

ANTAL LÁSZLÓ

Nemzetközi pénzügyi válság és hazai gazdaságpolitikai dilemmák

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

AZ ELŐZMÉNYEKRŐL

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

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

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

1. táblázat

Állami jövedelmek a GDP százalékában

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

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

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

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

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

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

4 Lásd: EBRD [1998].

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. táblázat

A növekedés reálértéken számított keresleti tényezői, 1997–2000
A volumennövekedés százaléka

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

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

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

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

3. táblázat

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. táblázat

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

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

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

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

A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI VÁLSÁG NÉHÁNY JELLEMZŐJE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

8. *Privatizáció.*

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

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

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

5. táblázat

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

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

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

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

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

A felett országok külkereskedelmi válságérzékenysége

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EGY RÖVID KITÉRŐ – AZ OROSZ VÁLSÁG EGY LEHETSÉGES ÉRTELMEZÉSE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A PÉNZÜGYI VÁLSÁG KÖVETKEZMÉNYEI (ÁLTALÁBAN ÉS MAGYARORSZÁGRA VONATKOZTATVA)

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

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

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

7. táblázat

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IRODALOMJEGYZÉK

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

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