

# 1. előadás

## A pénzrendszerek kialakulása, aranystandard, aranydeviza rendszer

# A nemzetközi valutáris rendszer

- A nemzetgazdaságokat összefogó pénzügyi kapcsolatok írott és íratlan szabályaiként definiálható a nemzetközi valutáris rendszer
- Periódusai
  - Aranystandard (1875 -1914/1920)  $\Rightarrow$  stabilitás
  - Valutáris övezetek (1914 -1944)  $\Rightarrow$  leértékelés
  - Dollárdeviza (1944 -1971)  $\Rightarrow$  kulcsvaluta
  - Három pólus (1971/1974 -)  $\Rightarrow$  dollár, jen, euró

# A valutáris rendszer minőségi ismérvei

- Mely eszközök töltik be a világpénz szerepkörét?
- Mennyire szabad a nemzetközi fizetések, ill. finanszírozások rendje?
- Biztosított-e a nemzetközi fizetések globális egyensúlya?
- Milyen mértékben élhetnek a résztvevők a külső forrásbevonás, ill. nemzetközi befektetések lehetőségével?
- Milyen mértékben képesek az egyes országok a rendszer működését befolyásolni?

# A pénz fejlődéstörténete I

## A pénz megjelenése $\Rightarrow$ Árupénz

### – A pénz jellemzői

- Elfogadhatóság
- Homogenitás
- Darabolhatóság
- Tartósság
- Mozgathatóság
- Ritkaság
- Felismerhetőség

# A pénz fejlődéstörténete II

**Aranystandard  $\Rightarrow$  Pénzhelyettesek**

**$\Leftrightarrow$  Bankjegyek**

- **A pénz funkciói**
  - Értékmérő
  - Forgalmi eszköz
  - Fizetési eszköz
  - Tartalékeszköz (kincsképző)
  - Világpénz (nemzetközi pénz)

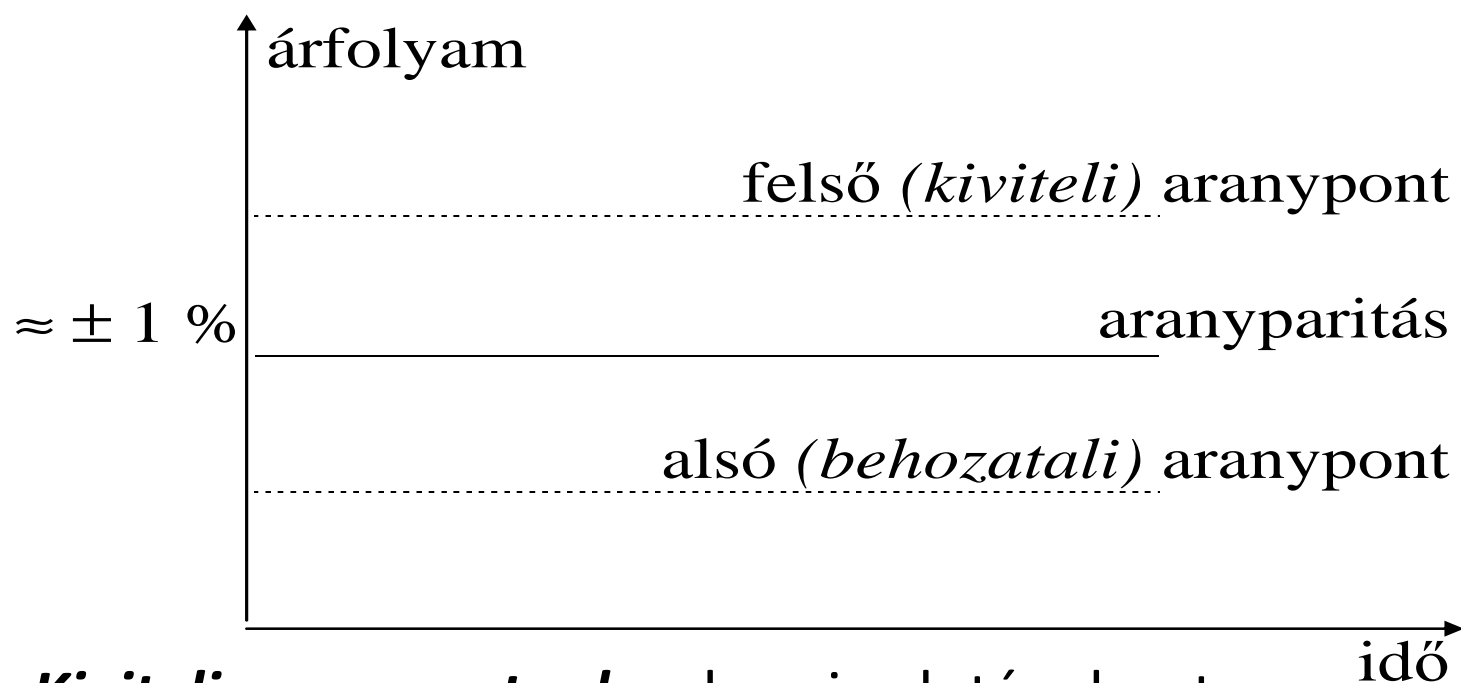
# A pénz fejlődéstörténete III

- **Aranydeviza-standard  $\Rightarrow$  Nemzeti pénzek  $\Rightarrow$  Papíros anyagú pénz**
  - Valutáris övezetek korszaka
    - Az arany mellett több nemzeti valuta világpénzként való használata
  - Dollárstandard  $\Leftrightarrow$  dollárdeviza- rendszer
    - A világpénz funkciókat csak egy valuta tölti be, de a végső fizetési eszköz a dollár aranyra való átválthatósága miatt még mindig az arany
  - Jelenlegi rendszer  $\Leftrightarrow$  az arany demonetizálása
    - Az arany helyét a nemzeti és nemzetközi valuták veszik át

# Az aranystandard

- Az arany az ideális monetáris eszköz
  - Betölti a pénzfunkciókat nemzeti és nemzetközi szinten
- Hosszú távú árstabilitást biztosít
  - A papírpénzzel ellentétben belső értékkel rendelkezik
- Biztosítja a nemzetközi átváltások zavartalanságát
  - A nemzeti pénzek fix aranytartalma miatt
- Az árak elmozdulásakor az aranypiaci arbitrázs révén beindult az egyensúlyi mechanizmus
  - Az általános árszintek nem szakadtak el egymástól, ezzel biztosították a fizetési mérleg dinamikus egyensúlyát

# Aranypont automatizmus I



**Kiviteli aranypontnak**, a hazai valutának azt a legalacsonyabb árfolyamát nevezzük, amelynél már érdemes az aranyat kivinni az országból

**Behozatali aranypontnak**, a hazai valutának azt a legmagasabb árfolyamát nevezzük, amelynél már érdemes az aranyat behozni az országba



# Aranypont automatizmus II

- A mindenkori árfolyam *automatikusan* az aranyparitás körül ingadozik
- Külföldről történő **vásárlás** esetén az arannyal fizetés tranzakciós plusz költsége alacsonyabb, mint a leértékelődött hazai valutával való fizetés esetén fellépő veszteség
- A hazai valuta tömeges átváltása aranyra  $\Rightarrow$  *(Ha a monetáris hatóság nem dob arannyal nem fedezett bankjegyet a forgalomba)*  $\Rightarrow$  A bankjegymennyiség csökken  $\Rightarrow$  A kamatláb nő  $\Rightarrow$  Kereslet nő  $\Rightarrow$  Az árfolyam visszatér a felső aranypont alá *(nő)*

# Aranypont automatizmus III

- Külföldre történő **eladásnál**, a kapott vételár aranyban történő behozatala esetén több hazai valutához jutunk, mint ha a leértékelődött külföldi valutában fogadnánk el a fizetést
- A behozott arany tömeges átváltása hazai valutára  
⇒ Az bankjegymennyiség nő ⇒ A kamatszint csökken ⇒ A kereslet csökken ⇒ A valuta leértékelődik ⇒ Az árfolyam visszatér a sávon belülre (*csökken*)
- **Az aranystandard rendszer időszakában a fedezet nélküli többletpénz kibocsátás ellenére az árfolyamok stabilak maradtak**

# Tőkeáramlások $\Rightarrow$ Árstabilitás

- **Csökkenő** hazai pénzkészlet  $\Rightarrow$  rövid lejáratú kamatláb emelkedés  $\Rightarrow$  külföldi tőkebeáramlás
- Pénzkészlet **növekedés**  $\Rightarrow$  belföldi kamatláb csökkenés  $\Rightarrow$  fölösleges pénzek kiáramlása a magasabb kamatlábú országokba



- Az aranyarbitrázs a nemzetközi áruforgalom és a tőkeáramlás az egyes országok árszint kiegyenlítődéset eredményezi  $\Rightarrow$  az egyensúlyi mechanizmus **árstabilitást** eredményez

# Bank of England

- **Leszámítolási kamatláb**, mint a belső külső egyensúly helyreállítási eszköze
- Az országok közti kamatlábkülönbség szabta meg a tőke- és pénzáramlások irányát
- Valamennyi ország font sterlinget használt, így létkérdés, hogy megfelelő tartalékkal rendelkezzen



Az aranyrendszer de facto **sterlingstandardként** működött

# Bimetalizmus

- Latin Monetáris Unió (1865-1926)
  - Franciaország, Belgium, Svájc, Olaszország, Görögország (1866)
  - Lényegét az ezüstérmék finomsági fokának egységes szabályozása képezte
- Gresham-törvény
  - Ha két törvényesen használható fémérme átváltását az állam rögzíti, akkor a pénzpiaci viszonyok változása miatt kettős arany-ezüst ár alakulhat ki
  - A pénzpiac által értékesebbnek ítélt fémpénzt nem érdemes áruvásárlásra használni, mert azok árát a hivatalos átváltási arány szerint határozzák meg
  - A rosszabb pénz kiszorítja a jobb pénzt a fizetési forgalomból

# Monometallizmus

- Skandináv Monetáris Unió (1873)
  - Svédország, Dánia, Norvégia
  - Cél a váltópénzek forgalmának ellenőrzése volt
- Párizsi nemzetközi monetáris konferencia (1867)
  - Fő célkitűzés a nemzeti pénzermék közötti átváltási arányok egyszerűsítése  $\Rightarrow$  az aranyat tekintik törvényes fizetési eszköznek
- Az aranystandardra való áttérés 1873 és 1896 között az árak 50%-os zuhanását eredményezte
  - A rendkívüli defláció okai?

# Az aranystandard bevezetése

• Egyesült Királyság	1816	
• Németország	1871	
• Skandináv Unió	1873	
• Latin Unió	1874	
• Hollandia		1875
• Uruguay	1879	
• Egyesült Államok	1892	
• Osztrák-Magyar Monarchia	1895	
• Chile	1897	
• Oroszország	1898	

# Az I. Világháború hatása

- Az aranyalapon nyugvó nemzetközi valutarendszer szétesése
  - A hadikiadások következtében az államháztartások egyensúlyának felborulása
  - Fedezetlen pénzkibocsátás rohamos növekedése (300-3700%)
  - Növekvő államadósság
  - Az európai bankjegyek aranykonverziójának felfüggesztése
  - Genovai konferencia (1922) az arany és a különböző devizák párhuzamos használatára épülő rendszer kidolgozása és bevezetési lehetősége
  - A monetáris tartalékokban az arany mellett növekedésnek indultak a vezető valuták (~50%)



# Az aranystandard megszűnése

- Nem biztosítható az arany fix ára
- Az aranytartalékok és a pénzkínálat közötti egyértelmű kapcsolatot a monetáris politika nem tudja vállalni
- Az aranytermelési feltételek rövid távú stabilitása nem garantált
- Megoldatlan a gazdaságpolitikák nemzetközi koordinálása
- A kormányok politikai, gazdasági és szociális szerepe egyre növekvő
- A relatíve nyugodt politikai légkör hiánya

# A kormányzati szektor kiadásai

- **Wagner törvény:** az ipari országokban a gazdaság fejlődését a közkiadások GDP-hez viszonyított emelkedő aránya kíséri
  - az államigazgatás és a gazdasági szabályozás költségei a társadalmi fejlődéssel relatíve növekednek
  - a jóléti és kulturális javak jövedelemrugalmassága egynél nagyobb
  - a gazdasági fejlődést az ipari monopóliumok számának növekedése kíséri, amelyek állami ellenőrzésének költségei növekednek

# A kormányzati szektor kiadásai a GDP százalékában *(folyó árakon)*

	<b>1880</b>	<b>1913</b>	<b>1938</b>	<b>1950</b>	<b>1973</b>	<b>1992</b>	<b>2007</b>
Franciaország	11,2	8,9	23,2	27,6	38,8	51	52,4
Németország	10	17,7	42,4	30,4	42	46,1	43,9
Japán	9	14,2	30,3	19,8	22,9	33,5	36
Hollandia	n.a.	8,2	21,7	26,8	45,5	54,1	45,9
Egyesült Királyság	9,9	13,3	28,8	34,2	41,5	51,2	44,6
Egyesült Államok	n.a.	8	19,8	21,4	31,1	38,5	36,6
<b>Átlag</b>	<b>10</b>	<b>11,7</b>	<b>27,7</b>	<b>26,7</b>	<b>37</b>	<b>45,7</b>	<b>43,2</b>

# Az aranydeviza-rendszer

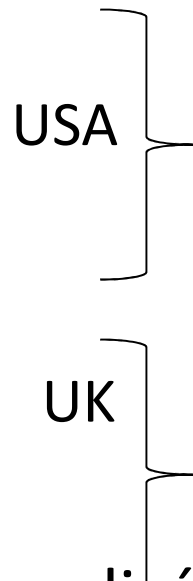
- **Valutáris övezetről** az azonos nemzeti valutához kapcsolódó, a hazai pénzrendszerüket egyazon külföldi valutára építő országok esetében beszélhetünk
- Az „anyaországgal” szembeni követelmények
  - Vezető világhatalmi pozíció (politikai, gazdasági)
  - Meghatározó világkereskedelmi részarány (döntő részesedés az övezet tagországainak kereskedelmében)
  - Vezető szerep a nemzetközi pénzügyi életben (nemzetközi ügyletekre alkalmas bankhálózat)
  - Szilárd valuta (a vásárlóérték hosszú távú stabilitása)
  - Monetáris tartalékok megfelelő állománya (a konvertibilitás feltétlen biztosítása)

# Valutáris övezetek

- Az övezetek testesítették meg a vezető hatalmak érdekszférájába tartozó országok között fennálló politikai és gazdasági alá-fölérendeltségi viszonyt
- Átmenetet alkottak az aranystandard és az univerzális jellegű aranydeviza rendszer között
  - Sterlingblokk (a Föld területének 1/5 részén)
    - 1931 szeptember: az aranyalap feladása  $\Rightarrow$  30%-os leértékelődés
  - Frankövezet (euró probléma)
  - Dollárövezet
  - Holland forint övezete
  - Márkaövezet (Reichsmark)
    - Nem követte a font árfolyamát  $\Rightarrow$  40% visszaesése  $\Rightarrow$  importkorlátozások  $\leftarrow$  ének megakadályozása  $\Rightarrow$  különböző (érdek) árfolyamok meghatározása



# Dollárdeviza-rendszer I

- Bretton Woods 1944 július
    - Stabil árfolyamrendszer
    - Importkorlátozások feloldása
    - Diszkriminációmentes kereskedelem
    - Megfelelő szintű foglalkoztatottság
    - Rugalmas, kiigazítható árfolyamok
    - Ellenőrzött kereskedelem
  - A folyó fizetések esetén feltétlen liberalizáció
  - A tőkeforgalom esetén korlátlan állami ellenőrzés fenntartása
- 
- USA
- UK

# Dollárdeviza-rendszer II

- **Rögzített árfolyamrendszer**, DE ha a teljes foglalkoztatottság veszélyezteti a fizetési mérleg egyensúlyát  $\Rightarrow$  **árfolyam kiigazítás**
- A valuták árfolyam meghatározása dollárban (ill. ezen keresztül) aranyban történik
- A kormányok által bejelentett árfolyamot a Valutaalap (International Monetary Fund IMF) hagyja jóvá  $\Rightarrow$  a deklarált árfolyamok módosítása csak kellő indok esetén, az IMF engedélyével lehetséges

# Dollárdeviza-rendszer III

- USA ⇔ szabad belépés a piacokra
- UK ⇔ adiciós kapcsolatok fenntartása
- Nemzetközi Kereskedelmi Szervezet (ITO) alapokmányának **elutasítása**
- Havannai Charta 1947: GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) 1995: WTO
- Világbank: IBRD (International Bank for Reconstruction and Development)
  - Beruházási hitel
  - Átfogó szerkezetátalakítási hitel
  - Ágazati szerkezetátalakítási hitel
  - Szerkezetátalakítási hitel



# Az IMF feladatai

- Az árfolyamok és a konvertibilitás szabályozása
- A finanszírozás biztosítása, kiegészítő források feltárásával
- A monetáris kapcsolatok irányításához szükséges egyeztetés
- Készenléti hitelek és kibővített megállapodás
- Szerkezet átalakító és egyensúlyjavító hitelek az alacsony nemzeti jövedelmű országok számára
- Kompenzációs és feltételes finanszírozási lehetőség
- Ütköző készletek finanszírozása
- Gazdasági átállás elősegítésére nyújtható hitel

# John Maynard Keynes

- Ellenezte az aranystandardhoz való vissza-térést (Az ipari arányok és az aranytartalékok eltolódása az USA-nak kedvezne)
- A tőkekivonás leállítását javasolta a vesztes országok stabilizációjának és újjáépítésének elősegítésére
- A versengő valutaleértékelés elkerülésére rövid távú hiteleket kell nyújtani a fizetési mérleg problémákkal küzdő országoknak
- Világjegybank létrehozását és világvaluta (Bancor) bevezetését szorgalmazta

# Harry Dexter White

- Két intézmény, egy újjáépítési és fejlesztési bank, valamint egy stabilizációs alap létrehozását javasolta
- Az USA dollár aranyparitását rögzítették: egy uncia arany = 35 dollár  $\Rightarrow$  Arany-dollár standard (arany-deviza rendszer)
- Az USA birtokolta a világ monetáris készleteinek 97%-át
- A dollár lett a kizárólagos kulcsvaluta

# A Bretton Woods-i árfolyamrendszer

- A valuták hivatalos dollárárfolyamának meghatározása
- A piaci árfolyam  $\pm 1\%$ -os sávban térhet el a hivatalos szinttől
- Jegybanki devizapiaci intervenciós kötelezettség
- Hivatalos árfolyam kiigazítás a fizetési mérleg súlyos egyensúlyhiánya esetén lehetséges
- 10%-ot meghaladó korrekció IMF engedéllyel lehetséges
- Egységes árfolyamszintek, minden ügyletre

# A rendszer bukása

- Az arany-deviza rendszer ellen 1969. július 28-án francia, brit és német kezdeményezésre bevezették az első közös globális valutát az SDR-t (Special Drawing Rights)  $\Rightarrow$  Különleges Lehívási Jogok
- Az IMF országok kvóta alapján jutnak hitelekhez
- A dollárdeviza-rendszer végső összeomlására 1971-ben került sor
- **Aranyparitások megszűnése  $\Rightarrow$  monetáris tartalékok csökkentése**

## 2. előadás

# Árfolyampolitika, árfolyampolitikák fajtái és eszközszerük

# Nemzeti pénzügypolitika

- A pénzügyi rendszert befolyásoló állami lépések hatásainak vizsgálata
- A központi beavatkozás eszközei, hatókörük és bővülésük okai
- A gazdaságpolitika  $\Leftrightarrow$  pénzügypolitika fő célkitűzései
  - Az **infláció** lehető legalacsonyabb szinten tartása
  - Az **egyensúly** megőrzése (*belső-külső*)
  - A **munkanélküliség** alacsony szinten való tartása
  - Stabil **gazdasági növekedés** biztosítása  $\Leftrightarrow$  a **társadalmi jólét** emelése
- A fenti négy részterület lehetőség szerinti optimalizálását, a különböző részérdekek<sup>?</sup> összehangolását, ezek eszközeit és módját nevezzük összefoglaló néven pénzügypolitikának

# Stabilizációs gazdaságpolitika

**Fenntartható gazdasági növekedés**

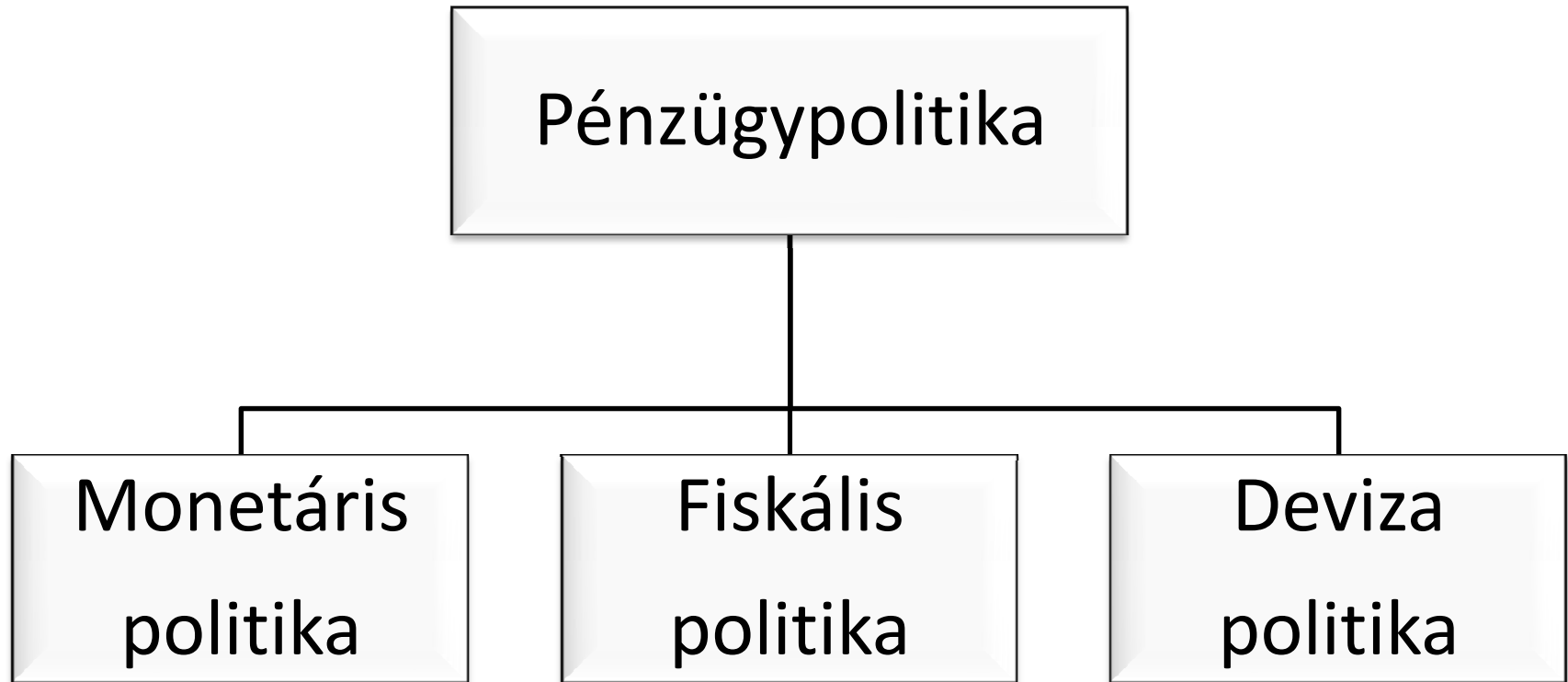


**A fő célok optimalizálásának problémája:**

- Például az import növekedése a külföldi fizetőeszköz keresletének a növekedését idézi elő  
⇒ A kereslet megnövekedése miatt annak árfolyama megnő, ami egyenértékű a hazai valuta inflálódásával ⇒ A folyamat következtében a fizetési mérleg egyensúlya romlik ⇒ két szabályozandó tényező is negatív irányba mozdul el



# A pénzügypolitika felépítése



# Monetáris politika I

- Legfontosabb ismérvei
  - Irányítója az ország nemzeti bankja
  - Biztosítania kell a nemzeti valuta értékállóságát
    - **Belső** érték: a hazai piacon megszerezhető áruk és szolgáltatások mennyisége  $\Rightarrow$  **árindex**
    - **Külső** vagy relatív érték: a hazai pénzért megszerezhető külföldi valuta mennyisége  $\Rightarrow$  **árfolyam**
    - **Jövőbeli** várható érték: befektetés esetén a hazai pénz értékváltozása  $\Rightarrow$  **kamatláb**
  - Alapfeladata a gazdaság pénzeszközzel való ellátása és a pénz belső értékének védelme

# Monetáris politika II

- Az árstabilitás a tartós gazdasági növekedés legfontosabb előfeltétele
- Pénzkínálat bővülése  $\Rightarrow$  árszint emelkedés  $\Rightarrow$  kedvezőtlen reálfolyamatok  $\Rightarrow$  gazdasági stagnálás, vagy visszaesés  $\Rightarrow$  a pénzkínálatot a reáltermék várható növekedési üteméhez kell igazítani  $\Rightarrow$   **$M \times V = P \times Y$** 
  - M: pénztömeg
  - V: forgási sebesség
  - P: árszint
  - Y: reáltermék

# A jegybank függetlensége

- Minimumkövetelmények
  - A jegybankelnök politikai választási cikluson túlnyúló hivatali ideje
  - Viszonylagos szabadság a kamatláb meghatározásában
  - A költségvetési deficit közvetlen finanszírozásának tilalma
  - Teljes szabadság:
    - A monetáris eszközök,
    - Az alkalmazott technikák,
    - A követendő stratégia vonatkozásában

# A monetáris politika stratégiája

- Azon **közbülső célok** kijelölése, amelyek segítségével az alapfeladat – hosszú távú árstabilitás – a leghatékonyabban teljesíthető
  - **Árfolyam-paraméter** használata
    - A nemzeti valuta árfolyamának egy meghatározó valutával szembeni rögzítése  $\Rightarrow$  devizapiaci intervenció alkalmazása szükség esetén
  - **Monetáris aggregátum** meghatározása
    - $M_0$ : jegybankpénz
    - $M_1$ : tranzakciós pénz
    - $M_2$ : kvázipénzaz **árszint stabilitása** csak akkor biztosítható, ha a **pénzkereslet** biztonságos

# A monetáris politika eszközei

- **Alapkamatláb meghatározás**
  - Hatékonyan módosíthatja a pénzpiaci kamatlábakat
    - **Rediszkontláb:** a bankok által leszámított váltók jegybanki viszontleszámítolása
    - a **betéti kamatlábak** maximuma, valamint a **hitelkamatlábak** minimuma
    - **Repokamatláb:** visszavásárlási kötelezettséggel járó értékpapírügyleteknél a vételi és visszavásárlási ár különbségének meghatározása
- **Nyílt piaci műveletek**
  - Pénzügyi aktívák közvetlen eladása, vagy vásárlása
- **Kötelező tartalékok**
  - a források után képzendő minimális tartalék meghatározása

# A pénzkereslet

- A gazdaság szereplőinek forrásfelhasználása
  - ingatlan
  - gép
  - alapanyag (*termeléshez*)
  - értékpapír
  - **pénzforma** (*a pénzkereslet fő kérdése, hogy mitől függ a mennyisége?*)
- A pénzkereslet fő elemei
  - Tranzakciós (*ügyletek lebonyolításához*)
  - Óvatossági (*negatív események bekövetkezése*)
  - Spekulációs (*reálkamat változása*)

# Fiskális politika

- Az államháztartás **bevételeit** (*elsősorban adók*), **kiadásait** (*állami beruházások*) és a **deficitet** szabályozó irányelvek összességét nevezzük **költségvetési politikának**
  - A gazdasági stabilitás elérése érdekében honnan, milyen formában szedje be az állam a bevételeit?
  - A jövedelemátcsoportosításnak milyen mértéke kívánatos?
  - Mit jelent, hogy a mai gazdaságok mindegyike vegyes gazdaság?
  - Több, vagy kevesebb közszolgáltatásra van-e szükség?
  - Szükséges-e és lehetséges-e mérni a közszolgáltatások „jóságát”? (*Mit értsünk jószágon? ⇒ a három „E”*)



# A fiskális politika céljai

- A gazdaságra jellemző ingadozások keretek közé szorítása
  - **fellendülés esetén** a felpörgő gazdaság visszafogása
  - **visszaesésnél** a kedvezőtlen események hatásainak tompítása
- A gazdasági növekedésen keresztül a munkanélküliség lehető legkisebb szintre való leszorítása  
Problémák
  - csökkenő inflációnál a munkanélküliség nem tartható egyidejűleg alacsony szinten
  - kedvező mértékű foglalkoztatottságnál az árak nőnek (infláció)
- **Stagfláció**, amikor a gazdaság stagnál és az infláció növekszik

# Anticiklikus fiskális politika

- **J.M.Keynes:** „Mindig szélel szemben kell vitorlázni”
  - **Recesszió** idején expanzív („laza”) költségvetési politika
    - Kiadást növelni (kormányzati beruházások bővítése)
    - Bevételet csökkenteni (adócsökkentés)
  - **Konjunktúra** esetén restriktív (visszafogott) költségvetési politika
    - Kiadást csökkenteni (kormányzati beruházások visszafogása)
    - Bevételet növelni (adónövelés)

# Devizapolitika

- A pénzügypolitikának az a területe, amely a legszorosabb hatást gyakorolja a külgazdasági folyamatokra
- Feladatköre
  - A nemzetközi áru-, pénz- és tőkeforgalommal összefüggő valamennyi pénzügyi-valutáris döntés meghozatala
- Részei
  - Nemzetközi pénzforgalmi politika
  - Árfolyam-politika
  - Fizetésimérleg-politika
  - Nemzetközi tartalékpolitika
  - Nemzetközi tőkeforgalmi politika
  - Nemzetközi valutáris kooperációs politika

# Nemzetközi pénzforgalmi politika

- **Devizagazdálkodásnak** azokat a mechanizmusokat nevezzük, amelyek meghatározzák a gazdálkodók külföldi fizetőeszközhöz jutásának feltételeit, mennyiségi korlátait és felhasználásának szabályait
- A devizagazdálkodás **típusai**
  - Kötött
  - Vegyes
  - Szabad vagy liberalizált

# A kötött rendszer jellemzői

- Csak egy szervezet birtokolhat jogszerűen valutát és devizát  $\Leftrightarrow$  **Devizamonopólium**
- Külföldi fizetőeszközhöz jutás csak az adott szervezettől és az általa rögzített árfolyamon lehetséges
- A külföldi fizetőeszközt fel kell ajánlani vételre, a szervezet által rögzített árfolyamon
- Magyarországon 1929-től 1990-ig fő vonásaiban a kötött devizagazdálkodás volt jellemző
- A Magyar Nemzeti Bank gyakorolta a devizamonopólium jogát

# A „kötött pálya” problémái

- Piaci (fekete) árfolyam
    - Ha a **piaci árfolyam magasabb**, mint a hivatalos, akkor mindenki igyekszik a kötött pályán valutához jutni és a piacon értékesíteni
- ↓↓↓↓
- Nő a folyó fizetési mérleg hiánya és a külföldi eladósodás, valamint csökken a devizatartalékok nagysága
  - Ha a **hivatalos árfolyam magasabb**, mint a piaci, akkor az állam drágábban jut valutához, mint a piacon ezt megtehetné (*Fordított folyamat játszódik le*)

# A vegyes típusú rendszer

- Átmenet a kötött és a liberalizált politikák között
- Jellemzően a folyó fizetések liberalizáltak, de a tőkeforgalomban az ügyletek részben vagy egészben engedélyhez kötöttek
- Tőkeügyletek elkülönítése
  - Tőke- és pénzügyi ügyletek (részvény, kötvény)
  - Hitelműveletek (kereskedelmi, pénzügyi, garanciák)
  - Közvetlen beruházások és ingatlanügyletek
  - Kereskedelmi banki ügyletek (betétek)
  - Intézményi befektetők devizaügyletei (nyugdíjalapok által vásárolható külföldi értékpapír állomány)

# Liberalizált pénzforgalmi politika

- Teljesen **szabad devizagazdálkodás** esetén mindenki korlátozás nélkül tarthat birtokában külföldi fizetőeszközt és minden esetben, szabadon válthatja át hazai pénzre és viszont
- Feltételezi, hogy az árfolyamot a hazai valuta kereslete és kínálata határozza meg
- **Konvertibilisnek** nevezzük egy ország pénzét, ha szabadon, kötöttségektől mentesen lehet átváltani más országok fizetőeszközére



# A konvertibilitás fajtái

- Kire vonatkozik?
  - **Jegybanki:** Csak a jegybank számára engedélyezett a szabad átváltás (Csak önálló jegybank esetén lehet jelentősége)
  - **Belső:** A devizabelföldiek számára szabad az átváltás
  - **Külső:** A devizakülföldiek számára szabad az átváltás (Külföldiek számára lehetőség a hazai befektetésre  $\Leftrightarrow$  De a tőkejövedelmek szabad átutalása –repatriálása– is lehetővé válik)
- Mire vonatkozik?
  - **Korlátozott:** A konvertibilitás a fizetési mérleg folyó tételeire terjed csak ki (Szabad az átváltás az export és az import esetén; A tőkejövedelmet szabadon lehet repatriálni; A tőkemozgás viszont engedélyhez kötött, pl.: külföldi vásárlás vagy hitelezés)
  - **Teljes:** A konvertibilitás kiterjed a fizetési mérleg összes tételére (A tőkemozgások is kötöttségektől mentesek)  $\Rightarrow$  Stabil gazdaságok
  - **Részleges:** A fizetési mérleg forgalmának meghatározott arányára terjed ki (A konvertibilitás felé vezető átmeneti időszakra jellemző)
- Törvényekkel alátámasztott-e?
  - **De facto:** A konvertibilitást hivatalosan nem deklarálták, de nem büntetik a hazai és a külföldi pénzeszközök cseréjét (A kialakult „szürke” árfolyam a konvertibilitás bevezetésekor az egyensúlyi árfolyam meghatározásának bázisa lehet)
  - **De jure:** Jogilag deklarált és engedélyezett konvertibilitást jelent

# Árfolyam-politika

- Az **árfolyam** a nemzeti pénz csereértéke
- **Direkt** árfolyamjegyzés  
pl.: **1 HUF = 0,427 JPY**
  - Egységnyi hazai pénz külföldi pénzben vett ára
- **Indirekt** árfolyamjegyzés  
pl.: **1 EUR = 296 HUF**
  - Egységnyi külföldi pénz ára hazai pénzben

↓↓↓↓
- Az árfolyamérték **emelkedése** a külföldi valuta felértékelődését és a hazai valuta leértékelődését jelenti

# Árfolyamok fajtái

- **Rögzített (fix)**
  - Ha az árfolyamot a jegybank határozza meg, attól eltérni nem lehet csak a törvény keretein belül (Kényszerárfolyam)
- **Lebegő**
  - Az árfolyamot semmilyen hatósági deklaráció nem köti, csak az adott pénz iránti kereslet és kínálat alakítja ki
- **Kötött**
  - A rögzített és a lebegő árfolyam között helyezkedik el. Van deklarált árfolyam de ettől bizonyos határok között szabadon el lehet térni
- **Kötött devizagazdálkodás  $\Leftrightarrow$  Rögzített árfolyam**

# Valuta - Deviza

- **Valutaárfolyam:** Ha az árfolyamot készpénzek között értelmezzük
- **Devizaárfolyam:** Ha az árfolyamot számlapénz átváltásánál alkalmazzuk
- Az árfolyamváltás iránya szerint lehet **vételi-, eladási-, középárfolyam** (Az irányt a pénzügyi vállalkozás szempontjából értelmezzük)
- A köztük lévő reláció a következő:
  - Valuta vételi < Deviza vételi < Devizaközép < <Deviza eladási < Valuta eladási

# Vétel és eladás

- **Valuta vételi és eladási árfolyam**
  - A bank valutát vásárol forintért
  - Valutát ad el forint ellenében
- A pénzváltás pénzárama, a vételi és eladási árfolyam közötti marge fedezi a pénzváltás költségeit
  - Jelentősebb, mint a devizaműveleteké a hazai és külföldi jegybankpénz tartása, raktározása, biztosítása, elveszett kamat fedezése miatt
- **Deviza vételi árfolyam**
  - A bank valutára szóló követelést vásárol számlapénzért *(Pl.: Vállalatok exportárbevételének átváltása forintra)*
- **Deviza eladási árfolyam**
  - A bank valutára szóló követelést ad el számlapénzért *(Pl.: Import kiegyenlítése érdekében, a vállalat forint számlapénzét átváltja külföldi számlapénzre és átutalja a külföldi partner számlájára)*
- **Devizaközép árfolyam**
  - Ha nem történik meg a pénzek átváltása, de az elszámolások miatt fontos a különböző pénzeket átváltani *(Pl.: Mérleg készítés; Külföldi devizában nyilvántartott követelések és tartozások; Külföldről behozott apport értékének beemelése a mérlegbe; stb.)*

# Árfolyam-meghatározás

- Az árfolyamot valamilyen **nemesfém** mennyiségéhez kötik
  - *Az aranystandard rendszer idején a pénzeket szabadon át lehetett váltani aranyra*
  - *Az átváltási arányt nevezték aranyparitásnak*
  - *Az egyes pénzek egymáshoz viszonyított árfolyama aranyparitásuktól függött*
- A hazai pénz árfolyamát valamely **más ország pénzéhez** kötik
- A hazai pénz árfolyamát több ország valutájából álló **kosárhoz** kötik
  - *Pl.: Magyarország 1993: 50% DEM és 50% USD; 1999: 70% EUR és 30% USD; 2000: 100% EUR*
- A hazai pénz árfolyamát valamilyen **nemzetközi pénzhez** kötik
  - *SDR: Special Drawing Rights – Különleges Lehívási Jogok: IMF speciális pénze*

# Árfolyamkockázat

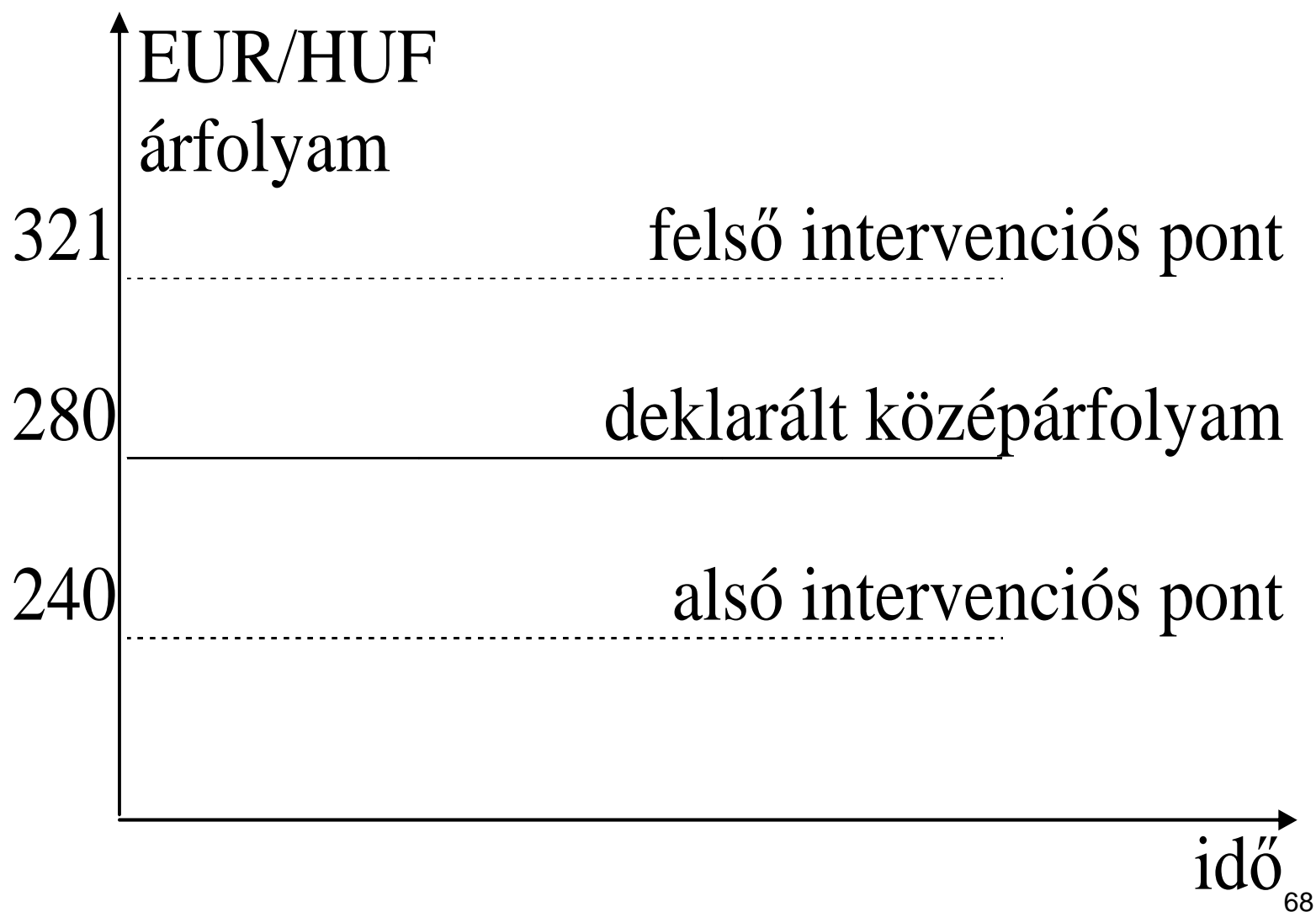
- Az **árfolyamkockázat** az ország fizetőeszközének kedvezőtlen árfolyamváltozása miatt bekövetkező veszteség lehetősége
- Az **árfolyamrögzítés** elsődleges célja, a nemzetközi tranzakciókban rejlő árfolyamkockázat csökkentése, amely akkor minimális, ha olyan valutához rögzítik az árfolyamot, amelyikben az adott ország legtöbb nemzetközi tranzakcióját lebonyolítják

# Sávszélesség

- A monetáris hatóságok által hozott azon intézkedéseket, melyek a valuta árfolyamának befolyásolását célozzák, **intervenciónak** nevezzük
- **Kötött árfolyam** esetén a sávszélességet a monetáris hatóság intervenciós képessége határozza meg
  - Minél **szélesebb** a sáv, annál tágabb határok között mozoghat az árfolyam és annál nagyobb az árfolyamkockázat
  - Minél **keskenyebb** a sáv, annál nehezebb a sávon belül tartani a valuta árfolyamát



# A forint árfolyamsávja 2001-2008



# A monetáris hatóság intézkedései árfolyamcsökkenés esetén

- **Deviza eladás** forint ellenében (A devizatartalékok végeessége miatt, csak átmenetinek tekinthető árfolyamcsökkenés esetén célszerű a használata)
- **Kamatláb emelés**, ill. általánosságban restriktív pénzügyi politika (Középtávon megoldódó árfolyamprobléma esetén célszerű az alkalmazása)
  - Előny:Vonzóvá teszi a forint befektetéseket
  - Hátrány:Visszafogja a gazdasági növekedést
- **Sávszélesség növelés**, azaz burkolt leértékelés, így az árfolyam tovább változhat az új felső intervenciós pontig (A monetáris hatóság feladja a további beavatkozást)
- **Valuta leértékelés**, azaz új egyensúlyi árfolyam meghatározása (A monetáris hatóság akkor él vele, ha nagyobb esélyét látja a sávszélesség megtartásának)
  - Megingatja a befektetők bizalmát
  - Veszélyezteti a valuta konvertibilitását
  - Áremelkedést és a nemzeti vagyon csökkenését idézi elő
- **Adminisztratív intézkedések** (Gyakorlatilag a kötött árfolyamrendszer feladását és egyben visszatérést jelent a szabad devizagazdálkodásról, a kötött devizagazdálkodásra)
  - Az adósságfizetés felfüggesztése
  - Az import korlátozása
  - A tőkekivonás engedélyhez kötése

# A hazai valuta árfolyam felértékelődése esetén tett intézkedések

- **Hazai valuta eladás**, külföldi valuta ellenében
- **Kamatláb csökkentés**, ill. expanzív monetáris politika
- **Sávszélesség növelés**
- **Valuta felértékelés**  $\Rightarrow$  import növekedés
- **Költségvetési kiadás megnövelése és/vagy az adók csökkentése**  $\Rightarrow$  növekvő fogyasztás

# 3. előadás

## Árfolyamelméletek – Vásárlóerő- paritás, kamatparitás elmélet

# Az árfolyam funkciói és nagyságuk

- Azon árfolyamot, amelyet a deviza iránti kereslet és kínálat határoz meg, valamint az exportőr és importőr döntéseit különféle pénzügyi hidak nem befolyásolják, **működő árfolyamnak** nevezzük
- A **pénzügyi hidak** az állam beavatkozásait jelentik, amelyek eltérítik a belső és külső árakat egymástól
  - Vámok, vámpótlékok
  - Illetékek
  - Kötelező termékvizsgálati díjak
  - Fogyasztási adók
  - Árkiegészítések

# A működő árfolyam funkciói

- **Kiegyenlítő**
  - Biztosítja, hogy a különböző országok árszínvonalai kiegyenlítődjenek
- **Differenciáló**
  - Meghatározza, hogy **mit** érdemes az adott országnak exportálni és importálni
- **Terelő**
  - Meghatározza, hogy **hova** érdemes exportálni és **honnan** érdemes importálni
- **Fedezeti**
  - Biztosítja, hogy az alapmérleg hosszú távon egyensúlyban legyen
- Működő árfolyama csak konvertibilis valutának lehet

# Fizikai paritáselméletek

- Azt keressük, hogy minek feleljen meg a valuta árfolyama  $\Rightarrow$  PARITÁS  $\equiv$  MEGFELELÉS
- A valuta árfolyamát valamely fizikailag megfogható vagyontárgy határozza meg
  - **Érmeparitás**
    - A fém pénzek értékét a pénz anyaga és súlya határozza meg
  - **Aranyparitás**
    - Azt az aránysúlyt jelenti, amire az adott pénznem egy egységét be lehet váltani
  - **Vásárlóerő paritás**
    - A vásárlóerő-arányoktól függ az ország valutájának árfolyama
    - A **vásárlóerő**, a pénz egy egységéért megvásárolható árumennyiség

# Big Mac paritás

- Az adott ország Big Mac hamburgerének árát **piaci árfolyamon** átszámítják dollárra
- Ahol ez az ár alacsonyabb, mint az USA-ban elfogadott ár, annak az országnak a valutája **alulértékelt** a vásárlóerő paritáshoz viszonyítva
- Magasabb ár esetén a valuta piaci árfolyamon számolva **felülértékelt** a vásárlóerő paritáshoz viszonyítva



Ország	<i>Helyi ár</i> (\$)	USA ár %-a	<i>Eltérés</i> (%)
Norvégia	5,79	163,36	+63,36
Svájc	5.60	158,19	+58,19
Dánia	5,07	143,22	+43,22
Svédország	4,58	129,38	+29,38
USA	3,54	100,00	0,00
Japán	3,23	91,24	-8,76
Magyarország	2,92	82,49	-17,51
Dél-Korea	2,39	67,51	-32,49
Lengyelország	2,01	56,78	-43,22
Kína	1,83	51,69	-48,31

# Elméleti paritáselméletek

- A valuta árfolyamát nem lehet egy dologhoz kötni, több tényező együttesen alakítja ki

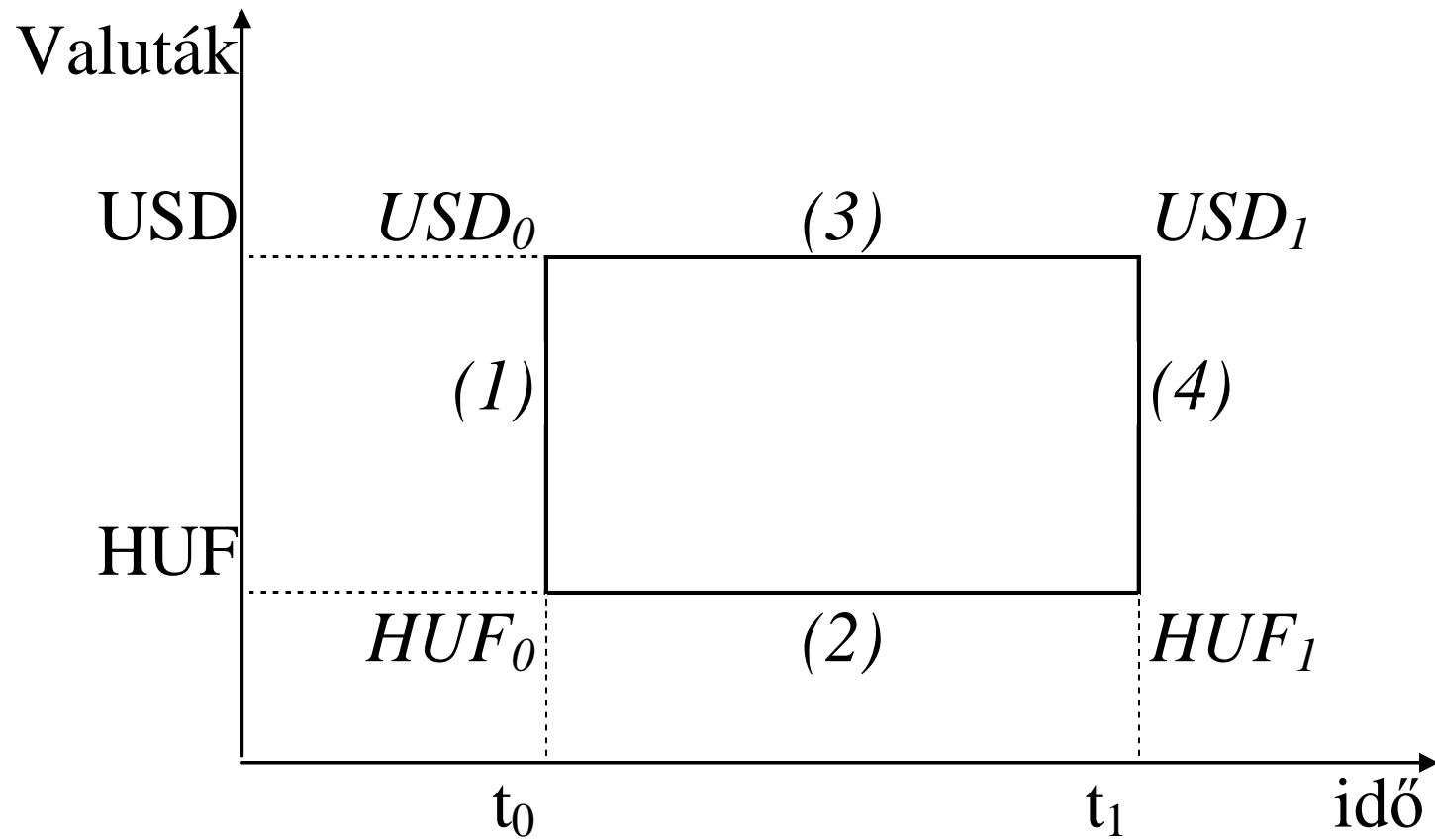
## – Rugalmassági árfolyamelmélet

- A szabadon mozgó árfolyam automatikusan kialakítja az alapmérleg egyensúlyát  $\Rightarrow$  Az árfolyam akkor van egyensúlyban, ha az alapmérleg is egyensúlyban van

## – Kamatparitás

- A jövőbeni árfolyam meghatározható a jelenlegi jegyzés és a kamatlábak ismeretében

# Példa kamatparitásra I



# Példa kamatparitásra II

- Első lehetőség:
  - A rendelkezésre álló dollárt ( $USD_0$ ), a jelen időpontban ( $t_0$ ) átváltom forintra ( $HUF_0$ )
  - Forintbetétet nyitok, amelybe pénzemem  $t_1-t_0$  időtartamig,  $r_{HUF}$  kamattal befektetve  $HUF_1$  összeghez jutok
- Második lehetőség:
  - A rendelkezésre álló dollárt devizaszámlán elhelyezve  $t_1-t_0$  időtartamig,  $r_{USD}$  kamattal számolva,  $USD_1$  összeghez jutok
  - A  $t_1$  időpontban kapott dollárt, forintra átváltva,  $HUF_1$  összeghez jutok
- **A nagyobb  $HUF_1$ -t eredményező lehetőséget választom**

# Kamatarbitrázs

- Legyen az euró befektetés évi kamata 5%, a forint befektetésé pedig 9,2%
- Legyen az €/Ft azonnali árfolyam 250, míg az egyéves határidős árfolyam 260
- 100 euró befektetés egy év múlva esedékes értéke  $100\text{€} \cdot 1,05 = 105\text{€}$ , ezt átváltva az egyéves határidős árfolyamon:  $105\text{€} \cdot 260 \text{ Ft/€} = \mathbf{27\ 300 \text{ Ft}}$
- A 100 eurót azonnali árfolyamon átváltva forintra  $100\text{€} \cdot 250\text{Ft} = 25\ 000 \text{ Ft}$ , ezt 9,2%-os kamatlábbal befektetve, az egy év múlva esedékes értéke:  $25\ 000\text{Ft} \cdot 1,092 = \mathbf{27\ 300 \text{ Ft}}$
- Ha az euró kamatlába 5% alá süllyed vagy a forint kamatlába 9,2% fölé emelkedik, akkor érdekesebb forint befektetést mellett dönteni, míg ezzel ellentétes irányú elmozdulás esetén az euró befektetés a gazdaságosabb (*a megadott kezdeti feltételek mellett*)

# A napi árfolyam meghatározása

$$\frac{HUF}{V1_1} = \left[ \frac{HUF}{V1_0} \right]^x \cdot \left[ \frac{HUF}{V2_0} \cdot \frac{V2_1}{V1_1} \right]^{1-x} \cdot (1 + d)$$

- ahol:  $HUF/V1_1$  : aznapi V1 valuta árfolyam
- $HUF/V1_0$  : előző napi V1 valuta árfolyam
- $HUF/V2_0$  : előző napi V2 valuta árfolyam
- $V2_1/V1_1$  : aznapi V2/V1 keresztárfolyam
- $d$  : napi leértékelés mértéke
- $x$  : az adott valuta súlya

4. előadás

Árfolyamelméletek – Rugalmassági  
árfolyamelmélet, abszorpciós  
árfolyamelmélet

# A nemzetközi fizetési mérleg

- Pénzforgalmi mérleg (flow), amely egy nemzetgazdaság külfölddel lebonyolított *pénzügyi* műveleteit összesítő kimutatás
- Tartalmazza
  - Az összes külföldi pénzbevételt és külföldre teljesített kifizetést
  - A külfölddel szemben keletkezett követeléseket és tartozásokat
  - A hivatalos tartalékok állományának változását
- Pozíciója egy ország valutájával kapcsolatos kereslet-kínálati viszonyokat fejezi ki



# A fizetési mérleg szereplői

- **Devizabelföldi**

- Az a szereplő, akire az adott ország devizagazdálkodási szabályai vonatkoznak

- **Rezidens**

- Az a gazdasági szereplő, akit alapvető gazdasági érdeke az adott országhoz köt

- **Devizakülföldi**

- Akire az adott ország devizagazdálkodási szabályai *nem* vonatkoznak

- **Nem rezidens**

- Akit alapvető gazdasági érdeke a külföldhöz köt

- **Offshore**

- Kedvező deviza- és adószabályozási feltételeket biztosító országban bejegyzett szereplő

# Fizetési mérleg tranzakciók

- **A folyó pénzügyi műveletek piaca**
  - A deviza kereslete és kínálata az áru- és szolgáltatás áramlásától (export-import)
  - A tényezőjövedelem-transzferek (pl. munkabér, osztalék) irányától és nagyságának alakulásától függ
- **A tőke tranzakciók piaca:**
  - A deviza kereslete és kínálata a **direkt** (közvetlen) befektetésektől (a közvetlen befektetésnek nincs lejárat, a befektető tartós érdekeltsége a vállalatirányításban)
  - A **portfólió** befektetésektől, itt másodlagos piaccal rendelkező értékpapírokról van szó
  - **Bankhitel forgalomtól**
  - A **spekulációs befektetésektől** (forró tőke) függ

# A fizetési mérleg részei

- **Folyó mérleg** lényege, hogy a tranzakció hatása egyszeri
  - Áru-szolgáltatás mérleg, tőkejövedelmek áramlása (transzfer) és egyoldalú (vagy viszonzatlan) átutalások (pl. segély)
- **Tőkemérleg** a folyó fizetési mérlegre a későbbiekben kiható pénzmozgások
  - A rövidelejáratú tőkemozgásoktól (forró pénzek) megtisztított tőkemérleg
- Ezen tételek finanszírozása tervezhető

# Nyilvántartási nehézségek

- Szürke és fekete gazdaság
  - Becslés, kísérlet
- Határesetek- nemzetközi standardok, IMF
- A tranzakciók nyilvántartási időpontja
  - Nem **pénzforgalmi**, hanem **eredmény** szemléletű statisztika
  - A pénzforgalmi statisztika a devizafizetések mérlege
- A műveletek többféle valutában történnek, megfelelő árfolyam

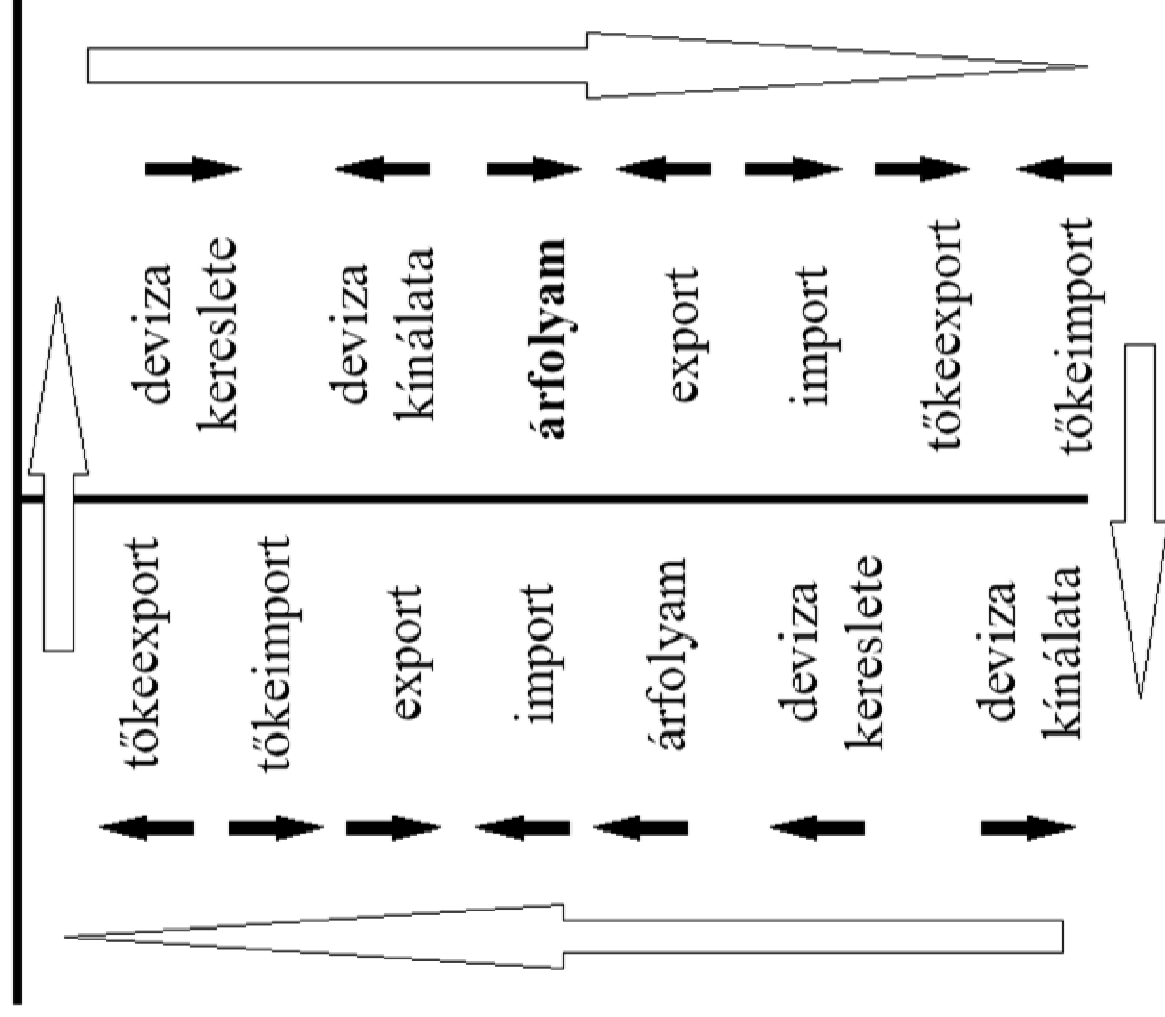
# Fizetési mérleg pozíció

- Passzív tétel = külföldi fizetőeszköz **kiáramlását** generáló tranzakció
  - pl. áruimport, tőkeexport
- Aktív tétel = külföldi fizetőeszköz **beáramlását** generáló tranzakció
  - pl. áruexport, tőkeimport
- Ha több külföldi fizetőeszköz áramlik **be**, akkor ez aktívum
- Ha több külföldi fizetőeszköz áramlik **ki**, akkor ez passzívum
- A **sterilizáció** lényege éppen a „fölös” pénzmennyiség piac konform „eltüntetése”

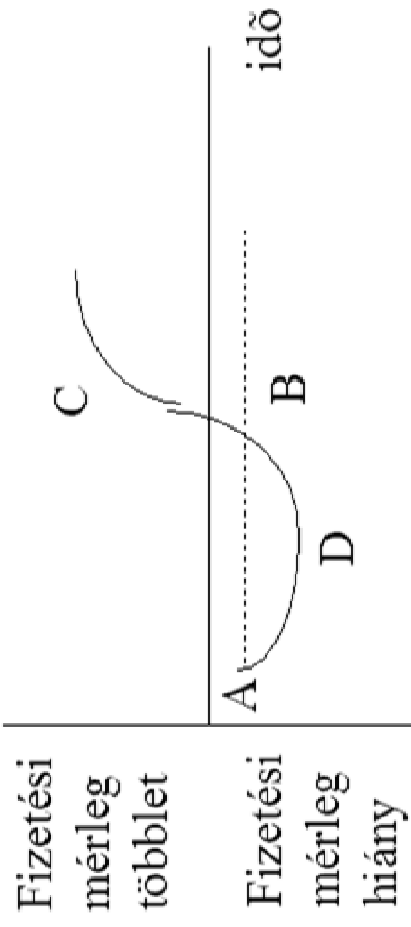
# Aktívum/passzívum mi a jó?

- Ha ketten teszik ugyanazt, az nem ugyanaz
  - Magyarország fizetési mérlege: folyó passzívum, ezt ellensúlyozó tőkebeáramlás
    - Ha a tőke „önként jön” az **befektetés**, ha nem az **kölcsöntőke**
    - Ennek a tőkebeáramlásnak „ára”, hozama van
    - A nem fedezett passzívum a tartalékok változását eredményezi
  - USA folyó fizetési mérlege passzív
    - Ezt nem kell teljes mértékben fedezni, mert az USD tartalékvaluta
- Nem mindegy, hogy a pozícióm (**aktívum**) milyen valutában keletkezik
  - Konvertibilis
  - Nem konvertibilis

A rugalmassági árfolyamelmélet szerint az árfolyammozgás hatása a fizetési mérlegre

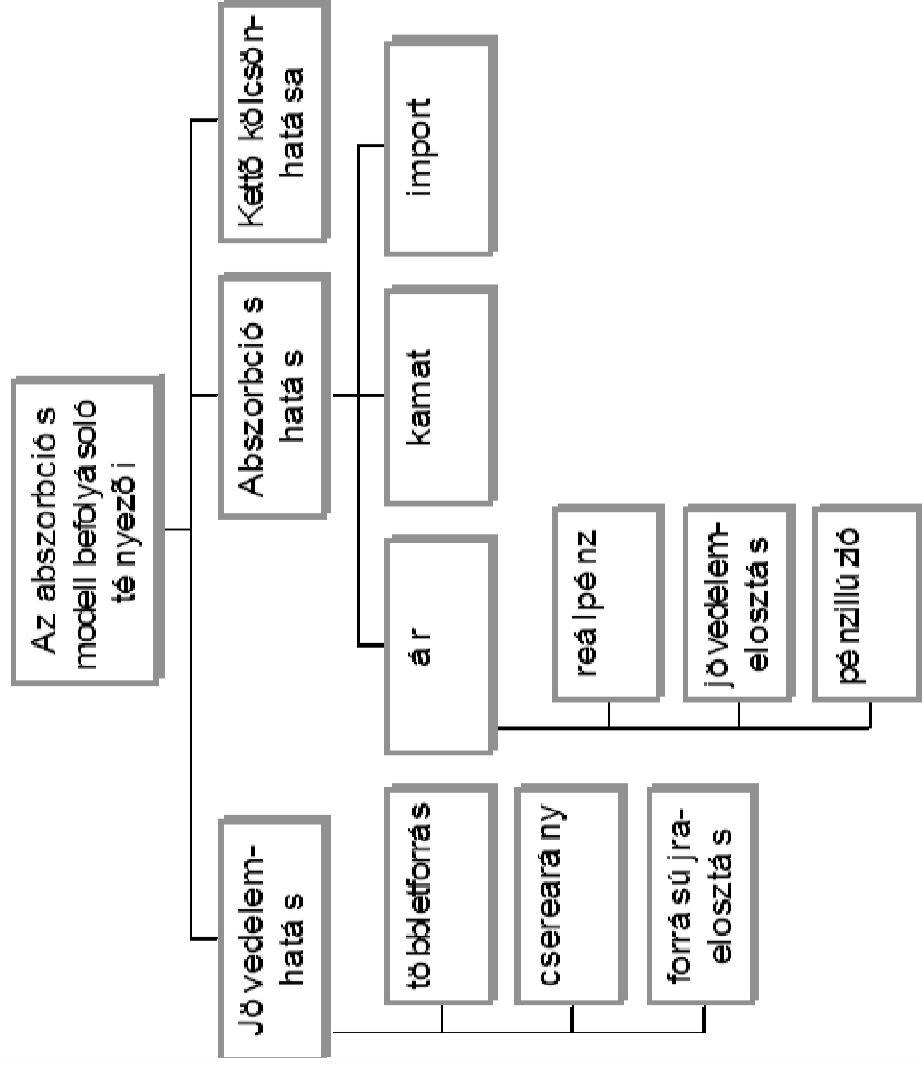


# J-görbe hatás





# Az abszorpciós modell



# 5. előadás

## Ikerdeficit okai – Polak-modell

# Miért a Polak-modell?

- A közgazdaságtan főáramába tartozik
- IMF ezen keresztül elemzi az országokat (országjelentés)
- Teljes – rá lehet fűzni a teljes makrostatisztikát
- Egzakt – számszaki összefüggéseken alapul
- Igen alkalmas eladósodott országok elemzésére
- Bankrendszerre koncentrál

# A jegybank mérlege

Eszközök	Források
KK <sub>c</sub> - külfölddel szembeni követelések	KP - kibocsátott készpénz Ebből: KPF - forgalomban levő készpénz KPB - bankokban levő készpénz
KH <sub>c</sub> - államháztartással szembeni követelések	KT <sub>c</sub> - külföldi tartozások
RH - kereskedelmi bankokkal szembeni követelések	KD <sub>c</sub> - államháztartás betétei  R - kereskedelmi bankok kötelező és szabad tartalékai

# Jegybank mérlege (2009 december)

Adatok milliárd forintban

Eszközök		Források	
KK <sub>c</sub>	8.484	KPF	2.188
		KPB	148
KH <sub>c</sub>	279	KT <sub>c</sub>	1.423
RH	0	KD <sub>c</sub>	988
		R	3.676

# Végezzük el a következő egyszerűsítéseket!

- $NKK_c = KK_c - KT_c$  – Jegybank nettó külföldi követelése
- $NKH_c = KH_c - KD_c$  – Jegybank államháztartással szembeni nettó követelése

## A jegybank nettó mérlege

Eszközök	Források
$NKK_c$ - nettó külfölddel szembeni követelések	KP - kibocsátott készpénz Ebből: KPF - forgalomban levő készpénz KPB - bankokban levő készpénz
$NKH_c$ - államháztartással szembeni nettó követelések	R – kereskedelmi bankok kötelező és szabad tartalékai
RH - kereskedelmi bankokkal szembeni követelések	

# A kereskedelmi bankok konszolidált mérlege

Eszközök	Források
KPB - készpénz (u.a., mint jegybanki forrás)	DL - látra szóló betét
R - tartalékok (u.a., mint jegybanki forrás)	DE - lekötött forint- és devizabetét
KK <sub>b</sub> - külfölddel szembeni követelések	PE – rövidlejáratú értékpapírok (pénzpiaci eszközök)
KH <sub>b</sub> - államháztartással szembeni követelések	B - hosszúlejáratú értékpapírok
VLH - vállalati és lakossági hitelek	RH - refinanszírozási hitelek (u.a., mint jegybanki eszköz)
	KT <sub>b</sub> – külfölddel szembeni tartozások
	KD <sub>b</sub> - államháztartás betétei

# Konzolidált bankmérleg (2009 december)

Eszközök		Források	
KPB	148	DL	4.084
		DE	8.244
R	3.676	PE	1.110
KK <sub>b</sub>	3.765	B	461
KH <sub>b</sub>	4.311	RH	0
VLH	17.329	KT <sub>b</sub>	10.459
		KD <sub>b</sub>	571



# Nettósítsuk az állammal és a külfölddel kapcsolatos követeléseket!

- $NKK_b = KK_b - KT_b$  - Kereskedelmi bankok nettó külföldi követelése
- $NKH_b = KH_b - KD_b$  - Államháztartással szembeni nettó követelés

## A kereskedelmi bankok nettó konszolidált mérlege

Eszközök	Források
KPB - készpénz (u.a., mint jegybanki forrás)	DL - látra szóló betét
R - tartalékok (u.a., mint jegybanki forrás)	DE - lekötött forint- és devizabetét
$NKK_b$ - külfölddel szembeni követelések	PE – rövidlejáratú értékpapírok (pénzpiaci eszközök)
$NKH_b$ - államháztartással szembeni követelések	B - hosszúlejáratú értékpapírok
VLH - vállalati és lakossági hitelek	RH - refinanszírozási hitelek (u.a., mint jegybanki eszköz)

# Konszolidált bankmérleg

## Konszolidációs szabályok:

1. Ami az egyiknek eszköz, a másiknak forrás
2. Az azonos jövedelemtulajdonosokkal szembeni követelések és tartozások összeadódnak

Eszközök	Források
NKK - külfölddel szembeni követelések	KPF – készpénz a forgalomban
NKH - államháztartással szembeni követelések	DL - látra szóló betét
VLH - vállalati és lakossági hitelek	DE - lekötött forint- és devizabetét
	PE – rövidlejáratú értékpapírok (pénzpiaci eszközök)
	B - hosszúlejáratú értékpapírok
	RH - refinanszírozási hitelek (u.a., mint jegybanki eszköz)

# Konszolidált bankmérleg forrásoldalán találjuk a pénztömeg-kategóriákat

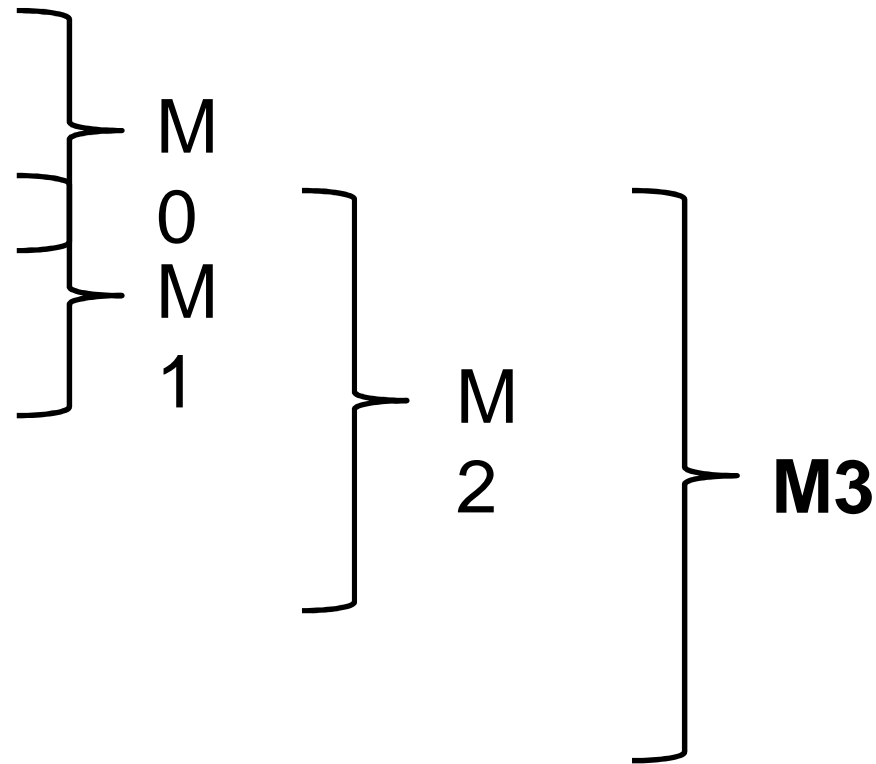
- KP

- KPF

- DL

- DE

- PE



- $M4 = M3 + \text{Állampapírok a bankrendszeren kívül}$

# Monetáris programozás alapegyenlete

Vezessük be a nettó belföldi hitel fogalmát!

- $NBH = NKH + VLH - B$  – a belföldi hitelek azon része, amit belföldi bankbetétből (és rövid lejáratú értékpapírból) finanszírozunk

Monetáris programozás alapegyenlete:

- $NKK + NBH = KPF + DL + DE + PE = M3$

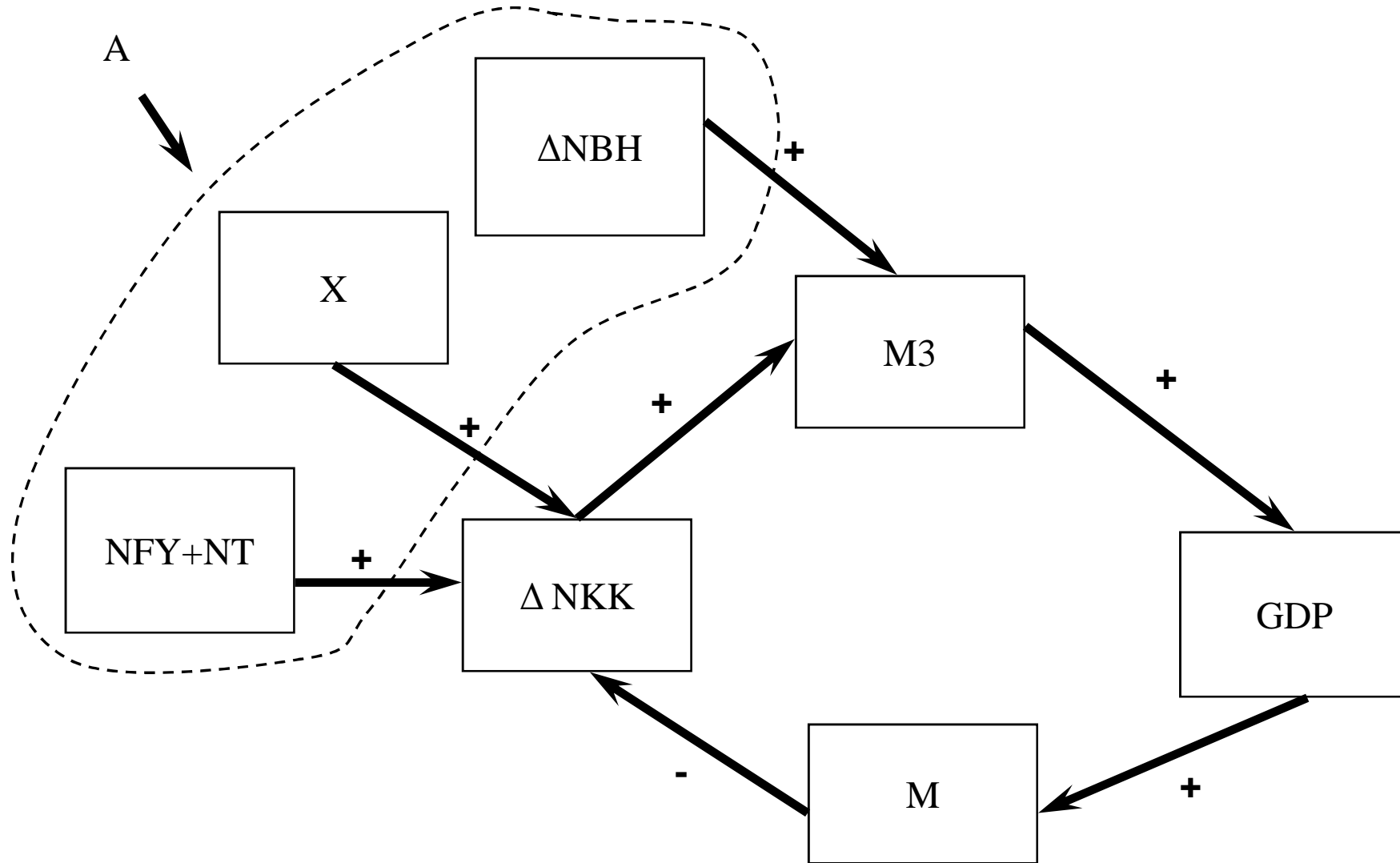
# Polak - modell

- Dinamizáljuk a monetáris programozás alapegyenletét!
- Feltételek:
  - Állandó importhányad
  - Állandó forgási sebesség
  - Bankrendszernek saját tőkéje = nem pénzügyi eszköz
  - Nyitott gazdaság

$$\Delta NKK + \Delta NBH = \Delta M3 \Rightarrow \Delta M3 * V = \Delta Y \Rightarrow m * \Delta Y = \Delta M \Rightarrow \Delta NKK\text{-t csökkenti, mivel}$$

$$\Delta NKK = CAB + NMT = (X - M + NFY + NT) + NMT$$

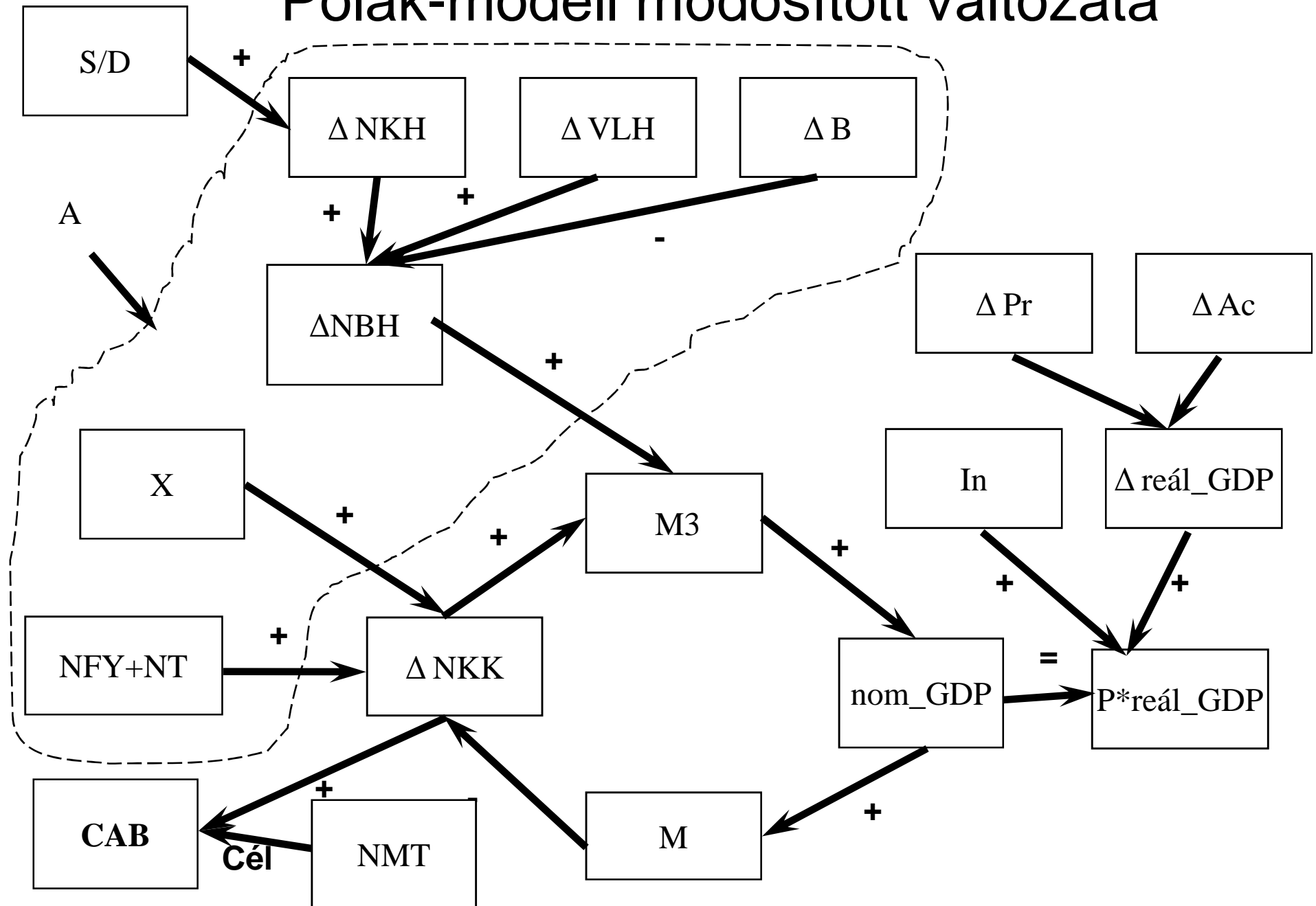
# Polak modell



# Rövidítések jelentése

- $\Delta$ NBH – nettó belföldi hitel változása
- M3 – pénztömeg változása
- GDP – bruttó hazai termék
- M – import
- $\Delta$ NKK – nettó külföldi követelések változása
- NFY – nettó jövedelemtranszfer
- NT – egyoldalú átutalások
- X – export

# Polak-modell módosított változata





# Új rövidítések jelentése

- $\Delta$ NKH – államháztartási hitelek változása
- $\Delta$ VLH – vállalati/lakossági hitelek változása
- $\Delta$ B – hosszú lejáratú banki kötelezettségek változása
- CAB – folyó fizetési mérleg
- S/D – államháztartási többlet/hiány
- P – árszínvonal
- In – infláció
- $\Delta$ reál\_GDP – gazdasági növekedés
- $\Delta$ Pr – termelékenység változása
- $\Delta$ Ac – foglalkoztatottság változása

# A modell működése

A nettó belföldi hitelállomány növekedése mögött az államháztartás és a magángazdaság hitelkereslete áll. Ha az nő, ez növeli a pénzmennyiséget, ami nagyobb folyó jövedelmet eredményez. A nagyobb jövedelem három ágon folyik el. Vagy nő a gazdasági növekedés, vagy nő az infláció, vagy nő az import és a tőkekivitel. A tőkekivitel és az import csökkenti a nettó külföldi követelést – azaz külföld felé eladósítja az országot. Az, hogy a három közül melyik következik be függ:

- Importrugalmasság
- Termelési tényezők rugalmassága
- Árrugalmasság, inflációs várakozása
- Kamatlábak alakulása

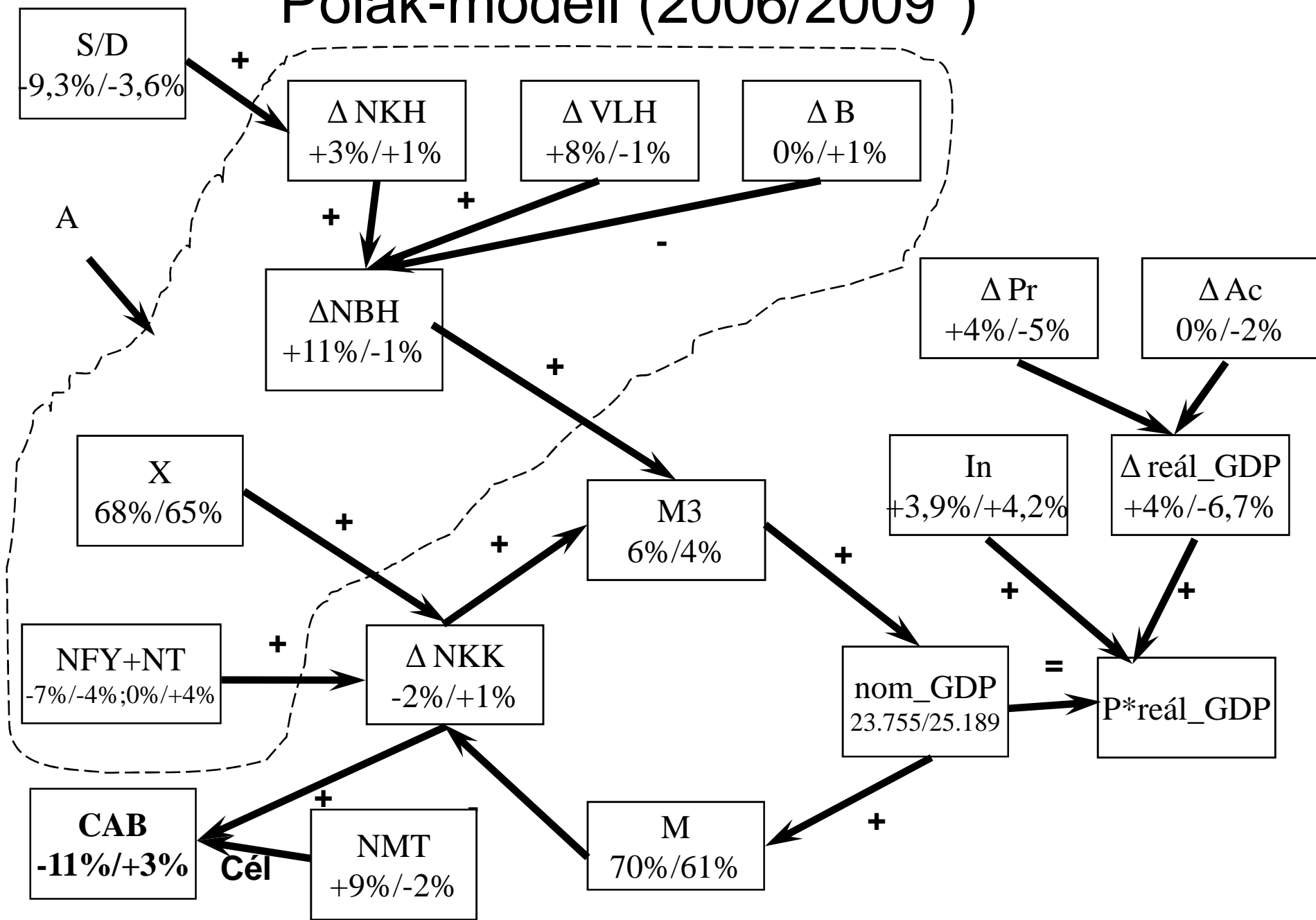
# Nettó külföldi követelés összetevői

- CAB - folyó fizetési mérleg egyenlege egy adott időszakban
- X - adott időszakban az áruk és szolgáltatások exportjából származó pénzbevétel
- M - adott időszakban az áruk és szolgáltatások importjából származó pénzkiadás
- NFY - nettó jövedelemtranszfer - a termelési tényezők használatáért kapott pénzek egyenlege - a külföldről kapott kamat, osztalék, munkabér mínusz a külföldre átutalt kamat, osztalék, munkabér
- NT - nettó viszonzatlan átutalások - kapott viszonzatlan átutalások - fizetett viszonzatlan átutalások
- NMT – nem monetáris tőkemozgás (bankrendszeren kívüli) – pl. működő tőke, anyavállalati kölcsön, értékpapírkibocsátás

# Modell exogén tényezői (adszorpció)

- Ezek függetlenek a monetáris politikától
- $X$  – export
- $NFY$  – nettó jövedelemtranszfer
- $\Delta NBH$  – nettó belföldi hitelállomány változása
- $NMT$  – nem monetáris tőketranszfer

# Polak-modell (2006/2009\*)



# Modell dinamizálása

- $A = X + NFY + NT + NMT + \Delta NBH$
- $M3 = \Delta NBH + \Delta NKK + M3_{-1} = A - M + M3_{-1} = A - m * v * M3 + M3_{-1}$
- $M3 * (1 + m * v) = M3_{-1} + A$
- Ha A állandó és  $1+m*v:=k$
- $M3=k * (M3_{-1} + A) = k * A + k^2 * (M3_{-2} + A) = k * A + k^2 * A + k^3 * (M3_{-3} + A)$
- A sorozat határértéke:

$$M3 = k * A * \frac{\pm 1}{k \pm 1} = A * \frac{k}{1 - k} = A * \frac{1}{1 - \frac{1}{1 + m * v}} = A * \frac{1}{m * v}$$

Minél nagyobb az importhányad és minél nagyobb a pénz forgási sebessége, annál kevésbé okoz az adszorpció pénzmennyiség emelkedést.

# 6. előadás

## Optimális valutaövezet (Mundell-modell), EU pénzügyi integrációja, Euróövezet

# Az európai monetáris rendszer története (I)

- Bimetallizmus
- Latin Monetáris Unió (1865)
  - Franciaország, Belgium, Svájc, Olaszország, Görögország, Románia
  - ezüstérmék finomsági fokának egységesítése



## Az európai monetáris rendszer története (II)

- Nemzetközi monetáris konferencia (1867)
  - 25 frank=1 font=5 dollár
- Aranyalapú monometallikus világpénzrendszer
  - szabad arany- és pénzáramlás
  - stabil árrendszer
  - pénzügyi centrumok (London, Párizs)
  - aranypont-mechanizmus (bankjegy-aranyfizetés gazdaságossága)

# Gazdasági kooperáció erősödése az Unióban

- 1. Szabadkereskedelmi terület (1953-68)** – elv: kereskedés vámok és egyéb kereskedelemkorlátozó intézkedések nélkül  
Montánunió, EFTA, CEFTA, NAFTA
- 2. Vámunió (1968-1992)** – elv: közös vámpolitika, fogyasztási adók harmonizációja  
EGK 1968. július 1.
- 3. Egységes Piac (1993-1999)** – elv: áruk és szolgáltatások szabad áramlása, 1996-tól tőke mozgások szabadsága  
EK 1993. január 1-től
- 4. Gazdasági Unió (1999-)** – elv: tőke-, áru-, munkaerő szabad áramlása, valutaunió, közös monetáris politika  
Gazdasági és Monetáris Unió
- 5. Politikai Unió?!** – közös fiskális politika

# Európai Fizetési Unió - EPU 1950-58

- külkereskedelmi fizetések multilaterizálása
- havi egyenlegrendezés
- hitelkvóta - 1949-es export/import forgalom alapján
- hitelfedezet - 350+100 millió USD segély+USA kormánytámogatás
- eredmény: konvertibilitás folyó fizetési forgalomban
- Európai Monetáris Egyezmény
  - EPU utódszervezet
  - együttműködés konvertibilitást nem vállaló országokkal

# Monetáris együttműködés az EGK-ban

- EGK-szerződés - gazdaságpolitikai koordináció szükség szerint
- Monetáris Bizottság
  - jegybank, pénzügyminisztériumi küldöttek
  - Tanács és Bizottság tanácsadó szerve
- Jegybankelnökök Bizottsága
  - monetáris stratégiák egyeztetése
- Európai Elszámolási Egység - EUA
  - $1 \text{ EUA} = 1 \text{ USD} = 0,89 \text{ gramm arany}$
  - kosárvaluta=SDR 1974-től
  - közös agrárárak EUA-ban

# Európai Monetáris Unió

- eltérő elképzelések
  - gazd.pol. koordináció (német)
  - pénzügyi/devizális koord. (francia)
- Hágai csúcs - 1969
  - Werner-bizottság felállítása

# A Werner-jelentés

- A gazdasági és monetáris unió programja
  - teljes valuta konvertibilitás
  - Végleges árfolyamrögzítés
  - közösségi valuta - szimbolikus jelentőség
  - intézményi oldal kidolgozatlansága
  - gazdaságpolitikai koordináció
  - költségvetési politikák összehangolása
- A Werner-jelentés elfogadása (1971)
  - 3 szakaszos megvalósítás
  - árfolyam-ingadozás fokozatos szűkítése
  - 10 éves átmenet
  - ingadozás szűkítés 0,75%-ról 0,6%-ra

# A Werner-terv sorsa

- Smithonian egyezmény - IMF (1971)
  - 2,25%-os ingadozási sáv
  - kígó az alagútban (EGK valuták ingadozása 2,25%-os sávban)
- Európai Monetáris Együtműködési Alap (1973)
  - cél - árfolyamrendszer támogatása
  - eszközök - 1,8 Mrd USD
- ECOFIN / gazd. és pü. miniszterek tanácsa
  - monetáris irányelvek (jegybankok ellenzik)
  - költségvetési politikák összehangolása

# Európai Monetáris Rendszer (1978)

- Schmidt-Giscard kezdeményezés
- Európai Monetáris Alap
  - arany- és dollárkészletek 20%-a
  - ECU kibocsátás
  - nemzeti valuták árfolyamcentruma ECU-ban
  - ingadozási sáv 2,25%
  - interveniálási kötelezettség sávhatár 75%-nál
- Az ECU feladatai
  - árfolyamrendszer alapja
  - eltérésszámítás alapja
  - Intervenciós és hiteleszköz
  - EK elszámolási egység



# Az árfolyamrendszer (ERM)

- ERM
  - ECU árfolyamok 1,7%-os eltérésénél intervenciós kötelezettség
  - 45 napos hitellehetőség
  - 3 hónapos prolongálási lehetőség
  - Nagy-Britannia belépése 1990-ben
- Egységes Európai okmány
  - tőketranszfer liberalizáció
- Basel-Nyborg egyezmény (1987)
  - gazd.pol. koordináció - monetáris bizottságban
  - havi árfolyam- és kamatpolitika ellenőrzés - jegybankelnökök tanácsában

# A Delors-terv (1989)

- konvertibilitás
- árfolyamrögzítés
- közösségi valuta
- intézményrendszer (ECB+Jegybankok)
- 3 szakaszos megvalósítás
  - 1990-1993 -
    - tőkeforgalom liberalizálása
    - ERM minden valutára
  - 1993
    - ESCB alapítása
    - monetáris és gazd.pol. koordináció
  - 1999 árfolyamok végleges rögzítése

# Maastricht-i kritériumok

- árszínvonalemelkedés BEST3+1,5%
- hossz.lej. kamat BEST3+2%
- árfolyampol. ERM 2,25% (2 év)
- költségvetés
  - GDP 3% deficit
  - GDP 60% államadósság
- kétszintű bankrendszer
  - ker. banki tartalékok közvetlen szabályozása

## Az EMI feladatai

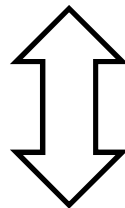
- jegybankelnökök tanácsa megszűnik
- nincs monetáris politikai felelősség
- nem végez intervenciós műveleteket
- jegybanki és mon. politikai együttműködés erősítése
- ESCB alapítás és egységes valuta bevezetése

# Monetáris intézmények alapítása (1998)

- Eu. Tanács döntése
  - 11 tag megfelelés
  - EMI megszüntetés
  - EKB igazgatósági tagok kijelölése
- Eurosystem
  - EKB+11 nemzeti jegybank
- Központi Bankok Európai rendszere
  - EKB+15 nemzeti jegybank
- Nem-tag nemzeti jegybankok
  - nemzeti monetáris politika alakítása
- Görögország 2001-től felel meg

# Lehetetlen hármasság

- Nem lehet egy szabad árfolyamrendszerben kötött árfolyamot és független monetáris politikát megvalósítani – azaz nem lehet rögzített árfolyamrendszerben harcolni az infláció ellen
- Indoklás:
  - infláció nagy – alapkamat nő – portfóliótőke-beáramlás – ez erősíti az árfolyamot, ami nem maradhat kötött
  - infláció kicsi – alapkamat csökken – portfóliótőke-kiáramlás - ez gyengíti az árfolyamot



Szabadkereskedelem viszont igényelné az árfolyamkockázat megszüntetését, mert ekkor lehet kihasználni a munkamegosztás előnyeit.

# Mi a megoldás?

- Valutaunió, és közös monetáris politika

DE:

Ennek feltételei vannak – ezzel foglalkozik az optimális valutaövezetek elmélete (Mundell 1961)

Példakép: USA

Feltételek:

1. teljesen integrált gazdaságok
2. azonos konjunktúra-állapot
3. rugalmas termelési tényezők
4. súrlódások kezelésére, kohézió előremozdítására pénzügyi alapok
5. kiegyensúlyozott költségvetések

# Indoklás

- Integráció (közös piac) – mindenki eladhat mindenhol, kereskedelem és munkamegosztás erősödik, jólét nő
- Azonos konjunktúraciklus – közös monetáris politika, ha recesszió van kamatot csökkent, ha infláció van, kamatot emel
- Rugalmas termelési tényezők – ha egy ország termékei iránti kereslet hirtelen csökken (aszimmetrikus sokk), munkaerő elvándorol jobb helyekre, tőke bejön, hogy munkát adjon a munkanélkülieknek
- Kohéziós alapok – aszimmetrikus sokkok, fejlődési egyenlőtlenségek kezelésére támogatás
- Kiegyensúlyozott költségvetés – egy nemzeti költségvetés eladósodik → kiszorítási hatás – kamatok nőnek – magánberuházás csökken, vagy/és infláció nő



# Valutaunió általános előnyei

- Árak konvergenciája -> verseny erősödése
- Árfolyamkockázat megszűnik
- Alacsonyabb kamatlábak, finanszírozási költség csökken, beruházások növekednek
- Átváltások adminisztrációs költsége megszűnik

# Valutaunió hátrányai

- Megszűnik a leértékelés lehetősége versenyképesség vesztes esetén
- Nem lehet monetárisan élénkíteni, mert nincs önálló monetáris politika
- Költségvetési fegyelem miatt fiskális lazítással se lehet a recesszió ellen küzdeni
- Mi marad?: munkabér-, nyugdíj-, segélycsökkenés, közszolgáltatások, állami beruházások visszafogása, privatizáció, DE recessziós spirál és politikai kockázat
- Nem kívánt megoldás: árun aluli privatizáció, kivándorlás, gazdasági stagnálás, magas munkanélküliség

Összegzés (magánvélemény): valutaunió koncepciója a versenyképeseknek jó, versenyképtelenek nem jó

# Érettség feltételei

- Maastrichti-kritérium (nem elég):
  - Államháztartási hiány GDP 3%-a, államadósság GDP 60%-a alatt
  - Infláció maximum 1,5%-al, hosszú lejáratú kamatok maximum 2%-al legyenek a három legalacsonyabb rátával rendelkező országok átlagai felett
- Külső egyensúly: alacsony külső adósság és folyó fizetési mérleg egyensúly – spanyol, balti, ír példa
- Diverzifikált ágazati szerkezet
- Fejlett pénzügyi piacok
- Fejlett munkakultúra
- Nyitottság és közös kereskedelem magas aránya

# Optimális valutaövezetek elmélete (OCA)

## **A közös valuta feltételei:**

- Rugalmas tényezőpiacok,
- Rugalmas árak és bérek,
- Kis és nyitott gazdaság,
- Szinkronizált üzleti ciklusok,
- Diverzifikált reál – és pénzügyi portfólió

# 7. előadás

## Nemzetközi pénzügyi intézmények (IMF, Világbank és leánybankjai, WTO, EBRD, EKB, EBB)

# A Bretton Woods-i rendszer

- **1944. július: konferencia Bretton Woods-ban**
- **Csak az USD-nek van aranyparitása: 1 uncia arany ára = 35 USD**
- **A többi valuta árát az USD-hez rögzítették, kis lebegési sávval (dollár világpénz lett)**
- **Arany deviza rendszer – arany-dollár standard**
- **3 szervezet felállítása:**
  - 1. Nemzetközi Valutaalap (IMF)**
  - 2. Világbank (Worldbank vagy IBRD)**
  - 3. Nemzetközi Kereskedelmi Szervezet (ITO). Később GATT, most WTO.**

# A Nemzetközi Valutaalap (IMF) 1.

Hármas szerepkör:

- Szabályozás (árfolyamok és konvertibilitás)
- Finanszírozás
- Egyeztetés, konzultáció

'70-es évekig ez a rögzített árfolyamrendszer fenntartását jelentette

Később az árfolyamrögzítés sok helyen megszűnt (2 olajválság miatt), tagországok döntenek el milyen árfolyamrendszert alkalmaznak

IMF = nemzetközi gazdaság stabilitásának legfőbb letéteményese, 184 tagország

## A Nemzetközi Valutaalap (IMF) 2.

### Szervezeti felépítés:

- Szavazati arányok az alaptőke arányában
- SDR (Special Drawing Rights, Különleges Lehívási Jogok) az elszámolás alapegysége
- Kormányzótanács: tagok delegálják, évente egyszer
- Ügyvezető igazgatóság: folyó ügyekért felelős, 5+15 igazgató, vezérigazgató mindig európai (Horst Köhler)



## A Nemzetközi Valutaalap (IMF) 3.

### **SDR**

- **Dollár, mint világpénz a '60-as évek végén már nem volt tartható (állandó leértékelési nyomás volt)**
- **Amerikai hegemonia ellen sokan tiltakoztak**
- **Nemzetközi pénz: SDR 1969-ben, első globális közös valuta**
- **Csak központi bankok elszámolása során használható, valutakosár alapján határozzák meg az értékét**
- **Aranydeviza rendszer 1971-ben felbomlik, arany hivatalos ára megszűnt, jelentősége csökken**

# A Nemzetközi Valutaalap (IMF) 4.

## Az IMF hitelei

- **A fizetési nehézségekkel küzdő tagországok kaphatják, kvótájuk alapján**
- **Vissza kell fizetni + válságprogramot is be kell mutatni**
- **Több féle hitel nagyon kedvező kamatozással**
- **2003. I. 1. - 89 országban 69.6 milliárd SDR hitel (\$96 milliárd)**
- **Fiskális és monetáris szigorhoz kötötték a segítséget (kiigazító programcsomag)!**

[www.imf.org](http://www.imf.org)

# Washingtoni konszenzus

- államháztartás hiánya - max. reálGDP növekedése
- támogatások az oktatás, egészségügy, infrastruktúra felé
- csökkenteni kell az adókulcsokat, eltörölni az adókedvezményeket
- pozitív reálkamat és szabad kamatmozgás
- egységes árfolyam
- importliberalizáció
- külföldi működőtőke előtti akadályok eltörlése
- privatizáció
- dereguláció
- jogbiztonság

# A Világbank (IBRD, Worldbank) 1.

- Háború utáni újjáépítés – de mekkora pénzből?
- Később fejlesztési bank, majd szerkezeti kiigazítás lett a feladata a szegényebb országok számára
- Felépítés hasonló az IMF-hez (184 tagország)
- Élén elnök áll, aki hagyományosan amerikai (James D. Wolfensohn)
- Hitelez, de neki is folyamatosan forrást kell szereznie – kötvénykibocsátás, a világ legjobb adósa (AAA)!

## A Világbank (IBRD, Worldbank) 2.

### **A Világbank hitelei**

- **Nem automatikus, jövedelemszinttől függ**
- **Célhitelek (meghatározott beruházás finanszírozása) és programhitelek (szerkezeti átalakítást segít)**
- **Társfinanszírozás működik**
- **2002: 100 országban, 19,5 milliárd \$ kihelyezés**

**Utóbbi években főleg a liberalizációt, deregulációt segítette**

**„Not a bank, but rather a specialized agency”**

## A Világbank (IBRD, Worldbank) 3.

### **A Világbank csoport további tagjai:**

- **Nemzetközi Pénzügyi Társaság (IFC) – magánberuházások segítése**
- **Nemzetközi Fejlesztési Társulás (IDA) – a legszegényebb országok támogatása**
- **Nemzetközi Beruházásvédelmi Megállapodás (MIGA) – biztosítás a befektetőknek a politikai kockázatok ellen**
- **Beruházási Viták Elszámolásának Nemzetközi Központja (ICSID)**

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

## 3.1. A Világbank-csoport felépítése

Világbank (az „anyabank”) +

IFC +

IDA +

MIGA +

ICSID = *Világbank-csoport*

## ***Ügyvezető Igazgatóság („Ügyvezetőség”)***

- **Működés és finanszírozás irányítása és ellenőrzése;**
- **Világbank által támogatott gazdaságpolitikai célok meghatározása;**
- **Világbanki projektek folyamatos követése, ellenőrzése**

### **Apparátus:**

- **Ágazati főosztályok („divíziók”)**
  - **Területi főosztályok**
  - **„Támogató” főosztályok**



## 3.2. A világbanki hitelezés sajátosságai

**A világbank voltaképpen *hitelközvetítő* - a világ legjobb – „AAA” minősítésű – adósa;**

***Tucatnyi devizában bocsát ki kötvényeket;***

***Soha nem vállal árfolyamkockázatot:* olyan devizában hitelez, amit a legolcsóbban tud beszerezni, s abban a devizában kell visszafizetni;**

**A Világbank által alkalmazott kamatfelár = 0,5%**

# A Világbank által folyósított hiteltípusok

- **Beruházási hitelek** **5-10 év;**
- **Kiigazítási hitelek**  
**(szerkezeti és ágazati)**  
gazdaságpolitikai és intézményi reformok  
támogatására **1- 3 év;**
- **Segélyek (korlátozottan)** **178 m\$/49 ország;**
- **„Trust funds”** (külső forrásból)
- **Garanciák és kockázatkezelés**
- **15 – 20 md \$/év, WB kb. 100 országban van jelen**

## Egyéb világbanki programok

- **Átfogó Fejlesztési Keretek („Comprehensive Development Framework” = CDF);**
- **Szegénységcsökkentő Stratégiai Programok („Poverty Reduction Strategic Program” = PRSP)**
- **Kezdeményezés a Súlyosan Eladósodott Szegény Országok Számára („Heavily Indebted Poor Countries Initiative” = HIPC)**
- **Global Alliance for Vaccination and Immunization (1 md \$, HIV/AIDS)**

## 3.2. International Financial Corporation

Nemzetközi Pénzügyi Társaság - *IFC (1956)*

Feladat: *a magánszektor és a  
tőkepiac* fejlődésének támogatása

176 tagország

Források: 26 országtól („eredeti” OECD-tagok +  
Bahrein és Szingapúr)

2003 (md \$):

<u>Hitel</u>	<u>Értékpapír</u>	<u>Σ</u>
11,925	3,517	15,442
Garancia és kockázatkezelés	<u>1,334</u>	
		<b>16,7774</b>

### **3.3. International Development Agency**

**Nemzetközi Fejlesztési Ügynökség - *IDA***

**Kedvezményes hitelezési szerv**

**Cél: a legszegényebb országok segélyezése**

**35-40 éves (!) futamidejű hitelek,**

**10 éves törlesztési moratórium,**

**kamatmentes – 0,5% kezelési költség,**

**Az Alapok 13 feltöltése – küszöbön a 14. feltöltés**

**Kedvezményezett: eddig 110, most kb. 55 ország**

**Folyósítás: összesen 7-8 md \$**

## **3.4. Sokoldalú Beruházásvédelmi Ügynökség**

**Multilateral Investment Guarantee Agency = MIGA  
(1988)**

**Védelem 4 nem kereskedelmi kockázatra:**

- Jövedelemtranszferek akadályozása,
- Tulajdontól való megfosztás (államosítás),
- Jogvédelem a fogadó ország hatóságaival szemben,
  - Háborús (vagy polgárháborús) kockázat.

**25-20 éves futamidejű garanciák**

**Műszaki segítségnyújtás**

**Együttműködés az IFC-vel**

**163 tagország,**

**1 md \$ eredeti alaptőke + 850 m \$ tőkeemelés  
folyamatban + 150 m \$ alárendelt kölcsöntőke a  
Világbanktól,**

**2003, 07. 01.:       650 projekt,  
                          12 md \$ összértékben,  
                          85 fejlődő országban**

**Kedvezményezettek: Lesotho-tól Törökországig**

## **3.5. ICSID**

**Beruházási Viták Rendezésének nemzetközi Központja  
(„International Centre for Settlements of Investment  
Disputes” 1966)**

**Mentesüljön az „anyabank” a vitákban való részvételi  
kötelezettségtől - „megállapodás az államok és más  
államok polgárai közötti beruházási viták rendezéséről”**

**134 + 10 tagország**

**Lezárt ügyek száma: 81**

**Függőben lévő ügyek száma: 65**



## **3.6. Magyarország és a Világbank-csoport kapcsolatai**

**1982 - hat (!) hónapon belül az első hitel,**

**- a társfinanszírozásban Magyarország az első példa,**

**- 1982-1989 között 1,5 md \$ hitel,  
összesen 2,35 md \$ külső forrás-  
bevonásban való részvétel,**

**1983-84: 440 m\$ társfinanszírozási hitel**

## **Nagyobb *világbanki* hitelek:**

- **Gabonatermelés gépesítése, gabonátárolás,**
- **Húsipari hűtő- és tárolókapacitások,**
- **Finomvegyipar,**
- **Közlekedésfejlesztés,**
- **I. és II. ipari szerkezetátalakítási program (vegyipari fejlesztések),**
- **70 m \$ távközlésfejlesztésre,**
- **Agráripari finanszírozás,**
- **Szerkezeti kiigazítási program**

## **IFC-projektek Magyarországon:**

- **UNICBank (Reiffeissen),**
- **Magyar-Japán Fermentációipari Rt. (20% japán & 15% IFC-részvény),**

**\***

**Csatlakozás az IDA-hoz, MIGA-hoz és az ICSID-hez,  
Részvétel tendereken - gyöngye eredmények**

# Bretton Woods-i reformtörekvések

- A '90-es évektől sok kritika, reformjavaslat az IMF és a Világbank működésére:
  - **Eredménytelenek a programok**
  - **Rossz ajánlások, amelyek tovább rontják a helyzetet (pl. 1997 Dél-Kelet-Ázsia)**
  - **Túl nagy a politika befolyása**
  - **Rosznak a statisztikák**
  - **Válságok felkészületlenül érték az IMF-t**

## Egyéb nemzetközi pénzügyi intézmények

- **BIS – Bank of International Settlements  
Nemzetközi Fizetések Bankja**
- **EBRD – European Bank for Reconstruction  
and Development  
Európai Újjáépítési És Fejlesztési Bank**
- **EIB - European Investment Bank  
Európai Fejlesztési Bank, az EU fejlesztési  
bankja.**

# Központi Bankok Európai Rendszere

- fő cél: árstabilitás
  - gazdaságpolitika támogatása csak a fő cél veszélyeztetése nélkül
- feladatok
  - monetáris politika meghatározása és végrehajtása
  - devizaműveletek
  - tagállami tartalékok kezelése és őrzése
  - fizetési rendszerek működtetése
  - hitelintézetek működési feltételei (EKB)
  - Euró kibocsátás (EKB)

# KBER függetlenség

- intézményi függetlenség
  - tagállami és európai szervezetektől
- személyi függetlenség
  - kormányzók 5 éves mandátuma
- pénzügyi függetlenség

# KBER pénzügyi függetlenség

- alaptőke 5 milliárd euró
  - GDP+népesség aránya alapján
  - 4 tagállam 5%-os befizetése
  - 3,998 millió euró befizetés
- tartalék
  - 50 milliárd EUR
    - nem euró
    - nem tagvaluta
    - nem IMF tartalék
    - nem SDR
  - tartalék összetétel
    - 15% arany
    - 85% konvertibilis valuta



# Nyílt piaci műveletek

- nemzeti jegybanki tender - hetente /havonta
- finomszabályozás - ad hoc
  - nemzeti jegybankok, vagy EKB (kormányzó tanácsi döntés alapján)
- strukturális beavatkozás
  - adósságpapír kibocsátás
  - nem végleges tranzakciók
  - végleges tranzakciók (bilaterális)

# Rendelkezésre állás

- overnight kamatszint beállítás
  - 1 napos betét
  - 1 napos hitel

# Partnerek és papírok

- partnerek
  - kötelező tartalékolás partnerei
  - prudenciális felügyeletnek megfelelés
- papírok
  - elsőrendű
    - EKB adósságlevél
    - nemzeti jegybanki adósságlevél
  - másodrendű
    - nemzeti jegybanki kritériumok alapján, EKB jóváhagyással

# Monetáris szabályozás

- HICP - fogyasztói árak harmonizált indexe
  - mérték 2% növekedés
  - középtávon tartandó
  - referenciaértéken keresztül
- Referenciaérték
  - M3 pénzmennyiség
  - korrelációs kapcsolata a HICP értékkel statisztikailag igazolt

# Pénzmenyiség

- M1
  - bankjegyek és érmék
  - látra szóló betétek
  - overnight betétek
- M2
  - M1
  - 2 éves betétek
  - max. 3 havi felmondású betétek
- M3
  - M2
  - MPI szektor jegyzett értékpapírok
  - pénzügyi befektetési alapok részesedései, részvényei

# Kötelező tartalékolás(I)

- EKB lista alapján
  - hitelintézetek
  - hitelintézetek eurozónán belüli fiókjai
- megfelelés
  - átlagos tartalékösszeg > tartalékolási kötelezettség
  - tartalékolási időszak átlagában
- tartalékalap
  - betétek
  - kibocsátott adósságpapírok
  - pénzüpiaci papírok

# Kötelező tartalékolás (II)

- tartalékráta - 2% - kivétel:
  - 2 éven túli betétek - 0%
  - 2 éven túl felmondható betétek - 0%
  - 2 éven túli lejáratú adósságlevelek - 0%
- engedmény - 100000 euró
- tartalék elhelyezése
  - nemzeti jegybanki számlán
- tartalékolási időszak
  - hónap 24. - hónap 23.

# KBER szervezete (I)

- kormányzó tanács
  - 6 igazgatósági tag
  - 12 jegybanki elnök
  - határozatképesség
    - tagok 2/3 jelenlétével
  - döntés
    - egyszerű többség, egyenlőség esetén elnök szavazata dönt
    - szavazati arány szerinti többség
      - tőke
      - nyereségfelosztás
      - valutatartalékok
  - feladat
    - monetáris politikai döntések



# KBER szervezete (II)

- igazgatóság
  - elnök, alelnök, 4 tag
  - feladat
    - monetáris politikai döntések végrehajtása
    - kormányzó tanács üléseinek előkészítése

# KBER szervezete (III)

- általános tanács
  - elnök, alelnök
  - 15 jegybank elnök
  - határozatképesség tagok 2/3-val
  - többségi döntés

# ERM-II

- 1997. évi döntés alapján 1999-től
  - euróövezeten kívüli valuták kapcsolódása
  - bilaterális árfolyamrendszer
  - automatikus és korlátlan árfolyamvédelem
  - kivétel: árstabilitás veszélyeztetése
  - 3 hónapos intervenciós hitellehetőség
  - GDR 15%-os sáv (2001-ig)
  - DKK 2,25%-os sáv

# Gazdasági és Pénzügyi Bizottság

- monetáris bizottság megszűnése
- Tanács és Bizottság véleményező szerve
- feladat
  - EU tagállamok gazd. pü. helyzetének értékelése
  - stabilitási és növekedési egyezmény betartása
  - ERM-II működés értékelése

# Stabilitási és növekedési paktum (I)

- 1995 - Madridi Csúcs
- 1997 - elfogadás Amszterdami Szerződéssel
- költségvetési hiány túllépés
  - ECOFIN ajánlás
  - ajánlás publikálás
  - ECOFIN döntés intézkedésre
  - tagállami jelentéstétel

# Stabilitási és növekedési paktum (II)

- szankciók
  - információs kötelezettség
  - EIB hitelpolitika revíziója
  - letét elhelyezés
    - GDP 0.2%
    - túllépés 10 %-a
    - max. GDP 0,5%
  - 2 év után letét átalakítása bírsággá
- tagállami konvergencia programok 1991-től
- Euró övezetben stabilitási programok

# EURO-12 Tanács

- ECOFIN fórum az euróövezetben
- informális szervezet
- nincs jogosítványa EKB-val szemben

## 9. előadás

Nemzetközi pénzügyi válságok  
(1929-33; 1979-82; 1997-98; 2007-  
2010)

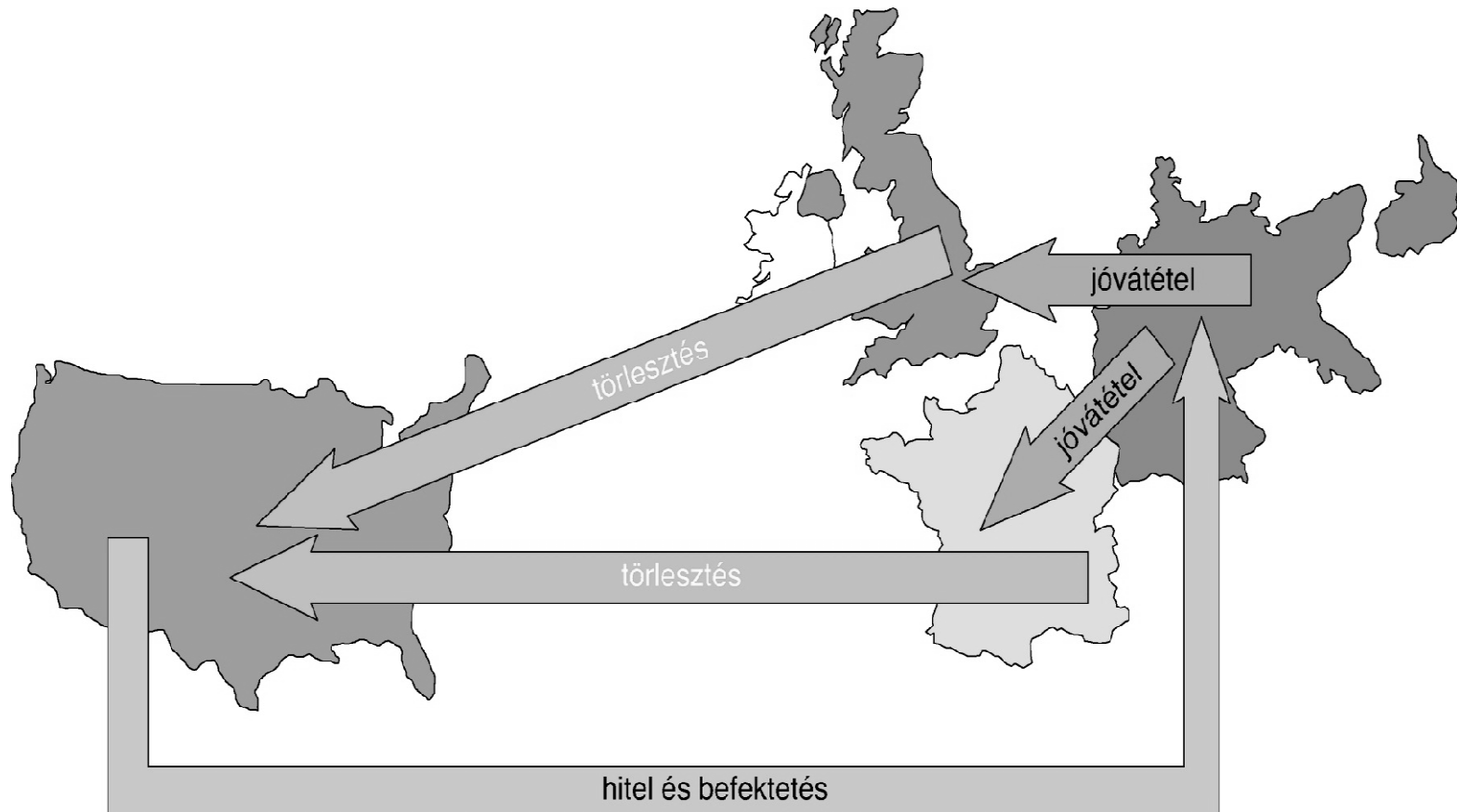


# Adósságválság okai

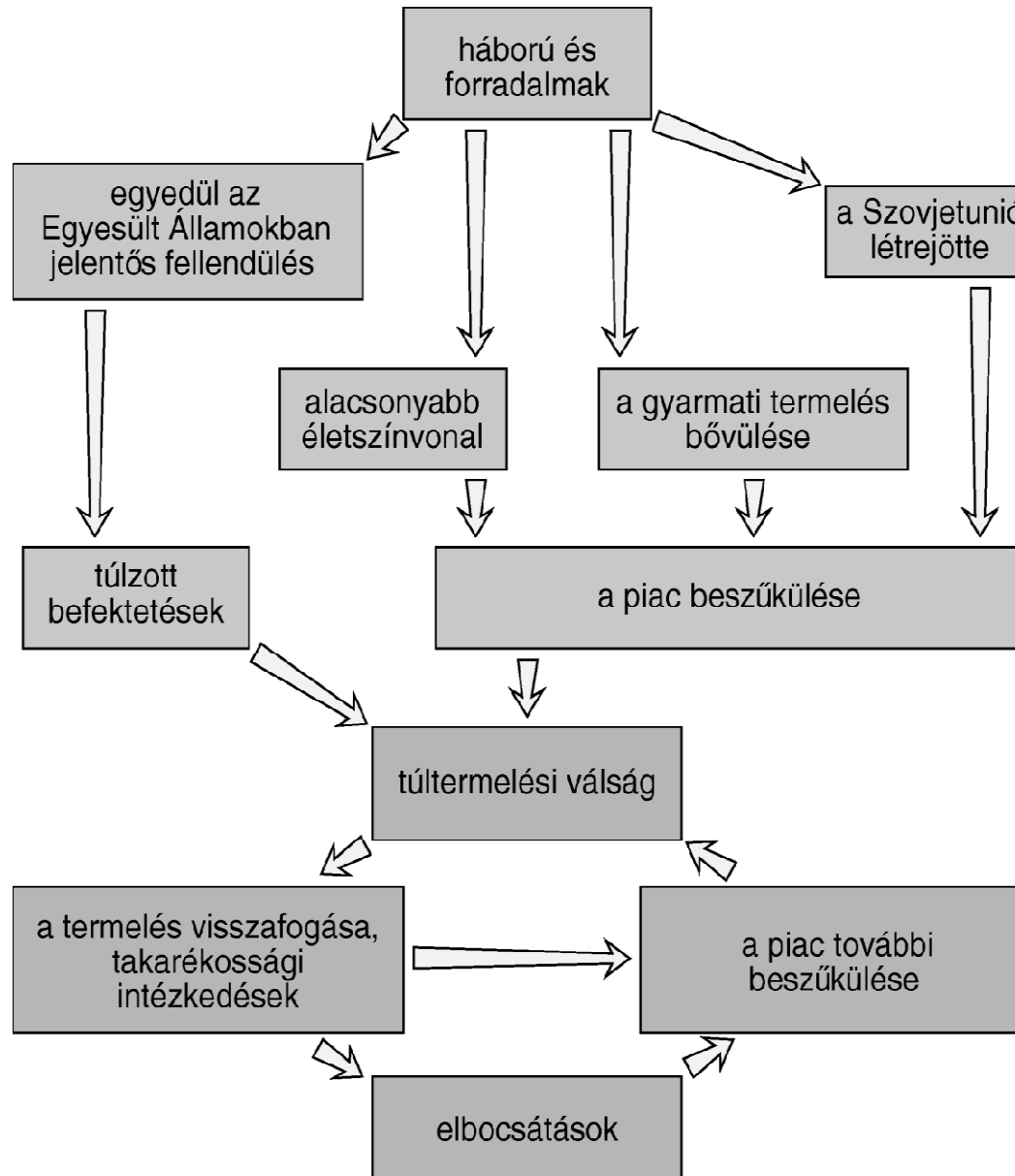
	Belső okok	Külső okok
Gazdaság-politika	<ul style="list-style-type: none"><li>- elhibázott beruházások</li><li>- valuták túlértékeltsége</li><li>- tőkemenekítés</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- olajárrobbanás</li><li>- amerikai kamatpolitika megváltozása</li><li>- felelőtlen hitelezés</li></ul>
Rendszerből fakadó	<ul style="list-style-type: none"><li>- demokrácia hiánya</li><li>- nincs gazdasági ellenőrzés</li><li>- elkésett iparosodás</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- lebegő árfolyamok</li><li>- strukturális recesszió</li><li>- hidegháború</li></ul>

# 1. Előzmények:

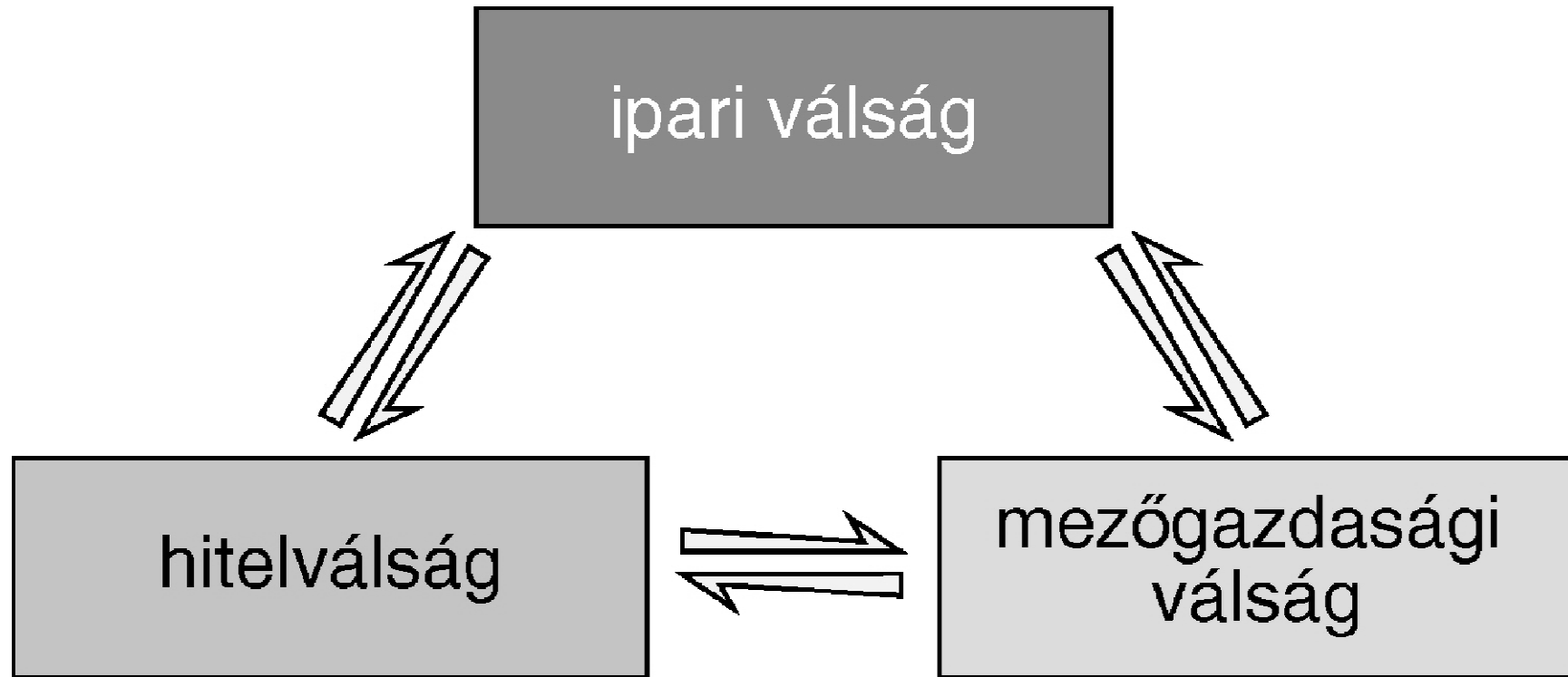
- **DAWES-TERV**



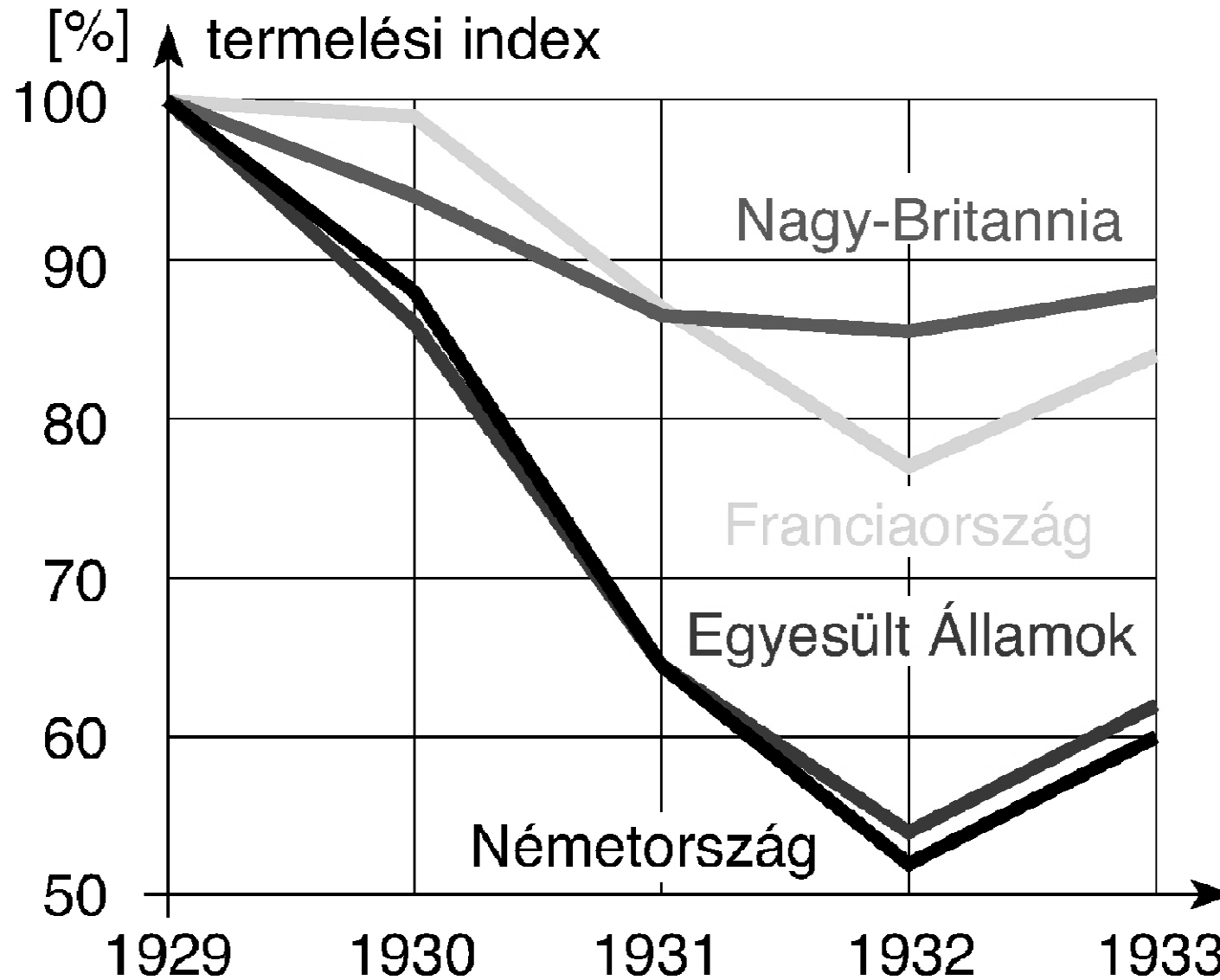
## 2. A gazdasági válság okai és „ördögi köre”



### 3. A válság kiterjedése és következményei

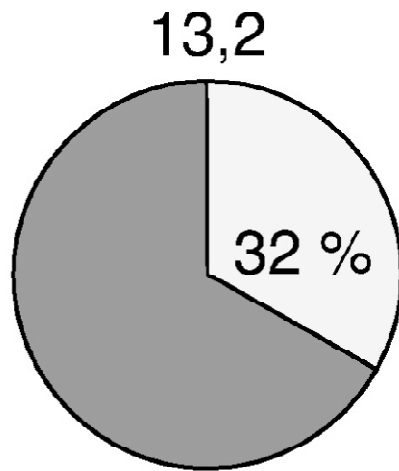


- **Az ipari termelés a válság idején**

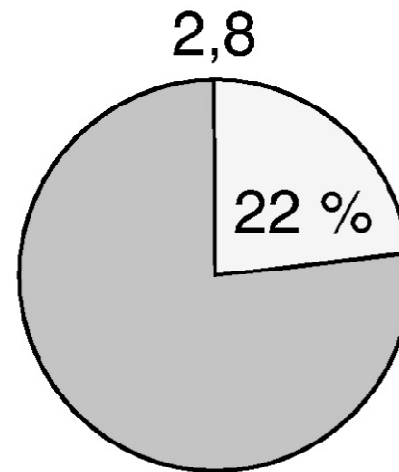


- **A munkanélküliség**

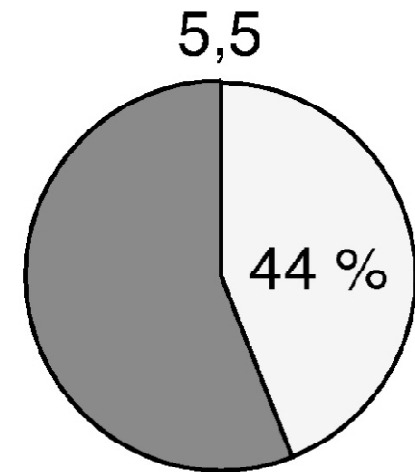
(millió fő)



Egyesült Államok



Nagy-Britannia



Németország

## **4. Megoldási kísérletek:**

- Keynes elmélete, angol közgazdász**
- New Deal, USA-Roosevelt**
- Nemzeti Munkafront, Németország**

## New Deal (Folytatás):

### - Közmunkaprogram

- » Autópálya építés, folyószabályozás, hidak
- » Ha a farmerek csökkentik a földterületüket pénzt kapnak
- » Korlátozta a versengést
- » Minimálbér megállapítása
- » Társadalombiztosítás bevezetése



# ADÓSSÁGVÁLSÁG (1982- )

- Előzmények
  - Újjonnan iparosodott országok finanszírozása
  - Petrodollárok visszaforgatása Arab országok olajbevételeiket elhelyezik bankokba. A bank ezeket kihelyezi. –
  - Hibás v. improduktív beruházások
  - A bankok nem teljesen jól gazdálkodó ügyfeleknek hiteleztek. Oka: Bankok globálisan versenyeznek a részesedésért. Szigorodó monetáris politika  
Fordulat: 1979.

# 90-es évek válságai

- Rögzített árfolyam  $\Leftrightarrow$  versenyképességi probléma
- Adóbevételek nem folynak be  $\Rightarrow$  nagy deficit
- Cserearány-romlás
- Példák:
  - Argentína 1998
  - Oroszország 1998
  - Kelet-Ázsia 1999

# 10. előadás

## Nemzetközi pénzügyi kockázatok, Devizatartalék kezelés

# Pénzügyi - valutáris kockázatok

- A kockázat értelmezése
  - A pénzügyi aktívák jövőbeli értéke elmarad a feltételezett szinttől, vagy passzívák esetén meghaladja azt
- Kockázatfelmérés
  - A negatív események bekövetkezési valószínűségének meghatározása
    - Pl.: milyen valószínűséggel számíthatunk árfolyam- vagy kamatesésre?
  - A várható kimenetekhez tartozó valószínűségek meghatározása
    - Pl.: 30%-os valószínűséggel várható 5%-nál kisebb árfolyamesés; 50% az 5%-nál nagyobb leértékelődés valószínűsége; 20% valószínűséggel az árfolyamok változatlanok maradnak

# Statisztikai alapok

Hozam

$$r_p = \sum_{i=1}^n w_i \times r_i$$

Kockázat

$$s_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i \times w_j \times s_i \times s_j \times R_{ij}}$$

Korreláció

$$R_{ij} = \frac{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \times (y_i - \bar{y})}{s_x \times s_y}$$

# Feladatok 1

- **Egy két elemű portfólió egyenlő arányban tartalmaz részvényeket. Az értékpapírok adatai a következők:**

X részvény Y részvény

- Hozam *18%* *30%*
- Szórás *12%* *24%*
- Korreláció *+0,7*
- Mekkora a portfólió relatív szórása?
- Mekkora az egyes papírok bétája, ha a portfóliót piaci portfóliónak tekintjük?

# Feladatok 2

- **Az alábbi táblázat az X és Y részvény hozamait mutatja az adott évi gazdasági helyzet függvényében:**

	X részvény	Y részvény
● Recesszió	-5%	-10%
● Stagnálás	5%	8%
● Fellendülés	22%	32%

- Tudjuk, hogy a recesszió, stagnálás ill. fellendülés valószínűségei rendre 30%, 40%, 30%.
- Határozza meg a részvények várható hozamait és szórásait!
- Határozza meg a két részvény közötti kovarianciát és korrelációt!
- Határozza meg annak a portfóliónak a várható hozamát és szórását, amelyik 30%-ban az X, és 70%-ban pedig az Y részvényt tartalmazza!

# Feladatok 3

- Egy portfólió X és Y részvényekből áll. Az értékpapírok adatait az alábbi táblázat mutatja.

- |              | X részvény | Y részvény |
|--------------|------------|------------|
| • Hozam      | 35%        | 28%        |
| • Szórás     | 20%        | 15%        |
| • Korreláció | +0,7       |            |
- Mekkora a minimális szórású portfólió relatív szórása?
  - Mekkora az egyes papírok bétája?



# Feladatok 4

- **Két részvényről és a BUX indexről az alábbiakat feltételezzük:**

	T-ComTVK		BUX
• Várható hozam	20%	30%	25%
• Várható szórás	25%	40%	35%
• Korreláció a BUX-al	+0,7		+0,75

- Az éves kincstárjegy hozama 10%.
- Mekkora a két értékpapír bétája?
- A várható hozam adatok birtokában alul-vagy felülértékeltek a részvények?
- Állítson össze minimális szórású portfóliót a két részvényből. A két értékpapír hozamai közötti korreláció 0,5. Számítsa ki a portfólió hozamát és szórását!

# Feladatok 5

- Egy befektetési alap a következő becslést határozta meg az alábbi részvényekre:

	OTP	ZWACK	MOL	RICHTER
• Hozam	20%	25%	30%	35%
• Béta	0,7	1	1,5	2,5

- A BUX várható hozama 25%. A kockázatmentes kamatláb 10%.
- A befektetési alap feltételezései szerint mely részvények alulértékeltek, felülértékeltek vagy helyesen árazottak?

# A pénzügyi kockázatok típusai

- Országkockázat
  - Az országhatárokon átnyúló ügyletek esetén az adott gazdaság pénzügyi, társadalmi politikai struktúrájának felmérése a várható világgazdasági teljesítményének becsléséhez
- Gazdasági vagy pénzügyi kockázat
  - A nemzetközi kereskedelem és tőkeforgalom fejlődésével párhuzamosan kialakuló intézményes adósminősítés
- Árfolyamkockázat
  - Jövőbeli árfolyamváltozások felmérése, ill. a várható veszteségek kiküszöbölése
- Kamatkockázat
  - Az egyes valuták lejáratonkénti kamatlábának önálló és folyamatos változása

# Az országekockázat

- Háború (*külföldi invázió, polgárháború, forradalom, stb.*)
- Politikailag motivált fizetéseképtelenség
- Külföldi tartozások egyoldalú módosítása
- Államosítás
- Természeti csapás
- Súlyos recesszió
- Gazdaságpolitikai hibák
- Hitelfinanszírozási feszültség
- GNP növekedési ütemének tartós csökkenése
- Gazdasági jellegű sztrájkok
- Termelési költségek gyors növekedése
- Exportbevételek visszaesése
- Élelmiszerek és az energia importjának drágulása
- Külföldi hitelfelvételek túlzott felfutása
- Valuta leértékelése, ill. leértékelődése

# Az országekockázat mérése

- GNP vagy GDP növekedési üteme
- Bruttó hazai beruházások alakulása  $\Rightarrow (I/Y)$
- Magán- és közületi fogyasztás  $(C_P, C_G)$
- Bruttó hazai megtakarítás  $(Y-C) \Rightarrow (S/Y)$
- Megtakarítási rés  $(S-I)$
- Pénzkínálat növekedési üteme  $(\Delta M_S)$
- Költségvetési hiány  $(G)$
- GNP deflátor
  - A folyó fogyasztással súlyozott átlagár változása
- Fogyasztói árindex
- Fizetési mérleg
- Nominális és reálárfolyam változás
- Devizatartalékok szintje és változása

# Gazdasági vagy pénzügyi kockázat

- Hitelminősítő ügynökségek
  - **Moody's**: 1909 John Moody
    - AAA; Aa; A123; *Baa123*; Ba; B; *Caa*; Ca; C
  - **Standard & Poor**: 1923
    - AAA; AA+-; A+-; *BBB+-*; *BB+-*; *B+-*; *CCC+-*; CC
  - **IBCA**: európai adósminősítő
  - **J.P. Morgan**: „alternatív” minősítő
    - 14 tényező alapján történő besorolás
- Az ügynökségek állásfoglalásától függ, hogy egy adós hozzájuthat-e az igényelt tőkéhez
- A minősítés határozza meg a kamatfelárat

# Árfolyamkockázat

- Árfolyamesés
  - Túlzottan expanzív monetáris politika
  - Tartós és jelentős mértékű pénz túlkínálat
    - Infláció  $\Rightarrow$  növekvő importkereslet  $\Rightarrow$  folyó fizetési mérleg növekvő deficitje
  - Költségvetési fegyelem hiánya
  - Gyenge gazdasági teljesítmény
- Tobin-féle megoldás
  - Az indokolt rövid lejáratú devizamozgásokat nem lehet szétválasztani a tisztán spekulatív jellegű ügyletektől  $\Rightarrow$  **Tobin-adó**: a forró tőkék áramlásának lefékezésére

# Árfolyamkockázat kezelés 1

- **Határidős fedezés  $\Leftrightarrow$  Forward**

- Hosszú (long) pozíció

- Az exportőr eladja az előre rögzített összegű és árfolyamú külföldi devizáját, hazai valutáért cserébe

- Rövid (short) pozíció

- Ha a külföldi deviza erősödése valószínűsíthető, akkor az importőr hasonló módon védekezhet

- Fedezés készpénzpiacon

- Az importőr azonnal megveszi a szükséges devizamennyiséget, ha ennek erősödése valószínűsíthető a fizetésig, így mentesül a lejáratig bekövetkező felértékelődés költségnövelő hatásaitól



# Árfolyamkockázat kezelés II

- **Swapügyletek**

- Átmeneti jellegű devizafölöslegek és hiányok áthidalására kínál kedvező lehetőséget
- A tulajdonos készpénzár folyamamon eladja a „fölsleges” valutát, de azonnal megköti az ellenügyletet, ugyanazon terminusra határidős vételi ügyletet köt a valuta visszavásárlására
- Gyengülő valuta esetén a visszavásárlás látszólagos nyereségét kell összehasonlítani a kicserélt valuták rövid lejáratra történő befektetéséből származó hozam különbségével
- **Valutahitelswap**
  - Az ügylet megkötésekor készpénzár folyamamon kicserélik a tőkét (a két hitelt)
  - Kamatfizetésekor kicserélik az előre rögzített kamatösszegeket
  - Lejáratkor az eredeti árfolyamon visszacserélik a hiteleket

# Árfolyamkockázat kezelés III

- **Jövőbeli ügyletek  $\Leftrightarrow$  Futures**

- A piaci szervezettség magas foka

- Negyedéves lejáratok, fix teljesítési nappal (március, június, szeptember, december)

- Szabványos összegekre, ill. azok többszöröseire köthetők ügyletek

- Ügyfelek erős földrajzi koncentrációja

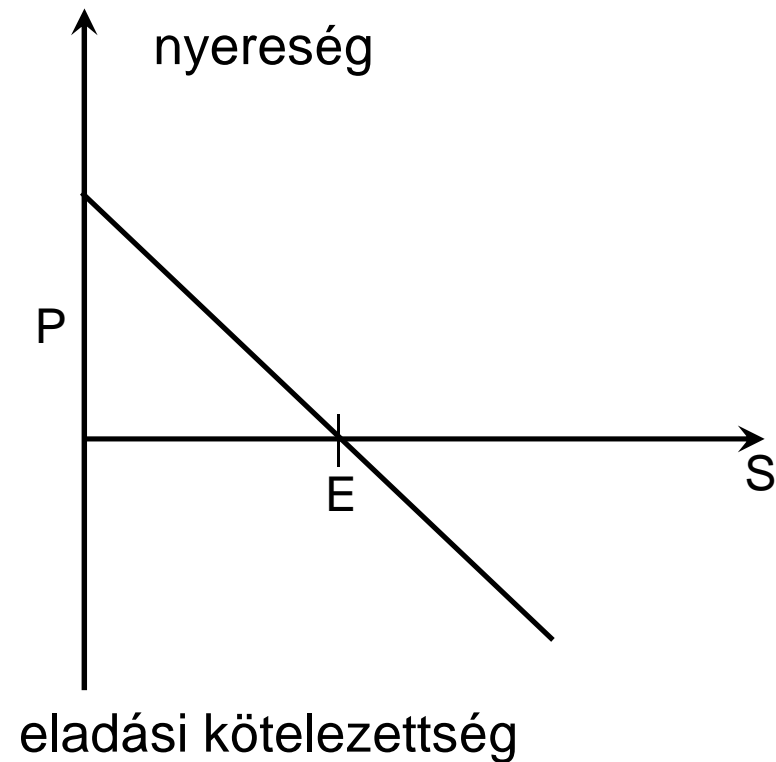
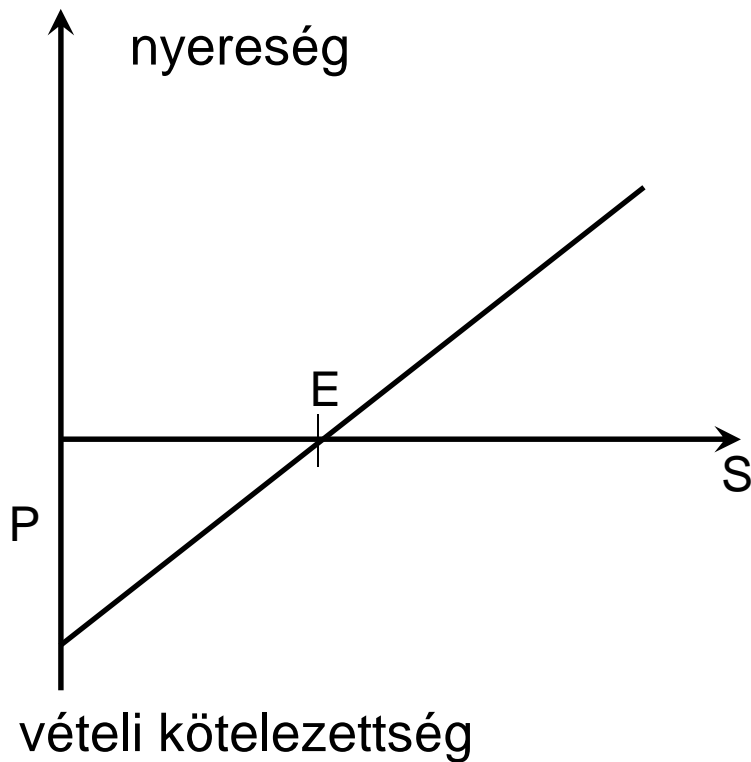
- Ügyletek klíringházon keresztüli lebonyolítása

- Napi piaci helyzet szerinti újraértékelés

- Csak tőzsdetagok közvetítésével köthető ügylet

- Nincs vételi és eladási ár, az ügylet díja az érték 0,05-0,08%-a  $\Leftrightarrow$  brókeri jutalék

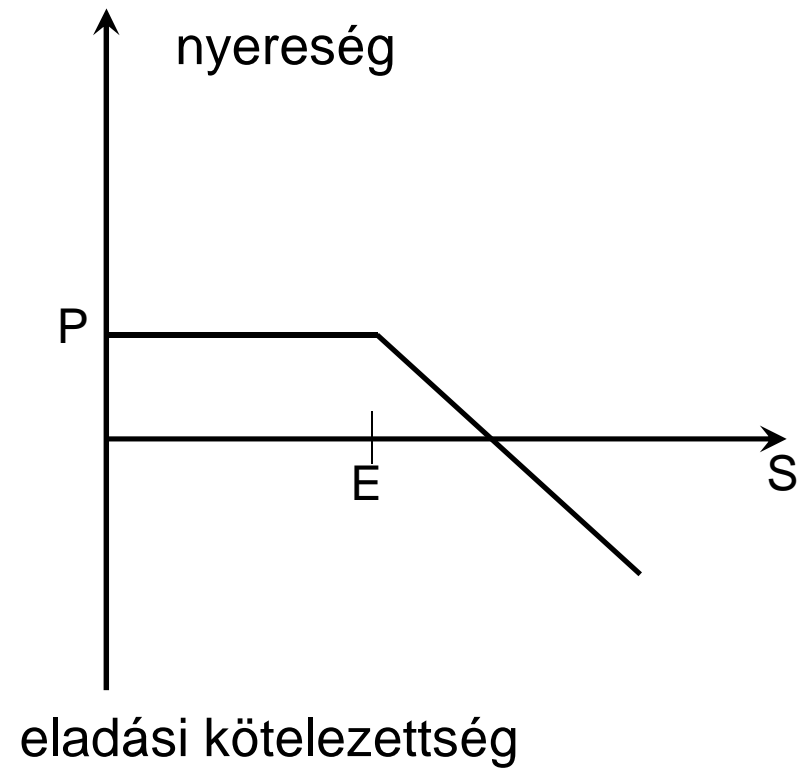
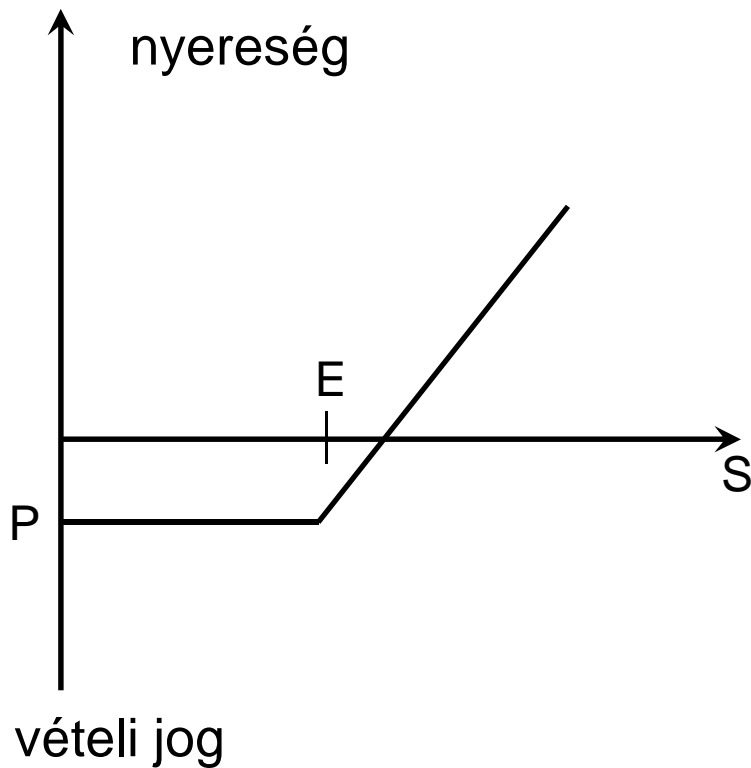
# Forward és Futures ügyletek nyereségfüggvénye



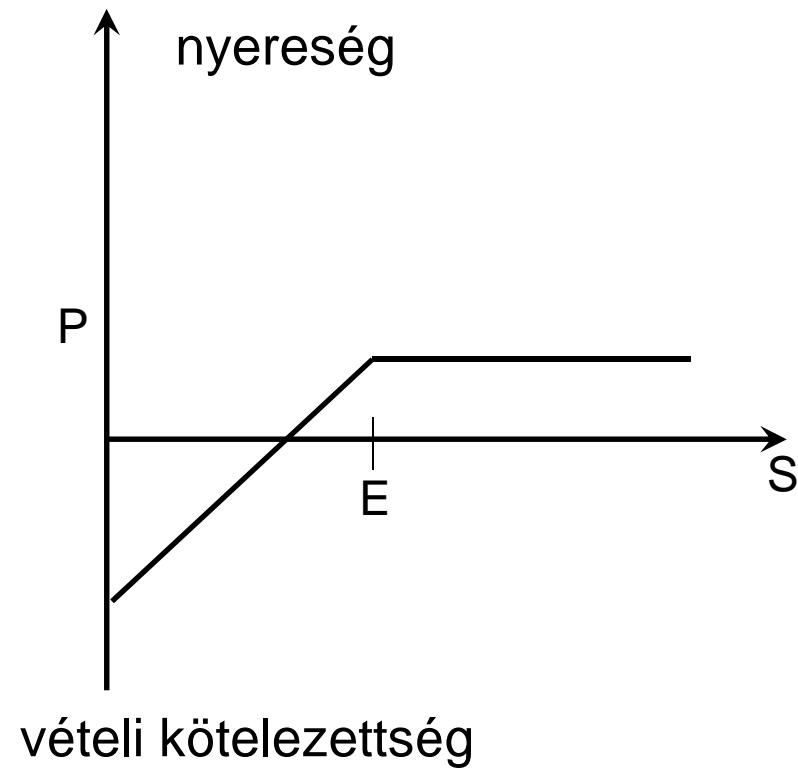
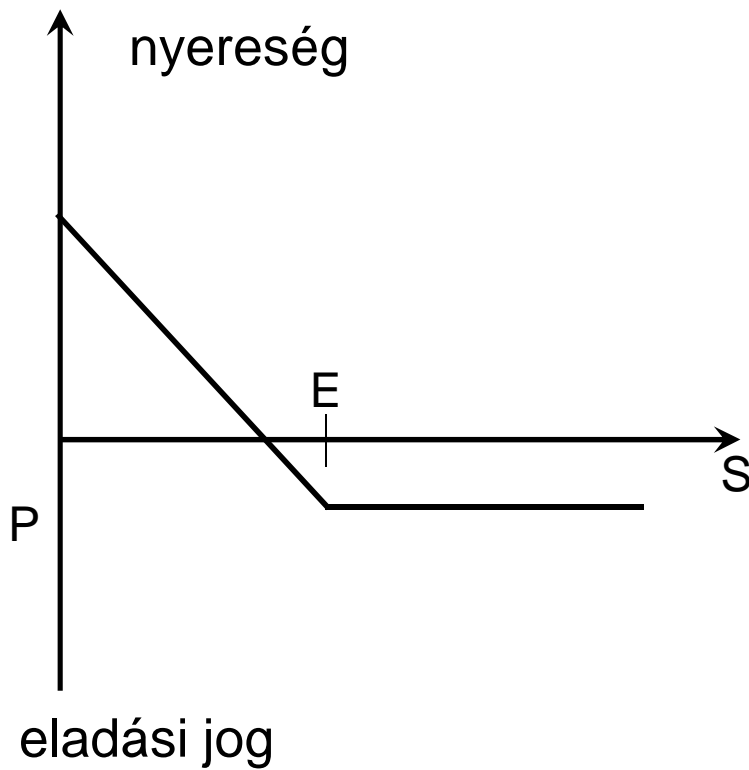
# Árfolyamkockázat kezelés IV

- Tőzsdei jogszerző, **opciós** ügyletek
  - **Amerikai:** a jog lejáratig bármikor érvényesíthető
  - **Európai:** csak lejáratkor válik esedékessé a jog gyakorlása
  - Mindkettő lehet **vételi** (call) és **eladási** (put) opció
  - Az ügylet megkötésekor a jog vásárlójának **opciós díjat** kell fizetni, ennek fejében az opció kiírója vállalja, hogy a tényleges (napi) árfolyamtól függetlenül rögzített áron fogja megvenni, ill. eladni az opció tárgyát
  - Look back opció
    - A teljesítési ár csak lejáratkor határozható meg

# Vételi opció nyereségfüggvénye



# Eladási opció nyereségfüggvénye



# A határidős piacok szereplői

- Fedezeti ügyletkötők (hedgers)
  - Devizaárfolyam vagy kamat kockázatot jelentő követelés, ill. tartozás
- Spekulánsok (traders)
  - Kockázatvállalással járó nagy profit szerzése
    - A hausse spekuláns árfolyam-emelkedésre számít
    - A baisse spekuláns árfolyamesésre számít
- Arbitrzsőr
  - Kamat- és árfolyam-különbözet kihasználása párhuzamos adásvétellel

# Árfolyamkockázat kezelés V

- Valutakosár-módszer
  - Mely valuták kerüljenek be a kosárba?
    - Erősödésre és gyengülésre egyaránt alkalmas valuták a kiválasztandók
  - Az egyes valuták milyen arányban határozzák meg az ügyleti valuta esedékességkor alkalmazandó árfolyamát, s így a fizetésre kerülő összeg nominális értékét?
    - A súlyokat, ill. valutákat úgy kell meghatározni, hogy a várhatóan erősödő, illetve gyengülő eszközök körülbelül azonos mértékű hatást gyakoroljanak a valuta lejáratkori értékére
  - Tompítja a szélsőséges árfolyamkilengéseket



# Kamatkockázat

- Milyen valutákban célszerű **hitelt felvenni**?
- Milyen valutákban kedvezőbb a **hitelnyújtás**?
- Hogyan lehet védekezni az ügyletkötés utáni kedvezőtlen kamatlábmozgásokkal szemben?
- Kamatkockázat fedezése  $\Leftrightarrow$  **kamat-hedge**
  - Hosszú pozíció (**long**): ha a kamatláb csökkenése kedvezőtlen összességében  $\Leftrightarrow$  kamat-futures vétellel fedezhető
  - Rövid pozíció (**short**): ha a kamatláb emelkedése kedvezőtlen a pénzügyi pozícióra  $\Leftrightarrow$  a kamat-futures eladással fedezhető a kamatkockázat

# A külső finanszírozás formái

- Hitel típusú finanszírozás
  - A tőkeimportőr a jövőben a teljes hitelösszeget visszafizeti kamatokkal együtt
- Nem hitel jellegű tőkeimport
  - Nincs visszafizetési kötelezettség
    - Adományként kerül a tőke a országba  $\Leftrightarrow$  a tulajdonos végérvényesen lemond eszközeiről
    - A tőketulajdonos működteti az eszközöket  $\Leftrightarrow$  a befogadó országgal szemben nincs visszafizetési követelése
- Működőtőke-beáramlás esetében sem zárható ki a későbbi tőkekiáramlás
  - A profitrepatriálás a befogadó gazdaság teljesítményének függvénye  $\Leftrightarrow$  konjunktúra esetén elvileg jelentős lehet a profitkivonási szándék
  - Ugyanakkor a magas hozamok reinvesztícióra ösztönözhetik a tőketulajdonost

# Az „optimális” külső finanszírozás

- Tartós vagy átmeneti a külső finanszírozási igény?  
⇔ Strukturális vagy likviditási probléma okozza a tőkehiányt?
- Milyen mértékű az ország eladósodottsága?
- Mennyire liberalizált az ország számára a nemzetközi tőkeforgalom?
- Milyen vonzerőt fejt ki az adott gazdaság a tőketulajdonosok számára?
- Milyen mértékű hivatalos támogatásra, segélyre vagy hitelre van kilátás?

**Egyetlen csatorna túlzott dominanciája sem tekinthető optimális megoldásnak!**

# Árfolyamarbitrázs

- Tegyük fel, hogy egy időpontban Tokióban  $1\text{₺} = 8\text{¥}$  és Londonban  $1\text{₺} = 2\text{\$}$
- Ebben az esetben New Yorkban a  $\text{\$/¥}$  keresztárfolyamnak 4-nek kell lennie
- Minden más esetben az arbitrázsőr profitot realizál
- Például  $1\text{\$} = 6\text{¥}$  árfolyam esetén az  $1\text{\$}$ -t átváltja  $6\text{¥}$ -re, azt Tokióban  $0,75\text{₺}$ -ra, a  $0,75\text{₺}$ -ot pedig Londonban  $1,5\text{\$}$ -ra
- Az egy időben kötött három ügylettel  $0,5\text{\$}$  kockázatmentes profitot ért el
- Az arbitrázs lehetősége mindaddig fennáll, amíg a  $\text{\$/¥}$  keresztárfolyam el nem éri a 4-et

# 11. előadás

## Nemzetközi tőkeáramlások

## A nemzetközi tőkeáramlás típusai

A tőke jelenthet fizikai tőkét, valamint pénztőkét. Ennek megfelelően a tőkeáramlás három alapvető típusát különböztetjük meg:

- A közvetlen külföldi befektetéseket;
- A portfólió-befektetéseket; illetve
- A hitelek és segélyek nemzetközi áramlását.

# Nemzetközi tőkeáramlás

## A külföldi közvetlen befektetések fő indítékai

- **Komparatív előnyök** elméletéből következően a tényezőmozgás a különböző megtérülési rátákból adódik.
- **Heckscher-Ohlin modell:** ha megengedjük a tényezők áramlását, akkor a tőke/munkaintenzív termék helyett magát a tőkét/munkát fogják exportálni az országok.

# Nemzetközi tőkeáramlás

- 1. A tökéletes tőkepiacok feltételezése esetén:**
  - Eltérő hozamlehetőségek;
  - Diverzifikáció (kockázatcsökkentés a portfólió-befektetések esetén);
  - Méretgazdaságossági előnyök minél jobb kihasználása.
- 2. Tökéletlen piacok esetén:** vállalatgazdasági magyarázatok – eltérő tőkeerejű vállalatok, multik.
- 3. Valutáris iskola:** alul- vagy felülértékeltség.



# Motivációk az egyes közgazdasági iskolák szerint: klasszikus elmélet

A külföldi tőkeberuházásokat azzal a feltételezéssel zárják ki, hogy a tőke tulajdonosai nem vállalnák az emigrációt a nagyobb tőkehozadék reményében

# Motivációk az egyes közgazdasági iskolák szerint: neoklasszikus elmélet

1. A tőkeáramlás nem feltétele a tökéletes egyensúlyt biztosító mechanizmusnak;
2. Sőt a tényezőárak nemzetközi kiegyenlítődésének sem. Ugyanis ebben a modellben az áruk nemzetközi cseréje révén a termelési tényezők mobilitása nélkül feltételezik a tőke- és munkaerő árának kiegyenlítődési folyamatát;
3. De ebből a modellből fakad a tőke- és munkaerő „természetes” áramlási iránya is;
  - A tőke a fejlett országokból a fejletlenekbe
  - A munkaerő a fejlettekbe a fejletlenekből
  - Az áramlás addig tart, amíg meg nem szűnnek a relatív tényezőellátottságban meglévő különbségek

# Motivációk az egyes közgazdasági iskolák szerint.

## Marx

1. A tőkeexport kérdése nagy szerepet kapott az elméletben
2. Marx a tőke természetes mozgásterének a világpiacot tekintette
3. Tőke két fajtája:
  - Árutőke
  - Termelő tőke
    - Működő tőke (FDI, portfólió-befektetés)
    - Kölcsöntőke

# Motivációk az egyes közgazdasági iskolák szerint.

## Marx

- A marxi szemlélet élesen megkülönbözteti a munkájukból és tőke jövedelméből élő rétegeket;
- Ez a választóvonal 2. vh. után, különösen a 80-90-es évektől kezdődően egyre kevésbé markánsabb;
- A tőkeexport pozitívum, mert ez teremti meg a szocializmus megvalósítását szükségszerűen megelőző kapitalizmust az elmaradott országokban – a klasszikus marxista szemlélet szerint;
- A marxi szemlélet feltárja a tőketulajdonnak és a tőkefunkciónak az elkülönülését (rt. forma szerepe);
- A külföldi tőkeberuházás motívuma a tulajdonosok rendelkezésére álló ösztőke profitrátájának növelése;
- De ezt az **időszakot** a fölösleges tőke és az árutőke értékesítési problémáinak megoldásaként értelmezte, ezért csak a gazdasági konjunktúra leszálló ágában feltételezte.

# Motivációk az egyes közgazdasági iskolák szerint.

## Marx

- A tőkeexportot összefüggésbe hozták a termelés és fogyasztás ellentmondásával, a fölös tőkék képződésével és a profitráta süllyedő tendenciájával;
- Az ún. **piacprobléma** e felfogás szerint szükségszerűen mind súlyosabbá válik;
- A nemzeti keretek között jelentkező piacproblémát a tőke exportja oldja meg ebben a rendszerben;
- Különösen a működő tőke exportja kedvező, mert bővíti piacot és a növeli a tőke tulajdonosainak jövedelmét;
- E mellett a gazdasági struktúrákra is hatással van, a nemzetközi munkamegosztás és specializáció meghatározója.

# A keynesi- és posztkeynesi felfogás

- Megkérdőjelezte az automatikus egyensúly és tökéletesen kompetitív piac feltételezését;
- Így a tőkeellátottság nemzetközi eltéréseiből származó természetes tőkeáramlási irányt is;
- Ilyen pl. a gyenge valutájú országokban az erős idegen valuták iránti kereslet = tőkemenekülés;
- Ez nem illik bele a neoklasszikus koncepcióba;
- Vagy keresztirányú áramlások a 90-es években;
- Tőke perverz nemzetközi áramlása, a neoklasszikus koncepció ellentétele;
  - Magyarázó okok:
    - A fejlett országokban a tőke határtermelékenységét növelő technológiai beruházások
    - Vámuniók, gazdasági integrációk fejlődése
    - Befogadó ország fogyasztói kultúrája

# A keynesi- és posztkeynesi felfogás

- A perverz tőke fogalmának megfogalmazója (Thomas) Balogh
- A posztkeynesi szemléletben a tőke áramlás kedvező hatását is megkérdőjelezzik:
  - A nemzeti tőke megerősödése előtt a tőkebeáramlás hátráltatja a gazdaság fejlődését
  - Myrdal e mellett utal a külföldi beruházások enklávé jellegére is a fejlődő országokban. Így nincs jövedelmi hatás, és nem gerjeszt keresletet a helyi termékek- szolgáltatások iránt
  - Furtado szerint a függés növekedésében nagy szerepet játszanak a külföldi társaságok
  - Hirschman a latin-amerikai országok elmaradottságát a külföldi tőke beáramlásával hozta összefüggésbe

# 12. előadás

## Külföldi közvetlen beruházások



# Nemzetközi tőkeáramlás – „mai” motívációk

## **1. Vernon-féle** termékéletciklus-hipotézis.

- Szakaszok: hazai termelés; export; tőkeexport; külföldi termelés.

## **2. Porter** három csoportra osztja a nemzetközi termelő-vállalatokat:

- Exportáló hazai vállalat;
- Multi-domestic vállalatok (országokénti irányítás, csekély központi koordináció);
- Globális vállalatok (kiterjedt központi ellenőrzés).

# A külföldi közvetlen befektetések motivációi (Dunning-féle)

## **1. Erőforrások** megszerzését célzó befektetések:

- Nyersanyag, energia, természeti erőforrások;
- Olcsó munkaerőforrás;
- Szellemi tőke alacsonyabb költségei.

## **2. Piac** megszerzését célzó befektetések:

- Zöldmezős beruházások;
- Barnamezős beruházások;
- Felvásárlások.

## A külföldi közvetlen befektetések motivációi

### 3. Hatékonyság növelésére irányuló befektetések:

- Tényezőellátottság;
- Termékdifferenciáció;
- Méretgazdaságosság.

### 4. Stratégiai előny megszerzését célzó befektetések:

- A megszerzett cég vagyonelemeinek elsajátítása.

# A külföldi közvetlen befektetések motivációi (OLI)

A transznacionális társaságok befektetései által megszerezhető előnyök fő forrásai

- Tulajdon-specifikus előnyök (Ownership);
- Lokáció-specifikus előnyök (Location);
- Internalizálási előnyök (Internalization);
- Klasszikus elmélet: fejlettek és fejletlenek között; 80-as, 90-es évek: fejlettek között.
- Hierarchia és hálózat.

## Stratégiai szövetségek fő jellemzői

- A felek megőrzik alapvető önállóságukat;
- Hosszabb távra szólnak;
- Kölcsönösen előnyös együttműködés;
- Kölcsönösen egymás rendelkezésére bocsátanak erőforrásokat;
- Tevékenységeik bizonyos mértékig integrálódnak.

# Transznacionális Vállalatok (TNC)

## TNC-k és MNCs megkülönböztetése

- MNC-s: tulajdonilag kettőnél több nemzetgazdasághoz tartozik;
- De működésében, irányításban ez az elkülönülés nem érvényesül;
- TNC-s: a vállalat működésének középpontjában a globális optimalizáció áll, amit az az anyag gazdaságban lévő tulajdonosi csoport érdekei határoznak meg.

# Transznacionális Vállalatok (TNC)

- Először egy 1974-es ENSZ Gazdaság és Szociális Tanács (ECOSOC) dokumentumban
- UNCTAD:
  - Kettő vagy több országban működik;
  - Centralizált döntéshozatal;
  - Egységes vállalati stratégia;
  - A különböző országokban tevékenykedő vállalatok között megosztják a pénzügyi eszközöket, technikai eszközöket, know-how, és információkat.
- OECD:
  - Olyan cégcsoport, amely különböző országokban működtet vállalatokat vagy más egységeket foglal magába;
  - A cégek közül egy képes meghatározó befolyást gyakorolni a többi tevékenységére.

# Koncentrációk – fúziók

- A 80-as évek végén kezdődött
- Ennek ellenére a fúzió és koncentráció egy bizonyos méret felett nem jár feltétlenül hatékonyság-növekedéssel
- Az előnyök alapvetően nem a mérethatékonyságból, hanem az economies of scope-ból származik (szinergia, tevékenységek bővülése)
- A fúziókat a kritikus nagyság, s tevékenységi integráció nemzetközi lehetősége ösztönzi



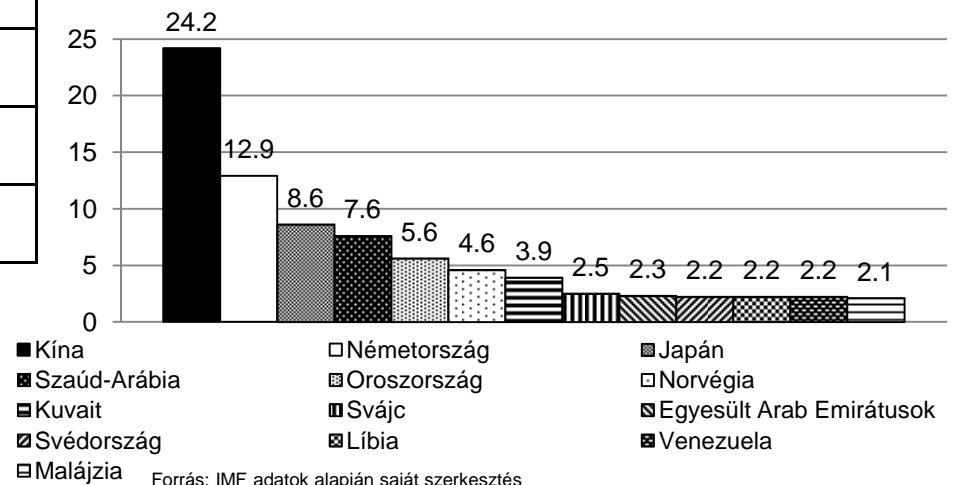
## A tőke szabad áramlásáról

FDI állomány (milliárd dollár)	1990	2006
Világ	1.941	12.415
Fejlett országok	1.582	9.405
Fejlődő országok	358	2.798

FDI áramlás (flow, milliárd dollár)	1989-1991	2004-2006
Világ	186	1029
Fejlett országok	154	700
Fejlődő országok	20	300
Dél-Kelet-Európa, FÁK-országok	..	29

- 2008-ban véget ért a 2004 óta tartó jelentős növekedést felmutató FDI áramlási időszak, 2007-ben 19.000 milliárd USD volt a közvetlen külföldi befektetések értékének legmagasabb szintje. 2008-ban már a válság következtében is ez az érték kb. 17.000 milliárdra mérséklődött. 2009-es előrejelzés: 12.000 milliárd dollár)

Nettó tőkeexportőr országok 2008-ban (az összes tőkeexport arányában, %)



## A tőke szabad áramlásáról

### Zöldmezős FDI projektek száma (2007) állománya (milliárd dollár, 2006)

	2007	2006
Primer szektor	605	988
Szekunder szektor	5.776	3.520
Tercier szektor	5.322	7.720
Összesen	11.703	12.415

	Anyavállalatok száma (ezer)	Leányvállalatok száma (ezer)
Fejlett ország	56	366
Fejlődő országok	20	413
Magyarország	..	26

### A világ legnagyobb TNC-i mérleg-főösszeg alapján

	Mérleg-főösszeg (milliárd \$)	Alkalmazottak száma (ezer fő)
General Electric	697	319
British Petroleum Company Plc	217	97
Toyota	273	299
Royal Dutch/Shell Group	182	108
Exxonmobil Corporation	252	82
Ford	79	283
Vodafone	37	63
Total	147	95
Electricite De France	74	156
Wal-Mart Stores	151	1.910

# FDI: előny-hátrány a fogadó országban

## **Előnyök**

- Finanszírozási források bővülése;
- Külkereskedelmi többlet;
- Foglalkoztatottság bővülése;
- Közvetett foglalkoztatottsági hatás, beszállítók;
- Technológia-import;
- Szervezeti megoldások importja;
- Külpiaci kapcsolatrendszer fejlesztése;
- Kockázatcsökkenés.

# FDI: előny-hátrány a fogadó országban

## Hátrányok

- Gazdasági autonómia csökken;
- Technológiai függés;
- Helyi erőforrások külföldi kézbe kerülnek;
- Nő a külföldi befolyásolás;
- Szerkezeti változások nemkívánatos iránya;
- Nő a sebezhetőség (profitkivonás);
- Torz külgazdasági struktúra alakulhat ki.

# 13. előadás

## Nemzetközi hitelfinanszírozás; Adósságkezelő politikák

# Állami szerepvállalás finanszírozása eladósodás útján. Összetevői:

- Nettó finanszírozás
  - költségvetési hiány (elsődleges hiány + kamatfizetés)
  - egyéb – hiányban nem szereplő – kötelezettségek (pl. konszolidáció), adósságvállalások (pl. MÁV)
- Meglévő adóssággal kapcsolatos tranzakciók
  - lejáró adósság megújítása
  - adósságállomány átértékelődése (pl. árfolyamveszteségek)
- Bruttó finanszírozás

# Az adósság kialakulása a gazdaság teljesítményéhez képest, illetve a maastrichti kritériumok tükrében

- 1990–1994: A rendszerváltás után a gazdasági szerkezetátalakításhoz (pl. bankkonszolidáció) szükséges volt aktív állami szerepvállalás, ami romló gazdasági teljesítmény mellett jelentős eladósodáshoz vezetett.
- 1995–2001: Magára találó gazdaság, a privatizációs bevételek adósságtörlesztésre történő felhasználása, gyorsan csökkenő adósságráta, maastrichti adósságkritérium teljesítése.
- 2002: újra emelkedő adósságráta.
- 2004: az államadósság 56,7%, az ESA95 módszertan szerint több.

# Az adósság szerkezete

## Devizanem szerint: forint-deviza

- Forint-deviza összetétel az adósságállományban:
  - a devizaadósság legfőbb *kockázata* az állam szempontjából: árfolyamkockázat – az alacsonyabb kamatok miatt olcsónak tűnő devizafinanszírozás az árfolyam hirtelen leértékelődése miatt költségessé válhat
  - devizaadósság *pozitívuma*: szélesebb befektetői kör és a hazai állampapírpiac „tehermentesítése” \*
  - forintadósság *előnye*: nincs árfolyamkockázat
  - forintadósság *hátránya*: magasabb hozamszint.



# Az adósság szerkezete

Formája szerint: értékpapír, hitel

- Hitel és állampapírok megoszlása az adósságállományban:
  - az állampapírpiac fejlődésével egyre nőtt az „értékpapírosított” adósság aránya + hitelek ma főleg nagy nemzetközi intézményektől (Világbank, EIB, EBRD), illetve hazai hitelátvállalásokból származnak;
  - állampapírpiac: a leglikvidebb és legkisebb hitelkockázatot hordozó értékpapírok piaca. 2003-ban a másodpiaci forgalom *24 000* milliárd forint, míg a piacon forgó állomány *6 200* milliárd forint volt;

# Az adósságkezelés célja

- a finanszírozás elfogadható kockázatok mellett a lehető legalacsonyabb hosszú távú hitelfelvételi költségekkel egységes szemléletben valósuljon meg;
- elfogadható kockázatok: átváltás kockázat és költség között;
- (példa: mennyiségi korlátoktól eltekintve a jelenlegi hozamszintek mellett sokkal olcsóbb lenne külföldi devizában eladósodni, de nagy az árfolyamkockázat a forint esetleges gyengülésekor)
- hosszú táv: az adósságkezelés folyamatos tevékenység, úgy kell végezni, hogy a befektetők mindig érdeemesnek találják finanszírozni az államot;

# Szereplők

- a kibocsátó: magyar állam;
- a kibocsátó képviselője: ÁKK;
- az elsődleges piac: elsődleges forgalmazók, lakosság, külföldi bankok (devizakibocsátáskor);
- befektetők: természetes és jogi személyek bel- és külföldön.

# Államadósság Kezelő Központ tevékenységi körei

- ellátja valamennyi, az adósságkezeléssel kapcsolatos funkciót:
  - forint-deviza kibocsátások,
  - kamatfizetés és törlesztés,
  - a költségvetés éves finanszírozási tervének elkészítése és az éves kamatkidadások megtervezése,
  - a hosszú távú finanszírozási stratégia kidolgozása,
  - kockázatkezelés,
  - nyilvántartás,
  - az államadósság finanszírozásával és az állampapír-piaccal kapcsolatos információk széleskörű és gyors közzététele,
  - likviditáskezelés,
  - piaci szereplő, piacszabályozó és -fejlesztő (piaci hatékonyság biztosítása)

# Aktualitás

- A bruttó államadósság 2004-ben **11.592** milliárd forintot ért el, ami a becsült GDP **56,7** százaléka, így az adósságráta kismértékben csökkent, 0,3 százalékponttal kevesebb a 2003. évinél.
- Az idén szűkítik az államadósság hazai finanszírozásának arányát és növelik a - hazainál olcsóbb - devizafinanszírozás lehetőségét.
- Tavaly a központi költségvetés nettó finanszírozási igénye 1.098,7 milliárd forint volt, ami nagyjából megegyezett a 2003. évi finanszírozási igénnyel és több mint 200 milliárd forinttal volt kevesebb a 2002. évi nettó finanszírozási igényénél. A nettó állampapír-kibocsátás összege 1.229 milliárd forintot tett ki, jelentős arányú volt a nettó devizakibocsátás, a forint állampapír-piac stabilizálódott.

# „Államadósság ... Ebből az Ön adóssága: ...”

- - A kérdést úgy lehetne feltenni: kíváncsi-e Ön arra, hogy az államadósság finanszírozására mennyit költ az állam az Önök adójából? Összehasonlítva persze azzal az összeggel, amit az államadósság által (ami gyakorlatilag előre elköltött adóbevétel jelent) létrejött beruházások haszonként hoztak.
- - Az államadósság mértékében ugyanis csak az a kérdés: többbe kerül-e, mint amennyi hasznot hoz. (Nem mindegy, hogy belső fogyasztást élénkítünk hitelekből, vagy gazdaságfejlesztő beruházásokat finanszírozunk)
- - Ameddig a mérleg pozitív, „akármennyi” is lehet az államadósság: akár a fele, akár a duplája – Önmagában egy szám nem mond semmit.