

TŐKEMOBILITÁS ÉS STABILIZÁCIÓS POLITIKA RÖGZÍTETT ÉS LEBEGŐ ÁRFOLYAMRENDSZERBEN*

A világ még mindig zárt gazdaság, de régiói és országai egyre nyitottabbá válnak. Azt a tendenciát, mely az áruk szabadabb mozgásában és a tőke megnövekedett mobilitásában egyaránt megnyilvánult, az európai kereskedelmi- és árfolyam-korlátozások, valamint a vámvédelem reál terheinek fokozatos leépülése és az árfolyamok 1914 óta eltelt időszakhoz viszonyítva páratlannak mondható stabilitása ösztönözte. A nemzetközi gazdasági környezet a pénzügyi integráció irányába mozdult el¹, és ennek az elmozdulásnak fontos gazdaságpolitikai következményei vannak.

Írásom a tőke megnövekedett mobilitásának elméleti és gyakorlati következményeivel foglalkozik. Annak érdekében, hogy következtetéseimet a lehető legegyszerűbb formában mutassam be, és hogy a gazdaságpolitika számára releváns következtetésekre felhívjam a figyelmet, a tőke mobilitásának olyan extrém fokát feltételezem, melynél egy ország sem tud fenntartani a kamatlábak általános külföldi szintjétől eltérő hozamot. Ez a feltételezés természetesen túlzó, de megvan az az előnye, hogy olyan helyzetre épít, amely felé a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok nagy valószínűséggel tartanak. Ugyanakkor állíthatjuk, hogy a feltételezés nem áll messze az igazságtól olyan pénzügyi központok esetében, mint Zürich, Amszterdam és Brüsszel, ahol a hatóságok már felismerték, hogy egyre kisebb mértékben képesek meghatározni a pénzpiaci feltételeket és elszigetelni a piacokat a külföldi befolyástól. Feltételezésünk olyan országban is releváns, mint Kanada, ahol a pénzügyi piacok történéseit nagyrészt a hatalmas New York-i piac határozza meg.

* *Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. Canadian Journal of Economic and Political Sciences*, 1963. november, 29(4), pp. 475–485. Barabás Gyula fordítása.

A cikk a Canadian Political Science Association Quebecben tartott éves összejövetelén került bemutatásra 1963. június 6-án. A cikk születése idején a szerző az IMF munkatársa volt, ez azonban természetesen nem jelenti azt, hogy a cikk az IMF hivatalos véleményét tükrözi.

¹ A rögzített árfolyamrendszerben történő pénzügyi integráció értékes elemzése megtalálható: James C. Ingram: A Proposal for Financial Integration in the Atlantic Community. *Joint Economic Committee*-print, 1962. november. A devizaárfolyam árrésekkel kapcsolatban lásd Harry G. Johnson: Equilibrium under Fixed Exchange Rates. *American Economic Review*, LIII, 1963. május, pp. 112–19. A pénzügyi központok versenyét elemzi az integráció előrehaladása során C.P. Kindleberger: European Economic Integration and the Development of a Single Financial Center for Long-Term Capital. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 90, 1963, Heft 2, pp. 189–210. A kapcsolódó témakörök elméleti elemzését adja A.N. McLeod: Credit Expansion in an Open Economy. *Economic Journal*, LXII, 1962. szeptember, pp. 611–40.

I. AZ ELEMZÉS MÓDSZERE

A tőke tökéletes mobilitásának feltételezése azt jelenti, hogy a rendszerben minden értékpapír tökéletes helyettesítője bármely másiknak. Mivel különböző devizákkal kell számolnunk, a fennálló árfolyamokkal szembeni várakozások szerint az árfolyamok végtelenül sokáig nem változnak (még akkor sem, ha az árfolyam nem rögzített), és az azonnali és a határidős árfolyamok azonosak. A feltételezések szerint nincsenek sem a spekulációval, sem határidős piacokkal, sem pedig az árfolyam-árrésekkal kapcsolatos komplikációk.

Annak érdekében, hogy olyan politikákra összpontosítsunk, melyek befolyásolják a foglalkoztatás szintjét, feltételeztem, hogy van munkanélküliség, a skáláhozadék állandó, és a nominális bérek rögzítettek. Mindez azt jelenti, hogy a hazai termelés kínálata rugalmas, az árszint pedig konstans. Feltételeztem továbbá, hogy a megtakarítások és az adók a jövedelem növekedésével emelkednek, a beruházás függ a kamatlábaktól, és a pénzkereslet csak a jövedelemtől és a kamatlábtól függ. Utolsó egyszerűsítésem pedig az, hogy a megfigyelt ország túl kicsi ahhoz, hogy a külföldi jövedelmet, illetve a hozamok nemzetközi szintjét befolyásolja.

A monetáris politika feltételezésünk szerint értékpapírok nyíltpiaci vételében ölt testet, míg a fiskális politika a hazai árukra fordított költségvetési kiadások növekedésére hat, melyet az államadósság növelésével finanszíroznak. Az árfolyam akkor lebegő, ha a monetáris hatóság nem avatkozik be a devizapiacra, s akkor rögzített, ha beavatkozik: egy meghatározott árfolyam mellett veszi és eladja nemzetközi tartalékait.

1. TÁBLÁZAT

Szektor/Piac	árúk	értékpapírok	pénz	nemzetközi tartalékok
kormányzat	T-G	+ hitelfelvétel	+ pénzkereslet csökkenés	+ *1 = 0
magánszféra	S-I	+ hitelfelvétel	+ pénzkereslet csökkenés	+ *2 = 0
külföld	+ M-X	+ tőkekiáramlás	+ *3	+ a tartalékok növekedése = 0
bankok	+ *4	+ nyílt piaci eladás	+ monetáris expanzió	+ külföldi deviza eladás = 0
	=	=	=	=
	0	+ 0	+ 0	+ 0 = 0

*-gal az elhanyagolható vagy figyelembe nem vett tételeket jelöltük: az (1)-es a Kincstár külföldi devizatartalékait jelöli, a (2)-es bankrendszeren kívüli belföldi szereplők által tartott devizára utal, a (3)-assal a külföldiek által tartott hazai devizakészleteket (a hazai deviza nem kulcsfontosságú a nemzetközi piacokon), (4)-essel pedig a bankrendszer árumérleghez való nettó hozzájárulását jelöltük.

Érdemes megjegyezni, hogy ha a táblázat celláit *ex ante*, vagy tervezett adatoknak tekintjük, akkor a sor- és oszlopösszegek nulla értéke az egyensúly létrejöttére utal, míg *ex post* értelemben a tényleges sorok és oszlopok összege mindenképpen nulla kell hogy legyen, hiszen azonosságról van szó. A sorok tovább bonthatók, ha elkülönítjük a háztartásokat és a vállalatokat, illetve a kereskedelmi bankokat és a központi bankot, és így tovább egészen az önálló gazdálkodási egységekig. Hasonlóképp az oszlopok is tovább részletezhetők az áruk, a pénz és az értékpapírok különböző fajtái szerint.

A későbbi elemzés során nagy segítséget jelent, ha emlékezetünkben tartjuk, hogy a szektorális és a piaci egyensúly (a táblázatban bemutatott) feltételei nem egyeznek meg. Egy sor szektorális megkötés található (a táblázat soraiban), melyek azt mutatják, mi finanszírozza egy nyitott gazdaság szektorainak kiadásait: a költségvetési hiány (G-T) a kormányzati szektorban az államadósság növekedésével, a kormányzat látra szóló betét-állományának (a pénzkereslet) csökkentésével finanszírozható, a beruházások megtakarítások fölötti hányadát (I-S) a magánszektor a nettó magán-hitelfelvétellel és a pénzeszközök tartásának csökkentésével fedezi, a külföldi szektorban² a kereskedelmi hiányt (M-X) a külföldi tőkebeáramlás és a nemzetközi tartalékok csökkenése finanszírozza, végezetül pedig a bankrendszer nettó hazai eszközvásárlását a bankrendszer kötelezettségeinek, azaz a pénzkínálatnak a növekedése, vagy a külföldi devizatartalékok csökkenése fedezi. Egyszerűség kedvéért az elkövetkezendőkben feltételezem, hogy kezdetben nincs szektorok közötti hitelezés.

Emellett létezik számos olyan összefüggés (a táblázat oszlopaiban), mely az egyes eszközök keresletének és kínálatának azonosságát írja le. Az áruk és szolgáltatások piaca akkor van egyensúlyban, ha a beruházások és megtakarítások különbsége megegyezik a költségvetési többlet és a kereskedelmi mérleg hiányának összegével. A tőkepiaci egyensúlyhoz az szükséges, hogy a külföldiek és a belföldi bankok hajlandóak legyenek tartani a költségvetés és a magánszektor nettó adósságának növekményét. A devizapiaci egyensúly feltétele, hogy a tartalékok tényleges növekedése (mely pozitív és negatív egyaránt lehet) megegyezzen a központi bank által tartani kívánt tartalékszintnek megfelelő növekménnyel.³ A pénzpiac akkor van egyensúlyban, ha a bankrendszeren kívüli szereplők hajlandóak a bankrendszer által teremtett pénz tartani. Feltételezem, hogy eredetileg mindegyik piac egyensúlyban van.

II. GAZDASÁGPOLITIKA LEBEGŐ ÁRFOLYAMRENDSZERBEN

Lebegő árfolyamrendszerben a központi bank nem interveniál az árfolyam rögzítése végett. Ez nem zárja ki azt, hogy a jegybank saját elhatározásából külföldi devizát vegyen vagy eladjon.

Monetáris politika. Vizsgáljuk meg a belföldi értékpapírok nyíltpiaci vásárlásának hatását a lebegő árfolyamrendszerben. A nyíltpiaci értékpapír vásárlás a banki tartalékok növekedéséhez, s multiplikáció révén a pénzmennyiség és a hitelek expanziójához vezet, valamint csökkenti a kamatlábakat. A hozamok csökkenését azonban megakadályozza a tőke kiáramlása, amely emellett a fizetési mérleg hiányát és a hazai deviza leértékelődését is eredményezi. A deviza leértékelődése ugyanakkor javítja a kereskedelmi mérleget, és a multiplikátor hatáson keresztül a foglalkoztatás és a jövedelmek növekedéséhez vezet. A gazdaság akkor kerül ismét egyensúlyba, ha a jövedelem eléggé megnőtt ahhoz, hogy a belföldi pénzkereslet „befogadja” a bankrendszer által teremtett pótlólagos pénzmennyiséget. Mivel a kamatlábak változatlanok, ez azt jelenti, hogy a jövedelemnek a pénzkíná-

² A külföldi szektor az ország összes olyan tranzakcióját tartalmazza, melyet a világ többi részével folytat.

³ Bizonyos okok miatt elegánsabb lenne a hazai áruktól elkülönülten definiálni a külföldi áruk piacát, de az alkalmazott megközelítés jelen elemzésünk szempontjából kielégítő.

lattal arányosan kell bővülnie, az arányt pedig a jövedelem és a pénzmennyiség hányadosa (a forgási sebesség) mutatja meg.

Az új egyensúlyi állapotban a magánszféra megtakarításai és az adók a jövedelemnövekedés következtében magasabbak, s ez azt is jelenti, hogy a magánszektor nettó hitelnyújtása bővül, az államadósság pedig csökken. A tőkepiaci egyensúly megkívánja, hogy a magánszféra nettó hitelezésének és az államadósság visszafizetésének összege megegyezzen a tőkeexporttal, a tőkeexportnak viszont a fizetési mérleg egyensúly-feltétele miatt a kereskedelmi mérleg többletével kell megegyeznie. A monetáris politika tehát erőteljes hatással van a jövedelemre és a foglalkoztatásra, de nem azért, mert képes a hozamszintet befolyásolni, hanem azért, mert tőkekiáramlást és leértékelődést indukál, s növeli az exporttöbbletet.⁴

A központi bank devizapiaci műveletei (devizával kapcsolatos nyíltpiaci műveletei) a monetáris politika alternatív formájának tekinthetők, mint azt a későbbiekben látni fogjuk. Tegyük fel, hogy a központi bank belföldi pénzért külföldi devizát vagy aranyat vásárol. Ekkor a bank nemzetközi tartalékai nőnek, a pénzkínálat több fázisban bővül. A monetáris expanzió lefelé nyomja a kamatlábakat és tőkekiáramlást indukál, a hazai deviza leértékelődik és a kereskedelmi mérleg javul. A kereskedelmi mérleg javulása a multiplikátor hatáson keresztül növeli a jövedelmet és a foglalkoztatást. Amikor a jövedelem eléggé megnövekedett ahhoz, hogy a pénz kereslete és kínálata egyensúlyba kerüljön, a jövedelemgeneráló folyamat véget ér, minden szektor újra egyensúlyba kerül, mégpedig úgy, hogy a tőkekiáramlást a megtakarítások és az adóbevételek növekedése finanszírozza. A következtetés gyakorlatilag ugyanaz, mint az előző esetben, azzal az egyedüli, ám nem elhanyagolható különbséggel, hogy devizapiaci intervenció esetében a központi bank külföldi eszközeinek, míg az általunk monetáris politikának nevezett esetben a belföldi eszközeinek állománya bővül. A devizapiaci intervenció a monetáris politikához hasonló módon a stabilizációs politika hatékony eszköze lebegő árfolyamrendszerben.

Fiskális politika. Kiindulásképp tételezzük fel, hogy a költségvetés kiadásaiban bekövetkezett növekedést a kormányzat hitelfelvétellel finanszírozza. A megnövekedett kiadások pótlólagos keresletet teremtenek az áruk iránt és a jövedelem emelkedéséhez vezetnek. A beindult folyamatok növelik a pénzkeresletet, így a kamatláb emelkedik, s mindez tőkebeáramlást, valamint a hazai deviza leértékelődését váltja ki. A deviza leértékelődése negatívan befolyásolja a jövedelmet, s végeredményben az árfolyam jövedelemre gyakorolt hatása teljesen ellensúlyozza a költségvetési kiadás multiplikációs hatását. A jövedelem nem változhat, csak ha a pénzkínálat és/vagy a kamatláb változik. Mivel az előbbi a központi bank lépéseinek hiányában konstansnak tekinthető, az utóbbit pedig meghatározza a külföldi hozam, a jövedelem nem módosul. A jövedelem változatlansága egyben azt is jelenti, hogy sem a megtakarítások, sem az adóbevételek nagysága nem módosul, ami az árupiaci egyensúly miatt azzal jár, hogy a költségvetési kiadások változása megegyezik az importtöbblettel. A lebegő árfolyamrendszer implicit módon a fizetési mérleg egyensúlyát feltételezi, így azt is, hogy a tőkebeáramlás finanszírozza az importtöbbletet. Az árupiaci és a tőkepiaci egyensúlyt tehát az biztosítja, hogy az államadósság növekedése a tőkebeáramlással, a költségvetési hiány pedig a kereskedelmi mérleg hiányával egyezik meg. A fiskális politika így egyáltalán nem alkalmas belföldi stabilizációra, azaz hatástalan, ha az árfolyam szabadon mozoghat, a pénzkínálat pedig állandó.

⁴ Richard E. Caves lényegében hasonló eredményre jut cikkében: Flexible Exchange Rates. *American Economic Review*, LIII, 1963. május, pp.120–29.

III. GAZDASÁGPOLITIKA RÖGZÍTETT DEVIZAÁRFOLYAM MELLETT

Rögzített árfolyamrendszerben a központi bank a devizapiacra interveniál, azaz vásárol és elad egy adott árfolyam mellett. Ahogy korábban említettük, feltételezzük, hogy az árfolyam eladási és vételi árának különbsége nulla.

Monetáris politika. Amikor a központi bank belföldi értékpapírokat vásárol, pótlólagos (kereskedelmi banki) tartalékokat teremt, s közvetve lefelé nyomja a kamatlábakat. A tőkeáramlás azonban megakadályozza a hozamok esését, s rontja a fizetési mérleget. Hogy a devizaárfolyam ne változzon, a jegybank interveniál a devizapiacra: külföldi devizát ad el és hazai devizát vásárol. A folyamat addig folytatódik, amíg a külföldi devizák iránt kialakult túlkereslet ellensúlyozza a jegybanki intervenciót és a pénzkínálat visszaáll eredeti szintjére.

Mindez jól mutatja, hogy rögzített árfolyam mellett a monetáris politika jövedelemre gyakorolt hatása nem fenntartható. A pénzkínálat nyíltpiaci vásárlásból fakadó kezdeti növekedését a jegybank teljesen hatástalanítja az árfolyamot stabilizáló intervenciói során. A jegybank tulajdonképpen értékpapírokat vásárol pénzért, majd pénzt vásárol külföldi devizáért, a művelet együttes pénzmennyiségi hatása nulla. A nyíltpiaci vásárlás egyetlen hatása a devizatartalékoknak a vásárlás mértékével megegyező csökkenése: a központi bank végső soron hazai eszközökre cserélte külföldi eszközeinek egy részét.

Fiskális politika. Nézzük meg, milyen hatással van a költségvetési kiadások növelése rögzített árfolyamrendszerben. A megnövekedett kiadások a multiplikátor hatáson keresztül növelik a jövedelmet, s így a megtakarításokat, az adóbevételeket és az importot. Az adóbevételek bővülése kisebb, mint a kiadások emelkedése, ezért a költségvetés a keletkezett hiánnyal azonos értékben pótlólagos állampapírokat kínál, míg a magánszektor a megtakarítások növekményével azonos mértékben támaszt pótlólagos keresletet értékpapírok iránt.

Az új egyensúlyi állapotban mind az áru- mind a tőkepiacnak egyensúlyban kell lennie. Az árupiacra a költségvetési hiány hatását a magánszektor megtakarításainak beruházások fölötti része és a kereskedelmi mérleg ellensúlyozza, ami egyben azt is jelenti, hogy a kereskedelmi mérleg hiánya kisebb, mint a költségvetési hiány. A tőkepiacra a magánszektorra és a külföldnek kell „felszívnia” az újonnan kibocsátott állampapírokat. Mivel a pótlólagos magán-megtakarítás megegyezik a magánszektor nettó hitelnyújtásával, és az új állampapírok kibocsátott mennyisége a költségvetési hiánnyal azonos, a tőkepiaci egyensúly megkívánja, hogy az importtöbbletet egy az egyben finanszírozza a tőkebeáramlás. Így, miután a gazdaságban az összes alkalmazkodási folyamat végbement, a fizetési mérleg ismét egyensúlyba kerül.

A devizatartalékok nagysága is változik azonban. Mielőtt a flow-k egyensúlya kialakul, a pénzkereslet megnő, állandó kamatlábak mellett a jövedelemváltozás arányában. A magánszektor a szükséges likviditás megszerzése érdekében értékpapírokat ad el, s ez felfelé mozdítja a hozamokat, tőkebeáramlást indukál. A fizetési mérleg átmenetileg javul, s az árfolyam változatlansága érdekében a jegybanknak külföldi devizát kell vásárolnia, mely a pénzkínálat bővülését eredményezi. A pénzkínálat ebben az esetben közvetett

módon, monetáris politikai szándék nélkül, az árfolyamrögzítés és a fiskális politika eredményeképp növekszik. A külföldi devizataralékok növekedése megegyezik azzal a pótlólagos készpénzállománnyal, mely a bankrendszernek a jövedelemváltozás miatt megnövekedett pénzkéréslet kielégítéséhez szükséges.

IV. ÖSSZETETT GAZDASÁGPOLITIKÁK

A következő esetek azért figyelemreméltóak, mert sokszor kerülnek a politikai viták középpontjába. Az elkövetkezendő esetek mindegyikében feltételezzük, hogy a devizaárfolyam rögzített.

A költségvetési hiány jegybanki finanszírozása. Az összetett monetáris és fiskális politikai lépések közül az egyik fontos eset az, amikor a költségvetés hiányát a központi bank finanszírozza. Mint azt korábban láthattuk, a költségvetési kiadások növekedése a multiplikátor hatáson keresztül befolyásolja a jövedelmet. Az új egyensúlyi állapotban a költségvetési hiányt a beruházásokat meghaladó megtakarítások és a kereskedelmi mérleg hiánya „finanszírozza”. A költségvetés a hiány mértékében értékpapírokat bocsát ki, s ezeket – feltételezésünk szerint – a központi bank veszi meg. A tőkepiaci egyensúlyhoz elengedhetetlen, hogy a magánszektor értékpapírok iránti nettó kereslete megegyezzen a nettó tőkekiáramlással.

Könnyen belátható, hogy az új egyensúlyban a fizetési mérleg hiánya és a devizataralékok csökkenésének nagysága pontosan a költségvetési hiánnyal és a költségvetés jegybanki finanszírozásával azonos. Mivel a tőkekiáramlás ugyanakkora, mint a megtakarítások beruházások fölötti többlete, és a tartalékcsökkenés a fizetési mérlegnek a kereskedelmi mérleg hiánya és a tőkekiáramlás összegeként adódó hiányával azonos mértékű, a tartalékok csökkenése meg fog egyezni a külkereskedelmi deficit és a beruházások fölötti megtakarítási többlet összegével. Ez az összeg azonban éppen a költségvetési hiánnyal azonos az árupiaci egyensúlyi feltételtől adódóan, következésképp a tartalékok állományának mérséklődése megegyezik a költségvetési hiánnyal. Ebben az esetben az új költségvetési kiadásokat tehát voltaképpen teljes mértékben a tartalékok terhére valósítják meg.

Mindazonáltal ebben a szituációban kezdetben az állomány is alkalmazkodik. A jövedelem növekedésével nő a pénzkéréslet, a magánszektor megszabadult értékpapírai egy részétől, s ez tőkebeáramláshoz és a tartalékok növekedéséhez vezet. Ez a tartaléknövekedés egyszeri beáramlás, mely megegyezik azzal a pótlólagos monetáris bázisállománnyal, mely a bankrendszernek a jövedelemváltozás következtében megnövekedett pénzkéréslet kielégítéséhez szükséges. A tartalékok előzőekben leírt esése tehát egy magasabb kezdeti szintről történik.

A sterilizáció speciális esete. A sterilizációs (vagy semlegesítő) politika a monetáris és az árfolyampolitika sajátos kombinációja. Amikor a központi bank külföldi devizát vesz vagy ad el, akkor a pénzkínálat rendre nő, illetve csökken, és a sterilizációs politika célja ennek a pénzmennyiségi hatásnak az ellensúlyozása. A sterilizáció során a központi bank ugyanannyi értékpapírt ad el, mint amennyi külföldi devizát vásárolt, illetve ugyanannyit vesz, mint amennyi külföldi devizát eladott. A valóságban a semlegesítés nemzetközi tartalékok és értékpapírok cseréjét jelenti. A devizaárfolyamot tehát a tartalékok értékpapírokkal szembeni adásvételével stabilizálják.

Tételezzük fel, hogy a kormány megnöveli kiadásait egy olyan időszakban, amikor sterilizációs politikát folytatnak. A kiadások növekménye normális körülmények között a multiplikátor hatáson keresztül hat a jövedelemre. Mindez növeli a pénzkeresletet és fölfelé nyomja a kamatlábakat, hiszen a magánszektor igyekszik értékpapírai egy részétől megszabadulni. A beindult folyamat tőkebeáramlást és fizetési mérleg többletet okoz. Ekkor a gazdaságpolitika az árfolyam rögzítése érdekében külföldi devizát vásárol és ugyanakkor értékpapírokat ad el, mellyel ismét hozamemelkedést, s újabb tőkebeáramlást okoz, anélkül, hogy kielégítené a pénz iránti megnövekedett keresletet. A rendszer inkonzisztenssé vált, az árupiaci egyensúlyhoz a jövedelem növekedése szükséges, de a jövedelem csak akkor nőhet, ha a pénzkínálat bővül vagy a kamatláb emelkedik. A tőkebeáramlás megakadályozza a hozamemelkedést, a sterilizációs politika pedig a pénzkínálat bővülését. Valamit fel kell adni, vagy a pénzkínálatnak, vagy az árfolyamnak változnia kell. Ha a központi bank értékpapírokat ad el, olyan mértékben, mint ahogy külföldi devizát vásárol, akkor nem tudja olyan gyorsan vásárolni a külföldi devizát, hogy megakadályozza a hazai deviza felértékelődését. Ha pedig a központi bank eléggé gyorsan vásárolja a külföldi devizát ahhoz, hogy az árfolyamot rögzítse, akkor nem tudja olyan gyorsan eladni az értékpapírokat, hogy a pénzkínálat változatlan maradjon. Vagy a hazai deviza értékelődik fel, vagy a pénzmennyiség bővül.

Hasonlóképp kimutatható, hogy egy kezdeti egyensúlyi állapotból kiindulva a nyílt-piaci műveletek (a monetáris politika) inkonzisztens, túldeterminált helyzethez vezetnek. A központi bank értékpapír vásárlása tőkekiáramlást, fizetési mérleg hiányt okoz, a központi bank devizatartalékai eladására kényszerül. A deviza eladásának restriktív monetáris hatását a további nyílt-piaci vásárlások ellensúlyozzák, s mindez újabb deviza-eladást kényszerít ki. A folyamat egyre gyorsabban ismétlődik. Nem alakul ki egyensúly, hiszen a gazdaság nem kíván több hazai devizát tartani, a központi bank egyensúly-eltérítő kísérlete egyszerűen csak a tartalékok csökkenéséhez vezet. A sterilizációs tevékenység állandósítja ezt az öngerjesztő folyamatot, egészen addig, amíg a tartalékok el nem fogynak, vagy amíg a külföldi kamatlábak csökkennek.

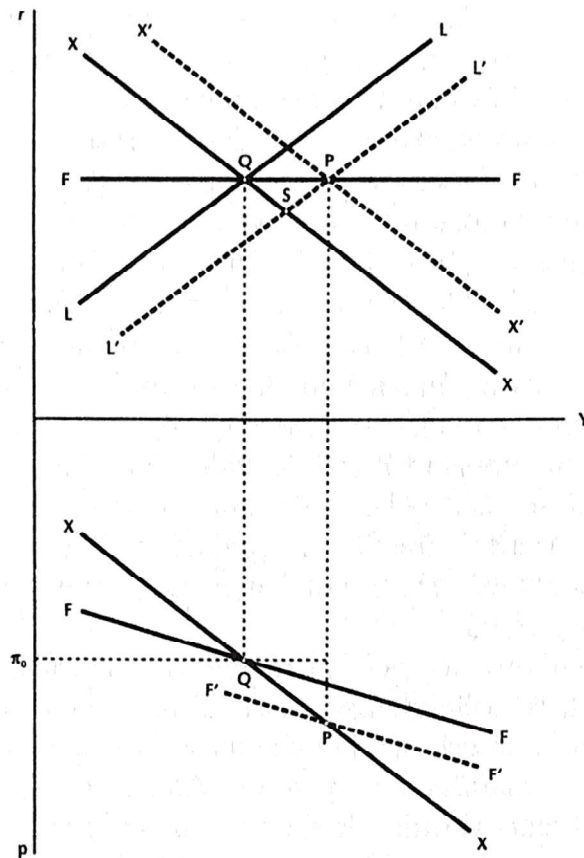
V. GEOMETRIAI MEGKÖZELÍTÉS

Az előbbieken leírt eredményeket ábrán is bemutathatjuk, hasonló módszerrel, mint amit jómagam a kapcsolódó problémák elemzése során használtam.⁵ Mind az 1., mind a 2. ábra felső részében XX azon kamatláb-jövedelem kombinációkat jelzi, amely (adott árfolyam mellett) egyensúlyba hozza az árú és szolgáltatások piacát (belső egyensúly), LL a

⁵ „The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability”. *IMF Staff Papers*, IX, no. 1, 1962. május, The International Disequilibrium System. *Kyklos*, XIV, no. 2, 1961, pp. 153–72. és Employment Policy Under Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, XXVII, no. 4, 1961. november, pp. 509–17. Az utóbbi cikkben (melynek fő célja annak bemutatása volt, hogy a kereskedelmi politika – importkorlátozás és exporttámogatás – hatástalan lebegő árfolyamrendszerben) azt állítottam, hogy mind a monetáris, mind a fiskális politika hatékonyabb lebegő árfolyamrendszerben, mint rögzített árfolyam mellett. A mostani cikk állításaival szembeni nyilvánvaló ellentmondás a monetáris és fiskális politikák eltérő meghatározásából és a tökéletes tőkemobilitás extrém feltételezéséből fakad. A korábbi tanulmányban a fiskális politika a költségvetési kiadások növelését jelentette a központi bank által fixen tartott kamatlábak mellett, a tőkebeáramlásról pedig feltételeztem, hogy egyedül a kamatláb függvényében változik.

1. ÁBRA

Monetáris politika



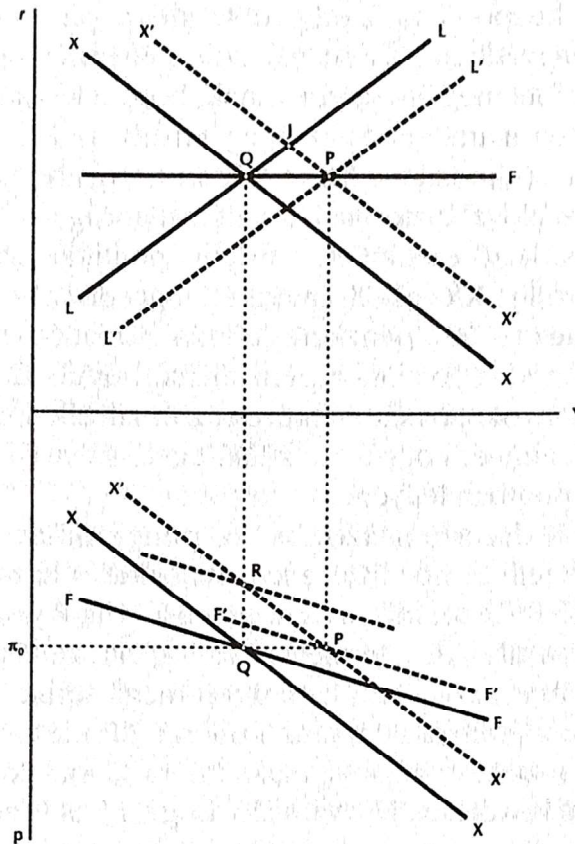
Másképpen fogalmazva nem történik tőkebeáramlás (hiszen a belföldi kamatláb nem változik), míg a pénzkínálat az expanzívabb fiskális politika által generált jövedelem arányában bővíthet. A jelen tanulmányban a fiskális politikát változatlan pénzkínálat melletti állampapír-kibocsátással finanszírozott kiadásnövekedésként definiáltam. Mindkét esetben a használt modell lényegében azonos, és ugyanarra az eredményre vezetne, ha a tőke mobilitására vonatkozó feltételezések nem térnének el és a definíciók megegyeznének.

Elgondolkozathatja az olvasót, hogy vajon miért változtattam meg bizonyos mértékben a monetáris és fiskális politika definícióját, s miért „kreáltam” olyan látszólag mesterségesen eltérő következtetéseket, melyek tisztán a különböző definíciókból fakadnak. A változtatás oka, hogy a monetáris politika semmiféleképp nem definiálható a kamatláb változtatásaként, ha a tőkeáramlás tökéletes, hiszen a hatóságok nem tudják befolyásolni a piaci kamatlábat. A monetáris politika nem határozható meg a pénzmennyiség változásaként sem, tökéletes tőkemobilitás mellett, hiszen a monetáris politikának nincs hatása a pénzmennyiségre sem (az „egyensúlytalanság” átmeneti állapotát leszámítva), ha az árfolyam rögzített. A központi bank ugyanakkor képes nyílt-piaci műveleteket végezni (mely csak átmenetileg változtatja meg a pénzkínálatot), s ezért döntöttem a jelen tanulmányban alkalmazott monetáris politika definíció mellett.

Egy korábbi tanulmányban az alkalmazkodási folyamat néhány tisztán dinamikai megközelítését vizsgáltam („The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates.” *Quarterly Journal of Economics*, 1960. május, pp. 227–57.) többféle tőkemobilitásra vonatkozó feltételezés mellett, a tökéletes tőkeáramlás esetének megközelítését ugyanakkor jelentősen gyengíti a „monetáris politika” nem megfelelő definíciója abban a cikkben, amit jelen tanulmányban igyekeztem elkerülni. Mindazonáltal a korábbi tanulmány alapvető következtetéseit nem érvényteleníti ez az elemzés, hiszen a legfontosabb észrevétel, nevezetesen, hogy lebegő árfolyamrendszerben a „monetáris politika” a belföldi jövedelemre gyakorolt hatását közvetve, az árfolyamon keresztül feje ki továbbra is fennáll. A korábbi cikk megengedi a ciklikusságot és instabilitást, s mindkettő az alkalmazkodás sebességétől függ. A mostani tanulmány feltételezései mellett kimutatható, hogy az instabilitás kialakulása legalább akkor kizárható, ha az árfolyam gyakorlatilag azonnal alkalmazkodik.

2. ÁBRA

Fiskális politika



pénzpiaci egyensúlyhoz tartozó kamatláb-jövedelem párokat mutatja, FF pedig a külső egyensúlyhoz tartozó, lényegében a világpiacon kamatláb által meghatározott pontokat ábrázolja. Hasonlóképp, az alsó negyedekben XX a belső, FF pedig a külső egyensúlyt mutatja a jövedelem és az árfolyam függvényében. A belső egyensúlyt leíró egyenes a felső negyedben csak arra az esetre vonatkozik, amikor az árfolyam éppen az alsó negyedben jelölt π_0 , a külső egyensúly egyenese az alsó negyedben pedig zérusnak tekintett tőkeimport mellett érvényes.

Kövessük nyomon a monetáris politika hatásait (1. ábra). A pénzkínálat növekedése a felső negyedben az LL görbét Q-ból elmozdítja L'L'-be. Az eredeti egyensúlyi pontnak megfelelő kamatláb és jövedelem mellett (Q-ban) túlkínálat van a pénzpiacon, mindez tőkekiáramlásban csapódik le. Lebegő árfolyamrendszerben az alsó negyed FF egyenese lefelé F'F'-be mozdul el, a kereskedelmi mérleg javulása pedig növeli a jövedelmet és a foglalkoztatást, mivel a felső negyed XX görbéje a leértékelődés hatására jobbra, X'X'-be tolódik el. Az új egyensúly P-ben áll be, jobb kereskedelmi mérleg és nagyobb tőkekiáramlás (vagy kisebb tőkebeáramlás) mellett.

Ha a devizaárfolyam p_0 -nál rögzített, akkor a pénzkínálat növekedése csupán pótlólagos likviditáshoz, tőkeexporthoz, fizetési mérleg hiányhoz, végezetül pedig a pénzkínálat visszaeséséhez vezet, a felső negyed XX egyenese ugyanis nem változik. Az L'L' egyenes visszatér eredeti helyzetébe, és újra Q lesz az egyensúlyi pont, csak éppen a devizataralékok egy alacsonyabb szintje mellett. Q az egyedüli lehetséges egyensúlyi pont, mely megfelel FF-nek és XX-nek, így a pénzkínálat fog alkalmazkodni, ha engedik. Azon-

ban ha a pénzkínálat növekedése sterilizációs tevékenységgel együtt valósul meg, akkor ez fenntartja $L'L'$ -t, s nem alakulhat ki egyensúly. A központi bank értékpapírokat vásárol, az arany* kiáramlik, és a központi bank még több értékpapírt vásárol. Mivel az árfolyam π_0 -nál rögzített, a felső negyedben XX nem változik, s FF sem. A jegybank kísérlete, hogy fenntartsa $L'L'$ -t, nem felelhet meg egyszerre annak, hogy a kamatláb a külföldi hozamok által meghatározott szinten maradjon és az új egyensúly az XX görbén legyen. Vagy az árfolyamnak kell változnia (elmozdítva XX -et $X'X'$ -be), vagy fel kell hagyni azzal, hogy a monetáris politika sterilizációval biztosítja $L'L'$ változatlanágát.

Vizsgáljuk meg következő esetünket, a fiskális politikát (2. ábra). A kormányzati kiadások növelése elmozdítja XX -et $X'X'$ mindkét negyedben. π_0 -nál rögzített árfolyam mellett ez növeli a jövedelmet és a pénzkeresletet. A kamatláb emelkedik, tőke áramlik be külföldről, a fizetési mérleg javul és a pénzkínálat bővül, kialakítva az új pénzpiaci egyenest, $L'L'$ -t. Az állományokban bekövetkezett azonnali alkalmazkodás után a külföldi tőkebeáramlás elegendő ahhoz, hogy az új külső egyensúlyt $F'F'$ írja le, s az egyensúly mindkét negyedben a P pontban legyen.

Lebegő árfolyamrendszerben azonban a pénzkínálat változatlan marad. A megnövekedett kiadások felfelé mozdítják a kamatlábakat, a hazai deviza felértékelődik. Az FF éppen ezért lefelé $F'F'$ -be toódik, s az új egyensúly az R pontban alakul ki. R -ben a külföldi deviza ára alacsonyabb, de a termelés és a foglalkoztatás változatlan.

Ismét, ha az árfolyam rögzített és a hatóságok megkísérik az arany kiáramlásának hatását sterilizálni, akkor a politika nem tartható fenn. Mindez azért van így, mert az új egyensúly (P) FF és $X'X'$ metszéspontjában csak akkor tud kialakulni, ha a gazdaságpolitika engedi a pénzkínálat bővülését. Nyilvánvaló, hogy a J és P pontokat nem lehet egyszerre fenntartani.

Az elemzéssel kapcsolatban bizonyos módosításokat, kiegészítéseket érdemes tennünk. A pénzkereslet a kamatláb és a jövedelem mellett valószínűleg függ az árfolyamtól is. Emiatt a pénzmennyiségben bekövetkező változások hatása némileg kisebb lesz, a fiskális politika jövedelemre és foglalkoztatásra gyakorolt hatása pedig kismértékben nő lebegő árfolyamrendszerben. A jelenség természetesen nem módosítja a rögzített árfolyam esetében tett megállapításainkat.

Még egy lehetséges hatásról kell szót ejtenünk, ez a reálpénzhatás, de ez nem befolyásolja lényegesen egyik végeredményünket sem: a jövedelem a pénzkínálat bővülésével arányosan nő lebegő árfolyamrendszerben, míg változatlan marad rögzített árfolyam mellett, hiszen a pénzmennyiség nem változik.

Egy további tényező az árfolyam változásának negatív hatása a megtakarításokra, de ez sem befolyásolja számottevő mértékben a kapott eredményeket: bár a kiadások bővülése következtében növekvő költségvetési hiányt lebegő árfolyamrendszerben részben a magánszektor megtakarításainak növekménye finanszírozza, a termelés és a foglalkoztatás változásával kapcsolatos megállapítások változatlanul érvényesek.

Az eredmények természetesen nem számolnak a gazdasági növekedéssel. A pénzkínálat bővülése többé-kevésbé az aktuális vagy szándékolt növekedés ütemét követi. A pénzmennyiség növekedésére tett megállapításaim éppen ezért a növekedési helyzethez viszonyítva értenődők. Továbbá elmondható, hogy számos gazdasággal kapcsolatos megfigyelésünk egyensúlytalansági állapotra vonatkozik. Lehetséges a pénzkínálat változtatása (rögzített árfolyam

* A devizatartalék – *a ford.*

mellett), ha például az eredeti állapotban túlkereslet van a pénzpiacon, bár a változtatás nem szükséges, hiszen Ricardo óta biztosak lehetünk abban, hogy a pénzkínálat automatikusan alkalmazkodik, s beáll egyensúlyi szintjére. E megfigyelések azonban egyik esetben sem érvénytelenítik azokat az elveket, amelyeket megpróbáltam itt megmagyarázni.

KÖVETKEZTETÉSEK

Bemutattam, hogy a tökéletes tőkeáramlás a stabilizációs politikák vonatkozásában más helyzetet eredményez, mint amilyent a háború után hozott. A monetáris politikának nincs hatása a foglalkoztatásra rögzített árfolyam mellett, míg lebegő árfolyamrendszerben a fiskális politika nem tudja befolyásolni a foglalkoztatottságot. Ugyanakkor a fiskális politika erőteljes hatással tud lenni a foglalkoztatásra rögzített árfolyamrendszerben (a keynesiánus következtetések érvényesek), míg a monetáris politika lebegő árfolyam esetén tudja számottevően befolyásolni a foglalkoztatás szintjét (a klasszikus mennyiségi elmélet következtetései érvényesek).

Az elemzés további eredménye, hogy a monetáris politika rögzített árfolyam mellett a tartalékszint változtatásának eszköze, a fiskális politika pedig lebegő árfolyamrendszerben a külkereskedelmi mérleg változtatásának eszköze, mindkét politika az említett esetekben nem képes hatni a jövedelem és a foglalkoztatás szintjére. Rögzített árfolyam mellett a jegybank nyíltpiaci műveletei azonos mértékű változást eredményeznek az arany állományának nagyságában: a nyíltpiaci vásárlás az állományt csökkenti, az eladás pedig növeli. Lebegő árfolyamrendszerben a költségvetési hiány vagy többlet, melyet az adóbevételek vagy a kiadások változása vált ki, a kereskedelmi mérleg megegyező irányú változását hozza magával.

Az arany (devizatartalék) állományváltozásának pénzmennyiségi hatásait nincs értelme sterilizálni rögzített árfolyam és tökéletes tőkeáramlás esetén, hiszen az a fix árfolyamrendszer összeomlásához vezet. Sterilizáció hiányában – mint láthattuk – a központi banknak a pénzkínálat növelésére tett kísérlete tőkekiáramlást eredményez és a fix árfolyam fenntartásához kapcsolódó műveletek automatikusan hatástalanítják a korábbi monetáris politikai lépést. Azt mondhatjuk, hogy a pénzmennyiséget növelni szándékozó lépések vizet vezetnek egy olyan mosogatóba, mely teljesen tele van, és így pontosan ugyanannyi víz folyik ki, mint amennyi a csapból jön.⁶ A sterilizációs lépéseket pedig ahhoz hasonlíthatjuk, amikor megpróbáljuk a víz kiömlését megakadályozni, még akkor, is ha a mosogató tele van és csapból még mindig ömlik a víz.

Ha a tőkemobilitással kapcsolatos feltételezésem érvényesek lennének Kanadában⁷, akkor azt jelentené, hogy lebegő árfolyamrendszerben egy expanzív költségvetési politika csak elenyésző mértékben tudná növelni a foglalkoztatást, hiszen az expanziót követő tőkebeáramlás magasan tartja az árfolyamot és a kereskedelmi mérleg hiányát

⁶ John Exter hasonló tartályt használt a „The Gold Losses” című, az Economic Club of Detroit előtt megtartott 1962. május 7-i beszédében.

⁷ A kanadai történelekről lásd Clarence Barber „The Canadian Economy in Trouble” (Royal Commission on Banking and Finance 1962. április) és Harry Johnson „Canada in a Changing World” című, a Canadian Club of Toronto előtt, 1962. novemberben elmondott beszédét. Lehetséges, hogy a következtetések kanadai alkalmazása helyességének legteljesebb igazolását R. Rhombert tanulmánya adja, amely cikkem után jelent meg a Journal of Political Economyban.

okozza: nulla vagy nagyon kis multiplikatort figyelhetnénk meg. Mivel Kanada rögzített árfolyamrendszerre tért át, nem vonhatunk le semmilyen következtetést a multiplikátor korábbi alacsony voltából: míg lebegő árfolyamrendszerben a költségvetési hiány csökkentése a foglalkoztatás jelentős mérséklése nélkül javította volna a kereskedelmi mérleget, a hiány mostani csökkentése valószínűleg számottevő hatással van a keresletre és a munkanélküliségre.

Természetesen a tökéletes tőkeáramlás feltételezése nem teljes mértékben érvényes, következtetésem feketék és fehérek, s nem tudják leírni a szürkék árnyalatait. Amennyiben Kanada fenn tud tartani egy az Egyesült Államokétól eltérő kamatlábat számottevő tőkeáramlások nélkül, akkor a fiskális expanzió némileg képes befolyásolni a foglalkoztatottságot lebegő árfolyam mellett is, míg a monetáris politikának rögzített árfolyamrendszerben van némi hatása a foglalkoztatásra és a kibocsátásra. Még ha ma ez is a helyzet, feltételezhetjük, hogy ezek a lehetőségek a jövőben kisebb mértékben állnak majd a gazdaságpolitika rendelkezésére.