

## Gazdaságpolitikák haszna és költségei

Simon András<sup>1</sup>

*A tanulmányban az infláció leküzdésének különféle stratégiáit elemezzük abból a szempontból, hogy melyiknek mennyi a költségvetést terhelő költsége.*

*Egy olyan országban, ahol az államadósság nagy, és a hazai pénzben denominált adósság jelentékeny hányada külföldiek kezén van, fontos szempont, hogy a kifizetett kamatköltség viszonylag csekély legyen. Tudjuk azonban, hogy az alacsony kamatláb élénkíti a belső keresletet, ami végső soron inflációs hatású, illetve gyengíti a jelenlegi dezinflációs folyamatot. Hogyan tudjuk a kétféle célt, az alacsony kamatszintet és a dezinflációs célt összeegyeztetni?*

*A válasz lényege abban van, hogy a dezinfláció ütemét nemcsak a kamatláb által befolyásolható kapacitáskihasználtság, hanem a politika hitelessége is befolyásolja. Ha sikerül a társadalmat – a piacot – meggyőzni arról, hogy a gazdaságpolitika valóban csökkenti az inflációt, akkor a várakozások alkalmazkodnak a gazdaságpolitikai célhoz és az infláció „magától” csökken, anélkül, hogy a kapacitás kihasználatlanság miatti veszteség fellépne. Ennek a hitelességnek a felépítését a gazdaság adósságállományának biztonságos szintre való csökkentése, valamint az egyenletesen csökkenő ütemű árfolyam leértékelés és az ahhoz tartozó egyenletesen csökkenő infláció szolgálhatja. Ezek együttese a gazdasági környezet olyan biztonságát hozza létre, amelyben a befektetők viszonylag kis kamatláb mellett is hajlandók megfinanszírozni a gazdasági növekedést. Ha mindez következetesen prudens fiskális politikával társul, akkor ezek a beruházások nem okoznak feszültséget a termelői kapacitások kihasználásában, és ezáltal nem akadályozzák a dezinfláció folyamatát sem. A magyar gazdasági stratégia éppen ezekre a gondolatokra épül.*

*Kulcsszavak: dezinfláció, árfolyamrendszer, egyensúly, sterilizáció, hozamgörbe*

### 1. A kamatláb a gazdaság egyensúlyától függ

Az államháztartás költségeinek tekintélyes hányadát – jelenleg mintegy 17 százalékát – az adósságra *fizetett kamatok* teszik ki. A gazdaságpolitikának ezért fontos szempontja kell hogy legyen, hogy milyen hatással van a kamatlábra és ezáltal az államháztartás költségeire.

A kamatlábat a gazdaságpolitika nem tudja önkényesen alakítani.

---

<sup>1</sup> Dr. Simon András, főosztályvezető-helyettes, Magyar Nemzeti Bank (Budapest).

A tanulmány lezárva 2001. őszén.

A tanulmányban foglaltak a szerző véleményét tükrözik, és nem feltétlenül egyeznek meg az MNB hivatalos álláspontjával.

Nyitott gazdaságban a kamatláb és a valutaárfolyam egymással szorosan összefügg. Összetartja őket az ún. *kamatparitás elve*. Ez azt mondja, hogy a befektetések várható hozamait mindig kiegyenlíti a piac, ezért egy országban a

$$\text{hazai kamatláb} = \text{külföldi kamatláb} + \text{a külföldi valuta értékváltozása (valutaárfolyam változása)} + \text{a hazai valuta kockázatáért fizetendő felár}$$

Ahol kontrolláljuk a valutaárfolyamot – mint Magyarországon is –, ott a kamatlábat a kamatparitás elve meghatározza. Bár a jegybank nálunk is „meghirdet” kamatlábakat, vagy „kamatot emel”, illetve „kamatot csökkent”, ez nem azt jelenti, hogy hosszabb távon közvetlenül meg tudná határozni a kamatláb nagyságát.

Közvetve azonban mégis fontos szerepet játszik a gazdaságpolitika a kamatláb kialakulásában, mert a kockázati felár nagymértékben az árfolyampolitika és az azt támogató gazdaságpolitika függvénye.

Ha sikerül a piacot meggyőzni arról, hogy a gazdaság egyensúlya stabil, hogy az előre meghirdetett valutaárfolyam-pálya ténylegesen meg is valósul, úgy, hogy nem borul fel a külgazdaság egyensúlya, akkor a befektetők kockázata kicsi és az itthoni kamatláb alacsony lesz.

Az ilyen egyensúlyi árfolyamhoz tartozó kamatláb a fogalom természetéből adódóan nem lehet „túl alacsony” olyan értelemben, hogy túl nagy költsékezésre ösztönözne. Ha ugyanis valóban *hiteles* a meghirdetett árfolyam és az ahhoz kapcsolódó gazdaságpolitika, az éppen azt jelenti, hogy az emberek arra számítanak, hogy a meghirdetett árfolyammal konzisztens lesz az infláció is – adott esetben megfelelően csökkenő ahhoz, hogy az alacsony kamatláb ne váljon alacsony reálkamatlábbá. Így az alacsony kamatláb nem okoz inflációt<sup>2</sup>.

Ennek a *kockázati felárnak* a csökkentése a magyar gazdaságpolitika célja. A felár csökkentésével ugyanaz az inflációs cél lényegesen olcsóbban érhető el, nemcsak kevesebb termelési kieséssel, de kisebb fiskális kiadással is.

E stratégia alapjait ismertetjük a következőkben, értékelve a stratégiából származó előnyöket és költségeket.

### 1.1. *Kétféle stratégia*

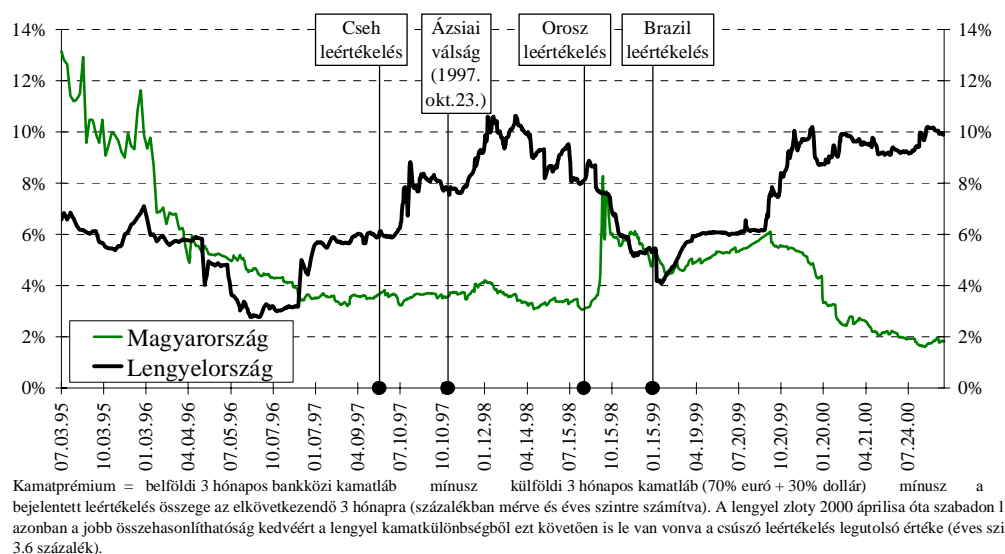
A *dezinflációra* többféle stratégia létezik. A hazai módszer eltérő tulajdonságai jól mutatkoznak meg a lengyel stratégiával való összehasonlításban (1. ábra).

Láthatjuk, hogy a kamatkülönbség óriási, és tudjuk – az ábra ezt nem mutatja –, hogy a dezinflációs eredmény lényegében ugyanaz. A magyar államadósság-

<sup>2</sup> Tudnunk kell, hogy az emberek döntését, hogy ma fogyasszanak, vagy holnap, vagy hogy ma beruházzanak-e, nem a nominális kamatláb, hanem a reálkamatláb befolyásolja, vagyis kamatláb mínusz várt infláció. Akkor „nem hiteles” a kamatláb-politika, ha a várt infláció nagy, nagyobb, mint amit a gazdaságpolitika meghirdet. Ebben az esetben az emberek igyekeznek többet költeni ma, és ezzel az infláció tényleg be is következik.

szint mellett a lengyel stratégia súlyos fiskális áldozatokkal járt volna, hiszen a magas kamatláb legnagyobb károsultja a gazdaság legnagyobb adósa, az állam.

1. ábra A kamatprémium alakulása (1995. július 3. - 2000. október 10., százalék)



**Megjegyzés:** Az ábrán a kamatlábakból már ki van szűrve az árfolyam változásából és a külföldi kamatlábból adódó első két komponens és már csak a kockázati felár szerepel.

**Forrás:** Darvas–Szapáry (1999, 21. o.).

A különbség a magyar gazdaságpolitikának abból a sajátosságából adódik, hogy a kockázatok csökkentésére törekedett és törekszik.

*Miben tér el a kétféle stratégia? A lengyel a „nyers erőre” alapoz, erősen növeli a kamatlábat, ami a kamatparitás elve miatt erősíti a valutát („a magas kamatra bejön a pénz”). Az erős valuta elbizonytalanítja a piacokat, nem tudják, hogy az árfolyam tartható lesz-e: vajon a kamatpolitika eléri-e a dezinflációs célját, még mielőtt az erős árfolyam miatti export-visszaesés tönkretenné a makrogazdaság szerkezetének egyensúlyát, olyan válságot hozva létre, amelyben a valuta leértékelődik és az infláció újraéled? Ez a stratégia tehát a korábbi – magas inflációval járó – egyensúlyt felborítja, és igyekszik egy új, alacsonyabb inflációs egyensúlyt létrehozni.*

A politika hozza tehát létre a valutaárfolyam tarthatóságának azt a nagyfokú bizonytalanságát, aminek – a valutaparitás elvéből következően – összhangban kell lennie a magas kamatlábbal.

A magyar stratégia a kamatparitás összefüggését a másik irányból igyekszik a dezinfláció szolgálatába állítani. Az elv a következő: legyen a valuta árfolyama viszonylag gyenge, vagy legalábbis olyan, amely nem sújtja a külfölddel versenyző

szektort. Ez az elv adja a stratégiának azt a tulajdonságát, hogy „exportbarát”, vagy „növekedésbarát”, tehát olyan, hogy az infláció csökkentését nem úgy hajtja végre, hogy közben exportot és gazdasági növekedést áldozna fel. Így nem kockáztatjuk azt, hogy a külgazdasági egyensúly felboruljon, és nem adunk okot arra, hogy a piac elbizonytalanodjon a valutaárfolyam tarthatóságát illetően. Ha a makrogazdasági bizonytalanság megszűnik, akkor bizalom jön létre a valuta árfolyamát illetően. Ezt a bizalmat használjuk fel arra, hogy az árfolyamot, mint a várakozások és ezáltal az infláció terelésének eszközét, „horgonyát” alkalmazzuk. Ez a meggondolás adja a magyar *szűk sávós árfolyamrendszer* alapját.

A rendszer fontos követelménye, hogy a bejelentett árfolyamrendszer hitelét megőrizzük. Ennek két fontos feltétele van:

1. *Makrogazdasági egyensúly.* A valutaárfolyam a külgazdasági egyensúlynak csak egyik, időlegesen ható tényezője. Rövid távon a termelés mennyisége befolyásolható a kereslettel, de hosszabb távon nem. Hosszabb távon a külgazdasági mérleg egyensúlya azt jelenti, hogy nem költhetünk többet, mint amit megtermelünk. Ha a piac azt észleli, hogy az ország többet költ, mint amennyit megengedhetne magának, akkor bizonytalanná válik, és ez azonnal megmutatkozik a kamatlámban, nagyobb kockázati prémiumot vár el. (Ha nem kapja meg, kivonul a piacról, ami a valuta leértékelődését vonja maga után). Az egyensúly fenntartásában a fiskális politikának kulcsszerepe van.

2. *Stabil, dezinfláció esetén stabilan csökkenő ütemben leértékelődő árfolyam.* Így a várható árfolyam kiszámítható, és az üzleti tervek, bérmegállapodások alkalmazkodnak hozzá.

Közvetlen kamatpolitika tehát, olyan értelemben, hogy a jegybank deklarálni egy kamatlábat, és azt a pénzpiacon „megvédi”, csak a már említett „nyers erő”-re alapító rendszerben van. Magyarországon a kamatpolitika a valutaárfolyam meghatározásán és a kereslet és kínálat egyensúlyát biztosító – elsősorban fiskális – politikán keresztül valósul meg. A fiskális megszorítás csökkenti a kamatlábat, a lazítás növeli.

Ez a politika természetesen csak befolyásolja, de nem határozza meg a kamatlábat. Nagyon nagy szerepe van a *külső tényezőknek*. Maga a kamatprémium is óriási mértékben függ a külföldi befektetők helyzetmegítélésének változásaitól, vagy éppen a világ valamely más táján létrejött válságok okozta globális likviditási problémáktól, teljesen függetlenül a magyar gazdaság megítélésétől. Ezek a változások jól mutatkoznak az ábrán is, ahol az 1998-as nemzetközi válság a magyar kamatlábat is megnövelte. Ezek a bizonytalansági tényezők adottságok, el kell fogadnunk őket.

A jegybank tehát, amikor kamatlábat változtat, mindig követi a külső piacon végbemenő eseményeket: a külső piac szeszélyeit, a hazai keresleti politika lazulását vagy szorítását, de úgy, hogy igyekszik azok hatását „kisimítani”.

### 1.2. Elkerülhető-e a kamatprémium fizetése?

A kamatprémium az a többletkamat, amit a forinttartozásokra fizetni kell csak azért, mert a forint árfolyama vagy az ország fizetőképessége bizonytalan. Ez, mint láttuk, Lengyelországhoz viszonyítva nagyon alacsony, de még mindig pozitív, ma mintegy 1,5-2,0 százalékpont.

Nyilvánvaló, hogy a külföldi hitelező miért követel prémiumot, ha forintban nyújt hitelt. Számára a forint árfolyama kockázati tényező. Vajon mi készíti azonban a hazai hitelfelvevőt arra, hogy a magasabb kamatlábbal hitelt vegyen fel? Témán szűkítése érdekében tegyük fel a kérdést úgy, hogy mi készíti az államháztartást arra, hogy forintban bocsásson ki kötvényeket, amikor annak kamata forintban számolva 1,5-2,0 százalékkal nagyobb, mintha devizában finanszírozná magát.

Az államkincstár és a jegybank között van egy munkamegosztás. A kincstár feladata az adósság költségminimalizálással való menedzselése, a jegybank feladata pedig a monetáris politika. Hogyan egyeztethető össze ezzel az elvvel az, hogy a kincstár drágább forintforrással finanszírozza magát? Miért nem finanszírozza magát a kincstár kizárólag az olcsóbb külföldi forrásból?

Azért, mert a fiskális és monetáris politika *nem független* egymástól. A kincstár ilyen kísérlete a monetáris politika implicit ellenlépése nélkül a válság és csőd irányába vinné a gazdaságot.

Az államháztartás mérlegének van még egy tétele, amely összefügg azzal, hogy miben finanszírozza magát: ez a *jegybank nyereség-befizetése*. Ha az államháztartás áttér a devizafinanszírozásra, akkor ezzel kiesne a hazai piacon az állami kötvénykínálat és esnének a kamatok. A kamatok esése a befektetőket elriasztaná a forintban való vagyontartástól. Először csak a külföldi befektetők vonulnának ki a magyarországi forinthitelezésből, majd a belföldiek is elkezdenék kivinni a pénzüket. Először csak elbizonytalanodna a magyarországi pénzpiac, majd megindulna a forint elleni támadás. Az árfolyam védelmében ezért a jegybanknak kellene olyan forintkötvény-kínálatot létrehozni, amely helyreállítja a forintkötvények eredeti jövedelmezőségét. Ebben az akcióban a jegybank éppen azt a kamatprémiumot kellene, hogy kifizesse az általa kibocsátott forintkötvényekre, amit a kincstár „megnyert”. Mivel a jegybank fiskális szempontból az államháztartás része, az összevont államháztartás sem nem nyerne, sem nem veszítene az ügyleten.

Ezért van az, hogy a kincstár költségminimalizálását a fejlett országok nemzetközi gyakorlatában úgy korlátozzák, hogy a kincstár csak belföldi valutában bocsát ki kötvényeket. Így a munkamegosztás világosabb lesz: a kincstár feladata a költségminimalizálás a hazai piacon, a jegybank feladata a devizatartalékokkal való gazdálkodás az árfolyampolitika védelmében.

A magyarországi gyakorlat is erre halad. A devizában való közvetlen eladósodás csak olyan helyzetben indokolt – és ez volt Magyarországon az átmenet bizonytalanságai közepette – amikor a nagyfokú hosszú távú inflációs bizonytalanság miatt nincs hazai hosszabb távú kötvénypiac.

## 2. Az államháztartásnak mint a pénzpiac résztvevőjének hatása a kamatlábra

A jegybank – az államkincstárral együttesen – viszonylag nagy pénzügyi vagyoni-portfólióval rendelkezik. Ha ez a portfólió elég nagy, akkor a jegybank eladásokkal és vételével befolyásolhatja az eszközök árát, így a forintpapírok hozamát is. Úgy is mondhatjuk, hogy mivel a kamatparitást a piac átlagának (árfolyam)várakozásai határozzák meg, a jegybank (és a kincstár), mint a piac résztvevője, a saját súlyával befolyásolhatja ezt az átlagos várakozást.

Tudnunk kell azonban, hogy partnere a világpiac, ezért ez a befolyása nagyon korlátozott. Nem tud olyan kamatlábat létrehozni, amely lényegesen eltér a piac megítélésétől, mert az ilyen kísérletre a gyakorlatilag végtelen mennyiségű tőkét mozgósító világpiac ellenspekulációjával találná magát szemben.

Minden befektetés felfogható egy *spekulációnak*, amelyben a spekuláns hozama bizonytalan. Amikor a jegybank „megvédi” az árfolyamot az erősödéstől és ezért devizát vásárol, implicit módon a külföldi befektetőkkel ellentétes spekulációt folytat: akkor nyer, ha a forint gyengül. Aki arra spekulál, hogy a forint a sáv erős oldalán marad, az folyamatosan kap egy bizonyos összeget: ez a kamatprémium. Az ezzel szemben álló spekuláns – és ez a jegybank – folyamatosan fizeti ezt a prémiumot, de ha „megfordul a szél” akkor hirtelen nagy összeget nyer. (Ilyen fordulat jött létre például az orosz válság nyomán.) A konstrukció hasonlít egy *biztosítási ügylet*-hez: a jegybank folyamatosan biztosítási díjat fizet a piacnak annak érdekében, hogy stabil gazdasági környezetet teremtsen a gazdálkodóknak. A káreseményt a válság jelenti. Ekkor a befektetők hirtelen kiviszik a pénzüket, de magas árral kell, hogy kárpótolják a jegybankot.

A kamatprémium tehát nem a jegybank vesztesége egy spekulációs ügyletben, hanem egy olyan kifizetés, amelynek ellenértéke van. Az ellenérték jellege nagyon hasonlít a biztosítási konstrukcióban kapott ellenértékhez: egyik része a kártérítés, vagyis az esetleges fiskális bevétel, másik része maga a biztonság, vagyis a kockázat csökkenése.

Nem eléggé prudens gazdálkodóknál előfordul, hogy a biztosítási költségeket „megtakarítják”. Egy ország gazdaságpolitikája azonban nem épülhet ilyen alapokra. Lehet egy biztosítás olcsó vagy drága, de az semmiképpen nem mondható, hogy a kifizetett összeg elveszett pénz.

### 3. A kamatpolitika költség-haszon elemzése

Ennek a speciális „valutaárfolyam- és kamatláb-biztosítási” konstrukciónak sem a díját, sem a hozamát nem könnyű megbecsülni.

#### 3.1. A biztosítási díj

*Díjként* azt az összeget tekinthetjük, amit a gazdaságpolitika rendszeresen fizet azért, hogy a deklarált árfolyamsávon belül maradv a kamatparitás ne kényszerítsen ki túl nagy kamatingadozásokat és szélsőséges esetben az árfolyamrendszer összeomlását.

A jegybank mérlege csak része az államháztartásának. A gyakorlatban a jegybanknál lévő rövidlejáratú betétállományt tekintik „sterilizációs” állománynak, és az erre fizetett kamatköltséget az alternatív – deviza – kamatköltséggel szemben a *sterilizálás költségének* (Jakab–Szapáry 1998).

Ez a fogalom ugyan pontosan definiálható, és könyvelésileg is megfeleltethető neki egy többé-kevésbé elkülöníthető összeg, de közgazdasági tartalma nem sok van. Közgazdasági szempontból ugyanis – mint az előbbieken már szó volt róla – a kamatpolitika egésze az, amelynek a haszna és a költsége értelmezhető. Az, hogy a költség hol jelenik meg az elsődleges könyvelésben, a kincstárnál vagy a jegybanknál, olyan technikai kérdés, amelynek nincs közgazdasági jelentősége. Nyilvánvaló, hogy ha a kincstár sok forintpapírt<sup>3</sup> bocsát ki, és kevesebb devizapapírt, akkor a jegybanknak kevesebbet kell sterilizálnia ugyanazon kamatpolitika fenntartásához, de a kamatpolitika egészének költsége változatlan lesz. A kamatpolitika költségeit az határozza meg, hogy a konszolidált (összevont) államháztartás milyen arányban tartja nettó tartozásait devizában, illetve forintban.

A kamatpolitika költsége azonban legfeljebb fogalmilag létezik, a biztosítási analógia alapján való intuitív értelmezésben. Gyakorlatilag azért nem számítható ki, mert nincsen összehasonlítási alap, nincs olyan helyzet, amikor „nem kötünk biztosítást”. Minden kamatláb a biztonságának valamilyen – egyébként szintén nem mérhető – fokát biztosítja. Amíg tehát a szokásos biztosításnál a kockázat adott, és a díj ennek alapján számítható, a kamatpolitika esetében maga a díj befolyásolja a kockázatot: ha magas a díj, akkor kisebb lesz a kockázat. Sőt, a probléma még bonyolultabb: ha túl magas a díj, akkor a kockázat újra növekszik.

A prémium adott esetben lehet kicsiny, akár negatív is – ekkor a vállalt stabilitási kockázat óriási, átmehet a biztos válság vállalásába – és lehet nagyon nagy. Valahol létezik egy *elméleti optimum* és egy ahhoz tartozó elméleti költség, de ennek gyakorlati számítása lehetetlen. A problémát a következő ábrán szemléltethetjük (2. ábra).

<sup>3</sup> A rövidség kedvéért forintpapírnak nevezzük az államháztartás (kincstár vagy jegybank) által kibocsátott forintban denominált értékpapírokat (vagy náluk elhelyezett betéteket), devizapapírnak a devizában denominált értékpapírokat.

Az ábrán a vízszintes tengelyen a nemzetközi kamatlábhoz képesti forintkamat-prémiumot ( $m$ ) mérjük, a függőleges tengelyen a forintpapírok állományát ( $B$ ) és a  $g$  görbe mutatja azokat a pontokat, ahol a forintpapírok állománya egyensúlyban van, vagyis a piac kezében éppen annyi papír van, amennyit tartani szándékozik. A görbét úgy is értelmezhetjük, hogy pontjaiban az állományok nem változnak. Minél nagyobb a kamatláb, annál több forintpapírt fognak tartani (devizapapírok helyett), de egy ponton túl a kereslet végtelenné válik. Ennek tükörképe igaz a kamatsökkenés esetén. Ha a kamatlábat nagyon csökkentjük, a bizalom a forintban elvész, a tőke devizába menekül, valutaválság és azzal járó gazdasági összeomlás következik be. A két függőleges aszimptota közötti kamatlábtartomány az, ahol a gazdaságpolitika választhat, amikor biztonság és a költség összehasonlítást végez<sup>4</sup>. A sáv (és a görbe maga) állandóan változik: eltolódik hol jobbra, hol balra, a hazai gazdaságpolitika hitelességétől (a gazdaság egyensúlyi helyzetétől) és a külföldi pénzpiacok helyzetétől (nemzetközi likviditási helyzet, máshol kirobbanó válságok pszichológiai hatása) függően. A valóság annyiban bonyolultabb, mint a modell, hogy ráadásul ez a külföldi megítélés sztochasztikus. Ezért, amikor a kamatláb-politika kiválaszt például egy  $m^0$  pontot, akkor mindig van egy olyan kockázata, hogy a görbe hirtelen eltolódik jobbra, és a kamatláb a végtelen tőkemenekülés sávjába kerül. Ez a lehetőség az, amit a válság kockázatának nevezünk, és ami miatt nem szabad a kamatlábat a sáv alacsony tartományában tartani. Az sem jó azonban, ha túlságosan közel tartjuk a kamatlábat a sáv felső széléhez, mert akkor túl nagy lesz a költségünk, részben azért, mert magas a hazai kamatláb, részben azért, mert nagy a forintpapírok aránya az tartozásokban. A forintban való nettó tartozások elvileg végtelenek is lehetnek, hiszen a nettó devizartartozások negatívak, vagyis nettó követelések is lehetnek.

A politikának tehát egyensúlyozni kell, hogy a görbe azon pontja valósuljon meg, amely elég magas kamatot biztosít ahhoz, hogy viszonylag stabil kamatlábbal elkerülje a válsághelyzeteket, de ezért nem kell túl sok kamatköltséget fizetni.

A modellben nem mutatkozik a problémának még egy dimenziója, *a papírok lejáratának összefüggése a kockázattal*. A válságok kockázata annál kisebb, minél hosszabb lejáratú az államháztartás tartozásállománya. Ezek nagy mennyiségben való „mozgatása” ugyanis drága, mert áruk nagyon kamatérzékeny. A biztonság stratégiájának tehát egyik eleme az elegendően magas kamatláb, amit forintpapírok kibocsátásával érhetünk el, a másik eleme az, hogy ezek a forintpapírok minél hosszabb lejáratúak legyenek. Ezek mértékéről később szólunk.

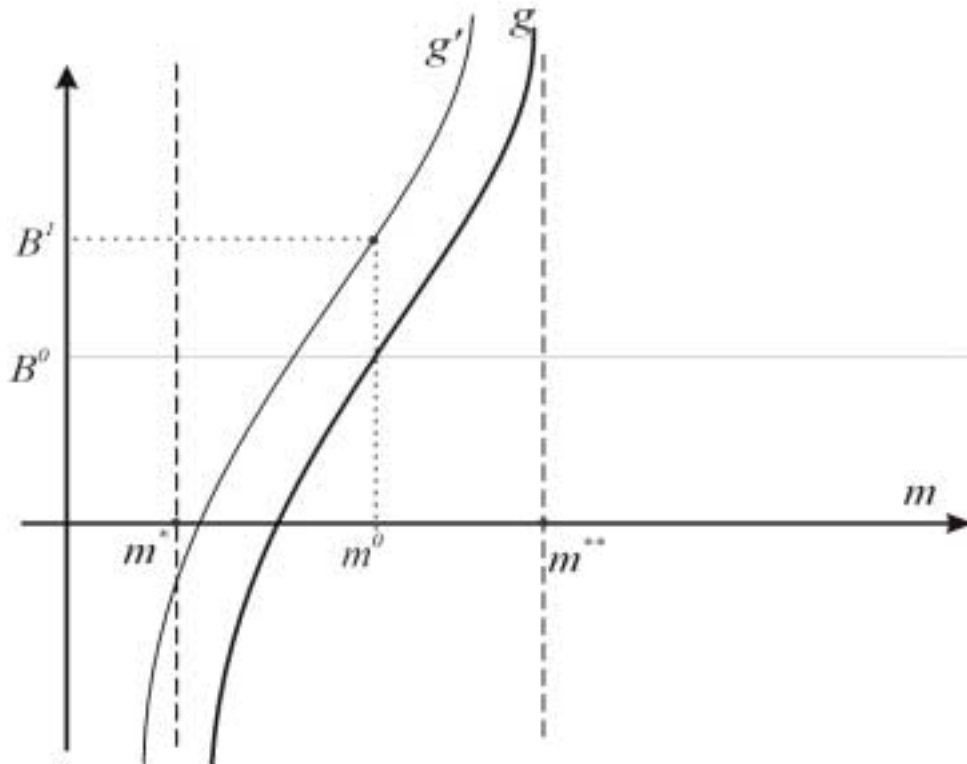
Az értelmezési nehézségek ellenére a gyakorlat sokszor egyszerűsítésekre kényszerít. Szeretnénk, ha lenne valamilyen szám, amelyre – bármennyire közelítően is, de – azt mondhatjuk, hogy az a biztosítási ügylet költség-oldalára könnyvelhető. Ilyen szám produkálására minden egyszerűsítési szándékunk ellenére nem sok lehetőséget látunk.

<sup>4</sup> Tökéletes tőkepiacon a görbe függőleges, nincs lehetőség kamatpolitikára.



Nem tekinthetjük a kamatpolitika költségének mindazt a kamatfelárat, amit a nemzetközi kamatok felett fizetünk (bárhogyan is értelmezzük ezt a nemzetközi kamatot, adósságunk után fizetett vagy tartalékainkért kapott kamatlábként), hiszen, mint az ábrán is látható, a világpiazi kamatláb fizetése nem tényleges alternatívája a döntésnek. Az ábrán például olyan eset van, ahol a 0 kamatprémium már a végtelen tökemenedülés tartományában van.

2. ábra Kamatláb és az államháztartás adósságportfóliója



Ha bármilyen költséget is számolni akarunk, nem kerülhetjük meg azt, hogy ne jelöljük ki az  $m^*$ - $m^{**}$  tartományban egy pontot, amelyet mércének tekintünk.

A gyakorlatban ez a kijelölés indirekt és implicit módon meg is történik, a konszolidált államháztartás forint-adósságának valamilyen *tervezett állományát* tekintjük mércének. Legyen például  $B^0$  ez az állomány, az ehhez tartozó kamatcél tehát  $m^0$ . Általában ezt a célt implicit módon úgy értelmezzük, mint a kincstár finanszírozási tervében szereplő forint-tartozást, és a céltól való eltéréseket, amelyek a jegybanknál jelentkeznek tartozásként, „sterilizációs” állománynak nevezik. Ha ekkor a görbe eltolódik például  $g'$ -be, és a jegybank nem változtat a kamatcélon, akkor a ste-

rilizációs állomány  $B^1 - B^0$  lesz, a sterilizációs költség ekkor  $(B^1 - B^0)m^0$ . Vegyük azonban észre, hogy ez a költségértelmezés önkényes, semmilyen közgazdasági tartalma nincsen, hiszen attól függ, hogy  $m^0$  mekkora,  $m^0$  pedig csak a kincstár tervezett pozíciójától függ, semmi köze ahhoz a kamatlábhoz, ami az árfolyamrendszer fenntartásához szükséges vagy a gazdaság egészének stabilitását biztosítja. Úgy is mondhatjuk, hogy a sterilizációs költség nem ad információt a kamatpolitika költségéről, csak annak a jegybanknál mutatkozó vetületéről.

A költségeket végül is kétféle szempontból értelmezhetjük. Az egyik szempont az, hogy a tervezett kamatláb szintje hol helyezkedik el az előrebecsült  $m^* - m^{**}$  tartományban. A valószínűségek számszerűsítése hiányában erről aligha tudunk számszerűt mondani. Azt mondhatjuk, hogy ha a hazai kamatláb megegyezne a nemzetközi kamatlábbal, akkor megtakarítanánk a teljes adósságállományon mintegy 1,5 százalékot évente, azaz mintegy 70 milliárd forintot. Ez az összeg azonban bizonyos, hogy egy meg nem valósítható alternatívához viszonyított költség, mert ha nem fizetnénk prémiumot, csődbe menne a jelenlegi árfolyamrendszer és fel kellene adni az egyensúlyra törekvő gazdaságpolitikát. A csőd után, amikor egy elvesztett hitelesség helyzetében kellene politizálni, e „megtakarítást” többletkamat váltaná fel. A lengyel példánál ez 5-6 százalékot is elér, de ha csak 2-3 százalékos többletprémiummal számolunk<sup>5</sup>, a költség akkor is több száz milliárdra rúgna. A szélsőségek között vannak a köztes helyzetek, melyekről a döntés mindig vitatható, hiszen számszerű igazolás nincs. A döntésben fő szerepet az aggregált keresletre való hatás megítélése áll. Ez nagymértékben az inflációs várakozásoktól függ.

Az értékelés másik szempontja az, hogy ha a piac hangulata megváltozik, és emiatt például a görbe  $g'$ -be tolódik, akkor milyen politikát folytasson a jegybank. Tekintse a változást ideiglenesnek és a stabilitás érdekében folytasson ellenspekulációt a piaccal szemben, vagyis adjon el további kötvényeket a túlságosan bizakodó piacnak? Vagy ragaszkodjon az eredeti  $B^0$  mennyiséghez? Ez az eset az, aminek érzékeltetéséhez a biztosítás analógiáját használtuk. A stabilitás azt kívánná, hogy a kamatlábbal ne alkalmazkodjon automatikusan a piachoz. Ha azonban a piac megítélésének változását megalapozottnak találja, akkor a tervezett kamatlábat módosítania kell.

A piac megítélése sokszor változik. 1999 novemberében még 4-5 százalékos prémium mellett egyensúlyban volt a befektetők portfóliója. Január-februárban ugyanezen portfólió egyensúlyához alacsonyabb kamatláb tartozott. Amikor bebizonyosodott, hogy a piaci optimizmus megalapozott, akkor a jegybank alkalmazkodott a változó piaci megítéléshez. Mára helyreállt az egyensúly, nincs valutakonverzió.

Mikor jó az alkalmazkodás a megváltozott piaci megítéléshez? Akkor, ha a mennyiségek alkalmazkodnak, vagy akkor, ha a kamatláb? Mint minden döntés a pénzügyi piacon, az erre vonatkozó döntés is vitatható. *Ex post* általában megmond-

<sup>5</sup> Egyensúly hiánya esetén a kamatprémiumnak alig van felső határa, gondoljunk csak Oroszországra, ahol az összeomlás előtt 20-30 százalékos prémiumokat fizettek.

ható, hogy egy spekuláció pénzügyileg sikeres volt-e vagy sem, *ex ante* már nem. A kamatpolitikánál bonyolítja a döntést, hogy nemcsak, sőt elsősorban nem közvetlen jövedelem szempontok játszanak szerepet a döntésben, hanem a stabilitás szempontja.

Minden biztosításnál fontos a biztosítás ára, így ebben az esetben is. Ha a piac bizalma a gazdaságban megalapozottan nagy, akkor a „káresemény” valószínűsége csekély, a kamatláb megalapozottan csökkenhet. Az ellenspekuláció ekkor túl drága. Ha viszont túl sok biztosítási költséget akarunk megtakarítani, és teljesen átengedjük a piacnak a kamat meghatározását, akkor éppen a piac bizalmát tesszük törékennyé és a stabilitási célt adjuk fel.

A jegybanknál mutatkozó költségekre vonatkozóan léteznek számítások. Mint mondtuk, a mérés valójában nem lehetséges, mert minden mérésnek feltételezni kellene azt, hogy tudjuk, hogy mekkora  $m^0$ , az optimális – még nem csődbe vezető, de nem is túl drága – kamatláb. Vagy másik értelmezésben tudnunk kellene, hogy mekkora az a kamatláb, amely akkor valósult volna meg, ha a jegybank portfóliója például valamilyen kiinduló állapot szerinti összetételben tartalmaz deviza-, illetve forintpapírokat. Ilyen hipotetikus állapotokra vonatkozóan nincsen információnk. A gyakorlatban – a számszerűsítés kényszere miatt – ezek a számítások ezért egyszerűen az  $m^0 = 0$  állapotot tekintik az összehasonlítás alapjának. A nyert számok ugyan nagyon „konkrétak”, de koncepciólag hibás költségmérésen alapulnak, vagyis közgazdaságilag nem értelmezhetők.

Az érdekesség kedvéért mégis közöljük ezeket a számokat<sup>6</sup> (1. táblázat). Azt tartalmazzák tehát, hogy a forint- és devizapapírok közötti szerkezetváltozás az MNB portfóliójában az 1995-ös állapothoz képest mennyi kamatköltséget okozott az MNB-nak. Hangsúlyoznunk kell, hogy ezek a költségszámok nem egy politika költségei egy alternatív politikával szemben (hiszen a prémiummentes kamatlábhoz nem tartozik megvalósítható politika).

1. táblázat „Sterilizációs költségek” az MNB-nél (1997-1999, Mrd Ft)

Év	1997	1998	1999
Költség	13,0	28,9	22,3

Forrás: saját szerkesztés Jakab–Szapáry (1998) és Valkovszky Sándor (MNB) becslései alapján.

### 3.2. A biztosítás hozama

A biztosítás „hozamának” egyik része a kártérítés, a másik a nyújtott stabilitás.

„Kártérítés” csak akkor mutatkozik, ha ténylegesen van „káresemény”. Az orosz válság adott erre példát. A forint valutaárfolyamának gyengülésekor nagymér-

<sup>6</sup> Az idézőjel a számok közgazdasági értelmezhetetlenségére utal.

tékű forint-deviza konverzió valósult meg a piacon. A jegybanknak ezen az ügyleten árfolyamnyeresége volt, hiszen a nála lévő devizatartalékokat olcsón, az erős forint időszakában halmozta fel, majd a válság alatt drágán, a sáv másik szélén, 4,5 százalékkal drágábban adta el. Mintegy 3 milliárd dollár került így átváltásra, vagyis a nyereség mintegy  $3 \times 4,5 \times 220 = 30$  milliárd forint körül volt. Ha kissé tágtjuk a nyereség értelmezését, akkor a hazai állampolgárok nyereségét is figyelembe vehetjük, akik mintegy 20 milliárd forintot nyertek azzal, hogy a külföldiek az akkori helyzetben állampapírjaiktól forintban számítva is csak alacsony áron tudtak szabadulni.

Így 1998-ban tulajdonképpen olyan árfolyamnyereség képződött, amely nagyobb, mint az előző két évben az MNB-ben felhalmozódott speciális „kamatköltség.”

Mint látjuk, egy-egy év mérlege nem mutatja hűen a konstrukció fiskális mérlegét, mert a költségek eloszlása viszonylag egyenletesebb, a nyereség pedig véletlenszerű és nem is biztos, hogy bekövetkezik.

A *stabilitás* előnyeit nehéz lenne számszerűsíteni. Egyik része a nagyobb gazdasági növekedés, másik része közvetlenül mérhető fiskális nyereség. Ez utóbbi megközelítően kiszámítható.

Számításaink szerint a makrogazdasági egyensúlyra és stabilitásra törekvő politikára jellemző alacsonyabb kamatláb minden egyes százaléka mintegy 50 milliárdos megtakarítást jelent évente a költségvetésnek. Ha például a lengyelországi kamatlábakkal teszünk összehasonlítást, akkor annyit mindenképpen állíthatunk, hogy a stabilitásra törekvő stratégia olyan bizalmi tőkét halmozott fel, amely legalább 2-3 százalékpontos, azaz évente mintegy 100-150 milliárd forintos kamatmegtakarítással járt.

2. táblázat Állampapírok többletkamat-terhei (1999-2000, milliárd Ft)

Többletteleher forrása	1999		2000	
	1 százalék kamat- mennyiség	1 százalék kamat- növekmény többletterhe	1 százalék kamat- mennyiség	1 százalék kamat- növekmény többletterhe
fix kamatozású kibocsátás, lejáráttal korrigálva	2987	29,9	2930	29,3
változó kamatozású átlagos állomány	1547	15,5	2393	23,9
<b>teljes többletteleher száza- lékpontonként</b>	-	<b>45,4</b>	-	<b>53,2</b>

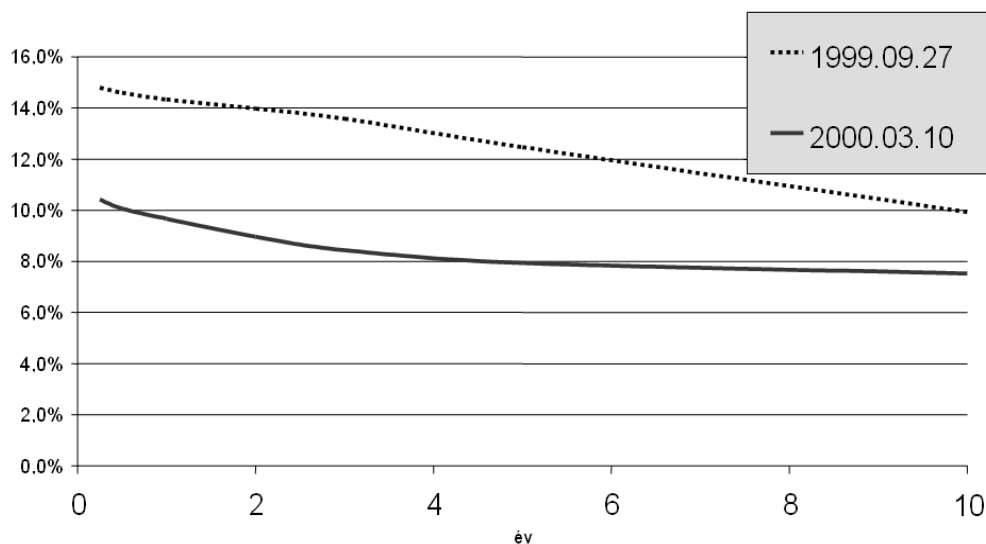
*Forrás:* saját szerkesztés Valkovszky Sándor (MNB) számításai alapján.

A számítást az állampapír-kibocsátások és a kamatfizetések adataira alapoztuk. Táblázatunk azt mutatja, hogy mennyivel nőtt volna az államháztartás finanszí-

rozási igénye 1999-ben, illetve 2000-ben, ha a kamatláb 1 százalékponttal magasabb lett volna (2. táblázat).<sup>7</sup>

A számítások mögötti tartalmat jól érzékeltethetjük, ha összehasonlítjuk a hazai állampapírok 1999 szeptemberi és 2000 márciusi *hozamgörbéjét* (3. ábra). A hozamgörbe a különféle lejáratú papírok kamatainak egy ábrán való bemutatása. Csökkenő inflációs várakozások esetén a hosszabb lejáratok kamata kisebb, hiszen a befektetőnek nincs várható inflációs vagyonszűnése, amelyért a kamatokban kompenzációt várna el. A görbe csökkenésében tehát az a befektetőknek az a bizalma tükröződik, hogy az infláció csökkenni fog.

3. ábra Állampapírok hozamgörbéi (1999. szeptember 27. és 2000. március 10., százalék)



Forrás: saját szerkesztés az Államadósság Kezelő Központ adatai alapján.

Láthatjuk, hogy egy év alatt mekkora kamatlábcsökkenés valósult meg minden lejáraton. Ez az általános *bizalom* növekedését tükrözi. A javulás elsősorban annak tudható be, hogy az év során bebizonyosodott, hogy a magyar gazdaságot nem rendítette meg az orosz válság hatása, a politika kézben tudta tartani a gazdaság egyensúlyát.

<sup>7</sup> Megjegyezzük, hogy a számítás nem arra ad választ, hogy az adott évben mennyivel több kamatot kell kifizetnie az államháztartásnak, hanem arra, hogy a kamatláb változása mennyivel csökkenti az adott évben az állam finanszírozási igényét. A kettő azért nem ugyanaz, mert az utóbbi a papírok árfolyamát is figyelembe veszi: ha nő a kamatláb, akkor a kötvény ára csökken, ezért ugyanannyi deficit fedezésére, illetve a lejáratú kötvények megújítására többet kell kibocsátani az adott évben.

Az ábra csak az egy éven belüli *javulást* mutatja és nem azt, hogy a hozamgörbe hol helyezkedne el akkor, ha nem a stabilitási politikát folytatnánk, hanem például a lengyel stratégiát. Utóbbi esetben a görbe jóval a tavalyi szint felett helyezkedne el.

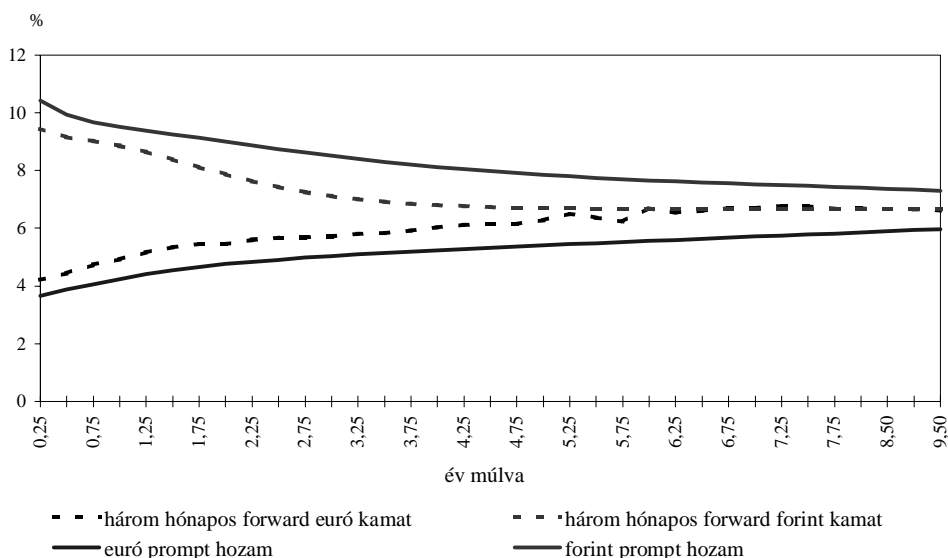
Természetesen az alacsony kamatláb a gazdaságpolitika *egészének* az eredménye. gyakorlatilag nem lehet megmondani, hogy ebből mennyi tulajdonítható az olyan tényezőnek, mint a kamat- és árfolyampálya kisimítása, vagy a fiskális politika szigorúsága, ugyanis ezek mind egy egységes stratégia részét képezik.

#### 4. Fennáll-e a hosszú távú egyensúly jelenleg?

A jegybank folyamatosan figyeli, hogy a piacon kialakuló kamatláb valóban megfelel-e annak a követelménynek, hogy a kamatláb olyan *reálkamatláb*at implikáljon, amely a kereslet és kínálat egyensúlyát nem borítja fel. A piac hajlamos a gazdasági helyzet szélsőséges megítélésére. Ebben az esetben a jegybanknak igyekeznie kell korrigálni.

A kötvénypiac kamatlábainak ún. *hozamgörbéje* – a különféle lejáratokhoz tartozó piaci kamatlábak – azt mutatják, hogy a piacon az inflációs várakozások megfelelnek a gazdaságpolitika által tervezett mértékeknek.

4. ábra Forint és euró hozamgörbe és a 3 hónapos határidős hozamok (százalék)



Forrás: Horváth Csaba (MNB) személyes közlése alapján.

Ennek megfelelő képet mutat az állampapírok hozamgörbéje (4. ábra). E szerint a forintpapírok kamatlába 4-5 év múlva „biztosan” megegyezik az euró-zóna kamatlábjával. A „biztosan” alatt azt értjük, hogy a befektetők erre nem várnak el kockázati prémiumot. Figyelembe véve, hogy Magyarország nem része az euró-zónának, ez igen nagyfokú bizalmat tükröz, bizonyos értelemben „túl nagyot”. Valójában valószínűleg nem is arról van szó, hogy a piac biztosnak látja a jövőbeli kamatlábat, mint inkább az, hogy addigra a forint felértékelődésére számítanak.

Az ilyen várákozás tipikusan a piacnak abból a hajlamából fakad, hogy a jó híreket (mint ahogy a rossz híreket is) *túlreagál*. Az utóbbi hónapokban a gazdaság jó külgazdasági eredményeket produkált, ebből egyes befektetők azt a következtetést vonták le, hogy a forint árfolyama alulértékelt. Nem erről van szó. Egy árfolyam akkor alulértékelt, ha az export-szektor jövedelmezősége lényegesen nagyobb, mint a többi szektoré.

Ilyen következtetés levonására semmi alapunk nincs. A külfölddel versenyző feldolgozóipari szektorban az árak ugyanolyan ütemben nőnek, mint az exportban, most már mintegy 4 éve. Ez egyértelműen az export árak és a belföldi árak egyensúlyára utal. Ennek felborítása értelmetlen lenne, mert a vállalkozások széles rétegét tenné tönkre értelmetlenül. Egy felértékelés a nagy multinacionális cégeket lényegében nem érintené. Ezek hosszú távra terveznek, óriási a tőkeerejük, ezért érzéketlenek a forint árfolyamának rövid távú ingadozására. Akit érintene, az a belföldi szektornak az a része, amely most jut fejlődésének olyan szakaszába, hogy exportáljon, vagy a nagy exportálóknak beszállítson. Tőkeerejük alacsony, sokan közülük kisvállalkozók, költségeik túlnyomórészt belföldi eredetűek, ezért nyereségességük nagyon árfolyamfüggő. Ők a csúszó leértékelési rendszer fő haszonélvezői, mert számukra fontos a kiszámíthatóság. A valutaárfolyammal való megszorítás a létüket veszélyeztetné.

A *javuló külgazdasági mérleg* tehát csak azt jelzi, hogy jó úton haladunk, a növekedés továbbra is az egyensúlyi pálya mentén halad, és éppen nincs okunk ezt a pályát módosítani.

A piacnak ettől eltérő várákozásai károsak. Általánosan azért, mert minden *téves várákozás* téves döntésekhez vezet, vagyis veszélyezteti az egyensúlyt. Specifikusan azért, mert a hibás árfolyam várákozások csalódáshoz vezetnek, amely a befektetők viselkedését megfordítja. Amilyen gyorsan bejön a felértékelésre spekuláló tőke, olyan gyorsan ki is megy. Ez a gyorsan ki-beáramló tőke károkat okozhat, ha engedjük, hogy az árfolyam kövesse az ilyen tőkét mozgó spekulánsok szeszélyes helyzetmegítélését, hiszen az árfolyamérzékeny szektorok nem tudnak alkalmazkodni a gyors árfolyam várázásokhoz. Ha engedjük, hogy a kamatláb kövesse ugyanezt, akkor természetesen a kamaterzékeny tevékenységeket sújtjuk. Véleményünk szerint a magyar gazdaságban az árfolyam ingadozása ugyan súlyosabb veszély, de a kamatláb stabilitása is fontos. Ezért politikánk a kamatláb ingadozásainak kiegyenlítésére is törekszik.

## 5. Záró gondolatok

A gazdaságpolitika tulajdonképpen három irányból tehet lépéseket a stabilitás irányába:

1. Az államháztartás finanszírozását *hosszú távú forintpapírokkal* biztosítja. Jelenleg a 4-5 éven túli lejáratok kamatterhe azonos a devizapapírok kamatterhével. Egyértelmű, hogy a legolcsóbb lehetőség a forint stabilitásának biztosítására az, ha az állam növeli a hosszú távú papírok kibocsátását. Így kihasználja a piac jelenlegi nagy bizalmát, anélkül, hogy kockázatot vállalna.

2. A jegybank feladata, hogy a hozamgörbe *rövid végén* a hozamszintet egyensúlyban tartsa.

3. Az egyensúlyi prémiumszint nagyobb biztonsággal – kisebb spekulációs tevékenységgel, kevesebb rövid távú tőke mozgással és ezáltal biztonságosabb árfolyamszinttel – tartható, ha csökkentjük ezeknek a rövid távú tőkéknek a volatilis mozgását. Ez olyan korlátozással érhető el, amely megnehezíti, *lelassítja* a rövid távú pénzpiac fogaskerekeinek működését, ezáltal kisimítja annak szeszélyeit. Ilyenek a következők:

- Erkölcsei nyomásgyakorlás („*verbális intervenció*”), hogy a bankok tartózkodjanak a kamatprémiumra való spekulációs ügyletek közvetítésétől.
- A külföldiek rövid távú állampapír-vásárlásaira vonatkozó *korlátozások* fenntartása.
- *Kötelező tartalékolási kötelezettség* a külföldi rövid távú hitelfelvételekre.
- A banki nettó deviza adósság („mérleg szerinti pozíció”) *megadóztatása*.

Ezek a korlátozások valamelyest csökkenthetik adott esetben a bejövő forró tőkék mennyiségét, és a kamatfelár megadóztatásával csökkenthetik annak fiskális terhét.

Bár ezzel lassul az Európai Unió liberális gazdaságpolitikai elveihez való közeledésünk, a lassulás elfogadható, ha figyelembe vesszük, hogy jelenleg átmeneti helyzetben vagyunk: politikánk hitelessége már közelít az EU országokéhoz, de mivel még nem vagyunk tagok, a helyzet bizonytalansága viszonylag nagy. Ezért a piac nagyon érzékenyen reagál minden információra. Ebben az átmeneti helyzetben átmeneti intézkedések is indokolhatóak.

### *Felhasznált irodalom*

Jakab M. Z. – Szapáry Gy. 1998: *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon*. MNB füzetek, 6. MNB, Budapest.

Darvas Zs. – Szapáry Gy. 1999: *A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben*. MNB füzetek, 10. MNB, Budapest.