

CSIKÓS-NAGY BÉLA

A MONETÁRIS POLITIKA A NAGY VÁLSÁGTÓL AZ INGATAG PÉNZPIACOKIG

Az MTA Doktori Tanácsa 2004. október 26-án nyilvános vitára bocsátotta Tarafás Imre MTA doktora címre benyújtott „A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig” című értekezését.

A Doktori Tanács Csikós-Nagy Béla az MTA rendes tagjának elnökletével Augusztinovics Máriát, Gergely Istvánt, Kerékgyártó Györgyöt, Kozma Ferencet, valamint Köves Andrást az MTA doktorát küldte ki a bíráló bizottság tagjaiként. A titkári funkciót Osman Péter, a közgazdaság-tudomány kandidátusa látta el.

A hivatalos bírálók tisztségét Barta Imre, Botos Katalin és Huszti Ernő, az MTA doktorai töltötték be.

A tanácskozás eredményeként a bíráló bizottság egyhangú határozatot hozott arról, hogy az MTA Doktori Tanácsának javasolja Tarafás Imrének az MTA doktora cím odaitélését.

A benyújtott anyagok és a tanácskozáson lefolytatott magas színvonalú vita indokolja, hogy a vizsgált téma nagyobb nyilvánosságot kapjon.

ELŐZETES MEGJEGYZÉSEK

Tarafás Imre a monetáris politika szerepét a fejlett piacgazdaságban nemzeti és nemzetközi szinten vizsgálja. Az értekezés először a monetáris politika „fénykorával” (50-es – 60-as évek) foglalkozik, amikor még úgy ítélték meg, hogy a monetáris politika hatékony eszköz a teljes foglalkoztatottság biztosítására. Az uralkodó megközelítést a Philips-görbe fejezte ki, amely – általánosan elterjedt formá-

jában – kapcsolatot mutatott ki az infláció üteme és a munkanélküliség aránya között. E szerint a munkanélküliség csökkenthető, de csak gyorsuló infláció árán; és fordítva. A konkrét számszerű értékek országonként különböznek, és minden ország csak a saját – a tapasztalatok alapján meghatározható – Philips-görbéjén fekvő infláció – munkanélküliség kombinációt választhatja. Ha ez a választás a társadalmi preferenciák alapján megtörtént, a monetáris politika feladata az, hogy a

pénzmennyiség vagy a kamatláb megfelelő alakításával a kívánt infláció-munkanélküliség kombinációt valósítsa meg.

A 60-as évek végén a monetaristák rámutattak arra, hogy a Philips-görbével ábrázolt összefüggés csak rövid távon létezik. Hosszú távon a gazdasági alanyok adaptív várakozásaik alapján az infláció tapasztalt ütemét beépítik gazdasági döntéseikbe: a munkavállalók az infláció tapasztalt (és ezért a jövőre is várt) ütemével növelik bérköveteléseiket, amit a munkaadók meg is adnak, mert ugyanolyan várakozásaik alapján arra számítanak, hogy a költségemelkedés az árakban továbbhárítható lesz. A foglalkoztatottság azonos szintje most már csak magasabb inflációval biztosítható, majd amikor ez tudatosul, még gyorsabb inflációra lesz szükség. Egy ponton túl azonban nem lehet vállalni az infláció gyorsulását, sőt azt mérsékelni kell. Az ehhez szükséges kemény monetáris restriktió nyomán recesszió adódik, a csődök sorozata és a foglalkoztatottság jelentős csökkenése következik be. A monetáris politika tehát csak rövid távon tudja csökkenteni a munkanélküliséget, hosszú távon ennek ára magas munkanélküliség a dezinflációs periódusban.

Ez az a történelmi háttér, amelyre – Tarafás Imre kiegészítő előadásában hivatkozva – doktori értekezését el – készítette.

AZ ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

Tarafás Imre értekezése tézisszerűen 8 pontban összegezhető.

1. A pénzpolitika gyakorlati alakítói között konszenzus uralkodik abban, hogy

az évtizedek „kúszó”, esetenként „rohán” inflációja után a gazdasági alanyok csak igen rövid távra válhatnak a monetáris illúzió rabjává. Várakozásaik gyorsan alkalmazkodnak az infláció (vagy az infláció gyorsulása) tapasztalt üteméhez. Ezért a monetáris politika nem alkalmas a teljes foglalkoztatottság biztosítására, ha a munkanélküliség okai strukturális természetűek.

Ugyanakkor a gyakorlat sehol sem követi azt a monetarista javaslatot, hogy a monetáris politika állandó ütemű pénzkibocsátásra törekedjen a konjunkturális helyzettől függetlenül. A jegybankok nem engedhetik meg számottevő defláció vagy deflációs nyomás kialakulását sem. Ebben az értelemben azt kell tehát gondolnunk, hogy az általános árszínvonal – Keynes álláspontjának megfelelően merev – lefelé, és ezen nem változtatnak a Friedman-féle adaptív várakozások.

2. Az uralkodó álláspont szerint a monetáris politika azzal járulhat hozzá leginkább a gazdasági növekedés és így a foglalkoztatás magas szintjéhez, ha hiteles módon törekszik az árstabilitás (az általános árszint stabilitásának) – ami a gyakorlatban évi 1-2%-os inflációt jelent – biztosítására. Az elsődleges cél tehát az árstabilitás, nem a növekedés vagy a foglalkoztatás, mert ez utóbbiakra a monetáris politika alkalmatlan.

3. A nyolcvanas évtized elejétől a direkt monetáris technikák kevésbé durva változata, a kötelező tartalék-előírások rendszere háttérbe szorult. Ennek oka kettős. Egyfelől: a direkt és az indirekt

eszközök közötti különbség bizonyos egyszerűsítéssel úgy is meghatározható, hogy

- a direkt eszközök használata azon alapul, hogy a Jegybank mint hatóság a kereskedelmi bankok számára kötelező szabályokat ad(hat) ki, míg
- az indirekt eszközök használata azon alapul, hogy a Jegybank lényeges mértékben képes befolyásolni a pénzpiaci feltételeket, így a nem profitérdekelt (hanem monetáris politikai célokat követő) Jegybank céljait a profitérdekelt kereskedelmi bankok önként követik.

A kényszeren alapuló direkt technikák hatásfoka erősen megrendült a nyolcvanas évek elejétől, mert az egyre liberalizáltabb, egyre több, korábban érvényes adminisztratív szabályozástól megszabadult kapitalista gazdaságokban a pénzügyi technikák rohamos fejlődése közepette ezeket a szabályokat a bankok igen könnyen kijátsszák vagy megkerülik.

A kötelező tartalék-előírások háttérbe szorulásának másik oka az, hogy a kötelező tartalékok a bankrendszer indirekt adóztatásának tekinthetők: az esetleges nyereségét ilyen vagy olyan módon általában az államnak befizető Jegybank így ingyen (vagy igen alacsony kamattal) von be pénzeket a kereskedelmi bankoktól.

4. Az indirekt eszközökön belül egyértelművé vált a nyílt piaci műveletek meghatározó szerepe. Ennek oka az, hogy a fizetési szokásoknak és a pénzügyi technikáknak az utóbbi évtizedekben végbement fejlődése lecsökkentette a

gazdaság jegybankpénzigényét, ennek nyomán a bankrendszer tartalékigényét. Ma már az általában igen alacsony, 1–3%-os mértékű kötelező tartalék-előírást nem annyira a pénzmenyiség szabályozására, hanem inkább a kereskedelmi bankrendszer jegybankpénz-igényének növelésére, ezzel jegybanki függésének erősítésére alkalmazzák. A jegybanki függés azonban így sem elég erős ahhoz, hogy a viszontleszámítolás használható eszköz legyen: a viszontleszámítolást jellemzően végső menedékként tartják fent a Jegybankok [az átmeneti fizetési zavarba került kereskedelmi bank(ok) számára, amely(ek) a többi banktól bizalmatlanságból nem kap(nak) hitelt az átmeneti fizetéseképtelenség áthidalására], mégpedig büntető (a nyílt piacon érvényesnél magasabb) kamatra.

5. A monetaristák szerint ahhoz, hogy a piaci automatizmusok a leghatékonyabban működjenek, fel kell számolni minden korlátozást. A teljes foglalkoztatottságot monetáris expanzióval elérni, fenntartani törekvő inflációs politika bírálatának köntösébe burkolva, a monetaristák a teljes körű gazdasági-pénzügyi dereguláció és liberalizáció programját fogadtatták el a közzgazdász-szakma meghatározóan nagy részével, és vitték diadalra ezt a programot. Az egyes országokon belüli és nemzetközi szintű liberalizációban érdekelt gazdasági és politikai erők a monetarizmusban találták meg azt a nézetrendszert, amely magas színvonalú, konzisztens elemzési keretet nyújt és ezzel meggyőző, és amely a liberális

gazdaságpolitikák kidolgozásához támpontokat ad.

6. A liberalizáció évtizedes folyamatának valószínűleg legdöntőbb eleme a lebegő árfolyamrendszer általánossá válása volt 1973-tól. Azért a legdöntőbb, mert az adott, rögzített árfolyam fenntartásának kényszere alól felszabadult gazdaságpolitikai döntéshozók sokkal könnyebben, sokkal kisebb kockázattal mondhattak le a belső pénzügyi – és más – korlátozásokról, direkt szabályozásokról, és számolhatták fel a kötött devizagazdálkodás addig széles körben és nagy számban alkalmazott eszközeit. A lebegő árfolyamrendszerre való áttérés tehát felgyorsította és elmélyítette a liberalizáció folyamatát; ugyanakkor ebben az árfolyamrendszerben azonnal és ugrásszerűen megnőtt az árfolyamok és a kamatok változékonysága (volatilitása).
7. Nem a dereguláció és a liberalizáció vezet be változékonyságot, kockázatot, bizonytalanságot a piacgazdaságba, nem ezektől válik kiszámíthatatlanná a jövő. A kockázat, a bizonytalanság, a kiszámíthatatlanság a piacgazdaság természetében gyökerezik, abban, hogy a piacgazdaság folyamatai túlnyomó részt mikrogazdasági döntések milliárdjaiból alakulnak ki, amelyek mindegyikét a többi mikrogazdasági döntés túlnyomó részétől függetlenül és róluk, valamint a makroökonómiai feltételekről való igen tökéletlen információk birtokában hozzák meg (az információba itt beleértve az adott információ korrekt interpretációjára, megfelelő megértésére való képességet is).

Ez annak ellenére is így van, hogy a piacgazdaság távolról sem egymáshoz hasonló méretű, egymáshoz hasonlóan informált gazdasági alanyok differenciálatlan tömege, hanem a nagyok, az erősek, a jobban informáltak aktív vagy passzív módon a kicsik tömegeinek döntéseit kondicionálják vagy éppen meghatározzák.

8. Az utóbbi két-két és fél évtized liberalizációs folyamatában lebontott szabályozások, korlátozások legnagyobb részét azt követően vezették be, hogy az 1920-as években felfúvódott tőzsdei buborék kipukkadt, és többéves, mély depresszió ülte meg az akkori fejlett világot.

A mai helyzet persze nem hasonlítható közvetlenül a nagy világgazdasági válsághoz, illetve az azt közvetlenül megelőző időszakhoz. A mai gazdaság jóval stabilabb, és egy – például a legfontosabb tőzsdéken bekövetkező árfolyam-összeomlás által kiváltott – megrázkódtatás esetén valószínűleg sokkal gyorsabban stabilizálható lenne.

Először is, ma az állam súlya két vonatkozásban is sokkal nagyobb a gazdaságban, mint a húszas-harmincas évek fordulóján volt. Sokkal nagyobb az állam súlya a piacon: az állami költségvetés kiadásai ma a GDP 30–50%-át teszik ki, szemben az akkori, jellemzően 10% körüli aránnyal, és depressziós piaci folyamatok beindulása esetén ez a hatalmas, merev keresleti elem erős stabilizációs szerepet játszik. Továbbá – minden dereguláció ellenére is – ma sokkal erőteljesebb az állam szabályozói jelenléte a gazdaságban:

elég itt arra utalni, hogy a bankok szabályozása és a felügyelet jelentősen mérsékli a kockázatok túlzott koncentrációját a bankrendszer egyes tagjainál. Másodsorban, léteznek olyan intézmények, amelyek a csődök továbbgyűrűzésének megelőzésére, a dominóhatás megszüntetésére, azaz egész bankrendszerek és gazdaságok összeomlásának elkerülésére szolgálnak.

KRITIKAI ÉSZREVÉTELEK AZ ÉRTEKEZÉS TÉZISEIHEZ

A tanácskozáson több kritikai megjegyzés hangzott el a hivatalos bírálók felvetése alapján, ami kiegészült a bizottság által feltett kérdéssel. Ezeket három pontban összegezzük.

1. A kritikai megjegyzések körében jelentőségénél fogva elsőként a pénzügyi politika organikus összefüggéseit kell kiemelni. A bírálat idevágólag azt hangsúlyozta, hogy a gazdaságpolitikát kiszolgáló pénzügyi politikának a monetáris politika igen fontos, de csak egyik alrendszere, amely csak a költségvetési politikával összhangban tud működni.

Az alkalmazott monetáris politika jelentős segítséget nyújtott az értekezés által tárgyalt időszakban a pénzügyi és a gazdaságpolitika számára, még akkor is, amikor az adott országban a fiskális politika volt az irányadó. Így megállapítható, hogy a kiegyensúlyozott pénzügyi politika lehetőséget kap bizonyos túlzások kivédésére, még akkor is, ha akár a fiskális, akár a monetáris politi-

ka válik időszakosan uralkodóvá az adott országban.

Nem véletlen hogy a második világháború befejezésétől szinte az 1960-as évtized végéig inkább a fiskális politika és gyakorlat volt az erősebb; a kedvező konjunktúra a költségvetési expansziót helyezte előtérbe.

Az 1970-es évektől viszont a monetáris politika kezdett egyre erősebben teret nyerni, összhangban a jelentős gazdasági visszaeséssel. A monetáris politika előtérbe kerülését azzal lehet magyarázni, hogy a fejlett világot az elmúlt évtizedekben sorozatos kudarcok érték gazdaságpolitikájuk alakítása során. Társadalmi és szociális feszültségek halmozódtak fel, amelyek lejáratták a fiskális politikát, elsősorban a költségvetési kiadásokra épülő gyakorlata miatt. A monetáris politika és eszköztár tehát felértékelődött, mivel nagyobb rugalmasságot és hatékonyságot, a kormányzati akarat zökkenőmentesebb érvényesítését várták tőle

Új vonásként jelent meg agyköltségvetési politikával való összhang megteremtésének a törekvése. A monetáris politika és fegyelem különösen az inflációellenes küzdelem terén mutatott fel sikereket a nyugat-európai országokban, sőt jótékonyan hatott a fiskális politikára is. A költségvetési deficit számos országban jelentősen csökkent. Mindez elősegítette a kiegyensúlyozott gazdasági növekedést és az élénkülést. Hiba lenne azonban figyelmen kívül hagyni azokat a nézeteket, amelyek elvetik mind a monetáris, mind a fiskális politikát és gyakorlatot, mint olyano-

kat, amelyek a szándékukkal ellentétes eredményt is „szülhetnek”. Ugyanakkor kénytelenek elismerni, hogy „egy kicsit maguk is monetaristák”. A pénzzel kapcsolatos fogalmak, mint a bankjegy, az infláció és az árfolyam stb. a mindennapi élet olyan szerves részeivé váltak, hogy a monetáris politika és gyakorlat nemcsak az áruk, a szolgáltatások, a jövedelmek, a hitelek, de az eszmék és az érdekek kapcsolatát és áramlását is megkönnyíti.

Ha azonban a megoldásra kérdezzük rá, meglehetősen triviális válaszokat kapunk, olyanokat, amelyeket a monetáris politika sem hagyhat figyelmen kívül. Ilyenek például: meg kell különböztetni a pénz eredeti funkcióit a jövedelmektől, javítani kell a makrogazdasági hatékonyságot, figyelembe kell venni, hogy a felhalmozás csak a fogyasztás rovására képes teret nyerni stb.

Tudomásul kell venni, hogy a monetáris politika sohasem képes közvetlenül úgy beavatkozni a gazdasági folyamatokba, mint a költségvetés. A monetáris politikának azonban érvényesítenie kell autonómiáját, hogy ne adjon teret a pénzkibocsátás vagy -szűkítés fiskális eszközeinek. Amennyiben túlzottan kiszolgálja azokat, s erre számos példa utal, akkor felerősíti az állami adminisztratív irányítást, rontja az egyensúlyi helyzetet, fokozza az inflációs nyomást. Még ilyen körülmények között is módja van a fizetőképes kereslet oly módon történő korlátozására, hogy az ne gátolja a megtakarítási hajlandóságot.

A 90-es évtized második felére már egyre világosabbá vált, hogy mely monetáris eszközök váltak be és melyek nem a gyakorlatban. Sőt, a nemzetközi integráció megkövetelte, hogy számos területen – így a monetáris szabályozásban is – olyan magatartásszabályokat alakítsanak ki, amelyeket a résztvevőknek be kell tartaniuk. A rendezett gazdasági helyzet és pénzügyi feltételek megteremtése kikényszerítette a közeledést a pénzügyi politika két nagy alrendszerére: a fiskális és a monetáris politika között. Az egymásra való ráutaltság ma már nélkülözhetetlen, a vagy-vagy helyett az is-is vált jellemzővé.

Mind szélesebb körben terjed el az a gyakorlat, mely szerint a gazdasági expanziónál a jegybank segíti a költségvetést a növekedést szolgáló intézkedései megvalósításában, máskor viszont a fiskus mozdítja elő a monetáris intézkedések hatékonyabb érvényesülését. Ennek lehetőségét azonban Európában a Valutáris Unió számágya meghatározott maastrichti kritériumok egyre inkább korlátozzák.

2. Az opponensi véleményekben megfogalmazott további öt megállapítás érdemel nagyobb figyelmet. Ezek:
 - a) A nagy válság és korunk jelenségeinek összehasonlításából erőteljesebb következtetéseket lehetne levonni. A gazdaság intézményi mechanizmusai között következett be alapvető változás. Amit korábban az állami szabályozás keretébe lehetett utalni, s ott úgy tűnt, a probléma megoldható, azt a modern világgazdaságban

lehetetleníti aliberalizáció és dereguláció. Ezt a problémát jobban ki lehetett volna emelni. Fenyéget a deflációs spirál, s ez valóban felveti a nagy válság fenyegető árnyait.

- b) Jobban ki lehetett volna bontani az európai pénzügyi integráció és a globális jelenségek kapcsolatát. Valóban, az euró megszületése kényszer volt, mivel a kisebb-nagyobb valutákat minden fundamentális alap ellenére pusztá profitszerzés céljából megingathatja a világméretű spekuláció.
- c) A piaci mechanizmusok olyan rombolás – nem éppen építő rombolás – útján teremtik meg az óhajtott egyensúlyt, amit egy társadalom tudatos vezetése feltétlenül elkerülné tart. Nemcsak az értékek fölös elpocsékolása, a téves beruházások tömege vagy a mesterségesen kialakított forrásszűke növekedésrontó hatásai miatt, hanem annak társadalmi következményei miatt is. Tarafás is tesz egy-két kritikus mondatot a túlmatematizált modelleken alapuló közgazdaságtannal kapcsolatban, s rámutat a pszichológiai tényezők nagy jelentőségére, azonban több mondanivaló adódhatna.
- d) Szűkre szabott a bankfelügyeleti kérdések tárgyalása.
- e) Több kapcsolatot is találhatunk a pénzpiacok ingatagsága és a bankrendszer működésének szabályozása között annál, mint amelyekre a tézisek utalnak.
3. A Bizottság részéről a következő kérdésfelvetésre került sor: Mire alapozó-

dik az az álláspontja, miszerint a „a globalizáció és (a) pénzügyi liberalizáció ... összekötése ... megalapozatlan”.

A KRITIKAI ÉSZREVÉTELEKRE ADOTT VÁLASZOK

Tarafás Imre megítélése szerint a bíráló megállapítások számos esetben olyan problémára, összefüggésre mutatnak rá, illetve bővebb kifejtését hiányolják, amely 1999–2000-ben, a tézisek megfogalmazásának idején inkább csak sejthetőek voltak: jobbra csak mint elméleti lehetőségek merültek föl. Azóta viszont jelentőséget nyertek. A modern nemzeti és nemzetközi pénzügyi rendszer olyan fejleményeiről van szó, amelyek előzményeit a magyar szakirodalomban is többen elemezték, így Erdős Tibor, Botos Katalin, Bánffy Tamás, Huszti Ernő.

Az első ilyen kérdés, amelynek súlya ma még nagyobb, mint az értekezés írása idején volt, Botos Katalin egyik bíráló megjegyzéséhez kapcsolódik, ahhoz, amely szerint az értekezés túl szűkre szabta a bankfelügyeleti kérdések tárgyalását. A bankrendszer szenvedő alanya a pénzpiacok ingatagságának, ugyanakkor hozzá is járul az instabilitáshoz. Ennek a hozzájárulásnak jelentős része a bankok pro-ciklikus viselkedése, amit Barta Imre úgy fogalmaz, hogy „a bankok konjunkturális fellendülése idején hajlamosak nagyvonalúan kezelni a hitelkockázatot”, túlzott mértékben nyújtanak hiteleket és olyan adósoknak és olyan gazdasági célokra is, amelyek csak a konjunktúra rendkívül kedvező

viszonyai közepette hitelképesek, hogy azután az ellenkező irányú végletbe essenek dekonjunkció idején. Azt is tudjuk, hogy a bankfelügyeleti szabályozás gyakran azzal a veszéllyel jár, hogy még rá is erősít a bankok hajlamára a pro-ciklikus viselkedésre. Jó példa erre az a sok kritika, amit a bankok tőkekövetelményének újraszabályozására irányuló javaslatok – az úgynevezett Basel II – kiváltak. Az értekezés az elemzés súlyát arra helyezte, hogy a pénzügyi rendszer instabilitásának növekedésében jelentős szerepe van annak, hogy a gazdaság finanszírozása eltolódik a bankrendszerrel a tőkepiacok felé. A bankrendszer még mindig kevésbé – valószínűleg sokkal kevésbé – instabil, mint a tőkepiac.

A bank hitelvizsgálat alapján dönt a hitellezésről, általában a hitelkérővel fennálló hosszabb kapcsolat tapasztalatai, a hiteltől finanszírozandó projekt elemzése stb. alapján, és a hitel fedezeteként biztosítékokat köt ki. Az értékpapír vásárlója azonban legfeljebb külső elemzők vagy úgynevezett hitelminősítő ügynökségek publikált véleménye alapján dönt. Ezért a banki hiteldöntés általában gazdaságilag megalapozottabb, vagy legalábbis megalapozottabb lehet, mint az értékpapír-befektetésről való döntés. Továbbá, és ez nem kevésbé fontos, legalábbis jól működő bankok, bankrendszer esetén a nehézségekkel küzdő adós a kibontakozást segítő banki hozzáállásra számíthat, ezzel szemben az értékpapír-tulajdonos jellemző reakciója a kibocsátó nehézsége – vagy akár ezzel kapcsolatos megalapozatlan híresztelés – esetén az értékpapír azonnali eladása, ami gyakran jelentős áresést

eredményez, és megnehezíti a kibocsátó számára a kibontakozást.

A finanszírozásnak ez az eltolódása és ezzel a pénzügyi rendszer instabilitásának növekedése felgyorsult, és új elemekkel is bővült az utolsó évtizedben. Rohamosan terjedt a hitelkockázat transzferálására szolgáló eszközök használata: ezen belül is elsősorban úgynevezett eszközfedezetű értékpapírok (ABS, asset-backed securities) és a hitelderivatívák különböző formái. 2002 végén, az utolsó olyan időpontban, amelyre nézve – bár nem teljes körű – adatok rendelkezésre állnak, az eszközfedezetű értékpapírok állománya mintegy 3 ezer milliárd dollárt, a hitelderivatíváké 2 ezer milliárd dollár körüli összeget tett ki, elsősorban az Egyesült Államokban és Nyugat-Európában. Az eszközfedezetű értékpapírok esetében a bank egy csomagba csoportosítja az általa nyújtott hitelek egy-egy körét, jogilag elkülönült szervezetnek adja át, amely e hitelcsomag fedezete mellett értékpapírt bocsát ki. Az értékpapír (kötvény) vásárlói kapják a csomagban szereplő hitelekre járó kamatot, majd végül a tőkét, és persze ők viselik a hitelek adósainak kockázatát. A hitelderivatívák esetében pedig a bank valamilyen formában „védelmet” vásárol a hitel bukásának kockázata ellen: ha az adós nem tud fizetni, akkor a „védelem”, azaz a hitelderivatíva eladója megtéríti a bank veszteségét. Az eszközfedezetű értékpapírok vásárlóinak kilétéről nem áll rendelkezésre információ. Létezik viszont felmérés – bár nem teljes körű statisztika – a hitelderivatívák eladóiról, azaz mintegy 2 ezer milliárd dollár hitelkockázat átvállalóiról. Eszerint a hitelkockáza-

tok átvállalói mintegy kétharmad részben bankok és brókerházak, körülbelül negyedrészen biztosítók (főleg életbiztosítók), a maradékon más pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozások osztoznak.

A hitelkockázat transzferálása révén a bankok megszabadulnak a nyújtott hitelek kockázatától, ami a bankfelügyeleti szabályozás alapján jelentős tőkét kötne le a bankban (és ez a tőkeigény várhatóan majd még növekszik az új bazeli szabályozás alapján), miközben a banknál marad a hitelnyújtásnál felszámított jutalék, és a kockázattanszfer konstrukciójának struktúrálásáért járó, rendszerint igen magas jutalék (mert ez a munka pénzügyi „high-tech”-nek számít). A kockázatok átvállalói között találjuk a bankoknál kevésbé szabályozott pénzügyi vállalkozásokat – így például a biztosítókat – amelyek a tőzsdei buborék 2000. évi kipukkadása óta az ott elszenvedett veszteségeket törekednek pótolni, illetve a buborék fel-fúvódó szakaszában megszokott profitokat elérni, vagy megközelíteni. Amikor a kockázatot átvállaló fél bank, akkor gyakran kis-közepes méretű, tradicionális, betétgyűjtésre koncentrált bankról van szó.

Itt tehát annak a folyamatnak újabb, jelentős állomásáról van szó, amelyben a gazdaság finanszírozása eltávolodik a hitelkockázatot leginkább értő, azt elemezni és kezelni tudó, szabályozott és felügyelt bankszektortól, olyan intézmények felé, amelyekről mindez sokkal kevésbé vagy egyáltalán nem mondható el. Igaz, hogy az eredeti kockázattanszferációs-finanszírozási döntés a bank szintjén történik, de e döntés hagyományos banki kritériumok szerinti megalapozottsága megkérdőjelezhető,

ha a bank eleve a kockázat transzferálásának háttérével nyújt hitelt. Továbbá, az adós esetleges nehézségei esetén nagyon nehézé válik a kibontakozás keresése, és az ehhez szükséges hitelezői magatartás kialakítása. A hitelkockázatot átvállalók („a védelem eladói” (oldaláról a kockázat átvállalását nem; hitelvizsgálat előzi meg – erre sem lehetőségük nincs, sem felkészültségük és információik –, hanem a hitelminősítő intézetek által az egyes adósokra kialakított kockázati besorolás vagy egyszerűen portfóliójuk diverzifikálásának szándéka alapján döntenek.

Végeredményben a vázolt folyamatok alapján valószínűleg kevésbé megalapozott gazdasági és finanszírozási döntések születnek. A piacgazdaságban elkerülhetetlenül folyamatosan keletkező kockázatok, amelyekre Barta Imre utal a beruházási döntések kockázataival kapcsolatos kutatásai alapján, kevésbé áttekinthető és kezelhető módon oszlanak meg a pénzügyi rendszerben. Paradox módon, ebből a szempontból a bankfelügyeleti szabályozás hatékonysága és szigora a pénzügyi rendszer kockázatoságának növeléséhez járul hozzá azzal, hogy ösztönöz a hitelkockázat bankrendszeren kívülre transzferálására, ezzel persze egyben mérsékelve a bankrendszeren belüli kockázatot. Más összefüggésben ez is az intézményi befektetők szerepének kérdésévé válik, ahogy arra Botos Katalin is utal. Mindebben persze szerepe van az állami szabályozás hatékonysága, vagy egyáltalán: lehetősége megrendülésének „az általános liberalizáció és dereguláció” (Botos Katalin) következtében.

Huszi Ernő bírálatában a monetáris és a fiskális politika viszonyára koncentrált. Újra csak azt kell mondanom, hogy ha az értekezést nem 1999–2000-ben, hanem 2003–2004-ben írtam volna, magam is sokkal nagyobb teret adtam volna ennek a kérdésnek. A „deflációs spirál”, amire Botos Katalin utal, a legutóbbi néhány évben vált pusztán elméleti, a pre-keynesiánus kor óta nem tapasztalt lehetőségből kézzel fogható veszéllyé. A monetáris politika, amely mint Huszi Ernő írja, igen sikeresnek bizonyult az inflációellenes küzdelem terén, új kihívás elé került. A „defláció vagy a deflációs nyomás” elkerülése, amit Barta Imre az értekezés megállapításával egyetértve, a jegybankok fontos céljának tart, a jelek szerint nem mindig sikerül a fiskális politika közreműködése, az azzal való összehangolás nélkül. Így a recesszió valóságával és az infláció veszélyével szemben az amerikai jegybank 2001 elejétől 2004-ig 13 alkalommal 6,5%-ról 1%-ra csökkentette a kamatlábát, miközben – az OECD adatai szerint – a költségvetés 2000 és 2003 között a GDP 1,4%-át kitevő többletből 4,6%-os hiányba fordult át.

Japánban, ahol az árszínvonal (a GDP deflátor) 1995 óta csökken, a kamatláb nagyjából azóta egyfolytában nulla vagy majdnem nulla, miközben az expanzív szándékú fiskális politika következtében az államadósság a GDP 60%-áról, ahol a 90-es évek elején állt, 2003 végére mintegy 150%-ra nőtt. Az Európai Unióban a Stabilitási és Növekedési Paktum merevsége miatt a monetáris és fiskális politika recesszió–defláció–ellenes összehangolá-

sa sokkal nehezebben megy, ahogy arra Huszi Ernő is rámutat.

Mindhárom opponens érinti az európai integrációval és a nemzetközi pénzügyi rendszer jövőjével kapcsolatos témakört. Barta Imre egyetért az értekezés következtetéseivel, Botos Katalin az európai integrációs kérdések kimerítőbb tárgyalását kívánta volna. Huszi Ernővel egyet kell érteni abban a következtetésben, hogy ha valóban kialakulnak az egymástól tőkeáramlás tekintetében (is) elkülönülő nagy valutaövezetek, akkor „... értekezések és elemzések sokasága választja majd ezt a problémát kutatása témájául”. Ez biztosan így van. A dolog nehézsége elsősorban abban van, hogy hogyan, milyen módszerekkel lehet szabályozni és korlátozni a pénztőke nemzetközi, illetve valutaövezetek közötti áramlását anélkül, hogy ezzel lényeges mértékben nehezítsük a működő tőke áramlását, mert ez a gazdasági fejlődésnek a jövőben is fontos tényezője marad.

A bizottság által feltett kérdésre Tarafás Imre a következő választ adta: A globalizáció sokarcú, számos síkon végbemennő összetett folyamat (így lehet beszélni kulturális, pénzügyi stb. globalizációról). Közgazdasági szempontból lényege a nemzetközi munkamegosztás további elmélyítése, új minőségi szintre emelkedése. A nemzetközi munkamegosztás első minőségi szintje a termékek és szolgáltatások nemzetközi kereskedelme. Ehhez később, döntően a második világháború után csatlakozott a működő tőke kivitele. Ezt a működő tőke-kivitelet az jellemezte, hogy a fejlett országok nagyvállalatai

üzemeket létesítettek más, jellemzően kevésbé fejlett országokban azért, hogy az adott ország belső piacát helyben termelt termékekkel lássák el.

A globalizációval a nemzetközi munkamegosztás e két szintjére egy harmadik rakódott rá, és ez a szint egyre fontosabbá válik. Ez az a működőtőke-kivitel, amikor a vállalat (elsősorban a multinacionális nagyvállalat, de nem csak az) világ-, de legalábbis regionális méretekben allokálja a termelést és elosztást, azaz a számára legkedvezőbb helyen létesít üzemet nemcsak helyi, hanem regionális vagy világméretű piacának a kiszolgálására. A nemzetközi munkamegosztás első és második szintje erősen szabályozott, nemliberális pénzügyi rendszerben fejlődött ki. Ami a harmadik szintet illeti, számos tanulmány mutatja ki ennek hozzájárulását a gazdasági fejlődéshez, de szakirodalmi elemzések és tanulmányok hangsúlyozottan nem találtak semmilyen összefüggést a pénzügyi liberalizáció és a gazdasági fejlődés között. Azok a feszültségek pedig, amelyek a liberalizált nemzetközi pénzügyi rendszerben fellépnek (és amelyeket az értekezés bemutat), annak a veszélyét hordozzák, hogy a nagyméretű és tartós egyensúly-hiányok liberalizált rendszerében gyakori, viharosan gyors korrekciója a nemzetközi munkamegosztás mindhárom szintjének fejlődését visszaveti.

ZÁRÓ FEJTEGETÉSEK

Az elnöklő Csikós-Nagy Béla méltatta a tanácskozás magas színvonalát, a bíráló bizottságban megfogalmazott egyhangú

állásfoglalást Tarafás Imre kitűnő felkészültségéről és a kritikai megjegyzésekre adott válaszait.

A zárszóban kiemelte Huszti Ernő gondolatfűzését a monetáris és a fiskális politika kapcsolatáról. Vitázó fejtegetéseiben azzal a három fejleménnyel foglalkozott, amely az elmúlt fél évszázadban magas rangra emelte a pénzügyi politika szerepét a gazdasági folyamatok alakításában.

Az első a vietnami háborúban való amerikai részvételhez, a második az OPEC által végrehajtott első világpiaci olajár-robbantáshoz, a harmadik pedig az USA-nak az utóbbi években megfigyelhető új katonai stratégiájához kapcsolódik.

A vietnami háborúban való részvétel súlyos pénzügyi terheket rótt az Egyesült Államokra. Ezen csak úgy tudott úrrá lenni, hogy mértéktelenül fokozta az USD kibocsátást. Az európai jegybankok az USD-t ugyanúgy valutataralékként kezelték mint az aranyat. Ez könnyítette meg a vietnami háború finanszírozását. Erre a jelenségre elsőként a franciák figyeltek fel. Kezdték élni azzal a jogukkal, hogy az USA kormány a devizakülföldiek részére biztosítja a kívánságnak megfelelő aranyátváltási kötelezettségét. Ez a folyamat vezetett a múlt század 70-es éveinek elején a Bretton Woods-i egyezményben vállalt kötelezettség egyoldalú felmondásához.

Az OPEC által végrehajtott első olajár-robbantás az olaj barellenkénti árát 3 USD-ről 11-re emelte. Ez jól jött a Szovjetunióknak, de súlyos terhet rótt az olajdeficités nyugati országok vállára. Ebben a

helyzetben a nyugati országok a monetáris és fiskális politika új alapokra helyezésével a maguk javára tudták fordítani a dolgokat. Egyfelől az expanziós monetáris politika, másfelől az olajkitermelés és olajmegtakarítás ösztönzésére alkalmazott adópreferenciák révén nagymértékben nőtt az olajkitermelés (Nagy-Britanniában és Norvégiában), továbbá felgyorsultak a fajlagos olajmegtakarítást célzó befektetések. A kelet-nyugati verseny a Nyugat javára dőlt el, amiben az is szerepet játszott, hogy a Szovjetunió egyoldalúan a túlfegyverkezésre használta fel számottevő többletjövedelmét.

Az Egyesült Államok új katonai stratégiája Afganisztánál indult el, és ez idő szerint Irak katonai meghódításával folytatódik. Az elmúlt években végbement folyamatok tetemes módon növelték az USA katonai kiadásait és ezzel az állami költségvetés deficitjét. A kérdés az, mi tette lehetővé egy ilyen fiskális politika vitelét és fenntartását. Szinte egyértelműen adódik a válasz: amíg a vietnami háborút Nyugat-Európa finanszírozta, az új katonai stratégia háttérében japán és kí-

nai finanszírozás húzódik meg. Mindkét ország hatalmas exporttöbbletre tett szert az Egyesült Államokban, és az így keletkező USD követelést USA-a belüli befektetésekre, illetve állami kincstárjegyek vásárlására fordítja. Így járnak el azért, mert nincs az USA árufelvevő képességének alternatívája, és ez mind a japán mind a kínai gazdaság növekedésének meghatározója.

Erre a három történelmi folyamatra azért kell felhívni a figyelmet, mert jelzi: mindig a konkrét viszonyok, adottságok és feltételek határozzák meg a gazdaságpolitika által igénybe vett (igénybe vehető) eszközöket. Mindhárom esetben kimutatható a monetáris és a fiskális politika koordinálásának szükségessége.

A záró fejtegetések arra is utalnak, hogy adott körülmények között a monetáris politika jelentős szerepet játszik a gazdasági növekedésben. A vizsgálódási körre értelmezve egyet lehet érteni Tarafás Imre idevágó fejtegetéseivel is.

A tanácskozás jó munkát végzett, és jelentős a szerepe a tudományfejlesztésben.