

DR. SÁGI JUDIT*

LEBEGŐ VAGY RÖGZÍTETT DEVIZAÁRFOLYAM-RENDSZEREK

A nemzetközi devizaárfolyam-rendszer – definíció szerint – olyan, több ország valutáris rendszerére épülő árfolyam-politikai megállapodás, amelyet a résztvevő országok monetáris hatóságai a valutáik közötti keresztárfolyamokra tekintettel elfogadnak. A Nemzetközi Valutaalap a devizaárfolyam-rendszereket hivatalosan a rögzített, a kvázi-rögzített, a köztés, illetőleg a lebegő árfolyamrendszerek kategóriájába sorolja be.

Napjaink árfolyam-politikai kérdése, hogy a politikai integrációs folyamatok során kialakított (vagy éppen kialakuló) valutaövezetek optimálisnak tekinthetők-e a tagállamok gazdasági stabilitása és növekedése, világpiaci versenyképessége, harmonikus társadalmi modernizációja, fenntartható fejlődése stb. szempontjából. A Gazdasági és Monetáris Unióval szemben felhozott egyik legfőbb érv, hogy a stabilitásorientált gazdaságpolitika fékezi a tagországok gazdasági növekedését.

AZ ÁRFOLYAMPOLITIKAI BEAVATKOZÁSOK MUNDELL-FÉLE MODELLJE

A modell (MUNDELL, 1963) leglényegesebb feltételezése a tőke tökéletes mobilitása (ahol egyetlen ország sem képes fenntartani a világpiacitól eltérő belföldi kamatszintet; illetve ahol a devizapiaci árfolyam-várározások stabilak).

Állítása, hogy *lebegő árfolyamrendszerben* a monetáris politika erőteljes hatással van a jövedelmi és a foglalkoztatási színvonalra, de nem azért, mert képes a kamatszintet befolyásolni; hanem azért, mert képes lehet tőkeáramlást és devizaárfolyam-leértékelődést előidézni, valamint növelni az exporttöbbletet.

* BGF Pénzügyi és Számviteli Főiskolai Kar, Pénzügy Tanszék, főiskolai docens.

A modellben a devizapiacokon keresztül végrehajtott monetáris expanzió (azaz pl. a deviza nyíltpiaci eladásokon keresztül pénzkínálat-bővülés) lefelé nyomja a belföldi kamatlábakat és tőkekiáramlást indít el, a hazai pénz leértékelődik és emiatt a külkereskedelmi mérleg egyenlege javul. Ez utóbbi a multiplikátor hatáson keresztül növeli a jövedelmi és a foglalkoztatottsági szintet. Amikor a jövedelem növekedése által a pénz kereslete és kínálata egyensúlyba kerül, a jövedelemgeneráló folyamat véget ér, és a gazdaság szektorai újra egyensúlyba kerülnek – mégpedig úgy, hogy a tőkekiáramlást a megtakarítások és az adóbevételek növekedése finanszírozza. Következésképp: rugalmas árfolyamrendszerekben a devizapiaci intervenció a stabilizációs politika hatékony eszköze lehet.

Rögzített árfolyamrendszerben a monetáris politika hatástalan. Ha a központi bank – expanzív módon – belföldi értékpapírokat vásárol, pótlólagos kereskedelmi banki tartalékot teremt, közvetve pedig lefelé nyomja a kamatlábakat. A tőkekiáramlás azonban megakadályozza a hozamok esését, és rontja a fizetési mérleget. A devizaárfolyam védelmében a jegybank interveniál a devizapiacokon: külföldi devizát ad el és hazai devizát vásárol. A folyamat addig folytatódik, míg a külföldi devizák iránt kialakuló túlkereslet ellensúlyozza a jegybanki intervenciót, és a pénzkínálat visszaáll az eredeti szintjére.

A modell *következtetése*: rögzített árfolyamrendszerekben a monetáris politika jövedelmi szintre gyakorolt hatása nem tartós. A nyíltpiaci vásárlás miatt előálló kezdeti likviditásbővülést a jegybank hatástalanítja a devizaárfolyamot stabilizáló intervenciói során. A gazdaság szektorainak alkalmazkodását az *1. ábra* szemlélteti.

Szektorok	Árupiac	Tőkepiac	Pénzpiac	Devizapiac
Bankok	–	nyíltpiaci vétel =	pénzkínálat növekedés	+ tartalékok csökkenése
				+
Külföld	X – M	= tőkekiáramlás +	–	+ tartalékok növekedése
		+	+	
Magán- szféra	S – I	+ hitelfelvétel =	pénzkereslet növekedés	–
	+	+	+	
Kormány	T – G	+ hitelfelvétel =	pénzkereslet növekedés	–

1. ábra

A gazdasági szektorok alkalmazkodása a MUNDELL-féle modellben

Napjaink Európájának összehangolt árfolyampolitikai megoldása a tagállamok közös monetáris politikájával kiegészülő teljes és visszavonhatatlan árfolyamrögzítés, vagyis a monetáris unió, amely célrendszerében és eszköztárában az optimális valutaövezetek elméletéből vezethető le.

A GMU vezető közgazdászai által hivatkozott tézise a MUNDELL nevéhez köthető „*impossible trinity*”, azaz hogy a rögzített devizaárfolyam-rendszer, a korlátlan tőkemobilitás és a szuverén monetáris politika egyidejűleg nem tarthatók fenn. Az érvelés abból indul ki, hogy a tőkeliberalizálást követően egyetlen európai állam monetáris hatósága sem deklarálhat egyszerre árfolyamcél és inflációs célt, és mert az inflációs cél tekintetében nagyobb hitelességgel bírhat, ezért az inflációs célkitűzés rendszerét fogja deklarálni; következésképp hiteles árfolyam-stabilizációra csak a monetáris unió keretein belül van mód. Jelen tanulmány azzal a céllal vizsgálta a MUNDELL-féle árfolyam-modellt, hogy bemutassa, a modell alkalmazkodási mechanizmusa mind a fix, mind a lebegő árfolyamrendszerek környezetében stabil, azaz közelíti az egyensúlyt.

A DEVIZAPIACI EGYENSÚLY KIVITELEZHETŐSÉGE RÖGZÍTETT ÉS RUGALMAS ÁRFOLYAM-RENDSZEREKBE

A monetáris döntéshozó szempontjából felmerülő kérdés, hogy az ún. egyensúlyi árfolyamcél eltévesztésének valószínűsége, pontosabban a célmeghatározás ellentmondásossága következtében nem sokkal inkább indokolt a piac értékítélete szerinti, azaz a lebegő devizaárfolyamok alkalmazása.

Extern sokkok idején, rugalmas árfolyam-rendszerekben a devizaárfolyamok megváltozása alkalmazkodási folyamatot indít el, ugyanez rögzített árfolyamrendszerekben csak áttételesen következik be, ti. a jegybanki devizatartalékoknak a külföldi tőke mozgások hatására bekövetkező változásán keresztül. Nyitott nemzetgazdaságok esetén ugyanakkor, rugalmas árfolyamrendszerekben a reálárfolyam változása esetlegessé válhat (a nominális devizaárfolyam számottevő volatilitásának a belföldi árszínvonalra gyakorolt hatása következtében).

Az árfolyamrendszer egyensúlyi hatásait vizsgálva mindenképp az a kérdés adódik, milyen szerepet tölthet be az árfolyam a makrogazdasági folyamatok stabilizálásában (célul tűzve a fenntartható GDP-növekedést, mérsékelt inflációs ráta mellett; ahol a világgazdaságba történő integrálódás fenntartható devizaárfolyamok mellett valósul meg). A rögzített árfolyamrendszer azzal az előnnyel rendelkezik, hogy egy adott felzárkózó ország valutáját egy stabil horgonyvalutához rögzítve, segíti az adott ország dezinflációs monetáris célkitűzéseit. A monetáris politika alárendelése egy rögzített árfolyamrendszernek gazdaságpolitikailag megkérdőjeleződik abban az esetben, ha a horgonyvaluta országának nominális kamatszínvonala inkonzisztens a felzárkózni kívánó (vagyis eltérő gazdasági növekedési pályával, inflációs rátával, beruházási és megtakarítási hajlandósággal, export-versenyképességgel stb. jellemezhető) ország elvárt kamatszintjével. Mindamelllett, a nominális devizaárfolyam rögzítése nem azonos a reálárfolyam stabilitásával; szükséges még a belföldi árszínvonal rugalmas alkalmazkodása is.

A rögzített, de kiigazítható devizaárfolyamokra épülő árfolyam-politika, tőkemobilitás hiányában látszólag vonzó megoldást kínál: az árfolyamrögzítés révén hozzájárul a folyó fizetési mérlegegyenleg kiszámíthatóságához (pontosabban a folyó fizetési mérleg egyenlegéből annak, ami a devizaárfolyamoknak, és nem a világpiaci áraknak, illetőleg a versenyképesség megváltozásának tudható be), míg a paritásváltóztatás lehetősége által megkerülhető a belföldi árszínvonal korrekciója. Nem csekély problémát jelenthet azonban annak eldöntése, hogy a folyó fizetési mérleg átmeneti vagy tartós egyensúlytalansága igényel beavatkozást – azaz fennáll

a cél eltévesztésének a lehetősége. Integrált nemzetközi tőkepiacok mellett azonban a rögzített, de kiigazítható devizaárfolyamok alkalmazása spekulációs veszélyeket rejt. A befektetők ugyanis nem egyszerűen azt elemzik, hogy a folyó fizetési mérleg egyensúlytalansága átmeneti vagy fundamentális jelenség, hanem elsősorban arra kíváncsiak, a monetáris politikai hatóság mennyiben és milyen áron kényszeríthető a rögzített paritás kiigazítására.

Az árfolyamrögzítés (és így a monetáris unió) alternatívája az összehangolt jegybanki beavatkozásokkal menedzselt, lebegő árfolyamokra épülő nemzetközi devizaárfolyam-rendszer. Feltételrendszerében az érintett monetáris hatóság interveniálhat (de nem kötelező interveniálnia) annak érdekében, hogy a deviza-árfolyamot a nemzetközileg elfogadott referenciaértékéhez közelítse. Ezen alternatíva a résztvevő országok monetáris hatóságainak – a közös pénz és az övezetileg egységesen megállapított irányadó kamatláb helyett – a belpolitikai célokkal összhangban saját valutát és önálló kamatpolitikát enged.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- CHRISTL, J. (2006): 'Regional currency arrangements: Insights from Europe' (OENB Working Paper no. 125; p. 31.)
- DARVAS ZS. – HALPERN L. (1998): Árfolyam-elmélet (Osiris – Láthatatlan Kollégium, Bp.; p. 200)
- DRIVER, R. L. – WESTAWAY, P. F. (2004): 'Concepts of equilibrium exchange rates' (Bank of England Working Paper no. 248; p. 64)
- ISSING, O. (2006): 'Europe's hard fix: The euro area' (OENB Working Paper no. 120; p. 39.)
- KISS M. N. (2005): A jegybanki devizapiaci intervenció hatékonysága (Közgazdasági Szemle, LII. évf., 2005. nov.; pp. 846-872.)
- MUNDELL, R. A. (1963): 'Capital mobility and stabilisation policy under fixed and flexible exchange rates' (Canadian Journal of Economic and Political Science; vol 29, No 4., 1963. november, pp. 475-85.)
- SÁGI J. (2005): 'Foreign exchange rate regimes, as exposed to speculative attacks' (5th International Conference of PhD Students, University of Miskolc, 2005; vol I. pp. 223-227.)
- WILLIANSO, J. (2006): 'A worldwide system of reference rates' (OENB Working Paper no. 130; p. 22.)