

## LŐRINCNÉ ISTVÁNFFY HAJNA

### Robert Mundell, avagy egy „nonkonformista” közgazdász Nobel-díja

---

Az 1999-es közgazdasági Nobel-díj – az előző évekhez hasonlóan – ismét élénk vitát kavart. Az egyetértők népes tábora lelkesen üdvözölte a döntést, hiszen Robert Mundell személyében olyan közgazdász jutott a különleges nemzetközi elismeréshez, akinek elméleti tevékenysége a legizgalmasabb és napjaink legaktuálisabb gyakorlati kérdéseivel kapcsolódik. Mások viszont úgy érezték, hogy a gesztus egy, az idők folyamán igencsak beporosodott elméleti tevékenységnek szólt. Tény, hogy a kitüntetés Robert Mundellnek a csaknem négy évtizeddel ezelőtti tudományos tevékenységét honorálta. Bár a New York-i Columbia Egyetem professzora változatlanul igen aktív, nemzetközi hírnevét a hatvanas évek elején kidolgozott elméleteivel alapozta meg.

---

Az optimális valutaövezetekkel kapcsolatos elmélet, illetve a Mundell–Fleming néven ismert tézisek<sup>1</sup> a Bretton Woods-i rendszer működése idején váltak ismertté, amikor a világ gazdasági és pénzügyi rendszere még merőben más alapokon nyugodott. Mundell tudományos érdeme éppen abban rejlik, hogy olyan kérdéseket kezdett feszegetni, amelyekre később ugyan számos – filozófiai alapállását tekintve merőben különböző – válasz született, de amelyek változatlanul (sőt napjainkban hatványozottan!) a figyelem középpontjában állnak.

#### Az optimális valutaövezet elmélete

Az ötvenes évek derekától mind több figyelem fordult a fizetési mérlegek növekvő hiánya felé. A szakértőket mindenekelőtt a kulcsvalutájú ország, az Egyesült Államok fizetési mérlege töltötte el aggodalommal. Az Egyesült Államok fizetésimérleg-deficitje tartósan növekedett, ami egyre inkább aláaknázza a dollár kizárólagos világpénzként való használatát, s így az egész Bretton Woods-i rendszer működőképességét. Az IMF által intézményesített „egyensúlyi” árfolyamokról kiderült, hogy funkciójuknak nem képesek eleget tenni, azaz az egyensúlyinak vélt árfolyamok rögzítése a veszélyes mértékű fizetésimérleg-hiány ellen nem tud igazi védelmet nyújtani. Robert Mundell amerikai közgazdász sajátos megközelítésből kívánta bizonyítani a rögzített árfolyamrendszer irracionálisát (Mundell [1961]).

Tanulmányában abból indult ki, hogy fix árfolyamok mellett – az árak és bérek merev-

---

<sup>1</sup> Marcus Fleming, az 1976-ban elhunyt brit közgazdász Mundell-lel egy időben, tőle teljesen függetlenül hasonló elméleti megállapításokra jutott.

sége miatt – a fizetési mérleg egyensúlyhiánya periodikusan visszatérő problémát jelent. Kedvezőtlen piaci változások bekövetkeztek a szükséges cserearány-változásokra, azaz a relatív árak csökkentésére az árfolyam segítségével nem kerülhet sor. A gazdaságok igazodásának más lehetősége – képességüket és hajlandóságukat illetően – viszont igen korlátozott. Így egy országnak mindaddig rugalmas árfolyamokat kell fenntartania, amíg a fizetésimérleg-hiány kezelésére más, hasonlóan rugalmas eszközök nem állnak a kormány, illetve a gazdaság rendelkezésére. Másfelől közelítve a kérdéshez, az árfolyam-rögzítés azon valutákkal, illetve partnerekkel kapcsolatban tekinthető ésszerű döntésnek, amelyek esetében az exporttermékek keresletingadozásának a valószínűsége minimális.

Mundell nem a rugalmas *versus* rögzített árfolyamok vitában kívánt állást foglalni. Azt hangsúlyozta, hogy egyik árfolyamrendszert sem lehet abszolút értelemben minősíteni; a gazdaság konkrét feltételei szabják meg, hogy rugalmas vagy rögzített árfolyamokat célszerű-e használni. Így minél inkább ki van téve egy ország váratlan fizetésimérleg-problémáknak, és minél merevebb a gazdaság ár- és bérszintje (azaz munkaerőpiaca), annál indokoltabb az árfolyammozgás lehetőségének a biztosítása. Deficit esetén a leértékelődés megakadályozza a munkanélküliség túlzott felfutását. Aktívum mellett az árfolyam-emelkedés antiinflációs hatást fejt ki.

Mundell a valutaövezetnek kétféle definícióját adta: az a terület – országoknak-régióknak az a csoportja – tekinthető valutaövezetnek, amelyen belül

- a valuták közötti átváltási kulcsok rögzítettek, vagy
- közös valutát használnak.

Tanulmányának központi kérdése, hogy mikor tekinthető „optimálisnak” egy valutaövezet, azaz meddig – mely gazdaságokra – terjedhet ki az árfolyam-rögzítés vagy a közös valutahasználat. A kérdésre eltérő válaszok adhatók, attól függően, hogy mi az övezet létrehozásának a célja. A világon működő valutaövezetek egy-két kivételtől eltekintve (például Belgium–Luxemburg pénzügyi uniója) mindig politikai törekvésekből eredtek. A valutaövezet a politikai egységet kovácsolta össze, hiszen a közös pénz használata az egy hatalmi centrumhoz való tartozásnak a legegyszerűbb szimbóluma. Az egységes nemzetállamok kialakulásának a folyamatát a „nemzeti” valuták bevezetése egyrészt megkoronázta, másrészt visszafordíthatatlanná tette.<sup>2</sup>

Ha politikai célok: a hatalom kiterjesztése, illetve adott területen való megszilárdítása a cél, akkor a valutaunió optimális jellegét az dönti el, hogy mennyiben sikerült a központi hatalmat az övezeten belül kialakítani és fenntartani. Az Amerikai Egyesült Államokban működő valutaunió minősítésekor nyilván azt lehet és kell szem előtt tartani, hogy az egységes pénzre, intézményi keretre és központi monetáris rányításra épülő dollárróna milyen politikai egységet tudott létrehozni. Más a helyzet akkor, ha nemzetállamok, önálló nemzetgazdaságok gazdasági érdekeik alapján döntenek a valutaövezet létrehozása mellett. Itt az optimalitás kritériuma, hogy valamennyi résztvevő számára kimutathatók legyenek az övezetben való részvétel előnyei. Mundell azt hangsúlyozta, hogy az integrált nemzeti pénzügyi rendszerek elsősorban a politikai optimumot tükrözik, miközben gazdasági szempontból aligha lehetne ezeket optimális övezetnek minősíteni.

A valutaövezet tagjai lemondanak az önálló pénzhasználatról, vagy valutájukat ugyan megtartva, vállalják azok átváltási arányainak végleges rögzítését. A valutaunió két típusa között gazdaságpolitikai szempontból lényeges különbség áll fenn. Közös valuta bevezetésekor a résztvevők feladják önálló monetáris politikájukat. Árfolyam-rögzítés

<sup>2</sup> Kiváló példa erre a német újraegyesítés, ahol annak lehettünk a tanúi, hogy a két állam politikai integrációjának szinte első lépéseként valósult meg a valutareform. Nyilvánvalóan a politikai egység követelte meg, illetve tette lehetővé, hogy szinte minden átmenet nélkül bevezessék a közös valutát, s megvalósuljon a pénzügyi rendszerek egységítése.

esetén a valutatulajdonos jegybankok saját hatáskörben döntenek pénzpolitikai kérdésekről: az övezet pénzforgalma a jegybankok közötti együttműködés függvényében alakul.

Az optimális valutaövezet elmélete két országos modellre épül. Ha  $B$  ország termékei iránt a kereslet bármilyen okból csökken, azaz a kereslet  $A$  ország termékeire tevődik át, az exportjövendelmek csökkenése miatt  $B$  országban recesszió bontakozik ki, s nő a munkanélküliség. Ezzel párhuzamosan  $A$  országban a többletkereslet a konjunktúrát élénkíti és a foglalkoztatottsági szintet növeli. Párhuzamosan azonban az inflációs nyomás is erősödik. Ha a ország jegybankja megengedi az árak emelkedését, azaz nem teszi meg az infláció elfojtásához szükséges restriktív lépéseket, akkor a cserearányok  $B$  ország javára módosulnak, s így ott a kereslet – legalább részben – visszaterelődése miatt az igazodási terhek mérséklődnek. Ellenkező esetben, a restriktív monetáris politika beindítása alapvetően gátolja a cserearányoknak az egyensúlyi követelmények szerinti változását. Így  $B$  ország igazodási terhei fokozódnak. Elkerülhetetlenné válik a reáljövendelmek csökkentése és/vagy a termelékenység javítása (termékegységre jutó bérköltség csökkentése), mivel az  $A$  ország változatlan árszintje mellett  $B$  ország relatív árainak a csökkentése más módon nem remélhető. Ha ez nem, vagy nem elégséges mértékben biztosítható,  $B$  országban a termelés és a foglalkoztatottság egyaránt csökken.

Mundell arra a következtetésre jutott, hogy az aktív országok restriktív monetáris politikai gyakorlata miatt a közös valutára, illetve jegybankra épülő valutáris övezet kedvezőbb formának tekinthető. A közös jegybank számára nem az lesz a legfontosabb cél, hogy az aktív térség inflációját leszorítsa, hanem elsősorban a deficités térség munkanélküliségi problémájaként kezelje. A közös jegybank – Mundell érvelése szerint – inkább növeli az övezet pénzkínálatát. Ez egyfelől újabb lökést ad az  $A$  országbeli ár-emelkedésnek, másrészt jelentősen elősegítheti  $B$  ország igazodását. A közös valutahasználat legfőbb előnye tehát az, hogy a deficités országok recessziójának és növekvő munkanélküliségének a felszámolásában a központi monetáris hatóság – expanziós készségétől függően – jelentős részt vállal.

A gazdasági érdekek által motivált valutáris övezet optimális működését a közös jegybank önmagában még nem képes garantálni. A deficités ország igazodási terhét az övezet globális érdekeit szem előtt tartó monetáris politika mérsékeli, de teljesen nem veszi át. Az a kulcskérdés, hogy milyen más eszközökre, mechanizmusokra támaszkodhatnak a deficittel küszködő országok. Milyen volumenű és rugalmasságú tényező – azaz tőke, de mindenekelőtt munkaerő – átcsoportosításra kerülhet sor az aktív és passzív országok között? Ha az övezetre szabad és *de facto* intenzív tényezőáramlás a jellemző, a makrogazdasági irányítás számára az árfolyam-politikai eszköz elvesztése nem okoz áthidalhatatlan gondot. A deficités országokból az esetleges keresletcsökkenés miatt feleslegessé váló munkaerő szabadon átmehet a túlkereslettel küzdő aktív országokba. A szabad tőkeáramlás révén viszont a deficités ország vállalkozói hozzájuthatnak azokhoz a külső forrásokhoz, amivel megindulhat a strukturális igazodás.

Tényezőáramlás hiányában viszont nem lehet a gazdaságpolitikát az árfolyam-politikai eszköztől megfosztani. Irreális lenne a nemzeti kormányoktól azt kívánni, hogy relatív versenyképességük számottevő romlása ellenére árfolyamukat rögzítsék. Mundell elméletének alaptézise: a valutáris övezet bármely formájáról legyen szó, az optimális működés elengedhetetlen követelménye a termelési tényezők nagyfokú mobilitása. A valutaövezet határai addig terjedhetnek ki, amíg a tőke- és munkaerő-áramlás szabadsága biztosított. Ezen túlnyúló övezet már nem tekinthető optimálisnak, mivel az árfolyam-rögzítés az egyes résztvevőktől, a deficittel küzdő országoktól – a reáljövendelmek kényszerű változtatása formájában – értelmetlen áldozatot követelne.

A tényezőmobilitás ideális mértékét nem könnyű meghatározni. Az adminisztratív aka-

dályok lebontása önmagában még nem jelent valóban rugalmas tényezőátcsoportosítást.<sup>3</sup> Gyakran még egy országon belül sem beszélhetünk igazán mobil termelési tényezőkről. Így a nemzetállam határain belül működő valutáris övezetre ugyanolyan fájdalmas és vontatott igazodás lehet regionálisan a jellemző, mint ami a több nemzetgazdaságra kiterjedő valutaövezetek egyes régióknál figyelhető meg.

Mundell után – az általa megalapozott elméletre támaszkodva, azt bírálva vagy elismerve és esetleg kiegészítve – mind többen foglalkoztak a valutaövezet létrehozásának a problémájával. Egyeseket elméleti-elvi szempontból izgatott a Mundell-probléma, de az évek múlásával a valutaövezet racionalitása mindinkább hűsbavágó gyakorlati kérdéssé vált. Az Egyesült Államokban élő Scitovsky Tibor elfogadta a tényezőmobilitás kiemelkedő fontosságát, de azt nem alapfeltételnek, hanem a valóban jól működő valutaövezet következményének tekintette. Az európai integráció továbbfejlődése érdekében feltétlenül támogatta a valutaövezet gondolatát. Érvelése szerint a közösség nem várhat addig, amíg a tőkeletes tényezőmobilitás kialakul. Éppen fordítva, a valutaunió beindításától remélhető a Római Szerződés 67. cikkelyében megfogalmazott szabad tőkeáramlás és közös tőkepiac megvalósulása. A munkaerő-mobilitást illetően elengedhetetlennek tartotta egy olyan szupranacionális foglalkoztatási politika kidolgozását, amely a megfelelő intézményes keretek biztosításával közösségi szinten biztosítja a munkaerő racionális mozgását.

Más oldalról közelített a valutaövezet témájához R. I. McKinnon. Ő a gazdaságok nyitottságát hangsúlyozta, elismerve ezáltal a szabad és jelentős volumenű tényezőáramlás jelentőségét is. A nyitottság nemcsak megengedi, de egyenesen megköveteli az árfolyam rögzítését. McKinnon ugyanis – Mundell-lel ellentétesen – az árfolyam-változ(tat)ásban nem valamiféle pozitív, a gazdaság igazodási terheit csökkentő lehetőséget látott. Ellenkezőleg, szerinte az árfolyam ingadozása, a valuta árának az emelkedése vagy esése a kompetitív ágazatokat – a relatív árak módosulása miatt – állandó igazodásra készíti.<sup>4</sup> Az árfolyam-ingadozás által indukált erőforrás-úraelosztás a relatíve szűk, nem kompetitív szektor számára súlyos zavarokat okozhat. Minél nyitottabb a gazdaság, annál kevésbé képes a viszonylag korlátozott kapacitású nem kompetitív szektor a szükséges abszorpcióra, azaz az erőforrások átvételére vagy átengedésére. McKinnon elmélete közvetve a Mundell féle teória kritikájának tekinthető: az árfolyam-változások, az árfolyamok megváltoztatására képes aktív árfolyam-politika nem feltétlenül jár pozitív hatásokkal. Meghatározott körülmények mellett a leértékelés aktivizáló és foglalkoztatottságot növelő hatását messze meghaladhatják a jövedelemarányok átrendeződéséből fakadó negatívumok. Hasonlóképpen a felértékelés antiinflációs hatását a belső cserearány-mutató változása kíséri, s teljesen kérdéses, hogy a nem kompetitív szektor termelésivolumen-növekedése mennyiben, milyen mértékben és rugalmassággal tudja a real-GDP esetét megakadályozni.

Peter Kenen is egyetértett azzal, hogy a valutaövezet optimális működésének a zálogát az árfolyam-politika feladásának a racionalitása jelenti. Amíg Mundell a tényezőmobilitást állította a középpontba, Kenen a gazdaságok diverzifikációjára helyezte a hangsúlyt. A

<sup>3</sup> Ezt mi sem bizonyítja jobban, mint hogy az EU-tagországokban 40 évvel a Római Szerződést követően még mindig alig haladja meg a „külföldi”, azaz a többi tagországból származó munkavállalók aránya a 3 százalékot.

<sup>4</sup> Ha ugyanis az árfolyamok nem követik folyamatosan és mechanikusan az árszínvonal-arányok módosulását, az exporttermékek külföldi valutában meghatározott árai módosulhatnak. McKinnon következtetése arra épülnek, hogy az árfolyamok rövid távú mozgása független a relatív inflációs rátától, abban döntően más tényezők hatása jelentkezik. Reálisan azzal kell számolni, hogy az árfolyam a vásárlóerő-paritástól szinte mindig eltér, annál hol magasabb, hol alacsonyabb szintre kerül, állandó zavaró mozgásokat okozva a relatív árak szintjében, s így a kompetitív szektorok jövedelmezőségében.

tényezőmobilitás véleménye szerint azért fontos követelmény, mivel aszimmetrikus – az övezet néhány tagját érintő – sokkok esetén a kiigazító politika számára pótolhatja az árfolyameszköz kiesését. A valutaövezet optimális működésének legfontosabb kritériuma viszont az, hogy a lehetséges résztvevőket illetően az aszimmetrikus sokkok veszélye minimális legyen. Minél diverzifikáltabb az övezet tagjainak gazdasága, minél több lábon állnak az érintett nemzetgazdaságok, annál kisebb a valószínűsége annak, hogy exporttermékeik összes kereslete váratlanul módosul. Kenen teóriája arra hívja fel a figyelmet, hogy a Mundell-féle kritériumok csak akkor biztosíthatják a valutáris övezet hatékony működését, ha a gazdaságok szerkezeti adottságaikból fakadóan az árfolyam-politika hiányát korlátozottan érzik. Önmagában a tényezőáramlás szabadsága tehát nem tekinthető elégséges feltételnek.

Mundell életművének a gerincét a – napjainkban már klasszikus jelzővel illetett – egyensúlyi elmélet jelenti. Az ötvenes évek végén, a hatvanas évek elején az amerikai közgazdáságtan a nemzetgazdaság működését a belső folyamatok alapján vizsgálta. A teoretikusok a belgazdasági összefüggésekre épülő modellekből kívántak egyensúlyi következtetéseket levonni. Mundell azzal hívta fel magára a figyelmet, hogy a vizsgálatba bevonta a nemzetközi tényezőket is, azaz másokkal ellentétben a hangsúlyozottan „nyitott” gazdaság makroökonómiáját tanulmányozta. A nyitott gazdaság makroökonómiájának modern alapjait Mundell rakta le a hatvanas évek elején, elindítva a nemzetközi monetáris gazdaságtan kutatási irányát (Mundell [1963]). Köztudott, hogy a *monetáris* tényező jelentősége a hetvenes évekre meghatározóvá vált, s 1976-ban Milton Friedman éppen a monetarista gazdaságfilozófia kidolgozásában elért eredményeiért kapott Nobel-díjat. Mundell az egyre inkább főáramlattá váló monetarista filozófiától azonban fokozatosan eltávolodott. Ennek ellenére aligha vitatható, hogy elméleti állításai napjainkban is a legaktuálisabb, bár legvitatottabb összefüggésekre mutatnak rá.

A Mundell–Fleming néven emlegetett teória a makrogazdasági politika örökzöld problémájával, az optimális cél–eszköz-kombinációval foglalkozik. Jan Tinbergen mondta ki az ötvenes évek elején, hogy a gazdaságpolitika legfontosabb szabálya az „egy cél – egy eszköz” elvének a követése (Tinbergen [1952]). A gazdaságpolitikának minden egyes célhoz hozzá kell rendelnie a legmegfelelőbb politikát (eszközt). Ha több a cél, mint a rendelkezésre álló eszköz, a gazdaságra a zavarok, az egyensúlyi problémák állandósulása lesz a jellemző. Tinbergen és követői a teljes foglalkoztatottság elérését, illetve a külgazdasági egyensúly biztosítását tekintették általános alapcélnek. Az előbbit az összes belső kereslet megfelelő szabályozásával, az utóbbit az árfolyam-politika segítségével vélték megvalósíthatónak. Az ötvenes évek derekától meginduló liberalizáció a teoretikusokat a gazdaságpolitikai elmélet újragondolására, a célok és eszközök ésszerű kombinációjának árnyaltabb elemzésére készítette. Mundell elsőként figyelte fel a nemzetközi gazdasági viszonyok minőségi változására, s a gazdaságpolitikai döntések új szempontjaira hívta fel a figyelmet (Mundell [1963], Fleming [1962]).

A gazdaságpolitika mozgásteret alapvetően módosul, ha az egyes országok között meglévő kamatláb-különbségek jelentős volumenű tőkeáramlást indukálhatnak. A Mundell és Fleming nevével fémjelzett elmélet lényege: tökéletes tőkemobilitás esetén, amikor a tőkeáramlások kamatrugalmassága korlátlan, a monetáris és fiskális politika hatékonysága a belső egyensúly megteremtésében az árfolyamrendsztől – illetve az ország méretétől – függően merőben különböző. Távrolról sem mindegy tehát, hogy a növekedési vagy egyensúlyi célhoz a monetáris vagy a fiskális politikát rendeljük-e. Hogy melyik cél–eszköz-kapcsolattól várható optimális eredmény, az az árfolyamrendszer jellegétől függ. Az összekapcsolás konkrét formájáról az alkalmazott – fix vagy rugalmas – árfolyamrendszer alapján lehet dönteni. Továbbá igen fontos, hogy nagy (zárt) vagy kis (nyitott) gazdaságról van-e szó. Ez az úgynevezett kijelölési (*assignment*) probléma.

A rögzített árfolyamrendszer béklyóba köti a monetáris-fiskális politikát. Hogy e béklyó mennyire szűk, az az ország méretétől, nemzetközi piaci pozíciójától – árdiktáló, illetve árkövető szerepkörétől – függ. Rögzített árfolyamrendszer mellett a gazdaságpolitikának a külső-belső egyensúlyi követelményeket egyaránt szem előtt kell tartania. Ha a belgazdasági egyensúly biztosított, de a fizetési mérlegben egyensúlyhiány jelentkezik, a kormány elvileg három lehetőség között választhat:

- árfolyam-kiigazítás; rögzített árfolyam rendszer működtetésekor ezzel a lehetőséggel csak végszükség esetén élnek;
- monetáris irányváltás; a fizetési mérleg aktívuma esetén expanzió, deficitnél restriktív lépések, amelyekkel a belső kereslet szűkíthető, s így az importtermékek iránti igény is lanyhul;
- költségvetés-politikai irányváltás; aktívum esetén a kiadások fokozása, deficitnél restriktív költségvetési intézkedések.

A külgazdasági egyensúly helyreállítása érdekében foganatosítható lépések természetesen eltérő jövedelmi és kamatkövetkezményekkel járnak, s a gyakorlatban a termelési kapacitások korlátaiba ütközhetnek, de elvileg egyenrangú lehetőségeknek tekinthetők.

Kis, nyitott országok esetén – ahol a belső kamatláb függő tényező, azaz feltétlenül igazodnia kell a nemzetközi kamatok szintjéhez – a monetáris expanzió sikere igen csekély. Monetáris expanzióval ugyan mérsékelhető a fizetési mérleg aktívuma (csökkenő kamatok – növekvő tőkekiáramlás), de e lépéstől aligha remélhető a jövedelmi szint abszolút vagy relatív emelkedése. A kieső külpiazi lehetőségeket a belső reálkereslet növekedése nem tudja pótolni. A monetáris expanziót követő kamatlábcsökkenés miatti tőkekiáramlás erős nyomást fejt ki az árfolyamra. Mivel az árfolyamtartás alapkövetelmény, a jegybank devizapiaci intervenciálásra kényszerül, amivel az árfolyamesést megakadályozza, de a pénzkínálatot szűkíti. Kis ország monetáris expanziója tehát azért nem járhat pozitív növekedési hatással, mivel a belső pénzmennyiség növelése helyett a pénzügyi aktívák összetétele módosul, a jövedelemtulajdonosok devizakészletei növekednek.

A fiskális politikai expanzió ezzel szemben biztos sikerre számíthat. A növekvő kormányzati kifizetések, így a hitelfelvételek (önmagukban, valamint a jövőt illető várakozások fokozódása miatt) a nemzetközi szint fölé emelik a belső kamatlábat, ami intenzív tőkebeáramlást, így erősödő árfolyam-pozíciót eredményez. A valuta felértékelési nyomás enyhítésére a jegybank hazai valutát ad el. Végül is a költségvetési expanziót követő monetáris expanzió a hazai pénzkínálat tartós erősödéséhez, s így a jövedelmi szint növekedéséhez vezet.

Rugalmas árfolyamrendszer esetén merőben módosul a helyzet. Az egyensúly helyreállítására – az ehhez szükséges teljesítmény növelésére – mindenekelőtt az expanzív monetáris politika kínál megoldást. A fiskális expanzió, a relatíve magas belső kamatláb révén a hazai valuta olyan erőteljes felértékelődését hozhatja, ami a külpiazi versenyképességet veszélyesen gyengíti. Lehet, hogy beindulnak a konjunktúra élénkítését segítő folyamatok, de tartós jövedelemnövekedésre a nettó exportbevételek csökkenése miatt nem lehet számítani. Az importtermékek belföldi áresése miatt csökken ugyan a tranzakciós pénzkereslet, de összességében a gazdaság élénkítéséhez szükséges pénzügyi impulzust a költségvetési expanzió nem képes biztosítani. A pénzkínálatot bővítő monetáris lépések viszont kedvező mechanizmusokat indítanak el: kamatlábcsökkenést, növekvő hitelfinanszírozást, árfolyamesést, relatív árak csökkenését stb. Az elmélet nem zárja ki a belföldi árak emelkedésének a lehetőségét, de tökéletes tőkemobilitás mellett ennek bekövetkeztére csak igen korlátozottan számíthat.

Nagy országok makrogazdasági döntéseinél módosul a célok és eszközök optimális kombinációja. Az árdiktáló pozícióból következően – a nemzetközi kamatlábak igazodnak a belső kamat szintjéhez – az árfolyamrendszertől függetlenül a monetáris és fiskális

politika egyaránt alkalmazható az egyensúlyi/növekedési cél megvalósítására. Monetáris expanzió még fix árfolyamok mellett is hatékonyan segítheti a gazdaságpolitikai cél realizálását, s a rugalmas árfolyam sem csökkenti a költségvetési politika aktivizálásának az ésszerűségét. Monetáris expanzió nyomán mindenütt beindul a kamatláb-csökkenés trendje. A költségvetési expanziót követően viszont csak átmenetileg erősödik a tőkebeáramlás, hiszen a nemzetközi kamatok felzárkóznak a nagy ország kamatszintjéhez, s így az arbitrázslehetősége megszűnik. Következésképpen egyik eszköz bevetése sem jár a működtetni kívánt rendszer zavaaraival (rögzített árfolyamok módosítását kikényszerítő devizapiaci nyomással, illetve túlzott árfolyam-fluktuációval).

A Mundell–Fleming-elmélet vázlatos áttekintése alapján is igen érdekes következtetésekre juthatunk.

– A monetáris politika aktív alkalmazása, a belső pénzkínálat abszolút, illetve relatív (reálteljesítmény dinamikájához viszonyított) növekedésének tudatos bővítése bizonyos körülmények között kifejezetten racionális lépést jelent. A monetarista megközelítéssel szemben a pénzkínálatot nem lehet a gazdasági teljesítmény *de facto* vagy feltételezett növekedése függvényének tekinteni. A kapcsolat meghatározott esetekben (rugalmas árfolyamrendszert fenntartó kis országoknál, valamint árfolyamrendszertől függetlenül a nagy országoknál) éppen fordított; a pénzkínálat növelésétől várható a kívánt teljesítménytöbblet elérése!

– A költségvetési expanzió nem tekinthető önmagában káros – bűnös – politikának. A körülmények szabják meg, hogy mennyiben szabad vagy indokolt ezt az eszközt alkalmazni. Rögzített árfolyamrendszert fenntartó kis országoknál a költségvetési expanziótól remélhető a gazdasági élénkítés. Nagy országok szabadon mérlegelhetik, hogy mennyiben kívánnak élni a költségvetési politika növekedést gerjesztő hatásával. Lényeges kritérium viszont, hogy mennyiben biztosított a tőkeforgalom szabadsága. Ha alacsonyfokú a tőkemobilitás, akkor még lebegő árfolyamok mellett is ésszerű lépést jelenthet a költségvetési politika aktivizálása. A tőkemobilitás fokozódásával párhuzamosan nő a rögzített árfolyamrendszerben a fiskális expanzió fölénye a monetáris eszközökkel szemben.

A Mundell–Fleming-téziseket az elmúlt jó három évtized során sokan és sok oldalról bírálták. A hatvanas évek folyamán a legtöbben azt kifogásolták, hogy az elmélet a fiskális politikát a monetáris politika teljesen egyenrangú alternatívájának tekinti. Tökéletes tőkemobilitást feltételezve, a rögzített árfolyamú kis nemzetgazdaságok – hasonlóan a nagy gazdaságokhoz – szabadon dönthetnek a reálteljesítmény növeléséhez szükséges pénzkínálat-bővülésnek a költségvetési expanzióval történő biztosításáról. A korai kritika mindenekelőtt vitatta, hogy a költségvetési politika ugyanolyan gyors, hatékony beavatkozást tenne lehetővé, mint a monetáris politika. A valóságban soha sincs a kormányoknak arra lehetőségük, hogy költségvetési politikájukat folyamatosan hozzáigazítsák a gazdasági követelményekhez. Később a bírálók mindinkább azt a kérdést feszegették, hogy helyes-e a keresleti oldal „kitüntetett” kezelése. Megengedhető-e az optimális cél-eszköz-kombináció kialakításánál a kínálat ilyen fokú háttérbe szorítása, azt feltételezve, hogy a kereslet mindig megteremti a maga kínálatát.

A hetvenes évek eseményei – a világgazdasági infláció drasztikus felerősödése – nyomán a kritika mindinkább arra irányult, hogy az elmélet nem tulajdonít kellő jelentőséget az inflációs veszélynek. Így mindenekelőtt az árfolyamesést kísérő inflációs folyamatoknak, illetve a monetáris és/vagy költségvetési expanziót követő belső árszintemelkedésnek a figyelmen kívül hagyását tartották elfogadhatatlannak. A friedmani tanok színrelépésével és diadalmenetével párhuzamosan mindinkább háttérbe szorult a Mundell–Fleming-teória – bár aligha található olyan, a nemzetközi gazdasági-pénzügyi elméletekkel, a nyitott gazdaság makrogazdaságtanával foglalkozó mű, amelyben klasszikus elméletként ne történne hivatkozás a fenti elméletre.

Mundell nyilvánvalóan nem tekinthető a monetarista filozófia képviselőjének. Az elmondottakból világosan kitűnik, hogy a keynesi tanok talaján állva sajátos – az alapvető monetarista tételekkel ellentétes – álláspontot képvisel. A makrogazdasági irányítás mozgásterének határait ugyan ő is vázolja, de tézisei szerint léteznek olyan pénzügyi eszközök/politikák, amelyeket a kormányok aktívan bevethetnek reálgazdasági céljaik – a gazdasági teljesítmény növelése, a foglalkoztatottsági szint emelése, illetve a külgazdasági egyensúly biztosítása – érdekében. Teljesen érthető, hogy a hatvanas évek elején, amikor Mundell alapvető elméleti állításait kidolgozta, nem az antiinflációs politika eszköztárára irányult figyelme. A világgazdaság – nyilvánvalóan elsősorban az amerikai gazdaság – akkori problémáival foglalkozott, s így jutott el a napjainkban is izgalmas és aktuális összefüggésekhez. Mundell számára nagy megrázkódtatást jelentett a monetáris politika szerepének „átértékelődése”. A Phillips-görbe mérte az első csapást e politikára. „A monetáris politika áldozatul esett az infláció és munkanélküliség között szoros kapcsolatot felállító Phillips görbének.” (Mundell [1998].)

Mundell sohasem tagadta a monetáris expanzió esetleges inflációs következményeit. Azt vallotta azonban, hogy a pénzkínálat-bővülés hatékony eszközt kínál a jövedelmi szint emelésére. Pontosabban: a pénzkínálat növekedésére a gazdasági teljesítmény igen pozitívan reagálhat, s ha bármilyen korlátozó tényező miatt a reálteljesítmény-növekedés elmaradna (netán a kínálat nem zárkózna fel a kereslethez), a tőkemobilitás biztosítja majd a felesleges pénz kiáramlását, tehát komolyabb inflációs veszéllyel nem kell számolni. A Phillips-görbe viszont drámai és statisztikailag dokumentált igazolással szolgált arra, hogy a monetáris politikai lépések alapvetően társadalmi s nemcsak – vagy nem elsősorban – gazdasági következményekkel járnak. A monetáris restriktió mindenekelőtt a munkanélküliséget növeli, míg az expanzió a foglalkoztatottsági szint emelkedését egyre erőteljesebb infláció árán tudja csak biztosítani.

Mundell monetáris és árfolyam-politikai felfogása az elmúlt évek folyamán kétségtelesen „árnyaltabbá” vált. Egyre több feltételt és korlátot emelt be elméletébe, vagy hangsúlyozott a korábbiaknál erőteljesebben. Az eszközök alkalmazását ma már a kül- és belgazdasági feltételek komplex elemzéséhez köti, miközben változatlanul fenntartja alapvető téziseit:

- a nemzetközi versenyképesség erősítésének, a relatív árak csökkentésének a leértékelés kínálja a legkézenfekvőbb módszerét,
- a belső egyensúly biztosítására, a jövedelmi szint emelésére törekvő makrogazdasági politika nem mondhat le automatikusan a monetáris, illetve költségvetési politika aktív bevetéséről.

### Árfolyam-politika

A maastrichti szerződésben (1992) megfogalmazott Gazdasági és Monetáris Unió (EMU) tervének a megvalósulásához közeledve, mind többször találkozhattunk Mundell nevével. A téma aktualitása miatt Mundell ismét kifejtette az optimális valutaövezetet, az árfolyam-politika makrogazdasági jelentőségét illető nézeteit. Az Európai Unió új, közös valutájának, az eurónak a bevezetését a dollár aranykonverziójára vonatkozó amerikai garancia visszavonása (1971) óta a legdrámaibb nemzetközi pénzügyi eseménynek tekintette. Néhány igen meghatározó ország önként feladja nemzeti valutáját, lemond a monetáris politikai szuverenitásáról, és egy szupervalutát vezet a színre. Az európai integrációban Mundell szerint mindig akkor erősödtek fel a valutaönállósodási törekvések, amikor a kulcsvaluta pozíciója megrendült. A hatvanas évek dollárválsága vezetett a Werner-bizottság felállításához, illetve a valutauniós terv hivatalos elfogadását kimondó Hágai



Csúcsoshoz (1969), s a gyenge dollár ösztönözte a hetvenes évek végén az EMS (Európai Monetáris Rendszer) kidolgozását, illetve annak a brémai csúcsértekezleten való elfogadását (1978). Hasonló összefüggés található az 1989-ben megfogalmazott Delors-terv – az EMU megvalósítása – és a dollárpozíció között (1990–1991). Az európai „valutáris övezet” működése sajátos módon akkor indult meg, amikor a dollárra tartósan rendkívül erős piaci pozíció a jellemző.

Mundell 1998 tavaszán ismét részletesen kifejtette nézeteit az optimális valutaövezetről, s mind az EMU-tervet feltétlenül támogatók, mind pedig a tervet szkeptikusan szemlélők számára egyaránt fontos üzenetet küldött (Mundell [1998]). A keynesi ellenzők a leértékelési fegyver elvesztése miatt, a monetaristák az euró-dollár-helycsere túlzott hullámverése miatt aggódnak. Az unió feltétlen hívei viszont lebecsülik a lehetséges veszélyforrásokat. Ezek sorából Mundell az aszimmetrikus sokkokat emeli ki. Valóban számolni kell azzal, hogy egyik vagy másik országot/régiót olyan tartós recesszió és munkanélküliség sújt, aminek a *külső* kivédése – a valutaövezeten kívül maradvá – egyszerűbb lenne vagy kevesebb áldozatot követelne. A monetáris unió ugyanis nem tudja megvédeni tagjait a reálsokkok bekövetkeztétől. A kereslet szerkezeti változása, országok közötti eltolódása minden bizonnyal azzal jár, hogy az egyik országban bekövetkező kereslet-, azaz jövedelemnövekedésért a többi országnak kell fizetnie. Mundell nyomatékosan hangsúlyozza az EMU működésének e jövedelemátcsoportosító veszélyét, de – s ez igen fontos – azt is aláhúzza, hogy az árfolyamok önálló változtatási lehetősége sem tudna valódi védelmet biztosítani a reálsokkokkal szemben. Nincs olyan árfolyam-politika, ami megakadályozná egy ország reáljövedelmének a csökkenését, ha reálsokkok következtében az árupiaci kereslet szerkezete jelentősen változik!

Mundell igen önkritikusan elismeri, hogy valószínűleg az általa írott 1961-es cikk hibáztatható e „félreértésért”, miszerint a reálsokkok elleni védekezés terhe a valutaövezeten kívül álló országok számára – az árfolyam-politika szuverenitása folytán – csekélyebb lenne, mint az uniós tagok esetében. Az árfolyam rugalmas kiigazításától vagy a lebegő árfolyamrendszertől sohasem várható a reáltermészetű sokkhatások fájdalommentes kezelése. A leértékelés nem teremt új forrásokat a sokkal sújtott gazdaság számára. Mundell még azt is kimondja, hogy a pótlólagos erőforrás-bevonás lehetősége nélkül (humán- és financiálistöke-források bővülése hiányában) a leértékelés egyetlen hatása az árszint emelkedése, illetve – a leértékelési várakozások fokozódása miatt – a kamatláb növekedése.

Az Egyesült Államok számára nem ismeretlen az aszimmetrikus sokkok problémája. Az olajárak emelkedésekor, a hetvenes évek folyamán az olajexportőr délnyugati térség hatalmas jövedelmi többletet realizált, míg az olajimportőr államok nagy veszteséget szenvedtek. Ha 1974 után Új-Anglia olajszámláinak drasztikus növekedésekor leértékeléshez tudott volna folyamodni, csak annyit ért volna el, hogy belső ár- és kamatszintje jelentősen megemelkedik. Az új helyzethez való igazodás szempontjából semmit sem segített volna rajta az önálló árfolyam-politika vitelének a lehetősége. Az árfolyamváltást itt Mundell a monetarista elmélettel egyezően kezeli: a hazai valuta árának a módosulása csak nominális tényezőkre, a pénzügyi jelenségekre hat, a reálfolyamatokra érdemi – tartós – befolyást nem tud gyakorolni. Azzal, hogy reálsokkok jelentkezésekor elutasítja a leértékelés racionalitását, élesen szembekerül a keynesi elmélettel.

Monetáris jellegű sokkok jellegük szerint külső és belső csoportba sorolhatók. Mundell nem fejt ki álláspontját, hogy mennyiben fogadja el, illetve tartja célszerűnek a leértékelést akkor, ha egy ország külpiazi pozíciója monetáris eredetű sokkhatások miatt romlik. A monetáris sokkok nyomán a relatív árak vagy azért emelkednek, mert a partnerek erőteljes és sikeres monetáris restriktója miatt a külső árszint esett, vagy mert az ország belső árszintje – a hibás monetáris politika folytán – emelkedett. A

keynesi logika szerint a külső monetáris sokkknál reális megoldást jelent a leértékelés. Belső monetáris sokk-hatásnál viszont nem szabad a valutaleértékeléshez folyamodni, mivel az a belső inflációt „szentesítve”, újabb lökést adna az inflációnak. Mundell nem tér ki a külső monetáris sokk esetén követendő árfolyam-politikai lépésre: kell-e, szabad-e az árfolyam csökkentésével helyreállítani a korábbi relatív árszintet. A kérdés mellőzése nyilván azzal is magyarázható, hogy a külső monetáris sokk veszélye nem igazán tekinthető aktuális felvetésnek napjainkban. Az övezeten belüli és kívüli térségekre egyaránt a stabilizációorientált gazdaságpolitika a jellemző, azaz az árszintek stabilitása rendkívüli mértékben erősödött. E téren nemigen valószínűsíthető a közeljövőben változás. Ami az övezeten belüli helyzetet illeti, az ECB (európai jegybank) árstabilizációs elkötelezettsége mellett nehezen képzelhető el, hogy az egyes országok árszintdinamikájában lényeges – és „rögzített” árfolyamok mellett jelentős reálárfolyam-változást generáló – eltérések alakulnának ki. Az övezet hagyományosan stabil gazdaságaiban olyan alacsony szinten mozog már az inflációs ráta, hogy további csökkenésre már csak súlyos deflációs következményekkel kerülhetne sor. Ennek kivédése közös érdek.

A kilencvenes évek végén tehát már szó sincsen arról, hogy az optimális valutaövezet legfontosabb kritériumát az árfolyam-politikai „veszteség” megfelelő kompenzálása jelentené. A leértékelési lehetőségről való lemondásban Mundell már kifejezetten pozitív elemeket is feltár: a leértékelés fiskális feszültséget okozhat, kifejezetten növelheti a munkanélküliséget, tehát nem csekély veszéllyel járhat. Ugyanakkor Mundell nem zárja ki teljesen az „egyszeri” leértékelés pozitív hatásait. Ha nincs a levegőben az újabb – folyamatos – leértékelés, akkor a pénzüllúzió és a piacok bizonyos fokú merevsége miatt a leértékelés a reálfolyamatokra is kedvező befolyást gyakorolhat. Olyan eufórikus hangulatot teremthet a piacokon – a kereslet és jövedelmek, valamint a foglalkoztatottság kétségtelen emelkedése miatt –, amelynek pozitív kisugárzása mindaddig fennmarad, amíg a bérköltségek nem kezdenek emelkedni. Ha a béreket nem kötik az árindexhez, a keynesi logika szerint a leértékelés igenis beindíthat kedvező reálfolyamatokat. Így az egyszeri, a piac által nem várt leértékelés átmenetileg jótékony hatást gyakorolhat a gazdaság működésére. A társadalom számára azonban ez is bizonyos jövedelemátrendeződéssel jár; a jövedelmek a hitelezőktől az adósokhoz áramlik, jelentősen megkönnyítve ezáltal a hitelfinanszírozást.

A pénzüllúzió azonban tisztavirág-életű, s csak akkor kísérik pozitív gazdasági fejlemények, ha megújítják, azaz a kormány újra és újra „meglepi” a társadalmat a leértékeléssel. Ez azonban nem lehetséges. Mundell szerint a Bretton Woods-i rendszer összeomlása óta már az egyszeri leértékelésre sem reagál a gazdaság olyan naiv bizalommal, ami a növekedés beindításához elengedhetetlen. A bérek rugalmasan igazodnak a leértékelési előrejelzésekhez, így a magasabb árak még rövid távon sem vezethetnek a profit-, illetve foglalkoztatottsági szint valódi emelkedéséhez. Ellenkezőleg, számos országban a magas infláció és gyakori leértékelések ellenére is a munkanélküliség emelkedő trendjét lehetett megfigyelni. (Például az EU déli országaiban, Spanyolországban, Görögországban.)

Miközben a leértékelési áldozat súlyát napjainkban egyre csekélyebb mértékűnek tartja Mundell, a valutaövezeti tagság vállalásakor mégis kitüntetett szereppel ruházta fel az árfolyam-politikát. A valutaövezetbe csak reális színvonalú árfolyammal szabad belépniük az országoknak! Ha a belépéskor rögzített árfolyamszint mellett a kérdéses ország belső árai eltérnek az övezet többi tagjánál szokásos (átlagos) áraktól, a tagság beláthatatlan terhet róhat a gazdaságra. Az feltétlen követelmény, hogy a belépéskor sor kerüljön arra az árfolyam-korrekciós lépésre, amely az árszintek egyezőségét biztosítja. Ha a relatív árak szintje meghaladja az övezetét, az országnak a későbbiek folyamán egyedül

kell megbirkóznia a deflációs terhekkel.<sup>5</sup> Hogy mely árfolyamot lehet megfelelőnek tekinteni, arra Mundell igen frappáns választ ad: „*A good exchange rate is an old exchange rate*”, az az árfolyam tekinthető helyesnek, amely régi, tehát huzamosan tartható volt. Az EMU-tagság kritériumai között szereplő árfolyam-előírás tulajdonképpen e felfogás szellemét tükrözi. Az a tagország bizonyítja uniós érettségét, amelynek valutáját a megelőző két éven át nem kellett hivatalosan kiigazítani, mivel a központi árfolyamtól a piaci árfolyam mindvégig csak a legálisan engedélyezett mértékben tért el.<sup>6</sup>

Mundell nagyra értékeli az EU-tagországok árfolyam-politikai teljesítményét. Valuta-árfolyam-kiigazításokra számos országban annak ellenére sem került sor, hogy a vezető országot igen jelentős – aszimmetrikus – sokkhatás érte: a német újraegyesítés! A kisebb országok (Benelux államok, Ausztria) azért tudták fenntartani valutájuk induló paritását, mivel monetáris politikájukat – kamatpolitikai lépéseiket – a fizetésimérleg egyensúlyi követelménynek rendelték alá.

Mundell figyelmeztet arra, hogy az EMU nem fogja megoldani az EU-n belüli munka-nélküliséget. Annak a gyökerei szerinte ugyanis nem a reálgazdaságból vagy a lanyha keresletről erednek, hanem a rendkívül magas adóterhekből, a munkaerőpiac túlszabályozott voltából és azokból a szociális kedvezményekből, amelyek meghaladják a jövedelemelosztás hatékonysági követelményeit, illetve a kormányok pénzügyi teherbíró képességét. Valamelyest enyhíthet a munkanélküliségen az EMU és a közös valuta használata. Árfolyamfegyver nélkül a kormányoknak vállalniuk és szorgalmazniuk kell azokat a mikrogazdaságot érintő reformokat, amelyek enyhíthetik a társadalom két részre szakadásának – foglalkoztatottak és krónikusan munkanélküliek – feszültségeit. Az árak fokozott transzparenciája a munkaerőpiacokon is jóval áttekinthetőbbé teszi a nemzetileg még mindig különböző feltételeket, így növeli a munkaerő-mobilitást, s előbb-utóbb kikényszeríti a nyugdíjak, munkanélküli-segélyek és élők munkát terhelő adók valódi konvergenciáját. A monetáris unió optimális működéséhez ez ugyanis alapkövetelmény. Az EU-n belüli valutaövezet működése megkezdődhet ugyan a munkaerő *de facto* mobilitása nélkül, de tartós siker csak akkor remélhető, ha a klasszikus mundelli tanoknak megfelelően valóban bekövetkezik a munkaerő aktív áramlása az egyes régiók között.

Az EMU erejét Mundell az árak áttekinthetőségében, a hatékony tényezőfelhasználásban, a várakozások stabilizálódásában, az ügyleti költségek csökkenésében, valamint abban látja, hogy a közös monetáris politikát Európa legjobb szakértői irányítják. Az EMU hathatósan segíti az európai termék-, munkaerő- és tőkepiacok integrálódását. E ponton Scitovsky Tibor gondolatai térnek vissza: a monetáris uniónak nem előfeltétele, de sokkal inkább következménye a tényezőáramlás fokozódása, s a valóban egységes piacok kialakulása.

<sup>5</sup> Úgy tűnik, hogy az EU-tagországok Mundell figyelmeztetését nem szívtelték meg. Az egységes valuta bevezetését követően közismerten nagy meglepetést okoztak az euróárszintek. Az euróárak „transzparenciája” azt jelenti, hogy az övezet bármely nemzeti régiójában érvényes árak közvetlenül – mindenféle konverziós korrekció nélkül – összehasonlíthatók. Így derült fény arra az alapvetően korábban is ismert tényre, hogy az észak-, illetve dél-európai tagországok árszintje csaknem azonos mértékben – körülbelül 30-40 százalékkal – tér el a centrumországok árszintjétől (NSZK, Hollandia, Franciaország, Ausztria). Az eltérés előjele különböző, így a két térség árainak az átlagos eltérése már 60-70 százalékot tesz ki! A mundelli kritérium feltehetően rövid időn belül teljesül, mivel az egységes piac működése szükségszerűen kikényszeríti az abszolút árak konvergenciáját. Ennek az árkonvergenciának a módjától és ütemétől függően azonban egyes országok komoly problémákkal szembesülhetnek.

<sup>6</sup> Nyilvánvaló, hogy az ingadozási sáv kényszerűen elhatározott, igen jelentős kitágítása miatt – 1993-ban  $\pm 15$  százalékra bővítették a 2,25 százalékos indulósvávot – szorult háttérbe az uniós felvételi döntésnél az árfolyamra vonatkozó konvergenciakritérium. Túlzottan puhává vált az árfolyam-követelmény.

## Makrogazdasági szabályozás alternatív eszközei

A gazdaságpolitikai célok és eszközök kijelölésének optimális formáit – tehát Mundell tudományos tevékenységének a központi témáját – illetően megfigyelhető némi hangsúlyeltolódás, illetve az alapkövetkeztetések árnyaltabb (több szempontot figyelembe vevő) újrafogalmazása. Egy olyan tanulmány alapján állíthatjuk ezt, amelyet Mundell 1994-ben egy Budapesten megrendezett konferenciára készített (Mundell [1994]).<sup>7</sup> Az előadás igen átfogóan és mélyrehatóan elemezte a közép-kelet-európai átalakulási folyamatot. Kiemelt figyelmet fordított a következő problémakörökre:

- a privatizációra,
- a monetáris stabilitás kérdéseire (hogyan lehet rávenni a jegybankot és a bankrendszer arra, hogy a költségvetés inflatorikus finanszírozása helyett a magánszektor hitelezését biztosítsa),
- a költségvetésre (ésszerű önmérséklet),
- az intézményi keretekre (kapitalista intézmények működési feltételeinek a biztosítása),
- a jogrendszer, a jogi keretek kiépítésére (az állami büntetés–juttalmazás rendszere helyett a vállalkozói kapitalizmus működési kereteinek a kiépítése),
- a bankszektorra (hatékonyság, privatizáció és verseny a pénzügyi piacokon),
- az adóügyekre (adóreform, vállalkozásösztönző adópolitika, megfelelő forrásbiztosítás a költségvetés számára) stb.

A térség valamennyi országának makrogazdasági helyzetét átfogóan minősítette az előadás. Mundell Magyarország kilátásait illetően a következőképpen összegzett: az egyik legsikeresebb posztkommunista gazdaság, amelynek jövőbeli kilátásai a régió belüli országokhoz viszonyítva kiválóak.

A tanulmány elméletileg legfaj súlyosabb fejezete a „nagy összeomlással” foglalkozik. Miközben a szerző arra keresi a választ, hogy mely tényezők milyen mértékben járultak hozzá 1990–1993 között a régió 21 országában a gazdasági teljesítmény drámai csökkenéséhez, izgalmas tudományos okfejtésre kerül sor, amely a makrogazdasági folyamatok igen komplex és egyetlen elméleti iskolába sem besorolható magyarázatát adja.

Az átalakulást kísérő nagy visszaesés mértékében messze meghaladta az 1929–1933-as válságot. Akkor az Egyesült Államok 20, az Egyesült Királyság 5, Németország 39 százalékos teljesítménycsökkenést szenvedett. Az átalakuló országok zömében viszont a termelés-visszaesés mértéke meghaladta a 30 százalékot. A két válság jellegében is különböző volt. Az elsőt Mundell az arany iránti túlkereslettel magyarázza, ami az aranyalapokra való visszatérésből, illetve az irreálisan magas árfolyamok (aranyparitások) deklarálásából fakadt, s a termékárak drasztikus zuhanását eredményezte.<sup>8</sup>

Az átalakuló országok gazdasági teljesítményének zsugorodását viszont mindenütt heves infláció kísérte. Mundell hangsúlyozza, hogy a recessziót önmagában nem kell feltétlenül negatív jelenségnek tekinteni, hiszen lehetséges – nagyban valószínűsíthető –, hogy elsősorban olyan termelési volumen esett ki, amelyhez nem kapcsolódott volna realizálható jövedelem, s így e kapacitások kihasználatlansága gyakorlatilag a jövőbeli hatékony

<sup>7</sup> Mundell rendkívül nagy érdeklődéssel és szimpátiával kísérte a közép- és kelet-európai országokban meginduló átalakulási folyamatot. Fő kezdeményezője volt egy budapesti tudományos tanácskozásnak, amelyre 1994. szeptember 2. és 4. között a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen a Magyar Közgazdasági Társaság és a Magyar Hitel Bank közös szervezésében került sor Financial Economics of the Transition címmel. Előadásában Mundell részletesen elemezte a térség helyzetét s az egyes országok makrogazdasági-monetáris politikáját.

<sup>8</sup> Németország 1924-ben, Nagy-Britannia 1925-ben, Franciaország *de facto* 1926-ban, *de jure* 1928-ban állt vissza az aranyalapra, ami egyértelműen deflációs és erősen protekcionista politikai gyakorlathoz vezetett.

termelés megalapozását kényszerítette ki. Általános követelményként fogalmazható meg, hogy az országoknak a jövőbeli termelés diszkontált jelenértékének a maximalizálására kell törekedniük. Így az átalakulást olyan beruházásnak kell tekinteni, amely a tervgazdaságot piacgazdasággá alakítja át. A „befektetés” ára az átalakulási folyamat első szakaszában bekövetkező teljesítménykiesés, azonban ezt a második szakaszban jelentkező teljesítménytöbblet jelenértéke meghaladja.

Mundell a gazdasági recesszió öt különböző, elvileg lehetséges magyarázatát elemzi:

1. *statisztikai megközelítésben* nem bizonyítható egyértelműen a teljesítménycsökkenés mértéke – de esetleg ténye sem! A korábbi (bázis)adatok irreális tervszámokra épültek, a jelenlegi teljesítmény statisztikai számbavétele viszont a kis cégek figyelmen kívül hagyása miatt hiányos;

2. *a terms of trade, a cserearány-mutató romlása*: 1989–1990 között öt országra (Lengyelország, Magyarország, Csehország, Románia és Bulgária) elvégzett számítások 24–37 százalék közötti cserearányromlást mutattak ki. Ez azonban nem magyarázza a változatlan árakon mért teljesítmény csökkenését. Továbbá, ha figyelembe vesszük is a cserearány-mutató változását, a tényleges visszaesés számos esetben jóval nagyobb mérvű volt, tehát egyéb tényezőknek jelentősen hozzá kellett járulniuk a visszaeséshez;

3. *külkereskedelmi multiplikatőr-hatása*: a multiplikatőr-hatás keresleti és kínálati oldalon egyaránt megjelent. Az eredeti keresletcsökkenés a gazdasági teljesítmény olyan mérvű csökkenését teszi elkerülhetetlenné, amely mellett a nettó megtakarítások és az import együttes csökkenése eléri a külpiazi kereslet visszaesésének a mértékét. Minél merevebb az importkereslet és a megtakarítási hajlam (a jövedelemtulajdonosok azonos reálértékű megtakarításra törekednek), annál nagyobb mérvű globális teljesítménycsökkenést generálhat a külkereskedelemből származó jövedelem kiesése;

4. *hitelkorlátok – finanszírozási nehézségek*: jórészt az IMF nyomására, az átalakuló országokban a vállalkozóknak igen kemény hitelkorlátokkal kellett szembenézniük. Egyrészt megszűnt a hagyományos államiveszteség-kompenzálás, másrészt a reálkamatok emelkedése mellett jelentősen beszűkült a gazdaságos vállalkozások köre. Mundell szerint ugyan erősen megkérdőjelezhető a reálkamatok emelkedése, mivel a nominális kamatlábat – megfelelő adatok hiányában – nem az inflációs várakozásokkal, hanem a tényleges inflációs rátával korrigálták. Ez a viszonylag sikeres dezinflációs politikát folytató országok esetében valóban növekvő reálkamatlábhoz vezetett. Lengyelország kivételével azonban az átalakuló országokra nem volt jellemző a reálkamatláb túlzott emelkedése;

5. *kínálati oldalra összpontosító magyarázatok (supply side economics)*: a magánszektor vállalkozói az állami szektor által átadott forrásokat nem tudták hatékonyan működtetni. A magánszféra teljesítménytöbblete – a kínálat szerkezeti átalakításával – nem tudta ellentételezni az állami szektor teljesítményének a csökkenését. Ennek számtalan oka említhető: a humán tőke vagy a vállalkozói készség hiánya, jogszabályi bizonytalanságok, túlzott adóterhek, fejletlen pénzügyi szektor stb. egyaránt akadályozhatták a kínálati oldal kellő felzárkózását. Mundell e tényezők szerepét rendkívül fontosnak tartja.

Az átalakulási folyamat másik alapvető jellemzője az inflációs ráták ugrásszerű emelkedése volt. A recesszió és infláció együttes jelentkezése sajátos jelenség. A világ ugyan már tudomásul vette, hogy a gazdasági válságot nemcsak defláció kísérheti. A hetvenes évek folyamán a fejlett ipari országoknak egyidejűleg kellett megküzdeniük a gazdasági pangás és az infláció problémájával. Az akkori stagfláció és az átalakulást kísérő gazdasági összeomlás plusz infláció okai merőben különbözők. Némi túlzással azt mondhatnánk, az ipari országok stagflációját az infláció felpörgése okozta, ezzel szemben az átalakuló gazdaságokban az infláció okozatnak tekinthető: a gazdasági teljesítmény drámai zuhanásának a legfontosabb és legáltalánosabb következménye.

A fordított kapcsolat meggyőzően igazolható. A szocialista gazdaságokra jellemző krónikus fogyasztás-cikk-hiány, azaz túlkereslet az állami árellenőrzés miatt nem tette lehetővé az árak emelkedését. Az árliberalizáció viszont megszüntette a korábbi gátakat. Az árak addig emelkedhettek, amíg a korábbi időszak folyamán akkumulált fizetőképes vásárlóerőt a piac le tudta csapolni. Egy, a szovjet gazdaságot elemző IMF-tanulmány szerint az árliberalizációért körülbelül 45 százalékos áremelkedéssel kellett fizetni (Cottarelli–Blejer [1992]). A monetáris nyomás, a megelőző időszakban felhalmozódott túlkereslet bizonyos fokig magyarázatot ad az átalakulást kísérő inflációra, de becslések szerint az ilyen gyökerekre visszavezethető áremelkedés mértéke jóval csekélyebb, mint ami ténylegesen bekövetkezett.

Mundell szerint a termelés visszaesése közvetlen és közvetett módon is gerjesztette az inflációt. Az ismert összefüggés alapján –  $MV = PY^9$  – könnyen belátható, hogy minden tényező, amely pénztúlkínálatot okoz, egyúttal inflációt is gerjeszt. Az árszintet a  $P = MV/Y$  formában kifejezve, egyértelmű, hogy a pénztömeg növelése, a termelés csökkenése, illetve a forgási sebesség növekedése egyaránt inflatorikus hatással jár. Az átalakuló országokban azonban az  $Y$  csökkenése közvetetten is növelte az inflációs nyomást. Mivel az adóbevételek eséséhez a kormányzati kiadások nem tudtak igazodni, a deficitfinanszírozásnak gyakran a jegybanki finanszírozás jelentette a fő formáját. Ez egyértelműen növelte a pénzkínálatot, s így jelentős lökést adott az inflációnak. ( $M$  értékét a jegybanki tartalékok, valamint a jegybanki hitelfolyósítások alapján is meghatározhatjuk.)

A termelés-visszaesés inflatorikus hatása a várakozásokon keresztül, illetve a forgási sebesség növekedése révén is számottevő volt. Racionális várakozások mellett a pénzügyi aktívákat – a termelés további visszaesésétől tartva – minél gyorsabban kívánták más reáleszközbe átmenteni. A recesszió költségvetési és pénzkínálati hatása igen összetett. Amíg a kormányzati kifizetések értéke állandó (nem változik), s nincs mód a csökkenő adóbevételek kompenzálására, a deficit inflatorikus hatása huzamosan fennmarad. Ha a deficit/GDP értékét  $g$ -vel jelöljük, és feltételezzük, hogy azt teljes egészében monetáris eszközökkel finanszírozzák, akkor

$$gV = MV$$

a relatív deficit a forgási sebesség függvényében növeli az  $M$  értéket, azaz  $gV$  határozza meg a monetáris expanzió mértékét. A forgási sebesség a relatív deficitre sajátos multiplikátorhatást gyakorol. Ha a forgási sebesség nő, s ezt az  $Y$  csökkenésén túl a  $g$  érték emelkedése is alátámasztja, az infláció hatványozottan fokozódik.

Az átalakulási periódus inflációja mögött számos tényező komplex hatása mutatható ki. Mundell szerint a legfontosabb tényező a monetáris expanzió volt. A korábban kialakult monetáris nyomás, illetve a termelés visszaesése mellett döntően a túlzott mérvű jegybanki hitelezés gerjesztette az inflációt. Az átalakulási folyamatok közgazdasági elemzése alapján Mundell tehát arra a végkövetkeztetésre jut, hogy a gazdaságokat dezorganizáló infláció a hibás monetáris és költségvetési politikára, e két politika egyértelműen expanzív irányzatára vezethető vissza. E megállapítás látszólag teljesen ellentmond a korábban tárgyalt Mundell–Fleming-tézisnek.

1994-es budapesti előadásában Mundell a kelet- és közép-európai térség átalakuló országait azért hibáztatja, hogy a gazdasági egyensúly felbomlásakor a monetáris és költségvetési politika révén jelentősen növelték a belső pénzkínálatot, ami „természetes” módon egyre erőteljesebb inflációhoz vezetett. A monetarista filozófia tanaival tökélete-

<sup>9</sup> A pénztömeg ( $M$ ) és a forgási sebesség ( $V$ ) értéke megegyezik a reáltermék ( $Y$ ) és az árszint ( $P$ ) szorzatával.

sen egybevágó állítás ellenére Mundell tulajdonképpen kitart korábbi elmélete mellett. Most sem mondja ki kategorikusan, hogy a pénzkínálatnak monetáris és/vagy költségvetési eszközökkel történő bővítése gazdasági-társadalmi szempontból eleve hibás és értelmetlen döntés. Nem állítja, hogy a két politika csak és kizárólag a pénzdolgoakra, az árakra tud hatást gyakorolni. Mundell igen részletes elemzése arra hívja fel a figyelmet, hogy átalakulási folyamat sajátos körülményei között a monetáris és/vagy költségvetési politika növekedést ösztönző hatása nem tudott kibontakozni. Az átalakuló országok esetében nem álltak fenn azok a feltételek, amelyek között a monetáris/költségvetési expanzió a mundelli elmélet által feltételezett pozitív következményekkel jár.

Az átalakuló országok – a Mundell–Fleming-elmélet kategóriáit alkalmazva – alapvetően a kis országok csoportjába sorolhatók, ahol a makrogazdasági döntés meghozatalakor a következő feltételeket kell mérlegelni: 1. az árfolyamrendszer jellegét (rögzített – rugalmas); 2. a tőkemobilitás fokát.

Az árfolyamrendszert illetően a térség országai mindkét csoportba besorolhatók. A tőkemobilitás tekintetében az országok minősítése nem egyértelmű. A jogszabályi kereteket ugyan mindenütt viszonylag korán kialakították, elvileg szabaddá tették az utat a nemzetközi tőke(ki)áramlások előtt. A gyakorlatban azonban – Magyarország kivételével – az átalakulás első szakaszában nem volt valódi tőkemobilitás, hiszen különböző vélt vagy valós tőkeforgalmi akadályok miatt 1993–1994-ig csak korlátozottan áramlott be tőke. Valódi tőkemobilitásról csak akkor beszélhetünk, ha a tőkeáramlás mindkét irányban megvalósul. Tőkekiáramlásról – eltekintve a tőkemenekítéstől – viszont a kérdéses időszakban jogszabályi akadályok miatt sem beszélhetünk.

Következésképpen az átalakuló, kis, nyitott és rögzített árfolyamrendszert fenntartó országoknak a Mundell–Fleming-elmélet szerint a költségvetési expanzió révén kell a gazdasági egyensúlyt helyreállítani. Az elmélet azonban azt is kimondta, hogy fix árfolyam mellett a költségvetési politika eredményessége a tőkemobilitás függvényében alakul. Ha nem biztosított a szabad tőkeáramlás – s e feltétel teljesülése nyilván nem szűkíthető le egy törvény meghozatalára –, a költségvetési expanzió teljesen hatástalan lesz. Pontosabban, nem a tervezett hatást fejtí ki: gazdaságélénkítés helyett pusztán az árszintet növeli, a deficit növekedését követő kamatláb-emelkedés nem indukál többlettőkeforrást a gazdaság számára.

Az elmélet sarkalatos pontja, hogy a költségvetési expanzió a többletkiadások hitelpiaci finanszírozása révén a belső kamatlábat megemeli. A relatíve magasabb kamatláb viszont megfelelő volumenű tőkebeáramlást eredményez. Mivel az átalakuló országokban a deficitfinanszírozásra nem csak – alapvetően nem, illetve jó néhány országban egyáltalán nem – a hitelpiacokon került sor, a deficit nem járt a költségvetési expanzióval arányos kamatláb-emelkedéssel. Nem alakultak ki olyan szintű kamatok, amelyek reális mértékű, a sajátos körülményeket figyelembe vevő (átalakuló gazdaságok iránti bizalom viszonylagos gyenge volta) kockázati prémiumot tartalmazták volna.

Fentiekből adódik, hogy a fix árfolyamot fenntartó átalakuló országokban a költségvetési expanzióval – az elmélet intelme ellenére – mindig együtt járt a monetáris expanzió is, s ez teljesen elfojtotta a költségvetési expanzió egyébként is korlátozott pozitív hatását. Az ilyen típusú országok monetáris expanzióját kísérő negatívumok – mindenekelőtt az infláció felerősödése – viszont erőteljesen megmutatkoztak.

Tény, hogy a költségvetési expanzió növekedést ösztönző hatása nem bontakozott ki. Jogos azonban a kérdés, hogy az átalakuló országok növekvő költségvetési deficitje mennyiben tekinthető tudatos politikai döntés – azaz a kormányzat által vállalt költségvetési expanzió – eredményének. A deficitnövekedés nem aktív politikai döntés nyomán alakult ki. A kormányok alapvetően passzív szerepet játszottak a költségvetési deficitek növekedésében. Aktivitásuk arra korlátozódott, hogy kiadásaitaként vésszesen zsuporodó bevételeik

miatt némileg csökkenték. Ténylegesen tehát nem a költségvetési expanzió kudarcát igazolták az átalakuló országokban lezajló folyamatok, hanem sokkal inkább ezen eszköz bevetésének a hiánya.

A rugalmas árfolyamrendszerű átalakuló országokban arra derült fény, hogy bár egyértelműen kimutatható a monetáris expanzió ( $M\bar{V} > Y\bar{V}$ ), annak eredményességét alapvetően gátolta 1. az alacsonyfokú tőkemobilitás, 2. a monetáris expanziót kísérő költségvetési expanzió.

A költségvetési deficit növekedése igen jelentős volt. Sok esetben a mundelli elmélet által indokolt monetáris expanziót teljes egészében a költségvetésdeficit-finanszírozás kényszerítette ki. Így a gazdaság egyáltalán nem érzekelte a likviditás javulását, a pénzkínálat bővülését, hiszen a jegybank által biztosított többletpénzt a költségvetés szívta fel a feltétlenül finanszírozandó – „rendszeres” jellegű, alapvetően hiányt pótló, illetve veszteséget kompenzáló – kiadásokra.

Mundell tehát az átalakuló térség makrogazdasági politikáját minősítve, nem került szembe saját eredeti tanaival. Elemzése arra hívja fel a figyelmet, hogy az elméleti alapfeltételezések mennyire szigorúan – teljeskörűen – értelmezendők. Így azt mondhatjuk, hogy véleménye az évek folyamán az optimális cél-eszköz-kombinációt illetően alapvetően nem módosult: kellő körültekintéssel változatlanul ésszerű döntésnek tekinthető, ha a gazdasági teljesítmény fokozására expanzív monetáris, illetve költségvetési politika beindítására vállalkozik egy kormány.

Mundell az átalakuló országok „nagy összeomlása” kapcsán arra is felhívja a figyelmet, hogy számos külső és belső tényező játszott közre a kezdeti időszak válságának a kialakulásában. Így, még ha előírászerűen alkalmazták volna az átalakuló országok az „expanziós” politikai receptet, akkor sem számíthattak volna biztos sikerre. Az ellenerők ugyanis igen jelentősek voltak. A rendkívül erőteljes cserearányromlás – párosulva az exportpiacok beszűkülésével, a külkereskedelmi multiplikátor számottevő hatásával, a finanszírozási problémákkal, valamint a mikrogazdaságon belüli gondokkal, a valódi értelemben vett mikrogazdaság embrionális állapotával – olyan mértékű ellenhatást fejtett ki, amit az önmagában ígéretes monetáris és/vagy fiskális expanzió nem tudott volna kellően ellensúlyozni.

Robert Mundell személyében igen érdekes elméleti munkásságot kifejtő tudós kapott Nobel-díjat. Rendkívüli érzékkel tapintott rá azokra az elméleti problémákra, amelyek tisztázására nemcsak a szellemi teljesítmény öröme miatt vállalkozott, hanem a kérdések gyakorlati jelentősége miatt is. Lehet vitatkozni a mundelli állításokkal, de azt senki sem vonhatja kétségbe, hogy Robert Mundell vázolta fel először az évezredforduló legnagyobb jelentőségű nemzetközi pénzügyi eseményének, az EMU beindításának az elvi és gyakorlati lehetőségét.

A Nobel-díjat odaítélő bizottság ez évi döntését övező viták mögött igen izgalmas kérdés húzódik meg. Valóban csak arról van szó, hogy egy világszerte ismert (és sokak által vitatott) teoretikus zseniális előrelátását, napjainkban megvalósuló jövőképét kívánja a bizottság méltó elismerésben részesíteni, avagy a Mundellnek odaítélt díj egy korszak lezárulását, a monetarista gazdaságfilozófia kizárólagos uralmának a végét jelzi?

### *Hivatkozások*

- BÉKÉS GÁBOR [1998]: Optimális valutaövezetek, gazdasági integráltság és hasonlatosság: az Európai Unió példája. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz.
- COTTARELLI, C.–BLEJER, M. [1992]: Forced Saving and Repressed Inflation in the Soviet Union. 1986–1990. *IMF Staff Papers*. 39.



- FLEMING, J. M. [1962]: Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates. IMF Staff Papers.
- KENEN, P. [1969]: The theory of Optimum Currency Areas: An eclectic view. Megjelent: *Mundell, R.–Swoboda, A.* (szerk.): Monetary Problems of the International Economy. University of Chicago Press.
- KENEN, P. B. [1995]: Economic and Monetary Union in Europe. Moving Beyond Maastricht. Cambridge University Press.
- LÓRINCNÉ ISTVÁNFFY HAJNA [1996]: Európai pénzügyek. Múlt, jelen, jövő. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- LÓRINCNÉ ISTVÁNFFY HAJNA [1997]: Az EMU működésének néhány gyakorlati problémájáról – elméleti megközelítésben. Közgazdasági Szemle, 10. sz.
- McKINNON, R. I. [1963]: Optimum Currency Areas. American Economic Review, 53, 717–755. o.
- McKINNON, R. I. [1984]: An International Standard for Monetary Stabilization. Institute for International Economics.
- MUNDELL, R. A. [1957]: International Trade and Factor Mobility. American Economic Review, június.
- MUNDELL, R. A. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, 51, 657–665. o.
- MUNDELL, R. A. [1963a]: The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy. IMF Staff Papers.
- MUNDELL, R. A. [1963b]: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. Canadian Journal of Economics.
- MUNDELL, R. A. [1968]: International Economics. Macmillan, New York.
- MUNDELL, R. A. – SWOBODA, A. K. (szerk.) [1969]: Monetary Problems of the International Economy. University of Chicago Press.
- MUNDELL, R. A. [1994]: Economics of Transition. Financial Economics of the Transition című konferencián (Budapest, 1994. szeptember 2–4.) elhangzott előadás.
- MUNDELL, R. A. [1998]: Great Expectations for the Euro. Part II. The Wall Street Journal Europe, március 25.
- SZANYI MIKLÓS [1997]: Elmélet és gyakorlat a nemzetközi működőtőke-áramlások vizsgálatában. Közgazdasági Szemle, 6. sz.
- TINBERGEN, J. [1952]: On the Theory of Economic Policy. North Holland, Amszterdam.