	<i>P</i>	<i>M</i>	<i>P</i>	<i>M</i>	<i>P</i>	<i>M</i>
1994	-1,2	-5,0	10,5	10,3	0,7	0,1	-1,4	-1,5	9,4	3,8
1995	1,3	-1,6	7,2	6,2	4,3	4,0	-0,4	-0,7	6,1	8,2
1996	3,1	0,2	5,3	6,0	4,7	6,7	1,4	2,3	2,0	2,2
1997	6,0	5,7	7,1	6,0	5,0	4,6	7,5	5,0	2,8	1,3
1998	3,6	5,6	8,7	7,4	7,0	4,2	7,0	8,8	4,2	5,4
1999.I–VII.	4,8	-2,7	7,2	8,5	6,3	6,7	7,3	9,9	6,2	5,6

Megjegyzések: A táblázat havi adatok éves átlagait tartalmazza. A *P*-vel jelölt oszlopokban a múltbeli inflációt, az *M*-mel jelölt oszlopokban a VAR modellek által becslott inflációs várakozásokat használtuk a reálkamatlábak számításához. Felhasznált kamatlábak: PRIBOR (Csehország), ATHIBOR (Görögország), kincstárjegy (Magyarország és Izrael), WIBOR (Lengyelország). Mindegyik kamatláb három hónapos futamidejű.

Forrás: a szerzők számításai, az alapadatok forrása az IMF, International Financial Statistics és a Reuters.

4. táblázat
A kamatlábak változékonysága (1997–1999)

Év	Nominális kamatláb				
	Csehország	Görögország	Izrael	Lengyelország	Magyarország
1997	1,55	2,64	0,45	0,47	0,28
1998	0,62	1,33	1,01	0,52	0,68
1999. I–VIII.	0,49	0,39	0,18	0,61	0,40
1997–1999 átlaga	0,88	1,45	0,54	0,53	0,45
			Reálkamatláb*		
1997	2,13	2,66	0,66	0,66	0,50
1998	1,20	1,62	1,00	0,53	0,83
1999. I–VII.	0,73	0,49	0,46	0,34	0,53
1997–1999 átlaga	1,35	1,59	0,71	0,51	0,62
			Reálkamatláb**		
1997	2,17	2,28	0,87	2,03	0,80
1998	1,71	1,86	1,74	3,21	1,66
1999. I–VII.	3,57	1,43	0,79	1,48	1,87
1997–1999 átlaga	2,49	1,86	1,13	2,24	1,44

Megjegyzések: A táblázat a kamatlábak havi változásainak szórását mutatja. A felhasznált nominális kamatlábak felsorolását lásd a 3. táblázat megjegyzésében.

*Múltbeli inflációval számolva.

**A VAR modellek által becslott inflációs várakozásokkal számolva.

Forrás: a szerzők számításai, az alapadatok forrása az IMF, International Financial Statistics és a Reuters.

ki is esik a mintából. Ezért két mérőszámot alkalmaztunk az inflációs várakozások helyett: a múltbeli inflációt és egy vektor autoregresszív modellt (VAR) által becslott előrejelzéseket.¹⁴ Az adatok megerősítik a kamatfelárról tett korábbi megállapításunkat: Magyarország, Csehországgal és Lengyelországgal ellentétben, 1996 és 1997 kö-

¹⁴ Az inflációs várakozások közelítéséhez három változós VAR modelleket becsltünk, amelyből mintán kívüli előrejelzéseket származtattunk. A részleteket lásd *Darvas–Szapáry* [1999].

zött hasznot húzott az alacsony reálkamatokból, amikor a szűk árfolyamsáv iránt erős volt a bizalom, és a kockázati felár alacsonyabb volt. Figyelemre méltó, hogy 1996 és 1999 között az összes vizsgált ország közül Görögországban voltak a legmagasabbak a reálkamatlábak. Ez arra utal, hogy az inflációcsökkentésnek magas az ára, ha az országban hosszú időn át gyors az infláció. Görögországban az első olajválságtól egészen 1994-ig az infláció 10 és 25 százalék között ingadozott.

Vajon a forint kevésbé változékony árfolyama változékonyabb kamatlábbal párosult? A 4. táblázat szerint az 1997–1999-es időszakban a három hónapos nominális kamatláb az öt ország közül Magyarországon ingadozott a legkisebb mértékben. A reálkamatlábak hasonló képet mutatnak. Vagyis a magyarországi kisebb árfolyam-ingadozás nem indukált nagyobb kamatláb-ingadozást. Ellenkezőleg, az 4. táblázatból kibontakozó általános kép szerint a kamatláb jobban ingadozott azokban az országokban, ahol rugalmasabb árfolyamrendszer működött. E megfigyelés egybeesik McKinnon [1996] eredményeivel, aki azt találta, hogy a fejlett országokban a hosszú lejáratú kamatlábak ingadozóbbak voltak a rugalmas, mint a rögzített árfolyamrendszerekben. Ezt azzal magyarázta, hogy az esetenként kiszámíthatatlan devizapiaci spekuláció megnöveli a kockázati prémiumot, és ingadozóbbá teszi a kamatlábakat.

A részvénypiacok reakciója

Az öt vizsgált ország részvénypiacai sokkal erőteljesebben estek vissza az orosz válság kitörésekor, mint a többi krízis hatására. A 6. ábra legszembetűnőbb vonása a magyar piac kiemelkedően jó teljesítménye 1996–1997-ben, amit azonban az orosz válság után éles zuhanás követett. 1995 végétől az ázsiai eseményekig a magyar részvényárak dollárban számítva átlagosan megháromszorozódtak, messze túlteljesítve a többi tőzsdét. Az orosz válság hatására a magyar részvényárak 55 százalékkal zuhantak, és – hasonlóan a cseh és a lengyel piachoz – csak részben tértek magukhoz. Magyarországon és Lengyelországban a folyó fizetési mérleg romlása, Csehországban a gazdaság visszaesése is hozzájárulhatott ahhoz, hogy a részvényárak nem voltak képesek visszatérni az orosz válságot megelőző szintre.

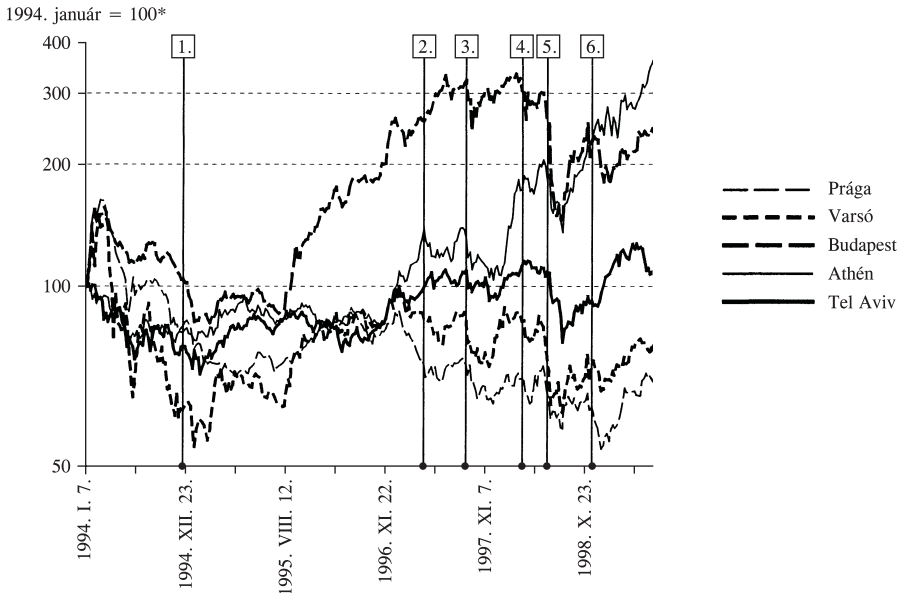
Vajon miért viselkedtek másként Magyarországon a részvényárak, mint a másik két átmeneti gazdaságban? Az 1996–1997. évi gyors fellendülést részben a gazdaságpolitika hitelessége magyarázhatja, amelyet nagymértékben megerősített a stabilizáció, a privatizáció és a gazdaságszerkezeti reformok terén elért előrehaladásunk. Egy főre számítva Magyarország vonzotta messze a legtöbb működőtőkét a térségben,¹⁵ ami erősíthette a gazdasági növekedéssel kapcsolatos várakozásokat, kedvező hatást gyakorolva a részvényárakra. Egyes szakértők felvetették, hogy az alacsonyabb magyar reálkamatlábak is segítették a részvénypiac 1996–1997. évi gyors fellendülését, az orosz válságot követően pedig a reálkamatlábak emelkedése és várhatóan tartósan magas szintje jelentősen hozzájárult a részvényárak nagyarányú zuhanásához. Ha összefüggést találhatnánk a magyarországi reálkamatlábak emelkedése és a szűk sávós árfolyamrendszer között (márpedig elemzésünkben nem tudunk ilyen kapcsolatot kimutatni), és valóban a reálkamatlábak idézték volna elő a részvényárak nagyarányú esését, akkor azt állíthatnánk, hogy a részvényárak esése volt a szűk sávós rendszer fenntartásának egyik „költsége”.

Nézetünk szerint a magyar részvényáraknak az orosz válság kitörése után bekövetkezett esését a korábbi gyors fellendülés és a tőzsdei jellemzők (külföldiek jelentős szerepe,

¹⁵ 1988 és 1998 júniusa között egy főre vetítve összesen több mint 1600 dollárnyi működőtőke áramlott Magyarországra, míg Csehországban 900 dollár, Lengyelországban 300 dollár körül alakult ez az érték.

6. ábra

Részvényárfolyamok alakulása, 1994. január–1999. augusztus



* Dollárban mérve, logaritmusos skála

1: mexikói válság, 2: cseh válság, 3: ázsiai válság, 4: orosz tőzsdeválság, 5: orosz árfolyamválság, 6: brazil válság

nagy forgalmú határidős piac) szem előtt tartásával kell elemeznünk. A korábbi nagy növekedés a stabilizációt a gazdasági reformmal együttesen megvalósító gazdaságpolitika iránti bizalmon nyugodhatott, de a piac túlzott reakciója is szerepet játszott benne. A nyitott határidős BUX-pozíciók az 1995. negyedik negyedévi 0,0025 százalékról a GDP 0,31 százalékára emelkedtek 1997 harmadik negyedévére. Ugyanebben az időszakban a határidős BUX-tranzakciók értéke a GDP 0,03 százalékáról 8,3 százalékára emelkedett. Amikor viszonylag rövid idő alatt ilyen mértékben megnő a nyitott pozíciók és a tranzakciók mennyisége, nem zárható ki a piac túlzott reagálása. A határidős BUX-piac gyors fejlődése lehetőséget adott mind a belföldi, mind a külföldi befektetőknek nagy tőkeáttételű pozíciók nyitására. A túlreagálást elősegítette a részvények lombard típusú vásárlása is, ami Magyarországon viszonylag magas szintet ért el.¹⁶ Végezetül azok, akik a Budapesti Értéktőzsdén vásároltak részvényeket, nagymértékű adókedvezményt élveztek. A kedvezményt azért vezették be 1995-ben, hogy elősegítsék a tőkepiac fejlődését: a részvényvásárlók az adott évi részvénybefektetésük 30 százaléka erejéig adójóváírást élveztek.¹⁷ A túlreagálást bizonyítja, hogy az ázsiai válságokat megelőzően a határidős BUX-kontraktusok kamatlábtartalma jelentősen meghaladta a hat hónapos kincstárjegy hozamát.¹⁸ Az orosz válságot követően a részvényárak kezdeti esése mind a nyitott határidős

¹⁶ A Csehországban és Lengyelországban mind a részvényindex *futures*ök, mind a lombard vásárlás elha-nyagolható nagyságú volt.

¹⁷ 1999-től 20 százalékra csökkentették, és 200 000 forintban maximálták az egy befektető által egy év alatt igényelhető jóváírás mértékét.

¹⁸ Az a tény, hogy a határidős BUX-kontraktusokból számított kamatláb és a kincstárjegy hozama közötti nagy különbséget az ázsiai válság előtt az arbitrázs nem tüntette el, valószínűleg a magyar piaci szereplőknek ezen arbitrázslehetőséggel kapcsolatos viszonylagos tapasztalatlanságát tükrözte.

pozíciók (ezt bizonyítja a határidős BUX kamattartalmának drámai zuhanása), mind a lombardhitelek likvidálásához vezetett. Mindkettő fokozta az azonnali piaci eladásokat, további árzuhanást váltva ki.

Ezek a tényezők jobban megmagyarázzák a magyar részvényárak pénzügyi válságok előtti és utáni mozgását, mint a reálkamatlábakkal kapcsolatos várakozásokban bekövetkező változások. Fontos azt is tudnunk, hogy a Budapesti Értéktőzsdén forgalmazott részvényeknek több mint 70 százaléka külföldiek kezében van, s becslések szerint hozzájuk kötődik a forgalom 70-80 százaléka. Okkal feltételezhetjük, hogy a külföldiek nem akarják minden jövőbeli jövedelmüket Magyarországon elkölteni, s ezért a magyar reálkamatlábak valószínűleg nem játszanak túlzottan fontos szerepet a magyar részvények vételéről vagy eladásáról hozott döntéseikben. Ezenkívül a külföldiek a várható reálárfolyammal együtt értékelik a várható reálkamatlábak nagyságát. A cseh és a lengyel valuta sokkal jobban felértékelődött, mint a magyar, ezért az ezekben az országokban végrehajtott befektetések *ceteris paribus* dollárban kifejezve magasabb hozamokat biztosítottak volna. Ugyanakkor a részvények dollárban kifejezett ára stagnált a két országban. Másfelől Görögországban, ahol a reálkamatlábak az öt ország közül a legmagasabbak voltak, és 1998-ban tovább emelkedtek, a részvényárak 1998 januárja és 1999 júliusa között majdnem megtriplázódtak. Végezetül ki kell emelnünk, hogy a magyar részvények árai, jóllehet még nagyobb mértékben estek az orosz válság után, mint a cseh vagy a lengyel részvényeké, azoknál gyorsabban erősödtek a krízis levonulása után. Ebből okkal következtethetünk arra, hogy a kamatok alakulása nem játszott komoly szerepet a magyar részvényárak gyengülésében. Ha volt is valamilyen hatással a szűk sávú árfolyamrendszer, akkor valószínűleg tompította az áresést, és segítette az ezt követő korrekciót, hiszen az árfolyam megtartotta hitelességét a válság idején (nem volt erős támadás a forint ellen),¹⁹ a krízis sikeres túlélését követően pedig erősödhetett a kiszámíthatóságból táplálkozó bizalom.

Tőkeáramlások Magyarországon

A következőkben Magyarország példáján mutatjuk be, hogyan alakultak a tőkeáramlások válságok idején. Alapvetően három csatornán valósultak meg a külföldi valuták és a forint közötti konverziók. A legfontosabb csatorna a külföldiek tulajdonában lévő, forintban denominált magyar állampapírok, amelyet a pozitív kamatfelár miatt vásárolták a külföldiek. (Lásd a 7. ábrát.) A kelet-ázsiai válság után a külföldiek tulajdonában lévő állampapírok állománya valamivel több mint 600 millió dollárról körülbelül 300 millió dollárra csökkent. A rákövetkező tíz hónap során az állomány majdnem kétfélszáz dollárra ugrott, hogy aztán az orosz válság hatására ismét körülbelül 700 millió dollárra essék vissza. Majd újra emelkedésnek indult az állomány, s 1999 elejére elérte az 1,6 milliárd dollárt. E mozgások miatt nagymértékben ingadozott a forint iránti kereslet is, amit követtek az árfolyam kilengései. A külföldiek tulajdonában lévő állomány gyorsan emelkedett 1998 első nyolc hónapjában, amikor a kamatfelár a korábbiánál és a szomszédos országokban tapasztaltnál alacsonyabb volt. Ez az árfolyam iránti bizalom erősödéséről tanúskodik.

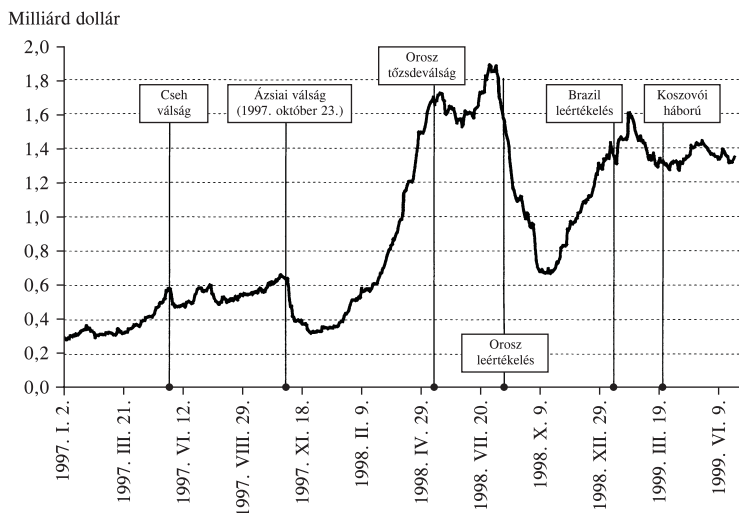
A gazdaságpolitika úgy próbálta fékezni a potenciálisan szeszélyes tőkebeáramlást, hogy megtiltotta a külföldieknek az eredeti futamidejét tekintve egy évnél rövidebb lejáratú állampapírok vásárlását. A korlátozást morális ráhatással és szankciókkal²⁰ is erősí-

¹⁹ A csúszó árfolyamrendszer bevezetése előtt a leértékelési spekulációkat jelentős határidős devizavásárlás jellemezte, míg az orosz válság idején ilyen spekuláció nem bontakozott ki.

²⁰ A szankciók között volt bírság és a jegybanki repókötési lehetőség átmeneti felfüggesztése.

7. ábra

Külföldiek által vásárolt forint denominációjú magyar állampapírok állománya,
1997. január 2.–1999. augusztus 31.



tették azokkal a bankokkal szemben, amelyek megpróbálták megkerülni a korlátozásokat az állampapír megvásárlása idején kötött rövid lejáratú visszavásárlási megállapodásokkal (úgynevezett repóügyletekkel). A korlátozások megkerülésére irányuló próbálkozások ellenére elmondható, hogy ezek az intézkedések valószínűleg csillapították a rövid távú spekulatív tőkebeáramlást.

A forint és a külföldi valuták közötti konverzió második fontos csatornáját a devizák határidős eladásai jelentették.²¹ Mivel az előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer hitelessé vált, és az árfolyam a sáv erős szélénél stabilizálódott, a kamatfelárból legegyszerűbben a határidős piacon lehetett profitálni. A hazai spekulánsok devizát adtak el határidőre hazai bankoknak,²² amelyek ugyanakkora összegű devizát adtak el az azonnali piacon, és a kapott forintot állampapírokba fektették, vagy az MNB-nél helyezték el. Ezen ügyletek révén a bankok nyitott devizapozíciója változatlan maradt, így nyereségük nem függött az árfolyam változásaitól. A bankok az azonnali piacon eladott devizához vagy külföldi hitelek révén jutottak hozzá (e hitelek összege mintegy egymilliárd dollárral növekedett 1998 januárja és júliusa között – lásd az 5. táblázatot), vagy a magyar vállalatok és háztartások devizabetéteiből. Mivel egy határidős pozíció megnyitásához a budapesti tőzsdéken a kontraktus értékének csupán 3 százalékát kellett letétbe helyezni, a spekulánsok nagy profitra tudtak szert tenni, ha a forint tényleges leértékelése nem haladta meg az előre bejelentett mértéket, és az árfolyam a sáv erős szélénél maradt. Ezt a kockázatot sok spekuláns kész volt vállalni, mert az árfolyam korábban szinte folyamatosan a sáv erős szélén helyezkedett el. 1996–1997-ben, amikor a kamatfelár 3–4 százalékpontonra esett, az ilyen típusú spekuláció haszna még mindig 100 százalék felett volt.

Amint a 8. ábrából kitűnik, a budapesti tőzsdék nyitott határidős devizapozíciói 1995

²¹ A határidős devizapiaci árfolyamokból levonható következtetéseket, valamint a csúszó árfolyamrendszer hitelességét vizsgálja Darvas [1996].

²² Határidős devizaügyleteket a bankközi piacon, valamint a Budapesti Árutőzsdén és a Budapesti Értéktőzsdén egyaránt lehet kötni. Bár külföldiek a határidős BUX-piacon bizonyos korlátok között részt vehetnek, a határidős devizapiacokon erre nincsen lehetőségük.

5. táblázat
Tőkeáramlás Magyarországon, 1998–1999
(millió dollár)

Megnevezés	1998. január– július	1998. augusz- tus– október	1998. november– 1999. február	1999. már- cius– május
<i>Fizetési mérleg</i>				
1. Folyó fizetési mérleg	-1072	-373	-1092	-596
2. Nettó közvetlen külföldi tőkebefektetés Magyarországon	1002	136	555	195
3. Nem rezidensek nettó államkötvény-vásárlása*	1460	-1131	715	-6
4. Nem rezidensek nettó részvényvásárlása	342	-37	417	356
5. Kereskedelmi bankok külföldi követeléseinek változása**	7	-144	10	-414
6. Kereskedelmi bankok külföldi tartozásainak változása**	864	-606	-174	31
7. Kormányzati és MNB nettó külföldi hitelfelvétel	-1174	-79	938	44
8. Egyéb tőkebeáramlás	-172	348	307	23
9. Hibák és kihagyások	219	52	-163	-76
10. Devizataralékok átértékelése	-131	332	-340	-228
11. Devizataralékok változása	1345	-1501	1172	-672
<i>További adatok</i>				
11. MNB devizapiaci intervenciója	3377	-2515	358	59
12. Határidős devizatőzsdei nyitott pozíciók változása	526	-953	-321	-144
13. Kereskedelmi bankok MNB-nél elhelyezett devizabetéteinek változása**	-595	966	292	-301
14. Kereskedelmi bankok vállalatoknak nyújtott nettó devizahiteleinek változása**	423	32	102	-27
15. Háztartások devizabetéteinek változása	13	213	-83	-101
16. A devizapiaci intervenció fő okai (3) + (4) + (12)	2328	-2121	811	205

* Forintban denominált államkötvények, a külföldön kibocsátott devizakötvények (és felvett devizahitelek) a 7. sorban szerepelnek.

** A „kereskedelmi bankok” kifejezés rezidens pénzüzetekre vonatkozik.

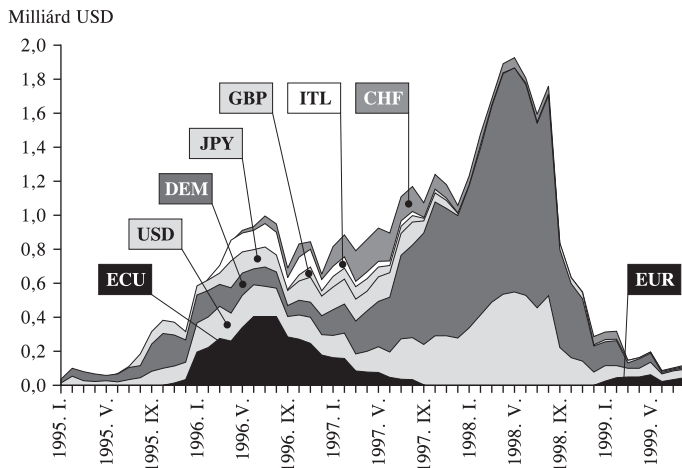
Forrás: Magyar Nemzeti Bank és Budapesti Árutőzsde és Budapesti Értéktőzsde.

közepétől kezdtek növekedni, s értékük 1998 júniusára elérte az 1,9 milliárd dollárt.²³ Amikor az orosz válságra adott válaszul a forint – a sávon belül – leértékelődött, majd a kamatok megemelkedtek, a spekulánsok a határidős eladási pozícióik zárására kényszerültek, azaz határidőre devizát vásároltak a bankoktól. A bankok, hogy megtartsák nyitott pozícióikat, és betartsák a nyitott pozícióra meghatározott korlátokat, az azonnali devizapiacra vásároltak devizát az MNB-től. A spekulánsok pozícióinak felszámolása hozzájárult a forint sávon belüli leértékelődéséhez és az MNB valutapiaci intervenciójához. Az orosz válságot követő időszakban, 1998 augusztusa és októbere között, a nyitott határidős devizapozíciók állománya egymilliárd dollárral esett vissza, a bankok nettó külföldi tartozásai pedig mintegy 700 millió dollárral csökkentek. A 8. ábra azt is érzékelteti, hogy a nyitott határidős pozíciók 1999 elejére jelentéktelen összegre estek vissza,

²³ A bankközi határidős devizapiacról nem állnak rendelkezésre megbízható adatok. Ezért a 8. ábra csak a két tőzsde adatait mutatja, ahol a határidős devizaforgalom nagy része történt.

8. ábra

Nyitott kötésállomány a BÁT és a BÉT határidős devizaszekciójában
1995. január–1999. augusztus



ami világosan jelzi, hogy a határidős devizapiaci pozíciók felhalmozódása tiszta spekulációnak, nem pedig export- és importfedezeti ügyleteknek a következménye volt. Hangsúlyozni kell, hogy csak belföldiek nyithattak határidős devizapozíciókat. A nagyobb tőkeerővel rendelkező külföldiek kizárása révén sikerült korlátozni a spekulatív pozíciók felhalmozódását, ezáltal pedig fékezni a spekulatív tőke ki- és beáramlását.

A tőkeáramlások harmadik fő csatornáját a részvénybefektetések alkották. Érdekes, hogy e csatornán 1998 májusa és szeptembere között mindössze nettó 260 millió dollár áramlott ki az országból. Sajnos nem állnak rendelkezésünkre pontos adatok a részvények forgalmáról belföldiek és külföldiek szerinti bontásban. Az a tény, hogy a nettó részvényeladások révén viszonylag kevés tőke hagyta el Magyarországot, arról tanúskodik, hogy vagy a külföldiek hosszú távra tervezve tartottak magyar részvényeket, vagy hogy meglepetésszerűen érte őket a részvényárak hirtelen és éles zuhanása, és az alacsony árakon már inkább tovább tartották, semmint eladták volna őket.

Létezett egy olyan feltételezés, amely szerint a magyar részvények ára azért esett, mert a külföldiek tömegesen adták el papírjaikat, kihasználva a magyar tőzsdének a többi feltörekvő piacoz viszonyított nagyobb likviditását. E vélemény szerint: amint az orosz krízis megrendítette a feltörekvő piacokon a befektetők bizalmát, a magyar részvénypiac az „azt add el, amit tudsz, nem azt, amit szeretnél” szindróma színterévé vált volna. A külföldiek kis összegű nettó eladásai nem támasztják alá ezt a véleményt, ráadásul a lengyel tőzsde forgalma nem sokkal maradt el a magyarétól. A befektetői bizalom Magyarországon meglehetősen gyorsan visszatért az orosz válság után, és a külföldiek már 1998 októberében ismét nettó vásárlók voltak.

Az MNB 1998 augusztusa és októbere között 2,5 milliárd dollár eladásával interveniált (lásd az 5. táblázatot), de a devizatartalékok csupán 1,5 milliárd dollárral csökkentek (8,3 milliárd dollárra, amely 4,3 havi importnak felel meg). A két szám közötti eltérés jórészt a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett betéteinek növekedéséből adódott. A magyar bankok lakossági és vállalati devizabetéteket gyűjtenek, amelyeknek tekintélyes részét az MNB-nél helyezik el betétben. Amint azt említettük, amikor a spekulánsok pozíciókat nyitottak a határidős devizapiacra, a bankok részben külföldről felvett devizahiteleiket, részben az MNB-nél elhelyezett devizabetéteiket konvertálták forintra. Amikor a folyamat

megfordult, a bankok az MNB-től forintért vásárolt devizát részben a külföldi hitelek visszafizetésére, részben az MNB-nél történő betételhelyezésre használták fel. Az a tény, hogy a magyar bankok devizát halmoztak fel az MNB-nél, amit aztán határidős devizapozícióik fedezetéül tudtak felhasználni, hozzájárult a tőke ki- és beáramlásának csillapításához, ám a konverziókon keresztül az árfolyamra nehezedő nyomás ugyanúgy megmaradt, mint ha e tőkeáramlások valóban lezajlottak volna – csupán a tartalékok szintje ingadozott kevésbé. A kereskedelmi bankok számára feltehetően hasznos, ha devizaeszközeik egy részét az MNB-nél helyezik el, amelyre az MNB a LIBOR-nál alacsonyabb kamatot fizet. Az MNB szemszögéből így a kereskedelmi bankok devizabetét-elhelyezése alacsony kamatozású rövid lejáratú hitelfelvételnek tekinthető, de ennek a nagyságát állandóan figyelemmel kell kísérni a devizatartalékok szintjének megítélésakor.

Az orosz válságot követő túlzott részvénypiaci ármozgások korrekciója és a spekulatív pozíciók kényszerű lezárása nagyjából a GDP 0,4 százalékának megfelelő veszteséget okozott a pénzügyi szektornak.²⁴ A bankok adózás előtti nyeresége drámai módon esett vissza 1998 második felében, és becslések szerint a 87 brókercéznek több mint a fele zárta veszteséggel az 1998-as évet.²⁵ Tizenkét, banki háttérrel nem rendelkező bróker cég tönkrement, vagy beolvadt más társaságokba. Ezek nem jelentéktelen veszteségek. Ugyanakkor egyetlen bank sem jutott csődbe a válság miatt, a bankrendszer egésze szilárd maradt, és az átlagos tőkemegfelelési mutató 1998 végén továbbra is 17 százalék volt; ugyanannyi, mint 1997 végén.²⁶

Az orosz krízis abból a szempontból hasznos volt a hazai pénzügyi rendszer számára, hogy a viszonylag tapasztalatlan magyar befektetők és brókerek komoly leckét kaptak a részvénypiaci és a határidős devizapiaci spekuláció kockázatairól. Remélhetőleg mindez csökkenteni fogja a jövőben a spekulatív buborékok kialakulását, és hozzájárul a piacok stabilitásának megőrzéséhez.

Záró megjegyzések

Tanulmányunkban nem találtunk bizonyítékokat arra, hogy a tőkeáramlások intenzitását és azzal együtt az árfolyamra és a kamatlábakra nehezedő nyomást az árfolyamrendszer milyensége alapvetően befolyásolta volna. Például az árfolyam felértékelődését megakadályozó jelentős jegybanki intervenció (és a devizatartalékok emiatti növekedése) egyaránt előfordult viszonylag rugalmas (lengyel és izraeli) és viszonylag merev (magyar) árfolyamrendszerekben. Egy váratlan külső sokkhatás, mint például az orosz válság, a kamatláb emelkedéséhez vezetett mind a széles árfolyamsávós (izraeli), mind a szűk árfolyamsávós (magyar) rendszerben. Ha a gazdaságpolitika helyes és hiteles, akkor a külső sokkhatások árfolyamra és kamatlábra gyakorolt hatásai is elenyészőek lehetnek, amint Görögországnak az ERM-be való belépése előtti és utáni tapasztalatai mutatták. Tanulmányunkban nem találtunk összefüggést az árfolyamrendszer és a részvénypiaci folyamatok között. Az egyetlen dolog, amelyet az árfolyamrendszer közvetlenül befolyásolt, az a nominális és a reálárfolyam változékonysága: rugalmasabb árfolyamrendszerekben nagyobb változékonyság alakult ki. Ez a következtetés is árnyalható azonban,

²⁴ A becslés részleteit lásd *Darvas–Szapáry* [1999]. A veszteség azért terhelte elsősorban a pénzügyi szektort, mert egyrészt a nyitott pozíciók részben a bróker cégek saját spekulációi voltak, másrészt pedig sok megbízó-spekuláns fizetésképtelenné vált, akiért a törvény alapján a bróker cég köteles helyt állni.

²⁵ 1999 előtt a bankok Magyarországon nem vehettek részt a részvénypiacon és a tőzsdéi határidős devizapiacon. Ezért több banknak volt saját bróker cége. 1999-től a szabályozás az univerzális bankrendszer irányába változott, és ezeket a műveleteket lehetővé tette a bankok számára.

²⁶ A magyar bankrendszer nagy részét privatizálták. A magánszféra a bankrendszer saját tőkéjének nagyjából 80 százalékát teszi ki, és a külföldi kézben levő bankok mintegy 60 százalékát képviselik a bankrendszer teljes saját tőkéjének.

hiszen a görög drachma ± 15 százalékos sávval csatlakozott az ERM-hez, s az árfolyam az orosz válság ellenére sem lett változékonyabb. Ehhez kétségtelenül hozzájárult az, hogy a görög gazdaságpolitika a maastrichti kritériumok teljesítéséért olyan lépéseket tett, amelyek látványosan megfordították a folyó fizetési mérleg romló tendenciáját, és a dezinfláció is tovább folytatódott. Az árfolyamrendszerek elméleti elemzésekor gyakran gondolják úgy, hogy az árfolyam változékonyságának „elfojtása” máshol jelentkezik, például a kamatláb változékonyságában. A viszonylag merev magyar árfolyamrendszert a többivel összevetve, azt találtuk, hogy az árfolyam stabilitása nem társult a kamatláb változékonyságával, sőt a nominális kamatláb Magyarországon volt a legkevésbé ingatag. Összegezve azt állapítjuk meg, hogy a nemzetközi krízisek idején nyújtott teljesítményük alapján nem lehet egyik vagy másik rendszer felsőbbrendűsége mellett állást foglalni.

Az árfolyamrendszer megválasztásakor kulcskérdés, hogy a rendszer mennyire bátorítja a külföldi hitelfelvételek túlzott elfutását (*overborrowing*). Az általában hangoztatott érv úgy szól, hogy egy rögzített árfolyam vagy egy szűk sávós rendszer – amikor a gazdaság szekere jól halad, és létezik egy belföldi kamatfelár – bátorítja a külföldi hitelfelvételt, viszont egy hirtelen sokk (mint amilyen egy regionális pénzügyi válság) leértékeléshez fog vezetni, súlyos károkat okozva a vállalati és a bankszférának. Másfelől egy lebegő árfolyam vagy egy széles sávós rendszer a hozzá kapcsolódó nagyobb bizonytalanság miatt kevésbé ösztönzi devizahitelek felvételét.

Vajon a tanulmányunkban vizsgált legkevésbé rugalmas árfolyamrendszer, a magyar, bátorította-e a túlzott külföldi hitelfelvételt? A bankok a határidős devizapiaci spekulációval kapcsolatban bizonyosan vettek fel többelhiteleket, de ez valószínűleg inkább volt köszönhető az ország akkori jó makrogazdasági mutatóinak, ami növelte az árfolyam hitelességét, mint a szűk árfolyamsávnak. Ennek oka az, hogy egy sávon *belüli* leértékelődés is nagy veszteségeket okozott volna a spekulánsoknak, és okozott is, amint ezt az orosz válság bizonyította. Ugyanez áll a külföldi befektetőkre is, akik hazai valutában kibocsátott állampapírokat tartottak. Ha szemügyre vesszük a vállalatok külföldi hitelfelvételeit, a lebegő rendszert alkalmazó Csehország és a szűk sávós rendszert alkalmazó Magyarország tapasztalatai között nem találunk nagy különbségeket. Mindkét országban jelentősen és trendszerűen növekedett a belföldi bankoktól és a külföldről felvett devizahiteleknek a vállalatok összes hitelállományán belüli részaránya. Igaz ugyan, hogy 1998 végén e részarány valamivel magasabb Magyarországon, mint Csehországban. (Lásd a 6. táblázatot.) Valószínűleg azért nincs számottevő különbség a két ország között, mert az exportszektor, különösen

6. táblázat

A vállalati devizahitelek és a közvetlen külföldi tőkebefektetések állománya, 1993–1998 (százalék)*

Megnevezés	Ország	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Devizahitelek aránya a belföldi bankoktól felvett vállalati hitelekből	Csehország	4,5	6,6	13,5	16,4	24,8	27,9
	Magyarország	9,7	11,9	23,5	31,5	29,5	32,2
Összes devizahitelek aránya az összes vállalati hitelből	Csehország	16,7	20,8	28,1	32,4	40,6	43,4
	Magyarország	33,6	42,2	54,3	57,6	51,2	55,1
Közvetlen külföldi tőkebefektetések kumulált állománya / GDP	Csehország	10,2	11,1	14,5	15,3	19,4	22,6
	Magyarország	15,9	18,5	29,4	34,4	37,8	33,3

* Év végi adatok.

Forrás: Magyar Nemzeti Bank és Cseh Nemzeti Bank.

pedig a multinacionális cégek egyre nagyobb részarányt értek el mindkét ország termelésében. E vállalatok jövedelmének nagy része devizában keletkezik, és könnyebben jutnak hozzá devizahitelekhez, mint a hazai kis- és középvállalatok. E vállalatok kockázata valószínűleg kisebb, ha hitelek egy részét devizában veszik fel. Más szavakkal, a piaci résztvevők kockázataikat devizában történő hitelfelvételekkel fedezik, és ebben nem befolyásolja őket az érvényben levő árfolyamrendszer milyensége. Magyarországon a közvetlen külföldi tőkebefektetések GDP-hez viszonyított aránya magasabb, mint Csehországban. Ez annak is lehet a jele, hogy a multinacionális vállalatok nagyobb arányban részesednek a termelésből Magyarországon, ami egyúttal magyarázatot adhat arra is, miért magasabb a devizahitelek aránya a teljes magyarországi hitelállományon belül.

A túlságosan sok devizahitel felvételéből származó kockázat súlyos problémát okozhat, ha az árfolyamrendszer hiteles, és létezik belföldi kamatfelár.²⁷ A tőkeáramlások liberalizálása esetén nehezé összeegyeztetni egymással a két célt: a túlzott külföldi hitelfelvételek visszafogását, valamint az árfolyamrendszer hitelességének fenntartását, ami bizonyos időszakokban azt jelenti, hogy a hazai kamatlábakat a külföldi kamatlábak szintje fölé határozzák meg. Ilyen körülmények között a tőkemozgások korlátozása némi segítséget jelenthet. Teljes mértékben tudatában vagyunk a szabad tőkeáramlás előnyeinek, ám a rövid távú tőkemozgások elhamarkodott liberalizálása sokkal több hátránnyal járhat, mint amennyi hasznot ígér. A feltörekvő piacok túlságosan kiszolgáltatottak a nemzetközi tőkeáramlásoknak, és a korábban érkezett tőke hirtelen kiáramolhat még akkor is, ha az ország helyes gazdaságpolitikát folytat. Hatalmas összegű tőke áll készen arra, hogy a magasabb hozamért nagyobb kockázatot vállaljon a feltörekvő piacokon. A fejlett országok alapkezelői a portfóliójuk egy kis hányadát a feltörekvő piacokon fektetik be. A befektetési bankok kifejezetten a feltörekvő piacokra koncentrálnak alapokat is létesítenek, de azt tanácsolják a pénzüket befektetőknek, hogy a portfóliójuknak csupán kis részét helyezték ide. Mindez igencsak konzervatívan hangzik a befektetők szempontjából, de még így is több tízmilliárd dollár rúg az az összeg, amely ilyen módon ide-oda vándorol a feltörekvő piacok között. E piacok méreteihez képest óriási a tőkeáramlások mértéke, és nagy ingadozást idézhet elő az árfolyamban, és/vagy költséges sterilizációt igényel, valamint a tartalékok elvesztését vonhatja maga után.

Köztudott, hogy a rövid távú tőkemozgásokat érintő korlátozások nem hatékonyak, ha a külkereskedelmet és a hosszú távú tőkemozgásokat már liberalizálták. Ugyanakkor azáltal, hogy homokot szórnak a devizapiacok kerekéi közé arra az időre, amíg az ország hitelességének megszilárdulása révén nagymértékben csökken a spekulatív támadások által való sebezhetősége, csökkenthetik a rövid távú tőkemozgások intenzitását. Ezen túlmenően, a teljes tőke liberalizáció csak akkor fogadható el, ha az ország adott esetben képes tolerálni az árfolyamnak a Balassa–Samuelson-hatás²⁸ által indokolt mértéket meghaladó reálfelértékelődését, amelyet csak ritkán képesek elviselni a fizetésimérleg-korlátokkal küszködő felzárkózó gazdaságok. Másik lehetőség: sterilizált intervencióval védeni az árfolyamokat, amelynek költsége egy idő után túllépheti az elviselhetőség határát.

Azoknak, akik korábban azt követelték, hogy a feltörekvő országok teljesen liberalizálják a nemzetközi tőkemozgásokat, a közelmúlt tapasztalatai alapján újra mérlegelniük kellene a rövid távú tőkekorlátozások hasznosságát. Ezek a korlátozások pozitív szerepet töltenek be a gazdasági felzárkózás időszakában, amikor egy-egy ország hitelessége már eléggé megerősödött ahhoz, hogy jelentős rövid távú tőkét vonzzon, ám annyira még nem erős, hogy megelőzze a befektetések kimenekülését, ha egyszer a nyájöszton hatalmába kerítette a pénzpiacokat. Említettük, hogy azok a korlátozások, amelyeket a magyar hatóságok külföldiek állampapír-vásárlásaira vetettek ki, visszafogták a tőkebeáramlást. Ezen korlátozó-

²⁷ A túlzott devizahitel-felvétel modellezéséről lásd *McKinnon–Pill* [1999].

²⁸ *Halpern és Wyplosz* [1997] elemzi a Balassa–Samuelson-hatást átalakuló országok esetében.

sok betartását azonban alaposan ellenőrizni kell, mert visszavásárlási megállapodásokkal meg is kerülhetnek, s erre Magyarországon több próbálkozás is történt.

Fontos, hogy a túlzott spekulatív pozíciók felhalmozódásának a kereskedelmi bankok nyitott devizapozícióinak korlátozásával vegyék elejét, amelyek a mérlegen kívüli tételeket (például a határidős devizaügyleteket) is magukba foglalják, mint ahogy ezt Magyarországon csinálják. E korlátokat a bankok és a tulajdonukban levő brókerházak pozícióival együtt kell alkalmazni, mert így elkerülhető, hogy a bankok túlzottan nagy kockázatokat vállaljanak brókercégeiken keresztül. Ez az összevont, konszolidált bankfelügyelet még nem valósult meg Magyarországon, mint ahogy külföldön sem jellemző. E felső korlátokat ki kell egészíteni a határidős devizapiaci pozíciók nyitásához kapcsolódó szigorú betételhelyezési és letéti követelményekkel. Hasznos lehet, ha – a magyarországi gyakorlatnak megfelelően – átmenetileg csak belföldiek vehetnek részt a határidős devizapiacian. Ha külföldiek is megjelenhetnek, akkor nagymértékben megnő a spekulatív pozíciók túlzott felhalmozódásának a kockázata. Ha a vállalatok külföldi hitelfelvétele liberalizált, fontos, hogy bejelentési kötelezettség legyen érvényben, hogy a hatóságok nyomon követhessék a külső adósság alakulását. (Magyarországon van ilyen kötelezettség.)

A rövid lejáratú adósság nagyon gyors növekedésekor a hatóságok szemben találják magukat azzal a választással, hogy vagy korlátozzák a tőkebeáramlást, vagy megváltoztatják a kamat- és árfolyam-politikájukat. E döntést nehéz meghozni, ha már sikerült stabilizálni a gazdaságot, és nincs egyéb kényszerítő körülmény a változtatására. Tőkebeáramlás idején egy másik védelmi vonalat jelent a tartalékok felhalmozása, amelyeket fel lehet használni a tőkekiáramlás hatásainak tompítására. Ehhez sterilizált intervenciót kell végrehajtani, és dönteni kell a tartalékok kívánatos szintjéről, figyelembe véve az országot rövid idő alatt elhagyni kész forró pénzek becsült összegét. Nehéz erről dönteni, és a megoldás sok-sok bizonytalanságot is rejt magában, köztük annak lehetőségét is, hogy az ország túl hosszú ideig túl nagy tartalékállományt halmoz fel. Nem kevésbé veszélyes az ezzel ellenkező kockázat, vagyis hogy a kevés tartalék miatt az ország kénytelen túl korán megszüntetni azt az árfolyamrendszert, amely bizalmat nyert, és hasznosnak bizonyult. A tartalékok ütközőkészként történő használatának megvannak a korlátai, és e politika sikere az esetleges spekulatív támadás mértékétől függ. Egy idő után elérkezhet az a pillanat, amikor már nem érdemes vállalni további tartalékok elvesztését.

Hogyan segítenek e tanulságok bennünket a kis, nyitott, feltörekvő gazdaságok számára legalkalmasabb árfolyamrendszernek a meghatározásában? Egyetértünk *Williamsonnal* [1998] abban, hogy a szabadon lebegő árfolyam a devizapiacokat uraló nyájszellem miatt túlságosan nagy árfolyam-ingadozásoknak teszi ki az őt alkalmazó országokat. A szabad lebegtetés vagy akár a széles árfolyamsáv nem feltétlenül biztosít alacsonyabb kamatokot vagy kisebb kamatingadozásokat. Másfelől tudjuk, hogy a rögzített árfolyam csak szigorú feltételek teljesülése esetén tartható fenn. Ha a rögzített árfolyam nem válik hitelessé, nem csökken a kamatfelár sem.

E megfontolások felvetik a kérdést, hogy vajon mekkora rugalmasság a kívánatos. Rögzített árfolyam esetén egy szélesebb sáv lehet indokolt, hiszen a rögzített árfolyam fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek gyorsabban felmerülhetnek. Csúszo árfolyamrendszerben, ahol a leértékelés mértékét a gazdasági fundamentumokkal összhangban állapítják meg, egy szűkebb sáv a bizonytalanság csökkentésével mind az alacsonyabb kamatfelár, mind a kisebb árfolyam-változékonyság előnyét nyújthatja. Ezáltal a nominális horgony alkalmazásának előnyeit a szűkebb csúszo sáv kombinálhatja a rugalmassággal. A szélesebb sáv létjogosultsága azon az érvelésen nyugszik, hogy az árfolyam pufferként viselkedhet ingadozó tőkemozgások esetén, és nagyobb mozgásteret ad a monetáris politikának. Ezen előnyöket kell egybevetni a magasabb kamatfelár esetleges költségeivel és/vagy a valuta túlzott fel- vagy leértékelődésével. Hangsúlyozni kell ugyan-

akkor, hogy egy árfolyamrendszert nem lehet önmagában „jónak” vagy „rossznak” tekinteni; a minősítés csakis a gazdaságpolitika más elemeivel, különösen a fiskális, monetáris és jövedelempolitikával együtt történhet. Egy rögzített árfolyam is megfelelő lehet, amennyiben annak fenntartását a gazdaságpolitika minden eleme támogatja. Sőt, ha erős a politikai elkötelezettség a rögzített árfolyam fenntartására, akkor az hozzájárulhat a rögzített árfolyamot fenntartó politika követéséhez szükséges konszenzus kialakulásához, amint az Ausztriában is történt az 1970-es és 1990-es évek között, az „erős schilling” politikájának időszakában. Ha a támogató politikák hitelesek, a széles sávós rezsimek is biztosíthatnak olyan stabilitást, mint a szűk sávósak.

Végezetül feltehető a kérdés, hogy vajon lehet-e bármit is tenni a forrásországokban a forró pénzek feltörekvő piacokra történő beáramlásának elbátortalanítására. Figyelemre méltó például, hogy befektetési bankok és alapok orosz államkötvényeket vásároltak fel még néhány héttel az orosz piac összeomlása előtt is. Talán újra kellene értékelni az alapkezelők ösztönzési rendszerét, amely a profitot jutalmazza ugyan, de az el nem szenvedett veszteséget nem.

Hivatkozások

- BALDWIN, R.–KRUGMAN, P. [1989]: Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks. *The Quarterly Journal of Economics*, 54. évf. 4. sz. 635–654. o.
- BEGG, D.–WYPLOSZ, C. [1999]: Why Untied Hands are Fundamentally Better? Az átmeneti országokról tartott V. dubrovnikai konferencián elhangzott előadás, 1999. június 23–25.
- CAMPA, J. M. [1993]: Entry by Foreign Firms in the United States under Exchange Rate Uncertainty. *Review of Economics and Statistics*, 75. évf. 4. sz. 614–622. o.
- DARVAS ZSOLT [1996]: Kamatkülönbség és árfolyam-várakozások az előre bejelentett csúszó árfolyamrendszerben. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 920–947. o.
- DARVAS ZSOLT [1998]: Csúszó árfolyamrendszerek: elmélet és nemzetközi tapasztalatok. *MNB Műhelytanulmányok*, 16. sz.
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [1999]: A nemzetközi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben. *MNB Füzetek*, 10. sz.
- DETRAGIACHE, E.–HAMANN, A. J. [1997]: Exchange Rate Based Stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal. *IMF Working Paper* 75. sz.
- GOURINCHAS, P.O. [1999]: Exchange Rates Do Matter: French Job Reallocation and Exchange Rate Turbulence, 1984–1992. *European Economic Review*, 43. évf. 7. sz. 1279–1316. o.
- HALPERN LÁSZLÓ–WYPLOSZ, C. [1997]: Equilibrium Real Exchange Rates in Transition Economies. *IMF Staff Papers*, 44. évf. 4. sz. 430–461. o.
- HAMILTON, J. D. [1994]: *Time Series Analysis*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- HORVÁTH ÁGNES–SZAPÁRY GYÖRGY [1999]: Az európai Gazdasági Monetáris Unió. I. és II. rész. *Külgazdaság*, 2. sz. 27–46. o. és 3. sz. 33–46. o.
- IMF [1999]: *World Economic Outlook*.
- McKINNON, R. I. [1996]: *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*. MIT Press, Cambridge, Mass.
- McKINNON, R. I.–PILL, H. [1999]: Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing. *Oxford Review of Economic Policy*, megjelenés alatt.
- MISHKIN, F. S. [1998]: The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging-Market Countries. *International Finance* 1:1, 81–101. o.
- OBSTFELD, M. [1995]: International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned. *The Brookings Papers on Economic Activity*, 1. sz. 119–220. o.
- OBSTFELD, M.–ROGOFF, K. [1995]: The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9. évf. 4. sz. 73–96. o.
- SZAPÁRY GYÖRGY–JAKAB M. ZOLTÁN [1998]: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 877–905. o.
- WILLIAMSON, J. [1998]: Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility. *International Finance*, 1. évf. 1. sz. 59–79. o.