

Urkuti György:

A VALUTAVÁLSÁGOK KIALAKULÁSA ÉS HATÁSAIK

Gazdaságpolitikai elemzés a valutaválságok természetéről és az ellenük való küzdelem lehetőségeiről -- a fejlett országok körében a második világháború után előfordult legsúlyosabb egyedi válság példájával (Finnország, 1990-93)

BKÁE Nemzetközi Kapcsolatok tanszék és Világgazdaságtan tanszék

Témavezető: Dr. Gyenge Zoltán

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

Nemzetközi Kapcsolatok Ph.D. program

A VALUTAVÁLSÁGOK KIALAKULÁSA ÉS HATÁSAIK

Gazdaságpolitikai elemzés a valutaválságok természetéről és az ellenük való küzdelem lehetőségeiről -- a fejlett országok körében a második világháború után előfordult legsúlyosabb egyedi válság példájával (Finnország, 1990-93)

Ph. D. értekezés

Írta: Urkuti György

Budapest, 2001.

TARTALOMJEGYZÉK

Bevezetés	8
I. RÉSZ: A VALUTAVÁLSÁGOK TERMÉSZETE	9
1. Elméleti alapvetések	9
1.1. A folyómérleg hiánya a nemzeti számlák rendszerében	10
1.2. Elméleti koncepciók a folyómérleg egyesúlytalanságáról	14
1.3. Elméletek a folyómérleg kiegyensúlyozásáról	16
2. A valutaválságok	18
2.1. A valutaválság definíciója	19
2.2. Néhány példa	22
3. Valutaválság-elméletek	22
3.1. Az első generációs elméletek	24
3.2. A második generációs elméletek	28
4. Empirikus kutatások a valutaválságokról	33
4.1. Az előrejelző mutatók	34
4.2. Ökonometriai modellek	38
4.3. Esettanulmányok	42
4.4. A valutaválságok áttérjedése	45
4.5. Az áttérjedés megakadályozásának lehetőségei	48
II. RÉSZ: A FINN ESET (1990-93)	57
5. Nyugat-Európa legnagyobb egyedi válsága	57
6. Előzmények	61
6.1. A finn gazdaság korábbi válságperiódusai	61
6.2. A finn gazdaság sikertörténete a 20. században	63
6.3. A keynesi ihletésű finn gazdaságpolitika	65
6.3.1. A verseny korlátozása	67
6.3.2. Az árszabályozás	68
6.3.3. A reálkamatszint alacsonyan tartása	69
6.3.4. A leértékelési ciklusok	71
6.3.5. A bérszínvonal inflációgerjesztő meghatározása	75
6.3.6. A korporatív gazdaságpolitikai döntéshozatal	79
6.3.7. A Phillips-görbe finn példája	80
6.4. A külső kényszerek	82
6.4.1. A külpolitikai „semlegesség” és következményei	82
6.4.2. Klíringkereskedelem a Szovjetunióval	83
6.4.3. Megkésett kapcsolódás az európai integrációhoz	90

7. A válsághoz vezető út	91
7.1. A nyolcvanas évek gazdaságpolitikai félfordulata	92
7.1.1. A pénz- és tőkepiacok liberalizációja	92
7.1.2. A stabil márkaárfolyam politikája	95
7.2. A konjunktúra túlhevülése	97
7.2.1. A kaszinógazdaság	101
7.2.2. Az erős márka politikája	103
7.2.3. A bizonytalanság időszaka	106
8. A válság kitörése	108
8.1. A foglalkoztatottság összeomlása	109
8.2. A márka hozzákötése az ECU-höz	112
8.3. Devizapiaci támadás a márka ellen	113
8.4. A Sorsa-csomag	114
8.5. A folyómérleg hiányának finanszírozhatósága	115
8.6. A márka leértékelése	118
8.7. A márka lebegtetése	120
8.8. A bankválság	124
8.9. A szovjet kereskedelem összeomlása	130
8.10. A nyugat-európai recesszió	131
9. Kilábalás a válságból	133
9.1. Az infláció lelassul	134
9.2. A költségvetési politika kényszerei	137
9.3. A Sailas-csomag	138
9.4. Az export felfutása	141
9.5. Epilógus: A finn gazdaság sikertörténete 1993 után	144
10. Összefoglalás	147
HIVATKOZÁSOK	150

*Szeretettel feleségemnek és szüleimnek,
akiknek türelmes és áldozatkész segítsége nélkül ez a mű
egyáltalán nem jöhetett volna létre – no meg kislányomnak,
akinek el kellett viselnie, hogy a disszertáció írása idején
a papa jóval kevesebbet tudott vele foglalkozni,
mint amennyit szeretett volna...*

BEVEZETÉS

A világ közgazdász-társadalmának érdeklődése az elmúlt években fokozottan fordult a valutaválságok felé, s ennek köszönhetően az ilyen típusú krízisekről szóló nemzetközi irodalom számos jelentős elméleti és empirikus munka eredményeivel gazdagodott. Ez a disszertáció egyrészt megkísérli számba venni az eddig elért eredményeket, másrészt egy – talán kevésbé az érdeklődés homlokterében szereplő – igen súlyos krízis, az 1990-93-as finnországi válság részletes ismertetésével megpróbálja felhívni a magyarországi közgazdász-társadalom figyelmét is a valutaválságok jelen(tő)ségére. Hazánkban ugyanis az elmúlt években meglehetősen kevesen foglalkoztak ezzel a témával – éppen ezért hangsúlyozottan illesse tisztelet a keveseket –, különösen ahhoz képest, hogy a valutaválság eshetősége sajnos az EU-csatlakozás küszöbére került Magyarországon sem elhanyagolható.

A disszertáció első része javaslatot tesz a valutaválság definíciójára (ez a kérdés eddig a nemzetközi szakirodalomban is meglehetősen háttérbe szorult), továbbá állást foglal a témában zajló nemzetközi vita néhány kérdésében. Amellett érvel, hogy a válságot előrejelző mutatók készítésére irányuló erőfeszítések teljesen hiábavalóak, mert ha esetleg sikerülne is a múltbeli tényadatok segítségével ilyen mutatót konstruálni, annak ismeretében a piaci szereplők viselkedésének törvényszerűségei miatt bizonyosan nem lehetne egyetlen jövőbeli válságot sem előre jelezni. A második rész a valutaválságok egy példáját, a fejlett országok körében a világháború óta előfordult legsúlyosabb egyedi válságot, az 1990-93 közti finnországi krízist elemzi. Ismerteti a válság előzményeit, annak lefolyását és a belőle levonható tanulságokat. A disszertációt a konklúzió zárja.

I. RÉSZ: A VALUTAVÁLSÁGOK TERMÉSZETE

1. ELMÉLETI ALAPVETÉSEK

A folyó fizetési mérleg tartós deficitjének következményei és fenntarthatósága régóta vita tárgyát képezi az elméleti közgazdaságtanban. Alapvetően kétféle megközelítés alakult ki.

A *pozitív megközelítés* a folyómérleg hiányát pozitív jelenségnek, a deficitet felhalmozó ország tőkevonzó képessége megnyilvánulásának tekinti, s annak bizonyítékát látja benne, hogy az illető országban nagyobb a tőke határhaszna, mint más államokban¹.

Eszerint a megközelítés szerint ugyanis a folyómérleg deficitje a tőkemérleg szufficitjének szükségszerű következménye – feltéve, hogy a jegybanki valutatartalékok szintje változatlan –, hiszen a tőkemérlegnek és a folyómérlegnek definíció szerint egyensúlyban kell lennie (vagy változik a valutatartalékok szintje, de ezt a lehetőséget a folyómérleg alakulását vizsgáló legtöbb elméleti megközelítés kizárja a vizsgálódások köréből, ellentétben a valutaválság-elméletekkel, amelyek sokszor éppen ebből indulnak ki). Ez a megközelítés tehát a folyómérleget másodlagos, derivatív mutatónak tekinti, amely az alapvető mutató (a tőkemérleg) alakulásának függvénye. Ezt a sorrendet eme megközelítés szerint az támasztja alá, hogy a tőke a legmozgékonyabb termelési tényező (különösen nemzetközi szinten), s így a tőkemérleg gyorsabban reagál a reálgazdasági folyamatokra, mint a folyómérleg.

A *negatív megközelítés* ezzel szemben a folyómérleget tekinti önálló változónak, s a tőkemérleget derivatív mutatónak². Eszerint a folyómérleg tartós hiánya egyértelműen negatív jelenség, hiszen azt jelzi, hogy az illető ország többet költ (a külfölddel szembeni tranzakcióiban), mint amennyi jövedelmet (szintén nemzetközi értelemben) megtermel. A folyómérleg deficitje eszerint úgy keletkezik, hogy annak összetevői közül -- a

¹ Lásd például: Higgins és Klitgaard (1998)

² Lásd például: Krugman és Obstfeld (1994)

kereskedelmi mérleg, a szolgáltatások mérlege, a jövedelemátutalások mérlege és a viszonzatlan átutalások mérlege -- valamelyik (vagy több is) nagyobb mértékben deficitese, mint amennyire a többi összetevő szufficitese (ha van olyan egyáltalán). Vagyis az ország vagy több árut és/vagy szolgáltatást importál, mint exportál, vagy az országban jelen lévő külföldi befektetők több profitot utalnak haza, mint amennyi profit visszaáramlik az adott ország külföldön lévő befektetései után, vagy több viszonzatlan átutalást teljesít az ország külföldre, mint amennyit onnan kap (például az adott országban több külföldi munkavállaló utalja haza a fizetését, mint amennyi állampolgára külföldről hazautalja), vagy ezek közül több is érvényes.

Ezen megközelítés szerint jelentős mértékű folyó deficit huzamosan nem tartható fenn. A deficit ugyanis államadósságot generál, s az – különösen, ha jórészt külföldi devizában jegyzik, amint az a gyakorlatban főleg kis és/vagy fejletlen országok esetében gyakran előfordul – egy bizonyos szint fölé emelkedve (a szabad pénz- és tőkeáramlás, illetve az integrált nemzetközi pénz- és tőkepiacok korában) a valuta leértékelődéséhez, kötött árfolyam esetén a globalizált és integrálódott tőke- és pénzpiacok korában (a külföldi befektetők által elvárt kockázati hozamfelár miatt) a belső reálkamatszint emelkedéséhez vezet. A leértékelődött valuta csökkenő importkeresletet és -- a nemzetközi versenyképesség erősödésén keresztül -- növekvő exportot generál, így a kereskedelmi mérleg javul, s ez a folyamat mindaddig tart, míg a folyómérleg deficitje meg nem szűnik. Ugyanez a végeredmény a kötött árfolyam esetében is: a megemelkedő belső reálkamatszint a beruházások és a GDP növekedésének lassulását (súlyosabb esetben egyenesen visszaesését) eredményezi, ami szintén az importkereslet csökkenéséhez és a folyómérleg kiegyensúlyozásához vezet.

1. 1. A folyómérleg hiánya a nemzeti számlák rendszerében

A folyómérleg hiányának makrogazdasági összefüggéseit a nemzeti számlák rendszerében is fel tudjuk írni. A közismert összefüggés szerint a rendelkezésre álló jövedelem a felhasználási oldalról:

$$Y = C + I + G + X - M$$

ahol Y a rendelkezésre álló jövedelem, C a magánfogyasztás, I a magánberuházás, G a közösségi (kormányzati) fogyasztás és beruházás, X az áruk és szolgáltatások exportja, M pedig az áruk és szolgáltatások importja.

Másrészt viszont a belföldi, nem kormányzati gazdasági szereplők aggregát jövedeleme a következőképpen is felírható:

$$Y = C + S + T + F$$

ahol S a megtakarítás, T a nettó adó (a befizetett adó és a kormányzati transzferek különbsége), F pedig a külfölddel szembeni tranzakciók egyenlege (vagyis a belföldi nem kormányzati gazdasági szereplők külföldön szerzett jövedelme, mínusz a külföldiek részére belföldön kifizetett jövedelmek).

A fenti két egyenlet összesítéséből adódik, hogy:

$$I + G + X - M = S + T + F$$

Rendezve:

$$X - M - F = S - I + (T - G)$$

Ebben a leegyszerűsített modellben $X - M - F$ éppen a folyó fizetési mérlegnek felel meg (az egyoldalú átutalásoktól eltekintünk), $T - G$ pedig a költségvetési egyenlegnek. Vagyis: *a folyó fizetési mérleg egyenlege azonos a (magán)megtakarítás mínusz a (magán)beruházás, hozzáadva a költségvetési egyenleget.* Ebből pedig az következik, hogy ha egy országban a megtakarítási hajlandóság alacsony (vagyis a fogyasztási hajlandóság magas), a tőke megtérülési mutatói pedig a reálgazdaságban viszonylag kedvezőek (vagyis élénk a beruházási kedv), a költségvetést pedig bármilyen okból

(például belpolitikai kényszerek miatt) nem sikerül jelentős többlettel zárni, akkor a folyó fizetési mérleg feltétlenül deficitessé lesz³. Mint látni fogjuk, Finnországban a vizsgálódásunk tárgyául választott válságot közvetlenül megelőző időszakban éppen ez volt a helyzet. A hosszan tartó fellendülés olyan bizakodást váltott ki a társadalomban, ami eszeveszett fogyasztási lázban öltött testet, s ez definíció szerint a megtakarítási ráta csökkenését okozta⁴, miközben a gyors GDP-növekedés hite a beruházásokat is tartósan igen magas szinten tartotta, s ezzel párhuzamosan a költségvetést nemhogy kiegyensúlyozni nem sikerült (vagy pláne szufficitessé tenni), hanem a legtöbb évben – szerény mértékben ugyan, de – egyenesen deficitel zárt. Ez a fenti összefüggés értelmében törvényszerűen vezetett a folyó fizetési mérleg tartósan magas hiányához.

Kérdéses azonban, hogy jelent-e egyáltalán problémát a folyómérleg tartósan magas hiánya? A fent említett két megközelítés közül az első szerint nem. Éppen ellenkezőleg, a deficit emeli a hiányt felhalmozó ország lakosainak jólétét, hiszen a tőke határhasznának megfelelő nemzetközi tőkeallokáció a tőketulajdonosok jövedelmét emeli a tőkemozgás nélküli helyzethez (vagy a korlátozott tőkemozgáshoz) képest. Ezen megközelítés szerint a folyómérleg deficitje azt mutatja, hogy az országok között eltérés van a tőke marginális hozama között, s a nemzetközi tőkeáramlás az ebben rejlő jövedelemnövelési lehetőségeket teszi kiaknázhatóvá, így mind a tőkeexportőr, mind a tőkeimportőr ország számára előnyös. Hiszen a szabad tőkeáramlás lehetővé teszi, hogy a belső kamatszint alacsonyabb legyen a tőkeimportőr országban, mint a korlátozott (vagy egyáltalán nem létező) tőkeáramlás mellett lenne, így több beruházás valósulhat meg, magasabb lesz a nemzeti jövedelem. (Sőt, ennek áldásait – jelentős kereskedelmi integráció esetében – az adott országba számottevő exportot lebonyolító más államok is élvezhetik, hiszen a tőkeimportőr ország magasabb nemzeti jövedelme nagyobb importhajlamot jelent.) A

³ Ha a fogyasztás meglódulását valamilyen „pozitív, országspecifikus technológiai vagy termelékenységi sokk” váltja ki, amel y egyúttal a beruházások fellendülését is eredményezi, akkor az különösen nagy eséllyel eredményez jelentős deficitet a folyómérlegben fejlett ipari országok és szabad, integrált tőkepiacok esetében – állapítja meg Elliott és Fatás (1996). Mint látni fogjuk, éppen ez történt Finnországban is a nyolcvanas évek végén.

⁴ Az optimista gazdasági kilátások miatti fogyasztási láz jelenségét az elmélet is ismeri. Mint két amerikai kutató megállapítja, ha a várakozások rendkívül derülátóak, akár jelentősen is csökkenhet a megtakarítási hajlandóság a fogyasztás megugrása miatt, abban a – gyakorlatilag sem kizárt – esetben, ha az egész élettartamra várt jövedelem (anticipated lifetime income) gyorsabban nő, mint a jelenlegi jövedelem. Lásd Nason és Rogers (1999). Többek szerint ez okozza napjainkban az USA-ban a negatív megtakarítási rátát.

tőkeexportőr ország tőketulajdonosai pedig nagyobb hozamban részesülnek külföldi befektetéseikből, mint ha korlátozott (vagy egyáltalán nem létező) tőkeáramlás mellett odahaza lennének kénytelenek befektetni tőkájukat. Röviden: a folyómérleg deficitje (illetve más országokban szufficitje) a pozitív megközelítés szerint hatékony tőkeallokációt tesz lehetővé ahhoz a helyzethez képest, mint ha a folyómérleg egyensúlyban van. Ebből persze az is következik, hogy a deficitnek az a szintje kívánatos (és hosszú távon is fenntartható ezen nézet képviselői szerint), amelyik mellett ez a hatékony tőkeallokáció végbemegy, vagyis amelyik mellett a tőke határhozama nemzetközi szinten kiegyenlítődik. Ezen a szinten tehát nem probléma a folyómérleg tartós deficitje sem, sőt kifejezetten hasznos.

A második megközelítés szerint az egyik kulcskérdés az, milyen lejáratú és formájú tőke áramlik az országba. Ha többségben van a rövid lejáratú, likvid pénztőke (például valuta- vagy részvénytőke befektetések formájában), akkor külső vagy belső sokkok esetén gyorsan, akár néhány nap leforgása alatt ki tud vonulni akkora hányada, amely már komoly gondokat okoz az illető ország pénzügyi életében. Ha viszont a beáramlott külföldi tőke nagyrészt közvetlen befektetések formájában, „tárgyasultán” jelenik meg, akkor nem távozik annyira hirtelen, így az uralkodó vélemény szerint az országoknak lehetőség szerint a hosszú lejáratú tőkéket kell előnyben részesíteniük a rövid lejáratúakkal szemben.

Ennek a megközelítésnek a képviselői szerint ezért nem határozható meg általános érvénnyel, hogy a folyómérlegnek mekkora hiánya tartható fenn huzamos ideig (középtávon, hozzávetőleg 5-15 éves időszakra), eseti vizsgálódásra van szükség. A fenntartható hiány szintje függ az országban jelen lévő külföldi tőke lejárat szerinti összetételétől, a piaci szereplők informáltságának mértékétől, az ország külföldi adósságának nagyságától (talán említeni sem kell, hogy itt és a dolgozat egészében külföldi adósság alatt a külföld felé fennálló állami adósság és a magánadósság együttesét kell érteni, amelynek az állam és a magánszereplők közti megoszlása számos szempontból fontos ugyan, de a folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatása szempontjából együttesen kezelendők, lásd Oblath (1996) és Oblath (1997a)) és még számos más

tényezőtől. Végül soron azonban a legdöntőbb az adott ország gazdaságpolitikájának hitelessége a bel- és külföldi befektetők szemében⁵. Az elmúlt évek fizetésimérleg-válságain belül ugyanis az egyetlen közös tényező, hogy a befektetők valamennyi esetben elveszítették bizalmukat a válság áldozatául esett ország gazdaságpolitikájával szemben (még a folyómérleg hiánya sem kellett ehhez minden esetben, az 1998-as orosz válságot megelőzően például egyenszen szufficites volt az orosz folyó fizetési mérleg). Hosszú távon – több évtizeden keresztül – azonban ezen nézet szerint sem lehet állandó, jelentős deficitet fenntartani, mert ezt nincs miből finanszírozni (az egyetlen kivétel az USA, a dollár világgazdasági szerepe miatt). Még a látszólag nem adósságeneráló finanszírozási módok is – mint a közvetlen tőkebefektetések – ilyen időhorizonton már bizonyosan „visszafizetendővé” válnak, azaz a közvetlen tőkebefektető is realizálja profitját. Erre egyebek közt Erdős (2000) is felhívja a figyelmet, aki Roy Harrodot is idézi: „Az idegen országokban végrehajtott beruházást a nemzetközi fizetési mérleg kedvező tételének kellene tekinteni. Tízéves periódusban (...) a külső beruházás után járó kamat és profit felülmúlja a tőkekiadást” (p.218). Ennek a megközelítésnek az érvei tehát meggyőzőbbek, hiszen az egyedi, országon belüli hatásokra helyezik a hangsúlyt, nem pedig az országok közti tőkeallokációra, ami a pozitív megközelítés híveinek fő érve.

1. 2. Elméleti koncepciók a folyómérleg egyensúlytalanságáról

Elmélettörténeti szempontból természetesen számos más koncepciót is el lehet különíteni a folyómérleg egyensúlytalanságával kapcsolatban⁶. Ezek közös jellemzője egyrészt az, hogy a folyómérleg egyensúlytalanságait hosszú távon fenntarthatatlannak ítélik, s különböző mechanizmusokat ismertetnek a deficit (illetve szufficite) automatikus megszűnésére, illetve – ha az mégsem következne be – azokra a gazdaságpolitikai lépésekre, amelyekkel a deficit (vagy szufficite) megszüntethető. Másrészt – és jelen vizsgálódásom szempontjából ez a döntő tényező – szintén közös jellemzőjük, hogy (egy-egy kivételtől eltekintve) *sokat veszítettek relevanciájukból* a megszületésük idejéhez képest. Ezen elméletek létrejötte óta ugyanis több nagyságrenddel (korábban

⁵ Erre a következtetésre jut pl. egy német kutatócsoport is néhány ország fizetési mérlegének közelmúltbeli alakulását vizsgálva több országban. Lásd: Hofmann et al. (2000)

elképzelhetetlen mértékben) megnöttek, integrálódtak, globalizálódtak és – nem utolsósorban az adatátviteli technikai vívmányoknak köszönhetően – a nemzetközi gazdasági folyamatokat uralóvá váltak a nemzetközi pénz- és tőkeáramlások. A nemzetközi pénzügyi élet ezen forradalmi változásait ezek a korábban született elméletek nem veszik (értelemszerűen nem is vehetik) figyelembe. Ezért e helyütt elegendőnek tartom, ha csupán igen vázlatos áttekintést adok róluk⁷, eltekintve a különböző modellek (leegyszerűsítő) feltevéseinek ismertetésétől, illetve a megközelítések bírálatától.

1. A rugalmas árszínvonal mechanizmusa. Ennek értelmében ha egy ország folyómérlege deficitessé válik, akkor az egyensúlyi állapothoz képest csökken a belföldi pénzmennyiség, s ez az árak esését váltja ki (feltételezve, hogy a pénz forgási sebessége valamint kínálata változatlan), ami viszont azt eredményezi, hogy az ország importja csökken (hiszen a belföldi termékek versenyképessége javul), exportja viszont nő (hiszen a kivitel révén learatott profit nő), s így a kereskedelmi mérlegen keresztül a folyómérleg is az egyensúly helyreállításának irányába mozdul el.
2. A rugalmas árfolyamrendszer mechanizmusa. Ennek értelmében ha egy ország folyómérlege deficitessé válik, az azt jelenti, hogy a valutájából többet kínálnak eladásra, mint vételre (mivel nettó pénzbeáramlással egyenértékű a deficit), vagyis a devizapiacra nemzeti fizetőeszköze iránt kisebb a kereslet, mint a kínálat. Ez pedig valutája leértékelődéséhez vezet, mindaddig, amíg az új egyensúlyi árfolyam ki nem alakul. A leértékelt valuta révén nő az export, csökken az import, s ezeken keresztül a folyómérleg egyensúlya helyreáll.
3. A jövedelmi kiigazodás mechanizmusa. Ennek értelmében ha egy ország folyómérlege deficitessé válik, akkor ez azt jelenti, hogy jövedelméből nagyobb hányadot költ a (keynes-i értelmezésnek megfelelően) jövedelemabszorbeáló hatású importra, mint amennyi a folyómérleg egyensúlya mellett lehetséges lenne. A másik oldalról megközelítve viszont ez azt jelenti, hogy a (keynes-i értelmezésnek

⁶ Ezek kitűnő összefoglalóját adja Szentés (1995)

⁷ Alapvetően Szentés (1995)-re támaszkodva

megfelelően) jövedelemgerjesztő hatásának tételezett export kisebb, mint ami a folyó fizetési mérleg egyensúlya mellett lehetséges lenne. Ennek következtében az adott országnak kevésbé nő (vagy erőbben csökken) a jövedelme, mint azoknak az országoknak, amelyeknek nem deficitese a folyómérlegük, vagyis (ha a két országgal dolgozó modell egyik országa helyébe a világ összes országát mínusz az adott országot helyettesítjük, akkor) a világ maradék részének. Tehát az adott ország jövedelme lassabban nő, mint a világátlag, s így importhajlama csökken, exportlehetőségei viszont (a világ többi részének a gyorsabb növekedésből adódó importhajlam-növekedése miatt) javulnak. Így tehát az ország folyómérleg egyensúlya a lassúbb jövedelemnövekedésen (vagy gyorsabb jövedelemcsökkenésen) keresztül áll helyre.

4. A monetáris kiigazodás mechanizmusa. Ennek értelmében ha egy ország folyómérlege deficitessé válik, az azt jelenti, hogy nettó pénzkirámlással szembesül, az így létrejövő viszonylagos pénzhiány megemeli a belső kamatszínvonalat, s ez a külföldi pénztulajdonosok érdeklődését váltja ki (hiszen magasabb kamatra számíthatnak, ha odaviszik a pénzüket), ami nettó pénzbeáramlást eredményez, mindaddig, amíg a folyómérleg deficitje meg nem szűnik.

Természetesen a fenti elméleti automatikus kiigazodási mechanizmusok kifejlesztői is tisztában voltak elméleteik számos leegyszerűsítő előfeltevésével, amelyek az automatikus mechanizmusok gyakorlati felhasználhatóságát kétségessé tették. Részben ennek – illetve a gazdaságpolitikai döntéshozatal segítségét célzó szándékoknak – tulajdonítható, hogy több elmélet született a fizetési mérleg kiegyensúlyozását célzó gazdaságpolitikai intézkedések mibenlétére is.

1.3. Elméletek a folyómérleg kiegyensúlyozásáról

1. A Marshall-Lerner feltétel. Eszerint a fizetési mérleg kiigazítására a valutaleértékelés módszerét kell alkalmazni, de csak akkor, ha az importárúk és az exporttermékek iránti kereslet árugalmasságának összege 1-nél nagyobb.

2. Az abszorpciós megközelítés. Eszerint a fizetési mérleg kiigazítására akkor alkalmazható a valutaleértékelés módszere, ha vagy növelni lehet a termelést (vagyis léteznek kihasználatlan kapacitások), vagy pedig csökkenthető a reálabzorpció (azaz a belföldi fogyasztás, beruházás és a kormányzati kiadások összege).
3. A monetáris megközelítés. Eszerint a fizetési mérleg deficitjét a belső pénzkínálat csökkentésével kell megszüntetni, ami fiskális és/vagy monetáris restriktió révén valósítható meg.
4. A portfólió-egyensúlyi megközelítés. Eszerint a fizetési mérleg deficitje esetén vegyes árfolyamrendszer mellett kezdetben olyan, „túlzott” mértékű leértékelésre van szükség, amely alacsonyabb árfolyamot eredményez, mint a fizetési mérleg nullszaldóját biztosító egyensúlyi árfolyam, mert a pénzpiaci szereplők portfóliójában bekövetkező gyors változásoknak ellensúlyozniuk kell a reálgazdaság lassúbb reagálását (később a túlzott leértékelést fokozatos felértékelődés követi, azzal párhuzamosan, ahogy a reálgazdaság is reagál).
5. Különbféle kereskedelempolitikai eszközök (pl. importvámok, kvóták, adminisztratív előírások az import egészségügyi, biztonsági, környezetvédelmi stb. jellemzőire, exportszubszidiák, dömpingárák, nemzetközi gazdasági megállapodások). Ezek lehetőségei a WTO-szabályozás erősödésével, a különféle regionális integrációs folyamatok előrehaladásával és a transznacionális vállalatok szerepének növekedésével párhuzamosan fokozatosan csökkennek.

A gyakorlatban ezeknek az eszközöknek az alkalmazása azonban sokszor nem vezet a kívánt eredményhez. Ilyen esetekben – vagy akkor, ha a deficit ellen nem tesznek érdemi gazdaságpolitikai lépéseket, mint történt az Finnországban a vizsgálódásom tárgyául választott időszakban – gyakran alakul ki a fizetési mérleg válsága, amely a mai vegyes árfolyamrendszerek és nagymértékben liberalizált tőkeáramlások mellett legtöbbször a valutaárfolyam válságában ölt testet. Így történt ez Finnországban is 1990-93 közt.

2. A VALUTAVÁLSÁGOK

A valutaválságokról – más néven árfolyamválságokról – szóló irodalom jelentős részének egyik furcsasága, hogy nem definiálja, mi is a valutaválság. „Úgy gondoljuk, hogy a válságokat az jellemzi, hogy a ’vak is látja’, és a megfigyelők nem igazán szoktak vitatkozni a létezésükről” – indokolja például a definíció hiányát a valutaválságokról szóló egyik legjobb magyar nyelvű munka (Árvai és Vincze, (1998b), p.509).

Véleményem szerint azonban az, hogy egy jelenség nyilvánvaló, még nem indokolja a definíció „megspórolását”. Első pillantásra például a munkanélküliség jelensége is nyilvánvalónak tűnik, ahhoz azonban, hogy be lehessen vonni a közgazdasági vizsgálódásba, először a józan ész sejtésénél pontosabban meg kell határozni.

Az a része az elméleti irodalomnak, amely definiálja a valutaválságot, a jelenséget sokszor csak a kötött (vagy legalábbis részben kötött, például irányítottan, sávok közt lebegő) árfolyam esetére értelmezi. Egyes munkák úgy határozzák meg ezt a válságtípust, hogy annak kimenetele a nemzeti fizetőeszköz leértékelése, vagy a lebegő árfolyam bevezetése⁸. Ezzel azonban nyilvánvalóan leszűkítik a válságok körét. Az empirikus kutatások zöme ezzel szemben egyszerűen jelentős mértékű leértékel(őd)és gyanánt definiálja a valutaválságot⁹. Ez egyrészt szerencsés előrelépés az elméleti munkákhoz képest, hiszen általában nincs különbség a makrogazdasági hatást illetően a piaci leértékelődés és a kormányzat által elhatározott leértékelés között. Másrészt viszont ez a meghatározás túlságosan is szélesen határozza meg a krízisek körét – aligha lehet például folyamatos valutaválságnak minősíteni, hogy Törökországban 1988 óta egyetlen esztendőben sem süllyedt az infláció évi 50 százalék alá és ezért évente ismétlődően hasonló nagyságrendben értékelődik le a török líra. Más empirikus kutatások az árfolyammozgás mellett a kamatlábak és a devizatartalékok mutatóját is bevonja a definícióba, s válságnak minősíti, ha a három közül bármelyik nagyságában „jelentős”, vagy ”extrém”, vagy „a trendtől hirtelen eltérő” mozgás következik be. Ezeknek a

⁸ Lásd például Krugman (1979)

⁹ Az empirikus kutatások általában 10-25 százalékos leértékel(őd)ésnél húzzák meg azt a határt, ahonnan már valutaválságról beszélnek.

megközelítéseknek az a következménye, hogy olyan helyzeteket is válságoknak minősítenek, amelyekről „címkézéséről” megoszlanak a vélemények.

2. 1. A valutaválság definíciója

A fentieket figyelembe véve ebben a dolgozatban az alábbi definíciót használom:

Valutaválságnak nevezem, ha

- (1) a nemzeti valuta árfolyamrendszerének megváltoztatására, és/vagy az árfolyam szintjének megváltoztatására ható piaci nyomás hirtelen felerősödik,
- (2) a kormányzat (vagy a jegybank) nem enged a nyomásnak, hanem különféle intézkedésekkel próbálja azt semlegesíteni, de
- (3) eszköztartaléka elégtelen a célhoz, s így a valuta árfolyama és/vagy árfolyamrendszere hirtelen oly mértékben változik meg, ami
- (4) jelentős negatív hatással jár az érintett ország pénzügyi és/vagy reálszférájára.

Ad (1) Azon országok esetében, amelyeknek nincs saját nemzeti valutájuk, hanem valamely más ország valutáját használják, értelemszerűen csak akkor fordulhat elő valutaválság, ha a valutát kibocsátó ország pénzügyi stabilitása megrendül. Ha olyan valutát választ egy kis ország, amelynek stabilitása nagyságrendekkel nagyobb a piaci szereplők szemében, mint a saját valutájáé, azzal gyakorlatilag akár nullára is csökkentheti a valutaválság kialakulásának lehetőségét. Ez pedig nem kis nyereség: egyes számítások szerint a világon az elmúlt 25 évben 158 valutaválság¹⁰ volt, amelyeknek nagy része reálgazdasági válságot is okozott. Egyebek mellett ez magyarázza a manapság divatba jött dollarizációs elképzeléseket Latin-Amerikában (például Ecuadorban), vagy eurósítási törekvéseket Kelet-Európában (például Bulgáriában vagy Montenegróban, bár

¹⁰ Legalábbis ennyi válságot tudott elkülöníteni Aziz et al. (2000)

utóbbi esetében a politikai indokok nyilvánvalóan meghatározóbb jelentőségűek), vagy a jenesítési törekvéseket Délkelet-Ázsiában¹¹.

Ad (2) Ezen intézkedések két fő csoportba sorolhatóak: a piackonform és a piacellenes lépésekre. Előbbiek legjellemzőbb példája a jegybank devizapiaci intervenciója vagy az irányadó kamatláb felemelése, utóbbiaké a különféle valutaátváltási korlátozások bevezetése. Mindkét csoportra igaz, hogy ha egy térségben versengve kezdik el használni őket, akkor valamennyi résztvevőt károsítja (negatív összegű nonkooperatív játék, beggar-thy-neighbour policy, azaz minden résztvevő a másik kárára igyekszik jól járni)¹². Az is nyilvánvaló, hogy ha a kormányzat nem áll ellen a piaci erőknek, akkor szintén nincs értelme valutaválságról beszélni, hiszen az árfolyam piaci kiigazodása megy végbe. Az euró például megjelenése óta mintegy 30 százalékkal értékelődött le, de mivel az Európai Központi Bank ez ellen (egészen 2000. őszéig) semmiféle intézkedést nem tett (az árfolyam verbális védelmén kívül), aligha beszélhetünk az eurózóna esetében valutaválságról. Ha a kormányzat ellenállása sikeres (mert a jegybanki devizatartalék elég nagy ahhoz, hogy a kormányzat annyit vásárolhasson piaci intervenció keretében saját valutájából, amennyi már megnyugtatja a piacot, vagy mert a belföldi kamatszintet sikerül ideiglenesen olyan magasra emelni, ami szintén képes visszaállítani a bizalmat az árfolyam megőrzése iránt), akkor ismét értelmetlen valutaválságról beszélni – bár devizapiaci elemzések során a válságok körét gyakran az ilyen sikertelen spekulatív támadásokra is kiterjesztik, mivel azok információtartalma külföldi befektetők számára a valuta sérülékenységről gyakran éppolyan nagy, mint a sikeres támadásoké.

Ad (3) Ha a piaci nyomás nem túlságosan nagy a kormányzati-jegybanki eszközrendszerhez képest, akkor nyilvánvalóan nem alakul ki válság, a hatóságok visszaverik a piaci támadást. Természetesen abszolút mércét nem lehet alkalmazni arra, hogy meghatározzuk, mikortól válik elég nagyvá a piaci nyomás ahhoz, hogy válságról

¹¹ A saját nemzeti valuta használatának ezen árnyoldala – növekvő jelentősége miatt – egyes közgazdászokat odáig ragad, hogy hármas valutarendszert javasoljanak az egész világnak: egy dollár- egy jen- és egy euró-zónát. Lásd például: Bergsten (2000), különösen p.21.

¹² Voltaképpen ez történt az 1929-33-as gazdasági világválság idején. A kilencvenes évek nagy valutaválsághullámai idején is – főleg az 1997-98-as ázsiai válság, majd az 1998-as orosz krízis alatt --

lehesse beszélni, ezt mindig a konkrét eset konkrét körülményei döntenek el (többek között a valutatartalékok nagysága, a kormányzat hitelfelvételi képessége és bonitása, a nyomás alá került valuta piacának nagysága és likviditása ennek meghatározó tényezői).

Ad (4) Ez a jelentős negatív hatás lehet az infláció felgyorsulása, a lakosság vásárlóerejének csökkenése, ezen keresztül a lakossági fogyasztás, azon keresztül pedig a termelés csökkenése, a befektetők tömeges elfordulása stb. Ha a valuta körüli események nem vezetnek jelentős negatív belgazdasági hatáshoz, akkor nyilvánvalóan nincs értelme valutaválságról beszélni. Éppen az euró *Ad (2)* alatt említett leértékelődésének példája illusztrálja ezt, hiszen hosszas tétlenség után az Európai Központi Bank 2000. október és november folyamán mégiscsak tevőlegesen is interveniált a devizapiacokon az egységes valuta védelme érdekében (még hozzá több ízben is), de minden érdemi eredmény nélkül. Vagyis az euró leértékelődése immár kielégíti a valutaválság defíciójának első három kritériumát, mégsem beszélhetünk az egységes európai fizetőeszköz esetében valutaválságról, mivel nyilvánvaló, hogy a negyedik kritérium nem teljesül. A negyedik kritérium jelenléte tehát a valutaválság lehetőségét a gyakorlatban a legtöbb esetben a kis és/vagy fejlődő államok (pénzpiaci kifejezéssel: a feltörekvő országok) körére szűkíti. Nem zárja azonban teljesen ki, hogy fejlett és „nagy” országok is valutaválság áldozatául essenek: erre többek között az 1992-es nagy-britanniai fontválság mutat példát. A valutaválságok azonban elsősorban a feltörekvő országokat sújtják, amelyek jobban ki vannak szolgáltatva a befektetők értékítéletének, mint a fejlettek, de már nincsenek olyan reménytelen pénzügyi helyzetben, hogy képtelenek legyenek hitelhez jutni a nemzetközi pénzpiacokon (mint a külföldi segínytől függő, stagnáló fejlődő országok).

A valutaválságok ily módon a pénzügyi válságok egyik csoportját képezik, amelyet nem minden esetben könnyű elhatárolni a pénzügyi válságok más csoportjaitól, mivel gyakran átmennek adósságválságba, bankválságba, vagy ezekkel párhuzamosan fordulnak elő. Számos esetben azonban könnyű a különbségtétel: senki nem vitatja például, hogy Mexikóban 1994 végén valutaválság tört ki, ami adósságválságot (is) okozott, míg 1982-

többször visszatért a kérdés, hogy megismétlődik-e a harmincas évek szomorú emlékű forgatókönyve. A történelmi tapasztalatok értékeléséhez a legutóbbi válságok fényében lásd Csáki (1998).

ben adósságválság alakult ki, amely valutaválsághoz (is) vezetett. A valutaválságok adósságválságon kívül igen gyakran váltanak ki súlyos GDP-visszaesést, tőzsdeválságot vagy bankválságot is. Az összefüggés fordítva is fennállhat: ha a kormányzatról a piac szereplői úgy tudják, hogy bizonyosan megmenti a csődbe jutott bankokat, akkor egy bankválság is könnyen generálhat valutaválságot (a költségvetési egyenleg felborulásától való félelem miatt)¹³.

2. 2. Néhány példa

Az irodalom általában öt jelentősebb valutaválság-hullámra szokott hivatkozni a kilencvenes évekből: az 1991-92-es ERM-válságra, az 1994-95-ös tequila-válságra, az 1997-es ázsiai válságra, az 1998-as orosz válságra és az 1999-es brazil válságra (utóbbi voltaképpen nem is tekinthető hullámnak, hiszen a várakozásokkal ellentétben nem volt jelentős fertőzés utána). A fenti definíció négy kritériumát mint az öt válság kielégíti. Közvetlenül a dolgozat befejezése előtt zajlott a törökországi válság, az első értékelések megoszlottak arról, hogy ezt be lehet-e sorolni az előbb említettek közé, vagy klasszikus adósságválságról van-e szó. Néhány látványos válságról illetve fenyegető válságok előli megmenekülésről jó áttekintést nyújt Árvai és Vincze (1998a).

3. VALUTAVÁLSÁG-ELMÉLETEK

A Bretton Woods-i rendszer 1970-es évek elején bekövetkezett látványos összeomlása óta a valutaválságok a korábbiaknál összehasonlíthatatlanul gyakoribbá váltak. Ezzel szemben a más típusú gazdasági válságok közül egyesek megritkultak – például az úgynevezett ciklikus válságok. Egyes közgazdászok például ma már kétségbe vonják, hogy létezik-e egyáltalán olyan jelenség, mint a ciklikus válság¹⁴. Az EIU egyik tanulmánya szerint¹⁵ például 1950 óta egyre kevésbé lehet kimutatni az üzleti ciklusokat, a fejlett országokban az ingadozásokat egyre nagyobb mértékben okozták külső sokkok,

¹³ A mindkét irányban fennálló összefüggésre ad példákat és magyarázatot Kaminsky és Reinhart (1996), illetve Velasco (1987)

¹⁴ Lásd például: Vannak-e gazdasági ciklusok? *Világgazdaság*, 2000. október 10., p.10

¹⁵ Crawford (2000)

mintsem a harmincas évek nagy válságai során reflektorfénybe került konjunktúraciklusok. Igaz, hogy az ingadozások az első olajválság környékén nagymértékben felerősödtek a korábbi időszakhoz képest, de Crawford (2000) elemzése szerint azóta ismét gyengülőben vannak. Az EIU kutatója ezért olyan elméletet állít fel, amely szerint az ingadozásokat a nagy külső sokkok (illetve utórezgéseik) idézik elő, s ha nincsenek újabb sokkok, akkor gyakorlatilag ciklusmentes növekedési periódus következhet (mint történt az Egyesült Államokban az 1950-es és '60-as években).

Mások szerint viszont a hetvenes évek elején a dollár aranyparitásának megszűnésével és az olajválságok megjelenésével a világgazdaság az egyre intenzívebb és egyre inkább permanens jellegű válságok időszakába lépett¹⁶. Ezen vélemények szerint a következő évtizedben a valutaválságok, tágabb értelemben pedig a pénzügyi válságok válnak a világgazdaságot leginkább megrázó válságtípussá (feltéve, hogy az olajárak stabilizálódnak, amiről erősen megoszlanak a vélemények), sőt, a pénzügyi válság egyes nézetek szerint akár globális válsággá is válhat (lásd például Farkas (1999)). Noha számos prominens képviselője is van a pénzügyi globalizáció veszélyeit, végső soron fenntarthatatlanságát hangsúlyozó irányzatoknak¹⁷, a gyakorlati gazdaságpolitika szempontjából kevés jelentőséggel bíró alternatív nézetekről van szó, hiszen ezek a munkák a nemzetközi gazdasági rendszer olyan radikális átalakítását sürgetik, amelyhez nincs meg a politikai akarat a rendszer kulcsállamaiban (sem).

A mainstream gondolkodás szerint ugyanis a valutaválságok (illetve tágabban, a pénzügyi válságok) megszorodása kapcsán pusztán a globalizáció „gyermekbetegségeiről” van szó, amelyek inkább előreviszik, mintsem fékezik a folyamatot. Lányi (2000b) utal arra, hogy „a válság áldásainak, jótéteményeinek, hasznának hovatovább eléggé nagy irodalma van” (p.29). Csaba (1998) arra mutat rá, hogy már csak azért is hiba lenne az 1997-98-as (minden korábbinál látványosabb és nagyobb aggodalmakat keltő) feltörekvő piaci valutaválság-hulláma miatt rendszerválságról beszélni, mert a szóban forgó két évben a világ GDP-jének négyötödét előállító területeken (USA, EU, Japán, Kína, India

¹⁶ Lásd például: Hellyer (1998)

együttvéve) semmi olyasmi nem történt, ami ne történt volna már korábban is. Magas (2000a) pedig egyenesen úgy véli, hogy „pár évtized múlva a tőke szabad nemzetközi áramlásának elve a közgazdaságtan olyan erős tételévé válhat majd, mint az idestova két évszázados, sokat próbált és támadott szabadkereskedelmi doktrína.” Mindezen megállapításokkal nézetem szerint sokkal inkább lehet azonosulni, mint a világgazdasági rendszer teljes átalakítását követelő, megalapozatlan nézetekkel. Még akkor is, ha – mint azt sok más szerző mellett Simai (1998) is megállapítja – „a pénzügyi szektor helyzete és a kialakult problémák messze túlmentek azon, hogy arra a ’Bretton Woods-i ikrek’ reformja kielégítő válasz lenne”, mivel azzal kapcsolatban távolról sincs egyetértés, hogy mennyiben és főként milyen irányba kellene túlmenni ezen a reformon – ami egyébként önmagában sem történt meg az 1997-98-as követelések óta sem, sőt napjainkban mintha le is kerülne a nemzetközi pénzügyi rendszerrel kapcsolatban döntéshozóknak tekinthetők napirendjéről, hogy a radikálisabb változtatások terveiről ne is beszéljünk. Noha alig egy évvel ezelőtt maga a Nemzetközi Valutaalap is elismerte, el kell gondolkodni azon, „miként kellene megreformálni a nemzetközi pénzügyi rendszert ahhoz, hogy ilyen válságok ritkábban forduljanak elő” (idézi Lányi (2000a), p.15), a globális fellendülés 1999-2000. évi visszatéréssel párhuzamosan a reformkedv lelohadt. (Az optimizmus visszatérése jól nyomon követhető Gaál (2000) alapján.)

Mindent egybevetve azonban teljesen érthető, hogy a valutaválságok megszorodásával és jelentőségük növekedésével párhuzamosan megnőtt az igény a valutaválságok magyarázatára, ami az ilyen típusú válságokat magyarázó elméletek első generációjának megjelenéséhez vezetett. Ezen elméletek közül elsősorban Paul Krugman ma már klasszikusnak számító, úttörő jellegű elméletét szükséges kiemelni (Krugman (1979)).

3. 1. Az első generációs elméletek

Krugman (1979) modellje a fix árfolyamrendszer alkalmazásának következményeit vizsgálja tartós költségvetési deficit mellett. Szerinte a fix árfolyam mellett az expanzív

¹⁷ A legnagyobb visszhangot az váltotta ki, amikor Soros György ismert tőzsdeguru is csatlakozott ehhez a táborhoz, lásd Soros (1999)

jellegű fiskális politika a belföldi hitelállomány olyan növekedéséhez és a pénzkereslet bővülési ütemének felgyorsulásához vezet, ami a devizatartalékok fokozatos apadását hozza magával. Ennek oka, hogy modelljében a költségvetési deficitet csak kétféleképpen lehet finanszírozni: a hivatalos devizatartalékok csökkentésével vagy a belföldi pénzmennyiség növelésével. Előbbi esetben amikor a tartalékok egy bizonyos szint alá esnek, spekulatív támadás indul meg a valuta ellen, amely a maradék tartalék azonnal elvesztését okozza, s ezen keresztül a fix árfolyam kényszerű feladásához vezet. Utóbbi esetben – mivel a modellben az árszínvonal változatlan – a gazdasági szereplők a fiskális expanzió révén megjelenő többletlikviditásnak csak egy részét szívják fel, a maradékot átváltják külföldi valutára, s így ebben az esetben is a devizatartalékok csökkenése indul meg, ami szintén spekulatív támadáshoz, illetve a fix árfolyam feladásához vezet.

A spekulatív rohamot nem a piaci szereplők „összeesküvése” váltja ki, hanem jól felfogott érdekük: az ugyanis, hogy kellően nagyszámú piaci szereplő döbben rá, az árfolyamrendszer összeomlása elkerülhetetlen, s ha nem akarja, hogy emiatt vesztesége keletkezzen, el kell adnia ebben a valutában denominált eszközeit, vagy legalábbis azok minél nagyobb hányadát (ez a külföldi és belföldi befektetőkre egyaránt vonatkozik – a belföldiek általában jobb információkkal rendelkeznek, de ez aligha ellensúlyozza, hogy általában sokkal több és diverzifikáltabb eszközállománnyal rendelkeznek az adott valutában denominálva, mint a külföldiek). Az is lehetséges persze, hogy a spekulánsok nem veszteséget akarnak elkerülni, hanem nyereséget realizálni: tudják, hogy „nagyot lehet kaszálni”, ha sikerül kikényszeríteni a leértékelést. (A két eset már csak azért sem különbözik egymástól, mert az éles pénzpiaci versenyben egy realizálható nyereség elszalasztása veszteséggel egyenértékű). Krugman alapmodelljében tehát a valutaválság csupán a hirtelen felgyorsulását jelenti annak a folyamatnak (az árfolyam kiigazodásának), amely a makrogazdasági politika megváltoztatása nélkül egyébként is elkerülhetetlenül végbemegy.

Miközben sokan joggal hívták fel a figyelmet a modell determinisztikus leegyszerűsítéseire és egyéb hiányosságaira, nem lehet azt sem figyelmen kívül hagyni, hogy Krugman elmélete egy egészen új tudományterület létrejöttéhez vezetett az elméleti

közgazdaságon belül, nevezetesen a valutaválságok elméletéhez. Az első kritikai munkák jobbra az alapmodellt igyekeztek pontosítani, így például kiemelték az árfolyam reálértelemben vett felértékelődésének szerepét a valutaválság kialakulásában, a kereskedelmi és a fizetési mérleg romlásának meghatározó szerepére világítottak rá, vagy a termelékenység növekedési üteménél gyorsabb béremelkedés veszélyeit hangsúlyozták a valutaválság kialakulásához vezető okok között. Alternatív kimeneteket vázoltak fel a válságot követő leértékelés vagy szabadon lebegő árfolyamrendszer bevezetése helyett, rámutatva az infláció megfékezésének szükségességére (például az újbóli árfolyamrögzítés előtti ideiglenes lebegtetést vagy a csúszó leértékelést). Ezek a tanulmányok összefoglalóan első generációs valutaválság-elméleteknek nevezhetők.

Flood és Garber (1984) például azt állítja, hogy a valutaválság elsősorban nem a költségvetési hiány lététől vagy nemlététől függ, hanem a belföldi pénzmennyiség növekedési ütemétől. Ha ez az ütem tartósan meghaladja a GDP-növekedés ütemét, akkor fix árfolyam esetén valutaválság alakul ki, amely leértékeléshez vagy a valuta lebegtetéséhez vezet. A belföldi pénzmennyiség növekedése ugyan a költségvetés tartósan magas hiánya miatt is gyorsabb lehet a GDP-növekedés üteménél, de ez nem szükségszerű, hiszen monetáris expanzió, vagy a lakossági, esetleg a vállalati szektor eladósodása is a nettó hitelállomány növekedéséhez, ezen keresztül pedig a pénzmennyiség növekedéséhez vezethet.

Az első generációs valutaválság-elméletek közös jellemzője tehát, hogy főként az úgynevezett makrogazdasági fundamentumok szerepét hangsúlyozzák a krízis kialakulásában. Ezek közé sorolják a termelési és inflációs mutatószámokon kívül az államháztartás, a külgazdasági egyensúly és a monetáris folyamatok mindazon mutatóit, amelyek a valutapiaci szereplők gondolkodásában hatást gyakorolnak a (szabadon vagy irányítottan) lebegő valutaárfolyamok alakulására, illetőleg – ha kötött az árfolyam – leértékelési várakozásokat teremthetnek. Kiemelt figyelmet szentelnek a költségvetési deficit, a folyó fizetési mérleg deficitje, a pénzkínálat, a hitelállomány, a belföldi és a nemzetközi inflációs ráták közti különbség, valamint a belföldi és nemzetközi reálkamatszint közti különbség alakulásának, hangsúlyozzák továbbá a kötött

valutaárfolyamból adódó problémákat. Felfedik a kötött árfolyam fenntartásából adódó problémákat arra az esetre, ha a makrogazdasági fundamentumok jelentősen romlanak. Az első generációs valutaválság-elméletek szerint ha a fundamentumok romlása tartós, akkor a jegybanki valutatartalékok terhére egy ideig meg lehet őrizni a fix árfolyamot, de ha a tartalékok egy bizonyos kritikus szint alá esnek, akkor felerősödik a spekulatív támadás a valuta ellen, aminek következtében a valutát le kell értékelni (vagy lebegő árfolyamot bevezetve hagyni kell leértékelődni).

Az első generációs elméletek értelmében tehát a makrogazdasági fundamentumok romlása, mintegy előrejelző rendszer mutatja a valutaválság kitörésének veszélyét. Az elméletek egyik válfaja szerint a túlzottan expanzív költségvetési és/vagy monetáris politika hitelezési boomhoz, a gazdasági szereplők túlzott eladósodásához, részvény- és ingatlanpiaci lufi kialakulásához¹⁸, valamint a gazdasági növekedésnek olyan mértékű (a belső keresletre alapozó, a követett növekedési pályától eltérő, s hosszú távon fenntarthatatlan) felpörgéséhez, röviden szólva a gazdaság túlhevüléséhez vezet, amely előbb-utóbb elkerülhetetlenül a költségvetési és/vagy a monetáris politika szigorítását igényli, s ha ez megtörténik, akkor beüt a krach. A részvény- és ingatlanárak zuhanni kezdenek, a gazdasági növekedés lelassul, az eladósodott gazdasági szereplők közül sokan fizetéképtelenné válnak, ez bankválsághoz vezet, s a külső egyensúly megbomlása elindítja a valuta elleni végzetes spekulációs támadást. Ezek az elméletek tehát már számolnak a (jegybanktól független) devizapiaci szereplők összességének a devizaárfolyamot befolyásolni képes hatalmával, amelyben a piaci szereplők számának és az irányításuk alatt lévő tőkemennyiségnek robbanásszerű növekedése, valamint a szereplők informáltságának javulása és a gyors pénzmozgatásokat lehetővé tevő technikai eszközöknek a fejlődése tükröződik.

Az első generációs elméletek szerint tehát a krízis eljövételének nem csupán a ténye jósolható meg viszonylag nagy biztonsággal előre, hanem a kitörésének időpontja is. A válság ugyanis ezen megközelítés szerint akkor robban ki, amikor a fundamentumok romlása miatt a valutatartalék már eléggé csekély szintre süllyed ahhoz, hogy a jegybank

¹⁸ A lufi, vagy más néven buborék kialakulásához és veszélyeihez lásd Mosolygó és Szabó (1998)

ne tudjon ellenállni a piac leértékelési nyomásának (természetesen a piac méretétől függ, hogy ez pontosan milyen szintnél következik be, a nemzetközi pénzpiacokon kevésbé likvidnek számító valutáknál később, mint nagyobb piaci forgalom esetén). Az első generációs modellek azonban túlságosan is a makrogazdasági összefüggésekre koncentrálnak, s nem fordítanak kellő figyelmet arra, hogy a kormányzati gazdaságpolitikai döntések alapvetően mégiscsak politikai döntések, figyelmen kívül hagyják a szigorúan vett gazdasági racionalitáson kívül eső (például politikai, szociálpszichológiai) logika befolyását.

3. 2. A második generációs elméletek

A második generációs valutaválság-modellek éppen azzal az igénnyel jöttek létre, hogy figyelembe vegyék a politikai dimenziót is, vagyis azt, hogy a kormányzatnak más politikai céljai is vannak, mint a fix árfolyam megőrzése. Ezek az elméletek tehát annak a lehetőségét is bevonják a vizsgálatba, hogy a valuta elleni támadást az irányadó kamatláb felemelésével vissza lehet verni (mint arra 1991-92 folyamán az ERM rendszerben történtek több példát is szolgáltatottak). Mindig található ugyanis egy olyan kamatszint, amely mellett már jobban megéri a nyomás alatt álló valutába tenni a pénzt, mint a külföldi devizákba. A kérdés „csak” az, hogy a magas kamatszint fenntartásának költsége meddig viselhető el belpolitikai szempontból egy kormányzat számára. A valutaválság kitörésének annál nagyobb az esélye, minél nagyobb belpolitikai problémákat okozhat a belső kamatszint megemelkedése.

Ha például az árfolyam-stabilitás túl sok munkahely megszűnésével fenyeget – a belső kamatszint emelkedése miatt várhatóan lelassuló GDP-növekedésen keresztül – egy olyan gazdaságban, amelyet már amúgy is nagyfokú állástalanság jellemez, akkor a kormányzat cselekedhet másképpen is, mint ami a fix árfolyam megőrzése érdekében racionális lenne.¹⁹ Hasonló helyzet alakulhat ki, ha a bankszektor túlságosan gyenge: a kamatszint emelkedése ugyanis a bankoknak rövid távon több pótlólagos kiadást jelent, mint

¹⁹ Ilyen politikai választásokat elemez például Obstfeld (1986)

pótlólagos bevételt, hiszen a betétek jellemzően rövidebb lejáratúak, mint a hitelek²⁰. A bankszektor egyébként is kulcsszereplő lehet egy-egy valutaválság kitörésében, hiszen a válságokat megelőző pénzkiramlás javarészt rajtuk keresztül zajlik le, ami akár jelentősen is gyengítheti helyzetüket²¹. Arra is van példa, hogy a gazdasági szereplők nagyfokú eladósodottsága miatt járna elviselhetetlennek ítélt következményekkel a kamatemelés – például azért, mert sok a jelzáloghitelt felvett lakástulajdonos, vagy fogyasztási láz tört ki –, s ezért nincs más megoldás, mint engedni a piaci nyomásnak.

Létezik tehát más gazdasági racionalitás is a kormányzat számára, mint a fix árfolyam fenntartása – hívják fel a figyelmet ezek a modellek. A második generációs elméletek úttörőjének tekintett Maurice Obstfeld ezért a valutaválsághoz vezető utat a többtényezős fiskális-moneáris egyensúly megőrzése és az egyéb gazdaságpolitikai célok közti választásnak tekinti. Szóba jöhet tehát az „önként” vállalt leértékelés lehetősége is, ha a politikai döntéshozók arra a következtetésre jutnak, hogy a magas kamatszint makrogazdasági értelemben vett költsége kisebb a hasznánál és a leértékelés okozta károknál – bár utóbbiak között megjelenik a piaci bizalom elvesztése is, ami például magasabb hozamfelárban jelentkezik, s így előfordulhat olyan eset is, amikor hiába igyekezett leértékeléssel elkerülni a magas belső kamatszintet a kormányzat, a magasabb hozamfelár miatt végül ugyanoda jut, mintha megpróbált volna ellenállni a piaci nyomásnak.

A politikai választásokat modellezni próbáló munkák is megjelentek. Ozkan és Sutherland (1995) például a döntéshozók célrendszerének alakulásának függvényében vizsgálja a különböző árfolyampolitikai megoldások alkalmazását. Eszerint a fix árfolyam fenntartására vonatkozó politikai akarat negatív korrelációt mutat a GDP-növekedési ütemmel, s pozitívat az inflációval. Ha például a nemzetközi reálkamatszint megemelkedik, az nyitott gazdaságokban a belső kamatszint megemelkedéséhez, ezen keresztül pedig a GDP-növekedési ütem lassulásához vezet, ami megnöveli a fix árfolyam fenntartásának költségét, s így csökkenti a fenntartására irányuló politikai akaratot.

²⁰ Ehhez lásd például Obstfeld (1994)

²¹ Ennek részleteit és következményeit lásd Goldfajn és Valdes (1997)

A második generációs valutaválság-modellek közös alapfeltevése, hogy sem a piaci szereplők magatartása, sem a kormányzati politika nem determinisztikusan adott, extern tényező, hanem egymásra is kölcsönösen ható és számos egyéb tényezőtől függő magatartásokról van szó. A piaci és kormányzati döntéseket befolyásoló tényezők között pedig nagy jelentőséget tulajdonítanak ezek az elemzések a különféle várakozásoknak. Ebből kiindulva olyan tényezőket is bevonnak a krízisek leírásába és magyarázatába, amelyek nem kötődnek szorosan a közgazdasági racionalitáshoz. Ilyen például a „ragályos válság” (*contagion crisis*) esete, amikor az vezet a valuta váratlan leértékel(őd)éséhez, hogy az egyébként szilárd makrogazdasági fundamentumokkal bíró ország valamely – földrajzi vagy közgazdasági értelemben vett – szomszédjában válság tör ki, s a külföldi befektetők kénytelenek tömegesen megválni az adott – szilárd fundamentumokkal bíró – országban eszközölt befektetéseik jelentős részétől is annak érdekében, hogy fedezzék a válság sújtotta országban elszenvedett veszteségeiket²², vagy egyszerűen csak azért, mert félnek, hogy a válság sújtotta országgal szoros kereskedelmi kapcsolatokat fenntartó másik országra is áttérjed a krízis. A ragályos válság oka tehát bizonyos esetekben nem a szoros értelemben vett közgazdasági racionalitás, hanem az, hogy a nagy nemzetközi pénzügyi befektetők praktikus okokból tömbökbe, csoportokba sorolva kezelik az egyes országokat.

A ragályos válság egy másik lehetséges oka a leértékelési verseny. Ha egy ország leértékelésre kényszerül, a hozzá hasonló exportszerkezettel rendelkező versenytársak szintén leértékelésre kényszerülhetnek – akkor is, ha esetleg kitűnő makrogazdasági fundamentumaikban semmi érdemi változás nem áll be –, egyszerűen azért, hogy versenyképesek maradjanak. Gerlach és Smets (1994) ezt bemutató modellje viszont arra is felhívja a figyelmet, hogy a versenytárs leértékelése önmagában is jelenthet a fundamentumokat aláásó lépést: ha például a ragálytól tartva a külföldi befektetők egy része kivonul, vagy a romló kilátások miatt a belföldi gazdasági szereplők csökkentik

²² Ez történt az orosz válság miatt Magyarországon a budapesti értéktőzsde 1998 őszi látványos összeomlása idején. A magyar fundamentumok kitűnőek voltak, a külföldi befektetők mégis tömegesen váltak meg magyarországi részvénybefektetéseiktől, hogy fedezzék a hazánkkal azonos befektetési célcsoportba sorolt Oroszországban elszenvedett veszteségeiket.

termelésüket. A ragályos válság különösen a kilencvenes évek válságaira jellemző, amikor a regionális, illetve bizonyos országcsoportokat érintő válságok sokkal jellemzőbbek voltak, mint az egyedi válságok. Azt is el kell viszont ismerni, hogy létezik „pozitív ragály” is: egyes válságok idején bizonyos feltörekvő országok is haszonélvezői lehettek a más országokból kivonult tőkének. Ez történt az 1994-es mexikói válság után Kolumbiával és Chilével. Tény ugyanakkor, hogy a feltörekvő piacokon többségben vannak az olyan válságok, amikor a tőke elsősorban a fejlett országokba áramlott.

Egyes második generációs modellek mindezekén túl bizonyos világgazdasági tényezőket is figyelembe vesznek, amelyek szintén befolyásolják a külföldi befektetők magatartásának alakulását. Ilyen például, ha váratlanul megemelkedik a nemzetközi kamatszint, s emiatt a külföldi befektetők tömegesen repatriálják likvid eszközeiket az otthoni – kisebb kockázat mellett elérhető, hiszen valutakockázat nélkül értendő – hozam reményében. (Ez egyébként logikus kiterjesztése Ozkan és Sutherland (1995) fent említett modelljének, hiszen csupán annak felismeréséről van szó, hogy a nemzetközi kamatszint változása nem csupán a kormányzat, hanem a piaci szereplők cselekedeteire is hatást gyakorol) A nemzetközi kamatszint váratlan, gyors emelkedése általában országok egész sorában okoz egyidejűleg hirtelen valutaválságot vagy ahhoz közeli helyzetet, egyes kutatók „monszunhatásnak” nevezik ezt a jelenséget²³.

Monszunhatást okozhat egy-egy nyerstermék árának hirtelen esése a világpiacon az adott nyersterméket előállító (elsősorban fejlődő) országok esetében, ha az exportbevételek jelentős része az adott nyerstermékből származik. Szintén monszunhatást okozhat, ha egy „nagy” fejlődő ország válsága a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül rendíti meg a „nagy” országgal szoros áruforgalmi kapcsolatban álló kisebb országok valutáját (ettől tartott sok elemző például több latin-amerikai kis ország esetében az 1999. eleji brazil válságot követően). Ilyen esetekben úgy is bekövetkezhet valutaválság, hogy a kormányzat helyes gazdaságpolitikát folytatott, a makrofundamentumokat rendben tartotta.

²³ Lásd például Masson (1998).

A második generációs elméletek közül azonban nem csak a monszunhatást vizsgálókra igaz az, hogy olyan esetekben is lehetségesnek tartják a válság kitörését, ha a fundamentumokkal minden rendben van. Ez a második generációs modellek mindegyikére érvényes. Ezek az elméletek ugyanis elsősorban a gazdasági tényezők mellett a piacok „lélektani” összefüggéseit is igyekeznek bevonni a vizsgálatba. Míg az első generációs modellek a spekulatív támadás reálgazdasági alapjaira helyezik a hangsúlyt, addig a második generációs modellek a piaci pánikra. Azt pedig, hogy pánik mikor tör ki, természetesen nagyon nehéz megjósolni. Ezekben az elméletekben tehát már nem vagy csak nagyon nehezen lehet megjósolni, hogy kitör-e valutaválság, s ha igen, mikor. Nem garancia a válság elkerülésére egyetlen árfolyamrendszer sem²⁴, a fix, a lebegő, vagy a bárhogyan irányított lebegő árfolyamrendszer mellett egyaránt kialakulhatnak valutaválságok (amint az az ázsiai válság során be is bizonyosodott, lásd például Vincze (1998) vagy Csaba (1998)). Nem számít az ország méret sem: nagy országokat éppúgy érhet kivédhetetlen támadás (lásd az angol font elleni sikeres rohamot 1992-ben), mint kis államokat – sőt, újabb tanulmányok arra is rámutatnak, hogy az általánosan elterjedt véleménnyel szemben a kis országok bizonyos szempontból még kedvezőbb helyzetben is vannak a globalizáció korában, mint a nagyok, amennyiben még jobban rá vannak kényszerítve a globális, kifelé forduló kereskedelmi, pénzügyi stb. stratégiára, rugalmasabbnak kell lenniük, innovatívabbnak – írja Csaba (2000). (A kis államok lehetőségeinek növekedésére a globalizáció körülményei közt Urkuti (1998) is felhívja figyelmet.)

A második generációs valutaválság-elméletek tehát jóval több tényezőt vesznek figyelembe a válság kialakulásának magyarázata során, mint első generációs társaik, de összességében ezek az egyéb tényezők a makrogazdasági fundamentumok mellett csak kiegészítő magyarázóként szerepelnek, s végső soron csak azt akarják megmagyarázni, miért törhet ki olyan esetekben is válság, ha a fundamentumok rendben vannak. (Felmerül persze a kérdés, hogy létezik-e egyáltalán olyan ideáltipikus helyzet, amikor a

²⁴ Darvas és Szapáry (1999) öt ország adatait elemezve arra a következtetésre jutnak, hogy „nem találtunk bizonyítékot arra vonatkozóan, hogy a tőkeáramlások intenzitását és azzal együtt az árfolyamokra és a kamatlábakra nehezedő nyomást az árfolyamrendszer alapvetően befolyásolta volna (...) Az egyetlen

makromutatók közül mind kielégítő értéket jelez, hiszen nincs olyan mutató, amely ne lehetne még jobb, és a piaci szereplők számára sokszor nem is a mutatók abszolút értéke, hanem az alternatív befektetési célországokhoz viszonyított értéke az érdekes. Arról van szó tehát, hogy ha nyugodt piaci körülmények között egy ország adott, nem túl erős, de még nem tragikus fundamentális helyzete, a makromutatók értékeinek egy adott készlete még nem generál válságot, nyugtalanná váló piacok mellett ugyanez a helyzet már bőven elég lehet a válsághoz – ez főleg a ragályos válságok esetére érvényes.) Így végső soron ezek az elméletek is megerősítik, hogy a fundamentumok töltik be a legfőbb magyarázó változó szerepét egy-egy valutaválság kitörésében.

Minden elmélet próbája azonban a gyakorlat, így a valutaválságokról szóló teóriák összefoglalása után a különféle empirikus kutatások számbavételére van szükség. Szerencsére a válságokat övező, az elmúlt évek során alaposan megnőtt érdeklődés az empirikus kutatásokra is kiterjedt, sőt itt ma már talán még sokkal nagyobb irodalom áll rendelkezésre, mint az elméletekről.

4. EMPIRIKUS KUTATÁSOK A VALUTAVÁLSÁGOKRÓL

Az empirikus kutatások általában matematikai-statisztikai eszközökkel vizsgálják a múltbeli valutaválságok során feljegyzett makroökonómiai adatokat. A tárgykörben született első ilyen tanulmányok általában a valutaválság-elméletek tesztjeinek szerepét igyekeznek betölteni. Blanco és Garber (1986) például Flood és Garber (1984) említett modelljének magyarázó erejét vizsgálják az 1973-82 közti Mexikó esetében. Arra a következtetésre jutnak, hogy a modell viszonylag jól magyarázza a történeteket, a fix árfolyamrendszer következő hónapbeli összeomlásának valószínűsége ugyanis ezt a modellt használva a ténylegesen bekövetkezett válság időpontja előtti időszakban a legmagasabb.

dolog, amit az árfolyamrendszer közvetlenül befolyásolt, az a nominális és reálárfolyam változékonysága: rugalmasabb árfolyamrendszerekben nagyobb változékonyság alakult ki”, p.38.

Frankel és Rose (1996) szintén statisztikai törvényszerűségeket keresnek a valutaválságok okainak, lefolyásának és következményeinek leírására. Azokat a kríziseket vizsgálják a feltörekvő országok körében, ahol a nemzeti valuta egy év alatt legalább 25 százalékkal értékelődött le – vagy legalább 25 százalékos leértékelésre került sor –, s a leértékelés üteme legalább 10 százalékponttal volt nagyobb, mint a megelőző évben (ezzel a másodlagos kritériummal igyekeztek kiszűrni azokat az országokat, ahol a tartósan magas infláció miatt kerül sor rendszeresen viszonylag nagymértékű leértékel(őd)ésekre). Ezeket az eseteket „valuta-összeomlásnak” (currency crash) nevezték. A kutatók különféle makroökonómiai mutatószámok alakulását kísérték nyomon harminc éven keresztül, s a valuta-összeomlásokat közvetlenül megelőző, az alatti, illetve azokat közvetlenül követő időszakokban (az úgynevezett „válságlablakokban”, crisis windows) mért értékeket hasonlították össze a „nyugalmi periódusokban” mért értékekkel, statisztikai szempontból vizsgálván az eltéréseket. Arra a következtetésre jutottak, hogy a válságlablakokban számos mutató igen karakterisztikusan viselkedik, amiből különféle következtetéseket lehet levonni a valutaválságok tipizálásával kapcsolatban.

4. 1. Az előrejelző mutatók

Az újabb kutatások közül egyesek már azzal az igénnyel lépnek fel, hogy meg is határozzák azokat a makrogazdasági jelenségeket, amelyek révén előre jelezhető a valutaválság közeledése²⁵. Az előrejelző mutatók (*early warning indicators*) kidolgozására irányuló kutatásokat nagymértékben segítette, hogy a pénz- és tőkepiaci szereplők körében a kilencvenes évek feltörekvő piaci válságai hatására óriási mértékben megnőtt az igény ilyen mutatókra illetve értékük rendszeres nyomon követésére. Ilyen előrejelző mutató szerepében tűntek fel a következők:

- (1) az ideális, vagyis egyensúlyi reáleffektív árfolyam és a nominális árfolyam elszakadása egymástól. Természetesen az jelez bajt, ha a nominális árfolyam számottevően erősebbnek mutatja a valutát, mint ami az effektív ráta alapján elvárható lenne. Voltaképpen ez az alapmutató, a legfontosabb és legegységesebb

²⁵ Lásd például: Kaminsky et al. (1997)

indikátora a krízisnek – döntő hátránya az, hogy igazából csak utólag számítható. Tulajdonképpen az összes több mutató ennek a hátránynak a kiküszöbölését célozza, vagyis azt, hogy kellő időben lehessen becsléseket készíteni az egyensúlyi reálárfolyamra.

- (2) A devizatartalékok aránya a havi importhoz képest – ha az IMF által ajánlott 3-as szint alá esik, azt már a likviditási zavarok esélyének növekedéseként szokás értelmezni,
- (3) a belföldi hitelállomány növekedési üteme – ha tartósan és számottevően gyorsabb, mint az ipari termelés vagy a GDP növekedési üteme, az figyelmeztető jel lehet
- (4) a bel- és külföldi infláció ütemében meglévő különbség növekedése és/vagy tartóssá válása
- (5) a széles értelemben vett pénzmennyiség (M2 vagy M3) aránya a devizatartalékokhoz képest – ha tartósan és jelentősen nő, azt a valutára ható leértékel(őd)ési nyomásnak lehet tekinteni,
- (6) a közvetlen külföldi befektetések (még inkább a portfólió-befektetések) korábbi növekedése utáni lelassulás, még inkább a befektetett tőkeállomány csökkenésének megkezdődése,
- (7) az exportnövekedés lelassulása, vagy az export csökkenése, hasonlóképpen
- (8) az ipari termelés növekedésének lelassulása, vagy a csökkenés megkezdődése,
- (9) a részvény- és ingatlanárak alakulása – ha gyors ütemű növekedés után hirtelen megtorpannak, s különösen ha csökkenni kezdenek, az szintén jelzés lehet,
- (10) ha az országban bankválság tör ki,²⁶
- (11) a rövid távon esedékes adósságszolgálat összege a devizatartalékokhoz vagy az exportbevételekhez viszonyítva – ez voltaképpen az (1)-es mutató egy variációja, előbbi a reálgazdasági teljesítőképességre, utóbbi a tényleges pénzáramlásra teszi a hangsúlyt (előbbi könnyebben számítható hosszú távon visszamenőleg is, mert az importról könnyebb megbízható statisztikai adatokat találni, mint az adósságszolgálatról),

²⁶ Kaminsky és Reinhart (1996) szerint az összefüggés fordítva nem érvényes, vagyis a valutaválság az általuk vizsgált esetekben nem vezetett szignifikáns arányban bankválsághoz

- (12) a folyó fizetési mérleg várható hiánya a tőkemérleg várható többletéhez viszonyítva – ez a mutató azt próbálja jelezni, várható-e a devizatartalékok szintjének csökkenése,
- (13) a kétes kinnlevőségek aránya a bankrendszer által nyújtott teljes hitelállományhoz képest – ha tartósan nő és főként ha bizonyos nemzetközileg elfogadott szint fölé ugrik, az hitelezési boomra, a növekedés fenntarthatatlanságára utalhat (ennek az egyébként az egyik legmegbízhatóbb mutatónak az alkalmazását megnehezítik a kétesnek minősített kinnlevőségnek meghatározásához kapcsolódó problémák),
- (14) az államháztartás hiányának növekedése és kilátásainak romlása – ennek a mutatónak a hasznát azonban az 1997-es ázsiai válság megkérdőjelezte, mivel az annak áldozatául esett országok többségében az államháztartási egyenleg nem változott számottevően a válság kitörése előtt (igaz viszont, hogy az 1997 tavaszi cseh valutaválságot és az 1998-as orosz krízist jól jelezte előre),
- (15) a saját valutában jegyzett államadósság után fizetendő kockázati hozamfelár növekedése,
- (16) valutaválság kitörése valamely más országban, ha azzal az országgal szoros kereskedelmi kapcsolatokat tart fenn.

Természetesen egyik mutatót sem szabad abszolutizálni. Együttvéve sem jelentenek teljesen megbízható jelzőrendszert a valutaválság lehetőségének növekedésére, külön-külön pedig egyáltalán nem. (Ráadásul számos olyan tanulmány létezik, amely a fenti lista több eleméről is kimutatja, hogy az általa alkalmazott modellben nem alkalmazható előrejelzésre, sőt egy kivétellel nincs olyan mutató, amelyről valamelyik másik tanulmány ne mutatná ezt ki²⁷.) Végül soron valamennyi mutató fő célja az, hogy felfedje: várható-e a pénzügyi stabilitás megrendülése. Mivel azonban ez számos előre nem, vagy csak pontatlanul látható tényezőtől is függ, értelemszerűen a kizárólag az előrejelző mutatókra támaszkodó elemzés hiányos marad. Számos empirikus kutatás mutatta viszont ki, hogy a valutaválságok kitörését viszonylag gyakran előzik meg a fenti mutatókban bekövetkező szignifikáns változások. (Különösen érdekes ezek után, hogy a legtöbb empirikus

²⁷ Ez az egyetlen kivétel a reálárfolyam túlértékelttsége, aminek viszont gyakorlati jelentősége csekély a „helyes”, vagyis az egyensúlyi reálárfolyam időben történő kiszámításához kapcsolódó nehézségek miatt.

vizsgálat következtetése értelmében Krugman (1979) úttörő modelljének fő magyarázó változója, vagyis a költségvetési hiány nem alkalmas az előrejelző mutató szerepére.)

Az empirikus kutatások eredményeit összegzi az IMF egyik tanulmánya (Kaminsky et al. (1997)), amely megállapítja: a valutaválságoknak az okozati rendszere igen összetett, ezért ha olyan matematikai formulát akarunk találni, amelyben formalizáltan is képesek lehetünk magyarázni az egyes válságokat, akkor igen sok változóval dolgozó rendszert kell kifejleszteni. A szerzők összesen 28 empirikus tanulmányt összegeznek művükben, s arra a következtetésre jutnak, hogy ha mégis egyszerűsíteni akarunk, akkor érdemes figyelembe venni a következő hüvelykujjszabályt: néhány magyarázó tényező feltűnően sok válság lefolyása során jutott jelentős szerephez a valutaválság kitörésében: közülük is kiemelkedik a reáleffektív árfolyamhoz képest mért túlértékeltsége és a devizatartalékok alacsony szintre csökkenése. Szintén fontos magyarázó változónak bizonyult – de az előzőekhez képest már kevesebb válság esetében – az infláció magas szintje és/vagy felgyorsulása, illetve a belföldi hitelállomány növekedése (vagyis a fenti lista első négy helyén szereplő mutatószámok).

Az előrejelzés igényével fellépő empirikus kutatások ökonometriai módszerekkel igyekeznek feldolgozni a múltbeli valutaválságokat, s matematikai modelleket próbálnak felépíteni a bekövetkezett események formalizálására, hogy aztán a jövőre nézve is alkalmas képleteket kapjanak, amelybe aktuális (vagy jövőben várt) adatokat behelyettesítve meg lehet jósolni egy-egy konkrét esetben a valutaválság kitörését (kifinomultabb modell esetén a válság kitörésének százalékos valószínűségét). Sajnos a modellek magyarázó képessége a szükséges leegyszerűsítések miatt meglehetősen gyenge, még a legjobb eredményt elérők is csak annak alapján tudják előre jelezni a saját felépítésükhöz használt válságok kitörését, hogy számos esetben „hamisan riasztanak” (azaz olyan időszakokban is válságot jeleznek előre, amikor ez nem következik be). Ennek dacára célszerűnek tűnik az ökonometriai modellek legfőbb eredményeinek ismertetése, többek között azt illusztrálандó, mennyire bonyolultak ezek a számítások és mennyire nehéz előre jelezni a válságokat – nem feledve közben, hogy az ökonometriai modellek eleve képtelenek a válságok kitörésének egyik döntő fontosságú tényezőjét,

nevezetesen a piacok hangulatát mérni (igaz, ezzel az alapvetően szociálpszichológiai jelenséggel a második generációs valutaválság-elméletek sem tudnak mit kezdeni, végső soron csak extern adottságként sikerült bevonni a vizsgálatba).

4. 2. Ökonometriai modellek

Az ökonometriai modelleket három fő csoportra lehet osztani, amely egyfajta fejlődési sorrendet is tükröz, de jól elkülöníthető módszereket használva mindhárom csoport különböző célokra alkalmas eredményekhez vezet²⁸. Az első csoportnak Vlaar (2000) a „szemafor megközelítés” (signal approach) nevet adja. Ezek a munkák egyszerűen két változóval dolgoznak: egy krízismutatóval és egy magyarázó változóval. Mindkettőnek kiszámolják a válság időszakára illetve a válságok közti nyugalmi periódusokra eső átlagos értékeit, s ha a válságot közvetlenül megelőző időszakokban a magyarázó változó másként viselkedik, mint a nyugalmi időszakok többi részében, akkor alkalmasnak ítélik az előrejelző változó („szemafor”) szerepére. Miként a szemafornak, ennek a változónak is két „állása” (vagyis értéke) van: egy meghatározott küszöb alatti vagy feletti. Ha efeletti értéket vesz fel, akkor működik az előrejelző funkció. Ha kellően sok magyarázó változóra végezzük el külön-külön a „szemafor-vizsgálatot”, azokból – némileg önkényesen választott súlyozás mellett – összetett magyarázó változót fabrikálhatunk (*leading signal indicator*, hasonlóan az OECD által különféle egyedi konjunktúramutatók összesítésével számított és a konjunktúra egészének alakulását jelző *leading indicator*-hoz). Ennek a vizsgálati módszernek előnye a viszonylagos egyszerűsége, valamint az, hogy jól mutatja, ha a krízis kitörésének valószínűsége egy előre meghatározott szint fölé emelkedik. Hátránya viszont, hogy a „szemafor” nem tesz különbséget aközött, ha a magyarázó változó értéke éppen csak meghaladja a küszöbszintet, illetve aközött, ha értéke a küszöbszint többszörösére ugrik. Ezért ez a módszer nem alkalmas a válság mélységének jelzésére.

²⁸ Jó áttekintést ad az empirikus kutatások módszereinek fejlődéséről Vlaar (2000).

Az IMF mőhelyében végzett egyik ilyen „szemafor megközelítéső” vizsgálat azt az eredményt hozta²⁹, hogy az 1997-es ázsiai válsághullám során előfordult valutaválságok 68 százalékát nem lehetett előre jelezni ilyen ökonometriai módszerrel, a „pirosra álló” szemafor-jelzések – vagyis a modell által leadott figyelmeztető jelzések – többsége (60 százaléka) pedig hamis riasztásnak bizonyult. Ez nem tekinthető különösebben jó eredménynek a gyakorlati válságelőrejelzés szempontjából, bár kétségtelen, hogy a véletlen találgatásnál sikeresebben működhet az a befektető, aki eme modell alapján hozza döntéseit (más kérdés, hogy ez a modell, mint a későbbiekben ismertetendő egyetlen másik sem, nem képes helyettesíteni a helyi piacok ismeretét a tőzsdei szereplők számára).

A második csoportba sorolt empirikus vizsgálatok a regressziószámítás talaján állnak. Szintén kétváltozós modellek, de a magyarázó változó már nem dummy-változó (amely csak 0 vagy 1-es értéket vehet fel, mint a szemafor-megközelítésben), hanem folytonos, vagyis bármilyen értéket felvehet. Különbő matematikai formulákkal azonban biztosítani lehet, hogy a végeredmény – noha folytonos érték – mindig 0 és 1 közé essen, s így az értéket könnyedén lehet a válság kitörésének valószínűségeként értelmezni. Ezen megközelítés előnye egyrészt ez (vagyis hogy százalékos valószínűségeket kapunk), másrészt az, hogy minden egyes magyarázó változó magyarázó képességének mértékét is számszerűsíteni lehet. Hátránya viszont, hogy (akárcsak a szemafor-modell) diszkrét, különálló eseményként értelmez minden egyes válságot, nincs tekintettel sem az esetleges időbeli, sem a regionális, sem az egyéb oksági kapcsolatokra. A regressziós modellek egyik képviselője, a JP Morgan befektetési bank által kifejlesztett modell³⁰ helyesen jelez előre az 1980-97 közt vizsgált 37 válságból 31-et, valamint a felmérésben szereplő 74 nyugalmi periódusból 69-et, de ezeknek az – ökonometriai modellek között a legjobbak közé tartozó – eredményeknek az az ára, hogy a krízisindikátor számos olyan esetben is válságot valószínűsít, amikor szó sincs erről – az 1988-97 közötti időszakban végzett megfigyeléseknek nem kevesebb, mint 29 százaléka esetében jelez válságveszélyt (a

²⁹ Berg és Patillo (1998)

³⁰ JP Morgan (1998)

vészharang állandó kongatása miatt alighanem idegbeteg lesz az a befektető, aki erre hagyatkozik).

Az ökonometriai modellek harmadik csoportjának legfőbb jellegzetessége, hogy nem a valutaválság kitörésének időpontját kívánják az itt szereplő modellek elsősorban megjósolni, hanem azt, hogy mely államokat fog a válság a legerősebben sújtani, ha bárhol a világon elindul egy krízishullám. Ezek a „mélységindikátorok” két implicit feltételezésből indulnak ki: egyrészt abból, hogy a válságok kitörésének időpontja kiszámíthatatlan, mert nincs módszer a piaci hangulat modellezésére, másrészt abból, hogy a válságok tovaterjednek (*contagion*). Ha tehát már kitört a válság („repül a nehéz kő, ki tudja hol áll meg”), akkor a legfontosabbá az az információ válik, hogy mely országokat érint a legsúlyosabban, melyeket pedig kevésbé („kit hogyan talál meg”). Ennek előrejelzéséhez ezek a modellek válságindexeket számolnak a vizsgálatba bevont országok mindegyikére azonos makrogazdasági mutatószámok összehasonlításával, amelyeknek magyarázniuk kell(ene) a válság – szintén valamilyen makromutató(k), például a valutalértékel(őd)és mértéke illetve a devizatartalékok csökkenése révén mért – mélységét az országok közti keresztmetszeti regresszió segítségével. Ennek a módszernek hátránya viszont, hogy nem veszi figyelembe a válságok közti nyugalmi időszakokból nyerhető információkat és az eredmények általában nem robusztusak (vagyis nagy mértékben függenek a változók küszöbértékeinek meghatározásától).

A harmadik csoport egyik jeles képviselője, egy IMF-tanulmány³¹ arra a következtetésre jut, hogy mindössze három változó – a reáleffektív árfolyam négy éves változása, a folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya és a rövid lejáratú adósságszolgálati kötelezettség a hivatalos tartalékállományhoz viszonyítva – segítségével 56 százalékban magyarázni lehet azt, hogy melyik országot milyen mélyen sújtotta az 1994-95-ös (mexikói kiindulópontú), az 1997-es (thai földi kiindulópontú) és az 1998-as (oroszországi kiindulópontú) válsághullám. A szerzők nem találták viszont szignifikánsnak a válság mélységének meghatározásakor a következő mutatók magyarázó erejét: exportnövekedés, a devizatartalékok változása, belföldi hitelállomány növekedése, a folyó fizetési mérleg

³¹ Bussiere és Mulder (1999)

egyenlege mínusz a nettó működőtőke-beáramlása és a rövid lejáratú adósságállomány a GDP százalékában. Az elemzés jövőbeli előrejelzésekre használható voltát azonban gyakorlatilag lenullázza az a tény, hogy a modellben minden változóra a krízis kitörése előtti utolsó értéket vették figyelembe (például az 1997. július elején kitört thaiföldi válság esetében a rövid lejáratú adósságállománynak a június végi értékét, amely csupán novemberben állt a piaci szereplők rendelkezésére, amikor a válság már rég lezajlott).

A három csoport előnyeit próbálja egyesíteni hátrányaik lehető legnagyobb fokú kiszűrésével a bázeli BIS már említett tanulmánya³². Ennek a holland jegybankban dolgozó szerzője 31 feltörekvő piacot vizsgált 1987-96 illetve 1997-99 között, s azt próbálja mérni, hogy az első időszak jellegzetességei – illetve az ott bekövetkezett 25 valutaválság – alapján felépített modell mennyiben képes előrejelezni a második periódus során bekövetkezett 24 válságot. (Válságnak tekinti, ha az általa konstruált válságindikátor értéke egy hónap alatt legalább tízzel nő, a válságindikátort pedig a következőképpen állítja össze: 0,8-szor a nemzeti valuta százalékban kifejezett havi nominális leértékelődése a dollárhoz képest, plusz 0,2-szer a hivatalos devizatartalék havi százalékos csökkenése.) Eredményei meglehetősen elkésztőek: ha azt tekintjük az indkator válságjelző küszöbének, amikor a válság kitörésének esélye eléri a 10 százalékot, akkor csak a ténylegesen bekövetkezett válságok 40 százalékát képes előre jelezni a modell, miközben a nyugalmi időszakok 3 százalékában is riaszt (vagyis rosszkor is előrejelez). Ha az esélyt 1 százalékos szintre szállítjuk le, akkor ugyan a válságok 90 százalékát képes már időben jelezni a modell, de a nyugalmi periódusok 37 százaléka esetében is hamisan riaszt.

Összességében tehát megállapíthatjuk, hogy az ökonometriai modellek zöme meglehetősen rossz hatásfokra képes. Ezekre a modellekre ráadásul hatványozottan igaz Kozma (2000) megállapítása: az előrejelzések sikere eleve azért kétséges, mert a piacon „épp az előrelátás befolyásolhatja jó vagy rossz irányba a jövőt” – vagyis ha a szereplők közül kellően sokan gondolják ugyanazt arról, mi fog történni, az önmagában

³² Vlaar (2000)

átalakíthatja az eseményeket. Hasonló következtetésre jut Árvai és Vincze (1998) is³³. Ha tehát múltbeli válságok alapján sikerülne is jó előrejelző mutatót találni (vagy fabrikálni), a jövőre nézve az már rögtön nem lenne alkalmazható – csak akkor, ha biztosra lehetne venni, hogy a piac többi szereplője nem ismeri ezt a mutatót, ami a gyakorlatban kizárható. Arról nem is beszélve, hogy ilyen mutató (ki)találása már csak azért sem valószínű, mert a valutaválságok kialakulását egyre inkább a jövőbeli várakozások irányítják, nem a jelenlegi vagy a múltbeli tényadatok. Ráadásul ezen várakozások között számos politikai természetű, vagyis makromutatókkal nem jellemezhető (jelentős szerepe lehet például valutaválság kialakulásában, ha a befektetők politikai bizonytalanságra számítanak az országban, erre példa az 1997-es csehországi válság).

4. 3. Esettanulmányok

Éppen az ökonometriai modellek ezen hátrányainak kiküszöbölésére jelentek meg olyan vizsgálatok, amelyek elvetik az ökonometriai módszerek alkalmazását és megelégszenek néhány látványos múltbeli válság során történtek közvetlen tanulmányozásával illetve összevetésével. Ezek a megközelítések természetesen könnyebben kezelhetővé teszik az adattömeget és számottevően egyszerűsítik az adatok közti összefüggéseket, de sokat veszítenek a következtetések analitikus pontosságából. Az így létrejövő esettanulmányok ráadásul még az ökonometriai modelleknél is önkényesebb elemeket tartalmaznak a válságok vagy a megfigyelt és magyarázó változónak tekintett mutatók kiválasztásában. Mégis, számukra az ökonometriai modellek nehéz kezelhetősége miatt „minden szubjektivitása ellenére az esettanulmány-készítés módszere olyan út, amely a sok rossz közül a legértelmesebbnek tűnik” (Árvai és Vincze (1998b), p.515).

1. Mexikó, 1994. A talán leghíresebb egyedi feltörekvő piaci válságról szóló számtalan elemzés közül soknak a konklúziója az, hogy Mexikó esetében a valutaválságot alapvetően az alacsony GDP-növekedés, a folyó fizetési mérleg viszonylag nagy hiánya, a hiány kedvezőtlen finanszírozási módja (rövid lejáratú külföldi hitelek, főleg

³³ „Ha valamely indikátor olyan jól jelezne előre egy válságot, hogy annak alapján gazdaságpolitikai beavatkozásra és a válság elhárítására kerül sor, akkor ez sohasem fog válságot előre jelezni”, p.514.

a magánszféra eladósodásával), a gyorsan felértékelődő reálárfolyam és a kormányzat hibás lépései (a liberalizáció végrehajtásával párhuzamosan a piaci felügyeleti rendszerek megszigorításának elmulasztása, a választási év miatti fiskális lazítás, a dollárkamatok emelkedése miatt megfordult tőkeáramlás hatására a kamatemelés elutasítása, ehelyett – erőt sugárzandó – friss dollárkötvények kibocsátása stb) okozta. Az eredmény: kényszerlebegtetés, majd a további válságok elkerülése érdekében a reálkamatok felemelése annak a szintnek a többszörösére, ami korábban szükséges lett volna, ezt követően pedig az ország történetének legmélyebb recessziója. Nemzetközi értelemben a következmény a tequila-hatás lett, amely számos áldozatot szedett a feltörekvő országok körében. A mexikói eset jól látszik példázni az eredeti krugmani modellt.

2. Argentína, 1995. A tequilaválság egyik áldozata (bár viszonylag olcsón megúszta).

Noha az argentin pesó dollárhoz rögzített árfolyamát nem kellett szabadjára engedni, 1995-ben jelentős tőkeáramlás ment végbe, amely csökkentette a valutatartalékokat, visszavetette a GDP-növekedést, ezen keresztül jelentősen növelte az amúgy is meglehetősen magas munkanélküliséget és meggyengítette a pénzügyi rendszert. A makrogazdasági fundamentumok sokkal jobbak voltak, mint Mexikó esetében: gyors GDP-növekedés, alacsonyabb folyómérleg-hiány, négyéves múltra visszatekintő és sikeresnek bizonyult valutatanács, a liberalizáció mellett szigorú felügyeleti rendszer. Mégis, voltak negatív jelenségek is: a reáleffektív árfolyam folyamatosan felértékelődött (ha nem is olyan drámai ütemben, mint Mexikóban), a GDP-növekedés pedig nem az exporton, hanem a belső felhasználáson alapult (igaz, legalább nem a fogyasztáson, hanem a nagyszabású privatizáció következtében korábban beáramló hatalmas mennyiségű tőke által létrehozott beruházási keresleten). Az argentin eset szépen példázza a második generációs modellek „ragályos válság” jelenségét, amikor a makrogazdasági fundamentumok viszonylag jók, de a régió egy másik országában kitört válság idején már nem „elég” jók. (A még jobb fundamentumokkal rendelkező Chilét vagy Kolumbiát elkerülte a tequilaválság.)

3. Thaiföld, 1997. Ezt a válságot sem az első, sem a második generációs elméletek nem képesek magyarázni. Thaiföld a fenntarthatónak tűnő fejlődés mintaországa volt, még a világ leggyorsabban fejlődő térségének átlagánál (délkelet-Ázsia) is gyorsabb GDP-bővülési ütemmel, szufficites költségvetéssel, viszonylag szigorú monetáris politikával, csekély államadóssággal, alacsony inflációval, élénk működőtőke-beáramlással. Volt ugyan egy óriásira duzzadt tőzsde- és ingatlanpiaci lufi, ez azonban még 1994-ben kipukkadt, s a növekedés nem lassult le. A thai bahtot a dollárhoz kötötték, ez azonban nem felelt meg az exportszerkezetnek, s a dollár 1994 óta tartó felértékelődése közepette a baht is reálfelértékelődésen ment keresztül. Utólag visszatekintve nem volt ideális, hogy a rendkívül magas (30 százalékos) megtakarítási ráta sem volt elég a még annál is szédületesebb (40 százalékos) beruházási ráta finanszírozására, így a külföldi adósságállomány is növekedésnek indult, de alacsony szintről és a beáramló tőke jelentős része ígéretes megtérülési rátájú exportberuházásokba került. A pénzügyi rendszer azonban nem volt egészséges, bár ez csak az utólagos elemzésekből derült ki. A tőzsde- és ingatlanpiaci lufi 1994-es kipukkadásából származó veszteségeket a bankok nem írták le, hanem maguk előtt görgették, s amikor 1996-97 fordulója táján lelassult az exportnövekedés, ez az amúgy is magas kamatszint további emelkedésével együtt számos bankot csődbe vitt. A bankkonszolidáció költségei a GDP 7 százalékára rúgtak, emiatt le kellett volna értékelní a bahtot, de a magas kamatszint mellett ehelyett még további felértékelődést generált. Amikor megfordult a tőkeáramlás, a kormányzat két hónapon át ellenállt a fokozatosan felerősödő leértékelési nyomásnak, de végül beletörődött a lebegtetésbe. A válság oka utólagos magyarázatok szerint nem a makromutatókban, hanem bizonyos mikrogazdasági problémákban (főleg a bankszektor állapotában, az átláthatóság hiányában, a rossz lejárat szerkezetben, a keresztfinanszírozás gyakoriságában) keresendő, illetve abban, hogy a kormányzat a rögzített árfolyamhoz és a mikrostruktúrák reformjának halogatásához egyszerre ragaszkodott.

4. Oroszország, 1998. A politikai okok miatt gerjesztett válság mintapéldánya.

Miközben a feltörekvő piacokon a Thaiföldről kiindult ázsiai válsághullám legújabb áldozatává vált Indonézia bukása utáni hullámverések még el sem ültek, Jelcin elnök

kamarillapolitikai megfontolásokból menesztette a kormányt, majd két hónapon keresztül az országnak nem volt kormánya, mert a дума fellázadt az elnök ellen. A májusban végre-valahára felálló új kabinet mozgásterére azonban konvergált a nullához, a radikális piacgazdasági reformok miatti társadalmi félelem és a hatalmukat féltő oligarchák ellenállása miatt. Ebben a helyzetben általánossá vált a befektetők között a megítélés, hogy a politikai káosz felé sodródó Oroszország előbb-utóbb fizetéképtelen lesz, aminek egyébként a makrogazdasági fundamentumok éppenséggel némi tápot adtak is, szerepet játszott benne a világpiaci olajárak 1998 első felében bekövetkezett zuhanása is, de meghatározó szerepük mégsem ezeknek, hanem a politikai okoknak volt. Ismét egy válság tehát, amivel a gazdasági megközelítést alkalmazó elméletek nem tudnak mit kezdeni.

Az esettanulmányokból leszűrhető tapasztalatok tehát röviden úgy ragadhatóak meg, hogy minden válság egyedi, s még ha lehetséges is hasonlóságokat kimutatni köztük, semmiféle elméleti megközelítés vagy kategorizálás nem helyettesítheti az egyedi vizsgálódást. Ha mégis tanulságokat akar valaki levonni, az valahogy így hangozhat: „A hosszú ideig tartó reálárfolyam-felértékelés és a tartósan 'nagy' folyó fizetésimérleg-deficit veszélyes helyzetet teremthetnek. Nem feltétlenül azért, mert e helyzetek fenntarthatatlanok, hanem inkább azért, mert megnövelik az esélyét annak, hogy egy váratlan negatív sokk esetén a valuta elleni támadás kifizetődővé váljék”. (Árvai és Vincze (1998a), p.16).

4. 4. A valutaválságok áttérjedése

Az empirikus kutatások másik fő célja, hogy a már kitört valutaválságok esetében olyan intézkedéseket kínáljon a kormányzati döntéshozóknak, amelyek segítségével minimalizálni lehet a reálgazdaságra gyakorolt káros hatásokat. Ezzel kapcsolatban a valutaválságok áttérjedéséről, illetve annak megakadályozásáról esik szó leggyakrabban, az áttérjedést két értelemben is értve: egyrészt a pénzügyi válságnak ugyanazon országon belül a reálgazdaságra való áttérjedésének megakadályozására irányuló erőfeszítéseket értve alatta, másrészt azt, hogy egy valutaválság valamely másik államban is

valutaválságot generálhat (*contagion* vagy *spillover*), s ez ellen hogyan lehet fellépni. A baj csak az, hogy a „belső” (a reálgazdaságra irányuló) áttérjedés ellenszerül ajánlott módszerek – például a nemzetközi tőkeáramlások korlátozása vagy a leértékelés – általában nemhogy segítenének a „külső” (a külföldi partnerországok felé irányuló) áttérjedés megelőzésében, hanem egyenesen segítik azt. Ez érthető, hiszen ezek a módszerek a recesszió elkerülését, azaz a belső kamatszint drasztikus emelkedésének megelőzését csak a külföld „rovására” tudják elérni. Ráadásul ezeknek a lépéseknek a révén a belső recesszió talán elkerülhető, de az országnak akkor is súlyos árat kell fizetnie a külföldi tőke elfordulása formájában. Azok a gyógymódok viszont, amelyeket a külső áttérjedés megakadályozása végett ajánlanak – főként a belső reálkamatszint drasztikus felemelése –, általában a belső áttérjedést segítik elő, s így érthető, hogy az országok ezt az utat igyekeznek elkerülni.

A „külső” áttérjedések megakadályozására tehát nem marad más eszköz, mint az országok közti együttműködés a válság esetén, illetve azt megelőzően. Ezzel kapcsolatban az érintett országok – vagy a világ valamennyi országa – fiskális illetve monetáris hatóságainak együttműködését, illetve az együttműködését megerősítését, intézményesítését, garanciákkal való körbebástyázását, a nemzetközi intézményi architektúra fejlesztését szokták javasolni. Kérdés azonban, hogyan lehet rávenni a nemzetközi pénzügyi rendszer iránt felelősséggel nem tartozó, saját polgáraikkal szemben viszont valamilyen mértékben mindenképpen felelős kormányzatokat olyan együttműködésre, amellyel a nemzetközi rendszer jól jár ugyan, de saját polgáraik esetleg rosszabbul. Az uralkodó vélemény szerint a tőkepiacok uniformizáló nyomása (*peer pressure*, vagyis az a jelenség, hogy az elvárt viselkedéstől eltérő magatartásokat a tőke az uniformistól eltérő országtól való elfordulással bünteti, s ettől való félelmükben az országok magatartása homogenizálódik) sokat segít a kívánt kooperatív viselkedés kialakításában, de önmagában még nem elég. Szükség van valamiféle mércére (*yardstick*), amelyhez hasonlítva versenyre lehet készíteni a szuverén országokat (*yardstick competition*), a rendszer egészének érdekében³⁴. A *yardstick competition*

³⁴ Lásd Shleifer (1985). Eszerint -- egy meghatározott mércéhez mérve teljesítményüket – a mérce felállítójának és megkövetelőjének elvárásaihoz lehet igazítani az egyébként tőle független gazdasági

koncepcióján alapul például az a siker, hogy az EU Gazdasági és Monetáris Uniója egyáltalán létrejött: a mérce szerepét a maastrichti kritériumrendszer töltötte be, amely a *peer pressure* révén kényszerítette az országokat az elvárt pénzügyi sarokszámok elérésére – ehhez a maastrichti uniós szerződés aláírása és hatályba lépése önmagában nyilván nem lett volna elég, hiszen a szerződés nem tartalmazott szankciókat a nem teljesítés esetére, a szankciókat a piac hozta be a képbe azáltal, hogy világossá vált: sokat romlik annak az EU-tagnak a helyzete a nemzetközi versenyben, amely határidőre nem teljesíti a pénz- és tőkepiaci mércévé vált kritériumrendszer előírásait. Az EMU esetében a *peer pressure* és a *yardstick competition* olyan jól működött, a megfelelési kényszer annyira erős lett, hogy érvényessé vált azokra a tagállamokra is, amelyek nem akartak belépni az eurózónába – Nagy-Britannia, Dánia és Svédország egyaránt határidőre teljesítette (és azóta is teljesíti) a maastrichti kritériumokat!

Az EMU ilyen értelemben vett hatalmas sikerére alapozva egyre többen beszélnek annak lehetőségéről, sőt, szükségességéről, hogy a valutaválság-megelőzés nemzetközi mechanizmus- és intézményrendszerének továbbfejlesztése során az EMU-t kellene intaként használni – és itt tekintsünk el az egységes valuta dollárral szembeni leértékelődéséről, ami miatt sokan az euró „vesszőfutásáról”, „gyengeségéről” beszélnek, megfélekedve arról, hogy magának az eurónak a létrejötte is az EU kiemelkedő vívmánya. A sikert csak tovább növeli, hogy, hála a *yardstick competition*-nek, az egységes valuta a gazdasági kritériumok teljesítése révén jött létre, nem pedig úgy, hogy magasabbrendű politikai szempontokra hivatkozva a tagállamok eltekintettek volna a kritériumok viszonylag szigorú betartatásáról, hiszen az öt számszerű és a jó néhány nem számszerűsíthető maastrichti kritérium közül egyedül az államadósság nagyságára vonatkozó mutatót vizezték fel a tagállamok 1998-as elbírálásakor, a többi kritériumot szigorúan számon kérték rajtuk.

szereplők viselkedését is. Shleifer a monopóliumok szabályozására dolgozta ki elméletét, azt állítva, hogy a monopóliumot ellenőrző-szabályozó hatóság által felállított mércének más, hasonló monopóliumok átlagos (vagy kívánt) teljesítményéhez kell igazodnia. Az elméletet azonban a nemzetgazdaságon belüli versenyszabályozáson kívül számos más területen is sikerrel alkalmazzák.

4. 5. Nemzetközi erőfeszítések az áttérjedések megakadályozására

Az OECD Fejlesztési Központjának elnöke például azt ajánlja (Braga de Macedo (2000)), hogy az EMU-ban alkalmazott magatartási kódexet (*code of conduct*) regionális szinten alkalmazzák a feltörekvő országok más csoportjai esetében is, például Közép- és Kelet-Európában a CEFTA-ban, a délkelet-ázsiai térségben az ASEAN-ban vagy Dél-Amerikában, a Mercosur keretei között. Miközben nyilvánvaló, hogy a CEFTA-országok számára a javaslat irreleváns – hiszen ők a néhány éven belüli EU-tagság reményében nem érdekeltek az EU-éhoz bármennyire is hasonló, de mégis önálló intézményrendszerek további fejlesztésében –, az is egyértelmű, hogy a regionális megközelítés mellett számos érv szól, s az említett másik két térségre (de alighanem a világ több más régiójára is) alkalmazhatónak tűnik a felvetés. A javaslat értelmében csak olyan országok körében van esély az EMU-éhoz hasonló fiskális és monetáris koordináció megbízható megvalósítására, amelyek közös értékeket vallanak, s ez a globális szint helyett a regionális együttműködési formát teszi lehetővé. Az EMU már akkor kiállta a piacok próbáját, amikor még csupán első szakaszában tartott, vagyis az 1991-92-es európai valutaválságok idején. Ezek a válságok Finn- és Svédország kivételével sehol nem torkolltak súlyos recesszióba (bár a GDP viszonylag kisebb visszaesésére több más ország is példát adott), ami általános vélekedés szerint döntő részben a sikeres kollektív fellépésnek köszönhető. Az EMU-hoz hasonló együttműködési formák regionális megvalósítása esetén az 1997-es ázsiai krízishez hasonló valutaválságok sokkal kisebb károkat okoznának, az érintett országok reálgazdaságában és külső környezetében egyaránt. Az EMU-minta követése tehát mind a belső, mind a külső áttérjedés tompításában hasznos eszköz lehetne.

Ez persze csak egy javaslat. Ami viszont már megvalósult, az sem negligálható, noha kétségtelen, hogy a globális szinten koordinált valutaválság-megelőzés megvalósulásához vezető úton csupán csekély előrehaladást jelent. De nem lehet állítani, hogy nem történt semmi, vagy hogy a nemzetközi közösség ugyanolyan felkészületlenül áll a várhatóan a jövőben is előforduló valutaválságok előtt, mint 1997-et, az ázsiai válságot megelőzően. Célszerű tehát számbavenni, mi történt eddig a nemzetközi szintre emelt védekezés terén.

1. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basle Committee on Banking Supervision) 1997-ben tette közzé a Hatékony Bankfelügyelet Bázeli Alapelveit (Basle Core Principles for Effective Banking Supervision)³⁵. Ebben a G-10 országok bankfelügyeletei – tizenöt feltörekvő ország hasonló hatóságaival történt egyeztetés után – olyan minimálkövetelményeket és garanciákat állítottakban a világon bárhol zajló bankfelügyeleti tevékenység elé, amelynek betartása nagymértékben segíthet a világ valamennyi országában a pénzügyi stabilitás megőrzésében. Az Alapelvek kidolgozására a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottságnak még 1996-ban, a lyoni G-7-csúcson megbízást adó G-7 országok indoklásukban arra hivatkoztak, hogy akár egyetlen ország bankfelügyeleti rendszerének gyengeségei is veszélybe sodorhatják a nemzetközi pénzügyi stabilitást. (Ez egyébként egy évvel később be is igazolódott, az ázsiai válság kitörésében és elmélyülésében a bankszektor gyengeségei jelentős szerepet játszottak.)

A Bázeli Alapelvek tehát nem csupán a valutaválságok, hanem általában véve a pénzügyi válságok leküzdésének eszközei kívánnak lenni. Az összesen 25 alapelv többek között leszögezi, hogy:

- (1) a nemzeti bankfelügyeleteknek működési függetlenséget kell biztosítani,
- (2) a nemzeti bankfelügyeleteknek együtt kell működniük és információkat kell biztosítaniuk egymás számára,
- (3) el kell utasítani, illetve vissza kell vonni azoknak a bankoknak a működési jogát, amelyek nem tesznek eleget a nemzeti bankfelügyelet által kidolgozott működési feltételeknek, s ebben a folyamatban a bankfelügyeletet minimum javaslattevő joggal kell felruházni,
- (4) külföldi bankok működési engedélyéhez anyaországuk bankfelügyeletének előzetes jóváhagyása is szükséges,
- (5) „körültekintő” tőkemegfelelési követelményeket kell előírni valamennyi bank számára,

³⁵ Lásd: BIS (1997). A Bázeli Alapelvek teljes körű kifejtésére és részletes elemzésére itt nincs szükség, ezért csak legfontosabb vonásait veszem sorra

- (6) folyamatosan értékelni kell a bankok politikáját, működési gyakorlatát, ügyviteli rendjét, eszköz- és forrásállományát, menedzsmentjének információs rendszerét, kockázatfelmérési eszközeit, kockázatkezelési módszereit, céltartalékait, valamint belső információs és ellenőrzési rendszereit, továbbá
- (7) a nemzeti bankfelügyeleteknek is globális ellenőrzést kell gyakorolniuk abban az értelemben, hogy a felügyeleti hatókörükben működő bankok külföldi tevékenységeit is vizsgálniuk kell.

A Bázeli Alapelvek tehát többek között azt célozzák, hogy a kereskedelmi bankok a különféle belpolitikai megfontolásoktól és kényszerektől szabadon működhessenek. Egyes vélemények szerint ha a frissen elfogadott Alapelveket a délkelet-ázsiai országok már korábban megvalósítják, akkor az 1997-es válság sokkal kevésbé lett volna pusztító hatású, mivel a térség számos országában éppen a politikai megfontolások alapján osztogatott bankhitelek tömeges gyakorlata okozott súlyos veszteségeket számos bank esetében. Az Alapelvek erejét tehát gyengíti, hogy megszegéséhez semmiféle szankció nem társul, kikényszeríteni nem lehet a betartásukat. A Bankfelügyelet Bázeli Bizottsága kétvétenként felmérést készít arról, hogy miként érvényesülnek a gyakorlatban az Alapelvek, s azt is vizsgálja, miként kell módosítani azokat az újabb és újabb világgazdasági fejlemények tükrében³⁶. A magánbefektetők hosszú távon természetesen elfordulnak attól az országtól, amelyben nyilvánvalóan nem tartják be az Alapelveket, de ez önmagában még nem csökkenti, hanem inkább növeli a valutaválság esélyét egy ilyen ország esetében. Igaz, ez a piaci „szankció” bizonyos mértékű elrettentő hatással bír a kormányzatokra, de az is nyilvánvaló, hogy a *peer pressure* és a *yardstick competition* globális érvényesüléséhez ez még kevés. A valutaválságok egyik fontos kiobbantó oka, a bankválságok elleni nemzetközi küzdelem tehát még távolról sem kielégítő eszközrendszerrel rendelkezik – még így is ez az a terület azonban, ahol a legnagyobb erőfeszítések történtek az elmúlt években a válságok elleni küzdelemben multilaterális szinten. Igaz, megfelelő eszközrendszerhez a meglévő intézmények radikális átalakítására lenne szükség, aminek a legtöbb vélemény szerint nincs reális esélye,³⁷ mivel a meglévő

³⁶ Utóbbihoz lásd például Bonte (1999)

³⁷ Lásd például Magas (2000b), p.34

intézmények számára – amelyek természetesen saját túlélésükben érdekeltek – ez egyfajta „lefokozást” jelentene, ráadásul a nemzeti érdekek erősen eltérőek e téren (is).

2. A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) miniszteri tanácsa 1998. áprilisában szólította fel az OECD-t a világ egészére kiterjedő vállalatirányítási alapelvek kidolgozására. Az 1999. áprilisában elfogadott Vállalatirányítási Elvek (OECD Principles of Corporate Governance)³⁸ tehát a valutaválságok egy másik fontos kiváltó okát, a vállalati szektor általános meggyengülését (például nagyarányú külföldi eladósodás miatti tömeges likviditási gondjait, lásd alább a finnországi példa) hivatott – többek között – megakadályozni. A Vállalatirányítási Elvek fő célja, hogy általános iránymutatást adjon a világ valamennyi országa (kormányzata, vállalati szektora, tőzsdéi és befektetői) számára azokról az általános elvekről, módszerekről és szabályokról, amelyeket elsősorban a tőzsdén jegyzett vállalatok menedzsmentjének (de bizonyos megszorításokkal más cégeknek is) be kell tartaniuk ahhoz, hogy az adott országgal szembeni bizalom stabilan megmaradjon (sőt, lehetőség szerint növekedjen) a pénz- és tőkepiacokon.

Az Elvek a helyes vállalatirányítás öt alapvető szempontját szögezik le. Ezek szerint a vállalati irányítási rendszernek:

- (1) védenie kell a részvényesek érdekeit,
- (2) biztosítania kell minden részvényes egyenlő kezelését, a kisebbségi és külföldi részvényeseket is beleértve. Minden részvényesnek lehetősége kell hogy legyen hatékony jogorvoslatra jogai megsértése esetén,
- (3) tiszteletben kell tartania a vállalattal kapcsolatban érdekeltséggel rendelkezők (beleértve az alkalmazottak, a szállítók és a vevők) törvényben biztosított jogait, továbbá elő kell segítenie a vállalat és a vele kapcsolatban érdekeltséggel rendelkezők aktív együttműködését a jólét, a munkahelyek és a pénzügyileg egészséges vállalkozások létrehozásában,

³⁸ Lásd OECD (1999). A részletes elemzésre itt sem szükség, sem lehetőség nincs

- (4) biztosítania kell, hogy a vállalat a vele kapcsolatos minden lényeges ügyben pontos és megfelelő időben történő tájékoztatást adjon, beleértve a vállalat pénzügyi helyzetét, teljesítményét, tulajdonosi szerkezetét és irányítását,
- (5) biztosítania kell a vállalat stratégiai vezetését, a menedzsment hatékony ellenőrzését az igazgatótanács és a felügyelőbizottság részéről, valamint ezen testületek elszámoltatását a vállalat és a részvényesek irányában.

Az igen tömören megfogalmazott Elvekhez részletezések és magyarázatok kapcsolódnak. Ezek azokra a problémákra igyekeznek általános megoldásokat adni, amelyek a vállalati tulajdonosai és menedzsmentje elválásából fakadnak. Az Elvek értelemszerűen nem bocsátkoznak részletekbe, hiszen az egyes országok szabályozása és a különböző vállalatok egyéni megoldásai igen eltérőek. Kényszerítő hatásuk – hasonlóan a Hatékony Bankfelügyelet Bázeli Alapelveihez – ezeknek az Elveknek sincs, sőt ebben az esetben még a kétévenkénti teljesítésről sem készül jelentés. Igaz, a tőzsdei cégek esetében a piaci peer pressure talán erősebb, mint a kereskedelmi bankok politikai szempontból erősebben befolyásolt világában, így az OECD Elvek létrejöttét – ha túl nagy hatást nem is lehet tulajdonítani nekik – mégis úgy lehet értékelni, mint a valutaválságok egyik fontos okának, a tömeges vállalati eladósodásnak a megelőzését (is) célzó, úttörő jellegű multilaterális (globális) eszközt, amelynek hatása talán valamivel nagyobb a nullánál.

A valutaválságok elkerülését célzó globális erőfeszítések részének tekinthető a Nemzetközi Valutaalap Általános Adatszolgáltatási Rendszere (*Genetal Data Dissemination System, GDDS*), illetve Speciális Adatszolgáltatási Szabványa (*Special Data Dissemination Standard, SDDS*) is.³⁹ Mindkét esetben voltaképpen bizonyos gazdasági-pénzügyi statisztikai eljárások, adatgyűjtési, -feldolgozási és közzétételi módszerek lefektetéséről van szó, amelyek átfogó célja, hogy javítsák a piaci szereplők információellátottságát. Az 1997-ben felállított GDDS a világ valamennyi IMF-tagországa számára egységes minimálkövetelményeket igyekszik lefektetni a makrogazdasági és pénzügyi adatok nyilvánosságra hozatalát illetően. Az 1996-ban

³⁹ Ezekkel kapcsolatban is csak vázlatos ismertetésre és értékelésre van itt lehetőség, további részletekhez lásd IMF (1998).

létrejött SDDS ennél szigorúbb (de összességében még mindig csak minimál-előírásoknak tekinthető) szabványt jelent azon IMF-tagországok számára, amelyek jelen vannak, vagy jelen szeretnének lenni a nemzetközi tőkepiacokon. Mind a GDDS-ben, mind az SDDS-ben való részvétel önkéntes. A GDDS fő célja az, hogy segítse a résztvevő (kevésbé fejlett) országokat a statisztikai adatok minőségének javításában, ezen keresztül elősegítse az irántuk megnyilvánuló piaci bizalom erősítését (2000 októberéig 19 fejlődő ország vállalta, hogy teljesíti a GDDS előírásait). Az SDDS pedig – amelynek betartására 2000 októberéig 47 fejlett és feltörekvő ország vállalt kötelezettséget, köztük hazánk is – négy területen ír elő minimálszabályokat a statisztikai adatszolgáltatással kapcsolatban: 1. az adatközlés gyakoriságára, az adatok tartalmára és idősorok összeállítására, 2. az adatok nagyközönség számára való hozzáférhetőségét illetően, 3. a közzétett adatok összehasonlíthatóságát és integritását illetően, mindezekon túl pedig 4. a közzétett adatok minőségét, a statisztikai leírások pontosságát illetően. Mind a négy területen olyan, viszonylag könnyen nyomon követhető követelményeket fogalmaz meg, amelyek betartását az adatfelhasználók is ellenőrizhetik.

Az SDDS már létezett az 1997-es ázsiai válság idején, de gyakorlatilag semmiféle szerepet nem játszott a válság enyhítése vagy lerövidítése terén – igaz, a válság által sújtott országok többsége ekkor még nem csatlakozott hozzá. A jövőre nézve az előírások fokozatos elterjedése biztató jel lehet a majdani valutaválságok enyhítése, az árfolyamok fluktuációjának gyengítése, a kiszámíthatóság növelése szempontjából. Az is nyilvánvaló azonban, hogy statisztikai eszközökkel a válságok megelőzése érdekében viszonylag keveset lehet tenni: a piacok jól működő statisztikai rendszerek esetén korábban és pontosabban látják az esetleges bajt, de azt megelőzni elsősorban makrogazdasági eszközökkel lehet. Az említett három globális együttműködési kísérlet (a BIS, az OECD és az IMF standardjai) azonban erre nem vonatkoznak, és belátható időn belül nincs is esélye annak, hogy a pénzügyi piacok stabilitását biztosító makrogazdasági politikára nézve globális szinten akár csak ajánlások is szülessenek. Braga de Macedo (2000)-nek tehát igaza van, amikor a regionális szint fontosságára hívja fel a figyelmet. Már vannak jelei annak, hogy egyes regionális csoportosulásokban – például az ASEAN vagy a Mercosur – bizonyos területeken fontolgatják az EMU-minta egyes elemeihez hasonló

regionális koordináció kiépítését, többek között a jövőbeni valutaválságok áttérjedésének megakadályozása érdekében is.

Kérdés viszont, hogy a regionális megoldások nem veszélyeztetik-e a globális együttműködést. Ha a regionális koordinációk egymástól lényegesen különböznek és nincs köztük kellő információáramlás, akkor valóban fennáll a veszély, hogy a pénzügyi szabályozásban visszatér a harmincas évek egészségtelen versengése az érdekszférák, a befolyási övezetek között, ami globális szintű hátrányokkal jár. Jelenleg azonban még csak ott tartunk, hogy a világnak csupán egyetlen térségében létezik valóban hatékony regionális koordináció (az EMU), a többi térségben az államok jobbra magányosan, illetve a korlátozott globális eszközeivel próbálnak fellépni. Az EMU-minta kiterjesztése tehát kétségtelenül előrelépés lenne, s egyúttal azt is jelentené, hogy a remélhetőleg létrejövő új regionális koordinációk nem különböznek gyökeresen egymástól.

A valutaválságok más államokra való tovaterjedésére ad bizonyítékot a regionális koordinációk elmaradása esetén egy harvardi tanulmány⁴⁰. Eszerint a kétoldalú kereskedelmi kapcsolatok határozzák meg a valutaválságok regionális jellegét, s erre meggyőzőnek tűnő bizonyíték található a vizsgált öt válsághullám (1971, 1973, 1992, 1994 és 1997) során. A feltörekvő piacokon kívül számos fejlett gazdaság reagálását is vizsgáló elemzés arra a következtetésre jut, hogy a kereskedelmi kapcsolatok erősebb magyarázatot jelentenek a válságok tovaterjedése során, mint az érintett országok belső makrogazdasági fundamentumai – utóbbiak közül egyedül az infláció gyorsulását találták meghatározó tényezőnek mind az öt válsághullám idején a tovaterjedés magyarázatára. A reál GDP alakulása már csak négy válság idején bizonyult szignifikáns magyarázó változónak (a kivétel természetesen az 1992-es ERM-válság), a belföldi hitelállomány növekedése pedig csak az 1994-es tequila-válság során (ez meglepő eredmény, hiszen a „puha hitelek” túlburjánzását az 1997-es ázsiai válság során gyakran emlegették a tovaterjedés okaként). Gyengíti azonban a kereskedelmi kapcsolatok magyarázó erejét, hogy a szerzők a regionális kapcsolatokra utaló más változót nem vettek figyelembe, s így nem lehet tudni, vajon mekkora szerepet játszik például az a tényező, hogy a külföldi

⁴⁰ Glick és Rose (1998)

befektetők régiónkénti csoportosításban kezelik az országokat, nem egyesével – például amikor egy egész régióból való kivonulás mellett döntenek ahelyett, hogy csak a régió egyes országaiból vonulnának ki (erre természetesen meglehetősen nehéz alkalmas mutatószámot kreálni). Így tehát talán pontosabb a kereskedelmi kapcsolatok meghatározó ereje helyett a regionális kapcsolatok befolyásáról beszélni.

A talán legátfogóbb empirikus elemzés az irodalomban Aziz et al. (2000) tanulmánya, a Nemzetközi Valutaalap egyik legfrissebb elemzése. Ebben a szerzők ökonometriai és statisztikai eszközökkel 158 valutaválságot vizsgáltak 1975-97 között összesen 20 fejlett és 30 fejlődő országban. Azt tekintették valutaválságnak, ha az általuk számított úgynevezett valutapiaci nyomás indexe (amely 50 százalékban a nemzeti valuta árfolyamának havi százalékos változásából állt a dollárhoz illetve a márkához képest, 50 százalékban pedig a hivatalos devizatartalékok havi százalékos változásából) legalább másfélszer nagyobb értéket mutatott, mint az említett időszak során mért átlagos változás plusz a standard eltérés. Az úgynevezett válságlakot (*crisis window*) a válságot jelző hónap plusz-mínusz 24 hónapban – összesen tehát 49 hónapban – állapították meg. A szerzők számításai szerint a vizsgált esetek átlagában statisztikailag szignifikáns módon kimutatható volt, hogy a válság előtt az infláció felgyorsult, a nemzeti valuta reáleffektív árfolyama jelentősen emelkedett (vagyis túlértékeltté vált), az export növekedése lelassult – sok esetben egyenesen csökkenésbe fordult át, alighanem főleg a valuta túlértékeltisége miatt –, a folyó fizetési mérleg deficitje megnőtt, a pénzkínálat növekedési üteme felgyorsult, különösen a széles értelemben vett pénzmennyiségé, amely a hitelállomány megugrását tükrözte. Szintén kimutatták, hogy a válságlak első felében (vagyis a válságot megelőző időszakban) a belföldi kamatszint emelkedett, a részvény- és ingatlanárak viszont estek, az ipari termelés bővülésének üteme pedig lelassult. Azt is megfigyelték, hogy a válságot megelőző időszakban számos esetben pénzügyi liberalizációt hajtottak végre (a szerzők legalábbis erre következtettek abból, hogy a válságlak első felében az M2 pénzállomány és az M1 hányadosa jellemzően emelkedő értéket mutatott). A válság közvetlen kiváltó oka mindezek után általában valamiféle extern adottság lett a szerzők szerint: például a nemzetközi kamatszint váratlan emelkedése, vagy az illető ország külkereskedelmi cserearánymutatóinak romlása. A

vizsgált országokban azonban statisztikailag szignifikáns módon nem sikerült kimutatni a válságot megelőző időszakban a költségvetési hiány növekedését, vagyis ez a mutató nem jelzi előre a valutaválság közeledtét.

A válság következményei között az említett empirikus felmérés statisztikailag szignifikánsnak mutatta ki a GDP jelentős visszaesését a trendhez képest. A vizsgált 158 válság esetében átlagosan 4,5 százalékos GDP-lemaradás következett be a trendhez képest, s a GDP-növekedés üteme csak átlag másfél évvel a válság kitörése után érte el újra a hosszútávú növekedési pálya átlagos értékét. A növekedés megindulása szinte kivétel nélkül az exportnak volt tulajdonítható, amelyet a nemzeti valutának a válság következtében jelentősen csökkent árfolyama, illetve a cserearány-mutatók javulása tett lehetővé. Ezt az esetek többségében a vizsgálódás szerint az infláció felpörgése, a belföldi pénzkínálat drasztikus esése és a költségvetési egyenleg jelentős romlása követte. Érdekes megállapítása a kutatásnak, hogy noha a válságok többsége igen jelentős GDP-visszaeséssel járt, mintegy 40 százaléknál a visszaesés statisztikailag nem szignifikáns (95 százalékos konfidenciaszinten). Szintén figyelemre méltó eredmény, hogy a fejlődő országok átlagban gyorsabban visszatértek a trendnek megfelelő GDP-növekedési ütemhez, mint a fejlett ipari országok. A szerzők mindazonáltal hangsúlyozzák, hogy nincs két egyforma válság, a fent leírtak csak a statisztikai átlag eredményei.

A következőkben például választott finn válság számos jellemvonása egybeesik a szerzőhármas által leírt tipikus jegyekkel, s ez – miként majd látni fogjuk -- igazolja, hogy az 1990-93-as finnországi gazdasági krízis alapvetően egy fejlett országot sújtó valutaválságként könyvelhető el – nem pedig, mint azt egyesek gondolják⁴¹ a szovjet kereskedelem összeomlásából adódó transzformációs válságaként –, amit a szovjet és a nyugat-európai kereskedelem visszaesése csak tovább mélyített.

II. RÉSZ: A FINN ESET (1990-93)

5. NYUGAT-EURÓPA LEGNAGYOBB EGYEDI VÁLSÁGA

Miért érdekes az 1990-93-as évek finnországi gazdasági válsága? Miért érdemes tíz évvel később Magyarországon egy valutaválságokkal foglalkozó disszertációban nagy terjedelmet szentelni előzményeinek, lefolyásának és tanulságai levonásának?

Alapvetően két ok miatt.

1. Egyrészt azért, mert arról a válságról van szó, amely a második világháború óta látott recessziók legsúlyosabbikát hozta Nyugat-Európában, sőt az egész fejlett világon, s amelynek természetéről tényfeltáró és elemző írás eddig hazánkban nem jelent meg – sőt, én a nemzetközi irodalomban sem talákoztam ilyennel, néhány finn nyelvű publikációtól eltekintve.⁴²
2. Másrészt pedig azért, mert a válság előtti gazdasági helyzet és a válsághoz vezető okok nagyon is aktuális üzeneteket hordoznak a 2000. év végén Magyarországon gazdaságpolitikával, makrogazdasági elemzéssel foglalkozók számára. Manapság hazánkkal kapcsolatban egyre többen figyelmeztetnek arra a veszélyre, hogy az exportvezéreltnek induló gyors növekedés hosszú távon (sőt, kedvezőtlen esetben már igen hamar is) fenntarthatatlanná válik, ha a túl laza költségvetési politika miatt a húzóerő szerepét a kivitel helyett a belső fogyasztás növekedése veszi át, aminek egyes jelei már látszanak is. Ilyen körülmények között fontos tanulságokkal szolgálhat a magyar gazdaság további fejlődésére nézve is mindaz, ami a finn gazdaságban a nyolcvanas évek végén (a belső kereslet káprázatos felfutásából kialakult túlhevülés idején), illetve a kilencvenes évek elején (a folyó fizetési mérleg deficitjének finanszírozási nehézségei miatt kialakult valutaválság, majd recesszió során) történt.

⁴¹ Ezen nézet legprominensebb képviselője Mauno Koivisto, aki – többszöri miniszterelnöki illetve jegybankelnöki megbízatása után -- a válság alatt a finn köztársasági elnök tisztségét töltötte be. Lásd Koivisto (1994), pp.360-370

⁴² Ezek közül kiemelendő elsősorban Kiander és Vartia (1998)

Finnországban ugyanis 1990-93 között tipikus valutaválságság zajlott le, bár a krízis természetének felismerését kétségtelenül nehezítik egyes – alapvetően véletlen időbeli egybeesésből adódó – parallel jelenségek, elsősorban a Szovjetunióval folytatott kereskedelem összeomlása, illetve a kilencvenes évek elején lezajlott nyugat-európai mini-recesszió. Ezek kétségtelenül hozzájárultak a finn válság még mélyebbé válásához, de nem képesek alapvetően magyarázni magának a krízisnek a kitörését illetve lezajlásának módját. Téves az a megközelítés, amely a finnországi válságot az időbeli egybeesés miatt párhuzamba állítja a kelet- és közép-európai országoknak a tervgazdaságból a piacgazdaságra való átállása során lezajlott transzformációs krízisével abból a megfontolásból, hogy a Szovjetunióval folytatott kereskedelem súlya Finnországban a piacgazdaságú országok között egyedülállóan magas volt. És téves az a magyarázat is, amely a nyugat-európai mini-recesszió egyik áldozatának tekinti Finnországot. A válság ugyanis ezen (Finnország szempontjából extern) események bekövetkezése előtt tört ki, alapvetően a gazdaság túlhevülése, a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozási nehézségei és a rögzített árfolyam védelmében elkerülhetetlenné vált drasztikus kamatemelkedés miatt. Más kérdés, hogy az említett két tényező nagymértékben hozzájárult a válság további mélyüléséhez, ahhoz, hogy a fejlett országok körében a második világháború után bekövetkezett legmélyebb krízisről beszélhessünk.

A fejlett országok körében ugyanis a második világháború óta ismeretlen jelenség a tizennégy negyedéven keresztül tartó recesszió⁴³, s a GDP összesen 14 százalékos⁴⁴ visszaesése. Márpedig Finnországban ez történt. Az egy főre eső GDP 1990 második negyedévében kezdett csökkenni, s a zsugorodás egészen 1993 harmadik negyedévéig tartott. Éves adatokat tekintve a bruttó hazai termék változatlan árakon számítva a válság előtt utoljára 1989-ben nőtt, 1990-ben már stagnált, s három esztendei folyamatos csökkenés után legközelebb 1994-ben mutatott újra növekedést. A fejlett országok körében ez is szinte teljesen páratlan a második világháború után.

⁴³ Ilyen hosszan elnyúló recessziót még az olajválságok sem okoztak egyetlen fejlett országban sem. Hasonlóan sokáig tartó depresszió a modern gazdaságtörténetben egyedül az 1929-33-as világválság alatt következett be néhány országban.

⁴⁴ A recesszió éves adatokat használva 12,5 százalékos, negyedéves adatok alapján 14 százalékos volt.

1. Táblázat
A hús legmélyebb recesszió
(a II. világháború után az OECD-térségben)

		GDP-ZSUGORODÁS SZÁZALÉKBAN			GDP-VISSZAESÉS ÖSSZESEN
		1991	1992	1993	
1. Finnország	Év				
	Százalék	7,1	3,6	1,2	12,5
2. Dél-Korea	Év	1998			
	Százalék	6,7			6,7
3. Luxemburg	Év	1975			
	Százalék	6,6			6,6
4. Mexikó	Év	1995			
	Százalék	6,2			6,2
5. Törökország	Év	1994			
	Százalék	5,5			5,5
6. Törökország	Év	1999			
	Százalék	5			5
7. Svédország	Év	1991	1992	1993	
	Százalék	1,1	1,4	2,2	4,6
8. Portugália	Év	1975			
	Százalék	4,3			4,3
9. Görögország	Év	1974			
	Százalék	3,6			3,6
10. Nagy-Britannia	Év	1980	1981		
	Százalék	2,2	1,3		3,5
11. Izland	Év	1992			
	Százalék	3,3			3,3
12. Nagy-Britannia	Év	1991	1992		
	Százalék	2	0,5		2,5
13. Törökország	Év	1980			
	Százalék	2,4			2,4
14. Új-Zéland	Év	1991			
	Százalék	2,3			2,3
15. Izland	Év	1983			
	Százalék	2,2			2,2
16-17. Olaszország	Év	1975			
	Százalék	2,1			2,1
16-17. Portugália	Év	1983	1984		
	Százalék	0,2	1,9		2,1
18-19. Kanada	Év	1990	1991		
	Százalék	0,2	1,8		2
18-19. USA	Év	1982			
	Százalék	2			2
20. Hollandia	Év	1981	1982		
	Százalék	0,5	1,2		1,7

Forrás: OECD Economic Outlook (1997) No. 61, June 1997, p.A4 és No. 67, June 2000, p.245, European Economy(1998) No. 65, European Commission, pp.236-237 és ezek alapján saját számítások

Az 1. táblázatból kiderül, hogy az 1990-93-as finnországi recesszió százalékban kifejezve csaknem kétszer olyan nagy GDP-visszaeséssel járt, mint az OECD-térségben a világháború után előfordult második legsúlyosabb válság. Feltűnő egyébként a táblázat alapján, hogy a legnagyobb recessziók között válságtípus szerint csoportosítva milyen nagy szerepet játszottak a valutaválságok: a táblázatban 2. helyen szereplő 1998-as dél-koreai visszaesés az 1997 végi koreai valutaválság következménye, a 4. helyre került 1995-ös mexikói recesszió az 1994. decemberi valutaválságnak tulajdonítható, a 7. helyre került, 1991-93-as svéd recesszió az 1991-92-es ERM-válság eredménye, s az itt szereplő török válságok is valutaválságoknak tekinthetők. A fejlett országok körében a táblázatban szereplő recessziók viszont többségükben valamelyik olajválság következményei.

A fejlődő vagy az átmeneti gazdaságok körében természetesen számos példa akad még a finnországinál is mélyebb recesszióra. Magyarországon például 1990 és 1993 között, mint ismert, közel 20 százalékkal esett vissza a GDP, s hasonló – a finnországinál súlyosabb – recesszió sújtotta ezekben az években valamennyi volt szocialista gazdaságot, leszámítva Lengyelországot, amely már korábban átesett a nagy transzformációs visszaesésen. A fejlődő országok körében főleg a háborúk kapcsán találunk a finnországinál is súlyosabb visszaeséseket.

A páratlanul súlyos finnországi válság eredetét tekintve valutaválság volt, amelynek kialakulásában nem kis szerepet játszott a rosszul végrehajtott pénzügyi liberalizáció, s amelyet a szovjet kereskedelem összeomlása felerősített, de amely természetében mégis sokkal inkább a gazdaság túlhevüléséből kiinduló tipikus valutaválság jegyeit mutatja, s amelynek eredete a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozási problémáira vezethető vissza. Mielőtt azonban az 1990-93 között történtek részletes elemzésébe belekezdenék, célszerűnek tűnik felvázolni a finn gazdaság korábbi válságait és a finn gazdaság – válságok közti – sikertörténetét.

6. ELŐZMÉNYEK

A finn gazdaságtörténet békeidőben három nagy gazdasági válságot tart számon. Abszolút mércével ezek közül az 1990-93-as krízis a legmélyebb: ekkor esett vissza a GDP a legnagyobb mértékben, és ez húzódott a legtovább.

Tény ugyanakkor, hogy két korábbi nagy válság – bár a makrogazdasági mutatók százalékos változásával kifejezve jóval enyhébb volt – sokkal nagyobb szenvedést okozott a finn lakosságnak. Az 1990-ben kezdődött krízis ugyanis a világ egyik leggazdagabb társadalmát sújtotta. 1990-ben az egy főre jutó finn GDP (aktuális valutaárfolyamon számolva) a világon a negyedik legmagasabb volt, de még vásárlóerő-paritáson számolva is a tizennegyedik legmagasabb. A svéd jóléti rendszer legtöbb elemét átvett Finnországban az életszínvonal és az életminőség egyaránt a világon a legmagasabbak közé tartozott. Mivel a válság váratlanul érte a megelőző évtizedek gyors fellendüléséhez szokott, a további növekedés reményére alapozva erősen eladósodott finn társadalmat, sokaknak támadtak súlyos anyagi gondjaik. A nyolcvanas években szegénységet gyakorlatilag nem ismerő társadalomban a válság idején százával álltak sorban az emberek az Üdvhadsereg ingyen osztott kenyereért, leveséért. A lakossági fogyasztás összesen 10 százalékkal esett vissza. Az éhhalál veszélye mégsem fenyegetett komolyan senkit sem.

6. 1. A finn gazdaság korábbi válságperiódusai

Az 1860-as évek válsága során ezzel szemben tízezrek haltak éhen (illetve az éhség miatt támadt különféle betegségekben) az akkor alig 1,7 millió lakosú Finnországban, pedig a GDP – utólagos becslések szerint, hiszen ezt a mutatót akkor még nem számolták ki – „csupán” 8 százalékkal esett vissza. A fogyasztás százalékban kifejezve ekkor jóval kisebb mértékben csökkent, de Finnország ekkor még az 1990-esnél összehasonlíthatatlanul szegényebb Európa egyik legszegényebb országa volt.

Az 1930-as évek világgazdasági válsága alól az akkoriban Európa közepesen fejlett országai közé tartozó Finnország sem tudta kivonni magát. Az 1929-31-es válságot az északi gazdaság eddigi második legsúlyosabb békeidőbeli krízisének tarthatjuk. A munkanélküliség igen magasra ugrott, a bérek nominális értékben kifejezve is zuhantak, a lakossági fogyasztás csökkent, a kamatszint magasra szökött, tömegessé váltak a csődök és vállalatbezárások, a márkát le kellett értékelni és mindezek „megkoronázásaként” még egy átfogó hitel- és bankválság is kialakult. A válság a márka aranyparitásának megszüntetésével oldódott meg 1931 őszen, ezt követően a finn valuta egy év leforgása alatt összesen 50 százalékkal értékelődött le a dollárhoz képest, aminek köszönhetően 1932-38 között igen gyors exportvezérelt fellendülést élt át a finn gazdaság. Összességében ez a válság kevésbé volt mély, mint Európa nagy részén. A nemzeti jövedelem ugyan három éven keresztül (1930-32) csökkent, de a visszaesés összesen is csak 5 százalék körülre tehető, ami jóval elmarad a Németországban vagy az USA-ban tapasztalt zuhanás mögött.

Természetesen a háborúk is komoly gazdasági válságot okoztak Finnországban. Az 1913-as év GDP-jét csak 1922-re sikerült elérni az első világháborúban nemcsak Oroszország részeként az antant oldalán, hanem számos önkéntes révén a német hadseregben is képviselt Finnországban, amelyet az 1918. januári helsinki bolsevik puccs után áprilisig tartó véres polgárháború is sújtott. Az 1939. novemberi szovjet támadás, az 1940. márciusáig tartó téli háború, az 1941. nyarától 1944. szeptemberéig elhúzódó, a finn történetírásban folytatólagos háborúnak nevezett harcok, majd ezt követően a német csapatok szovjet „segítség” nélküli kiverése miatt pedig az 1938-as GDP-szintre csak 1947-ben állt vissza a finn gazdaság. Ezeket a gazdasági válságokat azonban kihagyom a jelenlegi vizsgálódásból, mivel nyilvánvalóan más okok miatt jöttek létre, mint a békebeli krízisek, és így csak megnehezítenék a három nagy békebeli válság meglepően sok közös elemének megtalálását, illetve a tanulságok levonását.

A három békebeli válság között ugyanis feltűnően sok hasonlóság mutatható ki. Mindháromszor megfigyelhető volt a válság előtt a gazdaság túlhevülése a hitelállomány káprázatos felfutásával, a részvényárfolyamok rendkívül magasra emelkedésével és az

exportnövekedés lelassulásával, majd az export csökkenésével. Mindháromszor megfigyelhető volt a túlértékelt valutaárfolyamhoz való ragaszkodás is, aminek defláció és a termelés visszaesésének súlyosbodása lett az eredménye. Ezek az elemek az elemek mind felbukkannak az 1990-93-as válság során is. Ahhoz azonban, hogy alaposabban megvizsgálhassam a legutóbbi krízist, először célszerű nagy vonalakban felvázolni a finn gazdaság világháború utáni fejlődését és legjellemzőbb sajátosságait.

6. 2. A finn gazdaság sikertörténete a huszadik században

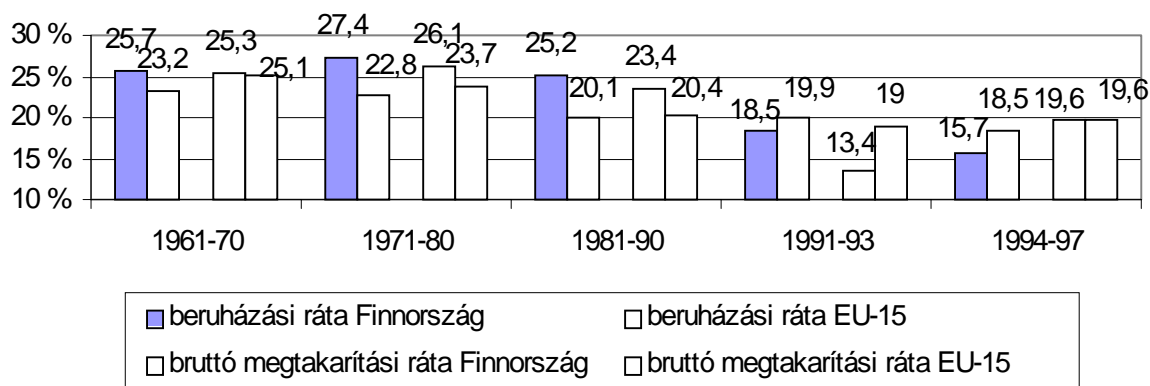
Az 1900-as évek elején az egy főre jutó finn GDP nagyjából a fejlett országok akkori szintjének felét tette ki. Az 1980-as évek végére az arány megfordult: 1989-ben az egy főre jutó GDP hivatalos valutaárfolyamon a mai 15 EU-tagállam átlagának 142 százalékát tette ki (ez a tizenötök között a legmagasabb volt, jelentős részben a márka túlértékelttsége miatt, s éppen csak elmaradt az OECD-térséget szintén valutája túlértékelttsége mellett vezető Japántól), de még vásárlóerő-paritáson számolva is elérte az uniós átlag 105 százalékát. Ez a látványos változás annak eredménye, hogy a század folyamán a finn GDP jóval gyorsabb ütemben bővült, mint a fejlett országok átlaga. A hazai össztermék évi átlag 3 százalékkal növekedett Finnországban, s ilyen magas ütemmel ilyen hosszú időn át alig néhány ország büszkélkedhet a világon. Ennek köszönhetően az egy főre jutó hazai össztermék a század folyamán változatlan áron számítva több mint tízszeresére emelkedett.

Rendkívül erősen leegyszerűsítve, a gyors növekedésnek öt fő okára lehet felhívni a figyelmet. Egyrészt a finn munkaerő igen jó minőségű: iskolázottsága, szorgalma, munkabírása évszázadok óta az európai átlag fölé emelte. Másrészt a modern ipari termelés beindulásától kezdve (ami Finnországban nagyjából az 1860-as évekre tehető) az ország igen ügyesen használta ki földrajzi fekvését: nyersanyagszállítóként lépett fel a nyugat-európai piacon (elsősorban Nagy-Britanniában és Németországban), ipari termékek előállítójaként pedig Oroszországban. Harmadrészt mindig a kornak és fejlettségi szintjének megfelelő, igen sikeresnek bizonyult gazdaságpolitikát folytatott: belgazdaságát igen hamar, már a múlt század közepén nagymértékben liberalizálta,

miközben a finn nagyfejedelemségre is érvényes magas orosz vámok kellőképpen védték a kiskorú iparágakat a külföldi konkurenciától. Amint azonban az ipar megerősödött, az ország fokozatosan végrehajtotta a külkereskedelmi liberalizációt. A második világháború után gyorsan megteremtette a keynes-i keresletélénkítő, kamatszint-szabályozó, növekedésorientált gazdaságpolitika alapjait, amely a jóléti juttatások széles körével együtt egészen a nyolcvanas évek közepéig sikeresnek bizonyult. (A dolgozat témájául választott válság éppen a nagy gazdaságpolitikai paradigmaváltás, a keynes-i rendszernek a monetarista ihletésű nézetekkel való felváltása idejére esett. Ez a paradigmaváltás az angolszász országokban már a hetvenes évek második felében, illetve a nyolcvanas évek elején bekövetkezett, Finnországban azonban csak a nyolcvanas évek végétől indult meg.)

Negyedrészét Finnországban a beruházási és a megtakarítási ráta nemzetközi összehasonlításban szintén jellemzően az átlagnál magasabb volt, ami lehetővé tette a gyors tőkeképződést – az élénk verseny és a magántulajdon ereje pedig a tőke hatékony allokációját, a beruházások hatékonyságát (egészen a jóléti állam végletes „túlburjánzását” hozó nyolcvanas évekig: a beruházások egyre improduktívabb jellegűvé válása ekkor egyik fő oka lett a válságnak). A beruházásokat nemcsak anyagi értelemben kell ebben az esetben érteni, hiszen a felgyülemlett humántőkét illetően Finnország mindig is a világ élvonalába tartozott (ezt mutatja az egyetemi vagy főiskolai végzettséggel rendelkezők igen magas aránya napjainkban, de túlzás nélkül már évszázadok óta az analfabéták alacsony aránya is – a finn parasztok nagy része tudott írni-olvasni már a 18. században is).

Beruházási ráta és bruttó megtakarítási ráta a GDP százalékában



1. ábra: Beruházási és megtakarítási ráták

Forrás: European Economy (1998) No. 65, European Commission, p.255, p.309

Ötödrészt pedig Finnország szerencsés is volt: bár gazdasága a század nagyobb felében egy nyersanyagon (a fán) alapult, ez nem vált esetében az elmaradottság konzerválódásának legfőbb okává (mint sok más nyerstermék-exportáló ország esetében): a fa ára ugyanis a feldolgozóipari termékek árához képest az évtizedek folyamán nemhogy csökkent volna -- mint a legtöbb ásványi nyersanyag, vagy a mezőgazdasági alaptermények esetében --, hanem folyamatosan emelkedett. (Ez az olajon kívül semmilyen más nyersanyaggal nem fordult elő.) Így a finn fakitermelés és fafeldolgozás (amely egyre magasabb szintűvé vált) profitabilitása nemhogy romlott volna, hanem javult.

6. 3. A keynes-i ihletésű finn gazdaságpolitika

A nyolcvanas években az addig sikeresen működő keynes-i gazdaságpolitika egyre több részterületen kezdett ellehetetlenülni Finnországban, ami végül teljes paradigmaváltáshoz vezetett a válság idejére. Ahhoz, hogy ennek okait bemutathassam, először röviden fel kell vázolni a keynes-i ihletésű finn gazdaságpolitika főbb sajátosságait, illetve kialakulásának okait.

Az 1929-33-as válság során Finnországban is megértette a gazdaságpolitika alakítóinak többsége, hogy a szabad piacgazdaság nem képes a teljes és tökéletes makrogazdasági egyensúly kialakítására. A válság idején drámaian lecsökkent kereslet nemcsak John Maynard Keynes-t döbbsentette rá arra, hogy az államnak szerepet kell vállalnia a kereslet élénkítésében, hanem ezzel nagyjából egyidőben a közgazdaságtan úgynevezett stockholmi iskolájának több neves tudósát is. Dag Hammarskjöld, Erik Lindahl, Gunnar Myrdal és Bertil Ohlin mind abból a meggyőződésből indultak ki, hogy a piacgazdaság nem képes önmaga szabályozására, a teljes foglalkoztatottság és az egyenletes növekedés biztosítására. Ehelyett az államnak kell nagyobb szerepet vállalnia a gazdaság szabályozásában, a kereslet élénkítésével, anticiklikus gazdaságpolitikával, a kamatszint mesterséges leszorításával, állami beruházásokkal. Az ennek eredményeként kibontakozó svéd gazdaságpolitika alapvetően befolyásolta a szomszéd „nagy nemzetre” hagyományosan felnéző finn döntéshozókat.

A keynesi ihletésű finn gazdaságpolitika legfőbb jellemvonásai a következők lettek:

- (1) számos területen a verseny korlátozása,
- (2) ezen belül sok alapvető termék árának szabályozása,
- (3) a hitelkínálat és -kereslet befolyásolása, illetve ezen keresztül a reálkamatok mesterségesen alacsony szinten tartása,
- (4) a rögzített valutaárfolyam – amelyhez azonban a külpiacinál és a versenytársakénál gyorsabb infláció által okozott versenyképesség-romlás következtében időnként leértékelések kapcsolódtak,
- (5) a béralkuk központosított, korporatív rendszere,
- (6) számos gazdaságpolitikai döntés korporatív alapon történő meghozatala,
- (7) a nyugati országok átlagához képest hosszú távon is alacsony munkanélküliség,
- (8) a nyugati országok átlagához képest hosszú távon is magas infláció.

Ezekhez a jellemzőkhöz sorolható még a nemzetközi pénz- és tőkeáramlások kiterjedt ellenőrzése is. Hasonló jegyek elsősorban a többi észak-európai országban követett gazdaságpolitikában, sőt Japán és Dél-Korea gazdaságirányításában is fellelhetően voltak. Meghatározó volt még ebben az időszakban a finn gazdaságpolitika szempontjából

(9) a Szovjetunióval folytatott klíringkereskedelem is, ami viszont unikális volt a piacgazdaságú országok körében.

A következőben ezeket a jellemvonásokat vizsgálom meg egy kicsit részletesebben.

6. 3. 1. A verseny korlátozása

A piac és a verseny hatékonyságot teremtő erejében Finnországban a kormányok (talán egy kivétellel, az ország történetének egyetlen kommunista miniszterelnöke által 1948-ban néhány hónapig vezetett kabinetet leszámítva) mindvégig hittek a második világháború után is. Az uralkodó nézet ugyanakkor évtizedeken keresztül az volt, hogy a verseny törvényeinek teljeskörű érvényesülése egyes szektorokban károsnak ítélt eredményekre vezet. Ilyen volt például a mezőgazdaság, amelynek esetében a vidék népességének megőrzését illetve (főleg a háborút közvetlenül követő két évtizedben) az önellátás megteremtését fontosabb célkitűzésnek tartotta a társadalom (és a gazdaságpolitikát formálók) zöme, mint a gazdasági racionalitás egyoldalú érvényesülését. Számos hasonló, a gazdasági racionalitásnál fontosabbnak tartott célt tűztek ki több más ágazattal szemben is, amiből magától értetődően következett a versenykorlátozás kiterjedt rendszere. A külkereskedelem szabályozásán túl a „magasrendű” célok érdekében végrehajtott versenykorlátozás különböző esetei közé sorolhatóak a különféle gazdasági szektoroknak nyújtott állami támogatások (mezőgazdaság, hajógyártás, vas- és acélipar, később és kisebb mértékben a textilipar is), a külföldiek föld-, ingatlan- és értékpapír-vásárlásának szigorú korlátozása, a nyersfa felvásárlási árának korporatív meghatározása, a kiskereskedelmi üzletláncok közti verseny szemmel látható megszűntének és a piacfelosztásnak az eltérése, a banki hitel- és betéti kamatok szabályozása, stb. Voltaképpen a versenykorlátozás egyik leglátványosabb elemének tekinthető a következő alponban tárgyalandó árszabályozás is.

6. 3. 2. Az árszabályozás

Az árszabályozás kezdetei a második világháborús hadigazdaságra nyúlnak vissza, majd a háborút követő áruhiányra és jóvátételi kötelezettségre. A fogyasztási cikkek árplafonja egészen 1954-ig érvényes volt. Ebben az évben szűnt meg végleg a jegyrendszer is (utoljára a rizs és a kávé adagolását szüntették meg). Rá egy évre, 1955-ben azonban ismét ármaximumot vezettek be jó néhány termékre, ezúttal már nem szociálpolitikai megfontolásokból, hanem az infláció leszorításának céljával. Ezt követően egészen 1967-ig a fogyasztói kosárban szereplő termékek 15-20 százalékára volt érvényben árplafon. 1967-ben azonban kiterjesztették a korporatív döntéshozatali rendszer hatálya alá tartozó területeket a bérekről és a munkafeltételekről az árakra és az adókra is. Ennek eredményeként az árszabályozás jelentősége ismét növekedett, 1972-ben már a fogyasztói kosárban szereplő termékeknek több mint 50 százaléka (!) limitált árú volt. Innentől kezdve ismét fokozatosan csökkentették az árplafon alá tartozó termékek körét, de még a nyolcvanas évek elején is 5 százalék körüli volt arányuk a fogyasztói kosárban. A rendszernek csak 1988-ban vetettek véget (utoljára a tejtermékek és az üzemanyagok hatósági árszabályozását szüntették meg).

Az árakról való döntéshozatali folyamat 1967 után a szakszervezetek, a munkaadók és az állam képviselői közti korporatív küzdelmek része lett. Ez természetesen megakadályozta, hogy valódi piaci viszonyok érvényesüljenek számos alapvető cikk termelésében. Az ármeghatározásban a napi politikai csatározásokon kívül az életszínvonal különböző mutatóihoz való hasonlítás is fontos tényezővé vált. A rendszer fenntartásának további feltétele volt a külföldi verseny kizárása (vagy legalábbis csak szabályozott és korlátozott beengedése) az érintett áruk esetében. Utóbbi természetesen nem lehetett sokáig fenntartani az iparcikkek körében akkor, amikor az exportorientált finn cégek egyre nagyobb nyomást fejtettek ki a kormányra különféle szabadkereskedelmi megállapodások megkötése irányában. (Finnország 1961-től az EFTA társult országa lett, 1973-ban pedig szabadkereskedelmi megállapodást kötött az ipari termékekre vonatkozóan az EGK-val.) A mezőgazdaságban azonban -- és részben az

élelmiszeriparban, valamint számos szolgáltatás esetében is -- még sokáig fennmaradt az árszabályozás, sőt egyes területeken mind a mai napig érvényben van.

Az árszabályozás következménye számos területen a piacinál jóval alacsonyabb, másutt jóval magasabb árak kialakulása lett. Az előbbire példa a városi tömegközlekedés, az utóbbira a legtöbb alapvető élelmiszer. Összességében azonban az árszabályozás inkább az árszínvonal emelkedését eredményezte, s nem kis mértékben járult hozzá ahhoz, hogy az 1980-as évek második felére Finnország a világ egyik legdrágább országa lett (ehhez persze a márka túlértékelttsége is hozzájárult). Emellett az árszabályozás természetesen nemzetgazdasági szinten akadályozta a források hatékony allokációját, hiszen a szabályozott árak mellett a tőke nem a piaci megtérülési rátáknak megfelelően áramlott az egyes ágazatok között.

6. 3. 3. A kamatszint alacsonyan tartása

A beruházások szintjének mesterségesen alacsony kamatokkal való emelése általános gyakorlat volt az ötvenes-hatvanas évek Nyugat-Európájában. Finnországban azonban ez a gyakorlat a nyolcvanas évek közepéig uralkodó maradt. A szabad pénzpiacok mellett létrejövönél alacsonyabb hitelkamatok kialakulását állami szabályozással érték el. A reálkamatokat az is csökkentette, hogy az infláció gyorsulása idején sokszor nem engedték meg a bankoknak a nominális hitelkamatok emelését. Az igazsághoz hozzátartozik, hogy a kamatok szabályozása a harmincas években a bankok egymás közti megállapodásaival kezdődött, de a világháború után az állam kötelezővé tette és kiterjesztette azt. Az alacsony hitelkamatok természetesen alacsony betéti kamatokat eredményeztek, ami csökkentette a megtakarítási hajlandóságot. Ezt a kormányzat a megtakarítások adózási kedvezményekkel való elősegítése révén igyekezett ellensúlyozni. A kedvezmények miatt kieső adóbevételeket a fogyasztás és a jövedelmek igen magas adóztatási szintje bőségesen pótolta.

Az alacsony reálkamatok magas beruházási szintet eredményeztek, a közgazdászok először emiatt kezdtek Finnországról, mint Észak Japánjáról beszélni. Ez volt a

kamatszintbe való beavatkozás voltaképpeni célja. A kormányzat úgy hirdette, hogy azért van szükség magas megtakarítási szintre, hogy az így megvalósuló beruházások révén Finnország később gazdag országgá váljon⁴⁵.

Nyilvánvalóan számos olyan beruházás is megvalósult, amelyekre a kamatszintbe való állami beavatkozás nélkül nem került volna sor. A finn közgazdászok között egyelőre nincs egyetértés arról, hogy mindez számottevő mértékben vezetett-e a tőke nem hatékony felhasználásához⁴⁶. Az viszont egyértelmű, hogy az alacsony reálkamatok politikája nagyban elősegítette a vállalatok és a bankok közti, német (illetve japán) típusú kapcsolatrendszer kialakulását. Eszerint a vállalatok fő forrásszerzési eszközévé a cégekkel igen szoros viszonyt tartó bankoktól kapott kölcsönök váltak, cserébe pedig a bankok komoly befolyásra, számos esetben meghatározó tulajdonhányadra tettek szert a vállalatok felett. A hatást tovább fokozta, hogy a cégek egyéb forrásszerzési lehetőségeit (például a kötvénykibocsátást) az adórendszer nem támogatta.

A mesterségesen alacsony reálkamatok a háztartásokat és a vállalatokat egyaránt arra ösztönözték, hogy olyan sok hitelt vegyenek fel, amennyit csak lehet. Ez a jelenség különösen a nyolcvanas évek második felében vált szembeötlővé, amikor a régóta tartó gyors és egyenletes növekedés sokakban azt az érzést keltette, hogy a gyarapodás időszaka még hosszú ideig tart – bátran vettek fel tehát hiteleket a gazdaság legkülönbözőbb szereplői. A háztartási és a vállalati szféra egyaránt magas fokú eladósodottsága ezután természetesen a válságot tovább mélyítő tényezővé vált.

⁴⁵ Urho Kekkonen későbbi köztársasági elnök (akkor még miniszterelnökként) így hirdette meg ezt a nézetet: „... semmiféle varázsút nincs a gazdasági növekedés felé, hanem azt most is, mint eddig is, elegendő, elégséges tőke összegyűjtésével lehet biztosítani. Ez a kapitalista és a kommunista társadalom által egyaránt használt kulcs a gazdasági növekedés megteremtéséhez.” Lásd Kekkonen (1952) p.60. A gyakran idézett könyvnek már a címe is árulkodó a szerző felfogásáról, hiszen magyarul így fordíthatnánk: „Van-e türelme országunknak meggazdagodni?”

⁴⁶ Pohjola (1996) szerint a finnországi tőkebőség mértéhez képest az ország gazdasági fejlettsége elmaradt például a szintén tőkebőséggel jellemezhető Svájcétól, amelynek oka szerinte a tőke nem hatékony allokációja. Ezzel ellentétes véleményen van Vartia és Ylä-Anttila (1992)

6. 3. 4. A leértékelési ciklusok

Finnország önálló pénznemének (a márkának) 1860-as létrehozása óta általában a világ fejlett országainak többségében éppen uralkodó árfolyam-politikai célkitűzéseknek igyekezett megfelelni. Már 1862-re elérte, hogy az Oroszországban meglévő kettős pénzrendszer hátrányos következményei ne érintsék (az erősen ingadozó árfolyamú papíralapú rubel használata fizetési eszközként ekkortól kezdve tilos Finnországban, csak az ezüstalapú rubelre engedélyezett, aminek révén a nagyhercegség pénzügyi stabilitást teremtett). 1865-ben német hitel segítségével sikerült ezüstalapra helyezni a márkát, majd 1877-ben aranyalapra. 1931 őszén az aranyalapot a válság miatt fel kellett adni, amit 1931-32 folyamán a márka mintegy 50 százalékos leértékelődése követett a dollárhoz viszonyítva. Ezt követően visszaállították az aranyalapot, de a második világháború forgatagában ismét – immár végképp – meg kellett tőle válni.

A háború után Finnország csatlakozott a Bretton Woods-i rendszerhez. Ennek keretében a márka árfolyama rögzített volt a dollárhoz képest, azt megváltoztatni csak az IMF egyetértésével lehetett. Erre az egyetértésre gyakran volt szükség, mivel a márka devalválásának kényszere rendszeresen visszatért. A leértékeléseket alapvetően az kényszerítette ki, hogy az infláció Finnországban általában gyorsabb volt, mint a főbb exportpiacain jelenlévő versenytársainak inflációja. Ez rontotta az exportlehetőségeket, ami végső soron a kereskedelmi mérleg, majd a fizetési mérleg romlását eredményezte, s mivel a deficitet egy idő után már nem lehetett hitelfelvétellel kiegyenlíteni, nem maradt más eszköz, mint a valuta leértékelése.

Ez a folyamat hétszer ismétlődött meg 1949-től 1977-ig. A gyors inflációt követő mérlegromlás, majd leértékelés olyannyira jellemzőjévé vált a finn gazdaság fejlődésének, hogy a közgazdászok *devalvációs ciklusokról* kezdtek beszélni. Ezek a devalvációs ciklusok figyelemre méltó mértékű (bár nem teljes) egybeesést mutattak a konjunktúraciklusokkal. A leértékelések után ugyanis számottevően javult az ipar versenyképessége, s ez a kivitel megugrásán keresztül az egész gazdaság növekedésének felpörgését okozta. A devalváció a beruházások olyannyira kívánt élénkítésének

eszközévé is vált, hiszen a leértékelés utáni exportnövekedés többletberuházásokat indukált. Igaz, ezek a kedvező hatások egyre gyengébbek lettek az ismétlődő leértékelések során, mivel a devalvációs várakozások egyre inkább minden piaci szereplő várakozásaiba beépültek. A devalvációs ciklusok hatása hosszú távon egyes közgazdászok szerint már csak a többi országnál gyorsabb inflációban mutatható ki.⁴⁷

2. táblázat: Valutaárfolyam-változások Finnországban 1949-2000 között

DÁTUM	ESEMÉNY	A MÁRKA ÉRTÉKÉNEK VÁLTOZÁSA (%)
1949. VI. 17.	Leértékelés	-17,7
1949. IX. 19.	Leértékelés	-44,4
1957. IX. 16.	Leértékelés	-39,1
1967. X. 12.	Leértékelés	-31,3
1971-1974	Leértékelődés	-7,1
1977. IV. 5.	Leértékelés	-5,7
1977. IX. 1.	Leértékelés	-3
1978. II. 17.	Leértékelés	-8
1979. VIII. 5.	Felértékelés	1,5
1979. IX. 21.	Felértékelés	2
1980. III. 25.	Felértékelés	2
1982. X. 6.	Leértékelés	-4
1982. X. 11.	Leértékelés	-6
1984. III. 27.	Felértékelés	1
1989. III. 17.	Felértékelés	4
1991. XI. 15.	Leértékelés	-1
1992. IX. 8.	A márka lebegtetése	
1996. X. 14.	Csatlakozás az ERM-hez	
1999. I. 1.	Csatlakozás az EMU-hoz, az euró bevezetése	
1999.I.—2000. IX.	Az euró mintegy 30 százalékos leértékelődése a dollárral szemben	

Forrás: Kiander & Vartia (1998), p.26, Világgazdaság

⁴⁷ Az ismétlődő devalvációk hatásáról folytatott közgazdászviták összefoglalását adja Parviainen (1988).

Sokak szerint a leértékelések mértéke nem egy esetben „túlzott” volt. Ez alatt azt értik, hogy a devalváció nagyobbra sikerült, mint amekkora a termelékenységnövekedési és bérköltség-növekedési ütemkülönbségek hatásától megtisztított inflációs ütemkülönbségből adódóan közgazdaságilag indokoltnak tűnt. Az ilyen, „agresszívnak” nevezett leértékelések természetesen „újratermelték” önmagukat, hiszen az import drágításán keresztül gyorsították a finnországi inflációt. Véleményem szerint azonban ennek az összefüggésnek a léte kétséges és további vizsgálatokat igényel, hiszen például az 1991-92 leértékel(őd)ések idején és után az infláció rekord alacsony maradt. Talán nem is az a helyes kérdésfeltevés, hogy az infláció vezetett-e a devalvációhoz vagy fordítva, hanem az, hogy mely jelenségek idézték elő az infláció és a devalváció együttesét. Erre pedig alighanem az a válasz, hogy a rögzített valutaárfolyam és a keresletélénkítés, azon belül pedig a beruházások mesterséges túlpörgetése együtt vezettek az árak gyors emelkedéséhez és a leértékelésekhez.

Ilyen körülmények között a devalváció egyetlen alternatívája valamiféle mesterségesen előidézett defláció lett volna, amely a dollárban kifejezett bérek csökkentésén keresztül állította volna helyre a finn cégek versenyképességét. Ezt azonban a közgazdászok szinte kivétel nélkül kedvezőtlenebb alternatívának tekintették a leértékelésnél, mivel úgy gondolták, hogy recesszióba taszította volna a gazdaságot.

A Bretton Woods-i rendszer 1971-es összeomlása után Finnország változtatni kényszerült árfolyampolitikáján. Továbbra is a márka stabilitása volt a deklarált cél – legalábbis két devalváció között –, de már nem a dollárhoz viszonyítva, hanem a legfőbb (nyugati) kereskedelmi partnerek valutáiból összeállított kosárhoz viszonyítva. (A Bretton Woods-i rendszer természetesen önmagában garantálta az utóbbit, hiszen a főbb nyugati kereskedelmi partnerek valutája éppúgy rögzítve volt a dollárral szemben, mint a márka.) Újabb alkalmazkodást követelt meg a finn árfolyampolitika irányítóitól az európai árfolyam-összehangolási kísérletek viszonylagos sikere. A márka hivatalosan közzé nem tett összetételű valutakosarát a gyakorlatban egyre inkább az EGK-országok valutakigyója, később az EMS-rendszer váltotta fel abban az értelemben, hogy Finnország a márka árfolyammozgása során az EGK-országok mozgását igyekezett

követni. A versenytársakénál gyorsabb infláció fennmaradása azonban hamarosan újabb devalvációs kényszert teremtett. 1977-ben kétszer, majd 1978-ban ismét leértékelték a márkát.

1979-ben ideiglenesen némileg megváltozott a helyzet a második olajárrobbanás hatására. Mivel Finnország – Nyugat-Európa nagy részével ellentétben -- fizetési nehézségek nélkül és gyakorlatilag korlátlanul juthatott olajhoz a Szovjetunióval folytatott klíringkereskedelemnek köszönhetően (hiszen az ellentételezés nem dollárban, hanem a finn feldolgozóipar termékeiben, illetve – deficit esetén – automatikus, rövid lejáratú, kétoldalú hitelek segítségével történt), a finn gazdaságot a második olajárrobbanás sokkal kevésbé rázta meg, mint Nyugat-Európa nagy részét. A nyugat-európai infláció felgyorsulása pedig lehetővé tette, hogy – az életszínvonal emelésének céljával -- az előző két évben végrehajtott márkaleértékelések egy részét „visszacsinálják”, azaz felértékeljék a valutát. 1979 augusztusában és szeptemberében, majd 1980 márciusában, azaz három lépésben összesen 5,5 százalékkal felértékeltek a márkát. A nyolcvanas évek elejére azonban „helyreállt a világ rendje”, 1982-ben ismét leértékelés következett, két alkalommal összesen 10 százalékkal. (Ezt a közvetlenül előtte végrehajtott, „agresszívnek” nevezett svéd leértékeléssel indokolták, arra hivatkozva, hogy a svéd exporttermékek köre jelentős mértékben egybeesik a finn kivitelben szereplő termékekkel.) Az 1982-es leértékelés annyiban valóban újszerű volt, hogy addigra a finn döntéshozók többsége már szilárdan kiállt a stabil márkárfolyam és az infláció leszorításának célkitűzése mellett⁴⁸. Ekkorra már Finnország valóban szakítani akart a devalvációs ciklusok rossz hagyományával, de a svéd lépést úgy értékelte, mint ami rákényszerítette „még egy utolsó” leértékelésre. Ezt követően azonban a nemzetközi tőkeáramlások páratlan növekedésének hatása elérte Finnországot is. Egyre nagyobb nyomás keletkezett a tőkeáramlások liberalizációja irányában, s az árfolyamspekulánsok tőkeereje hallatlan mértékben megnövekedett.

⁴⁸ Kalevi Sorsa kormányfő például néhány nappal a márka kényszerűnek nevezett leértékelése előtt egy kulcsfontosságúnak tekintett beszédében leszögezte: „Teljesen világossá akarom tenni, hogy országunknak nincsenek meg az eszközei sem a költségvetési expanzióra, sem a márka külpiazi értékének csökkentésére”. Idézi: Kiander és Vartia (1998), p.50

Finnország erre a helyzetre alapvetően kétféle eszközzel igyekezett reagálni: Egyrészt óvatosan és fokozatosan elkezdte liberalizálni a tőke mozgásokat, másrészt folytatta a stabil márka politikáját, vagyis az egymást követő kormányok egyik legfontosabb feladatuknak tekintették, hogy a bel- és külföldet egyaránt meggyőzzék: nem lesz több leértékelés, ezentúl kiszámíthatóan stabil lesz a márka árfolyama. (Ez utóbbit már csak azért is nehéz volt elhitetni, mert több-kevesebb komolysággal a világháborút követő összes devalváció után elmondták, hogy ezentúl inflációellenes gazdaságpolitikát követnek majd. Az éppen aktuálisan végrehajtott leértékelés a politikusi fogadkozásokban mindig az utolsó volt.)

A stabil márka politikája mellett az 1982-es leértékelés dacára is kitartó Finnországot 1986-ban érte az első nagy próba ebből adódóan. 1986 augusztusában a fizetési mérleg gyors romlását látva számos pénzügyi szereplő kezdett el attól félni, hogy ismét leértékelés következik. Az ebből eredő tömeges márkaeladások a finn valuta leértékelődésének veszélyével fenyegettek, amely ellen a jegybank nyíltpiaci műveletei immár nem bizonyultak elégségesnek. A jegybank ekkor rövid időre 40 százalékra emelte az egynapos bankközi márkahitelek kamatlábát, amivel villámgyorsan véget vetett a spekulációknak. Ez széles körben terjesztette el azt a hitet, hogy a Finn Nemzeti Bank képes a márka árfolyam-stabilitásának megvédésére az irányított lebegés körülményei közepette is. A spekulánsok 1991-es támadása idején sokan emlékeztettek az 1986. augusztusi „márkavédő sikersztorira”, csak éppen azt felejtették el, hogy az eltelt öt évben a spekulánsok száma és piaci ereje drámaian megnőtt, a jegybank eszköztára pedig beszűkült.

6. 3. 5. A bérszínvonal inflációgerjesztő meghatározása

A bérmeghatározás központosított, *korporatív* rendszere a téli háború idején kezdődött, amikor (1940 februárban) a hadigazdálkodás részeként a munkaadók szövetsége első ízben állapodott meg a SAK szakszervezeti szövetséggel a bérekről az ágazati munkaadói illetve munkavállalói tagszervezetekre nézve is kötelező módon. A folytatólagos háború idején a béreket (akárcsak az árakat) ugyan alapvetően a kormányzat határozta már meg,

de a szakszervezetek és a munkaadók képviselői mindig részt vettek a bérekről döntő közigazgatási szervek munkájában. A háromoldalú tárgyalások rendszere a háború után is fennmaradt, de az állam szerepe számottevően csökkent (néha a közvetítő munkájára korlátozódott), míg a másik két szereplőé megnőtt. A szociáldemokrata mozgalmon belüli viták az 1960-as évek első felében ugyan átmenetileg legyengítették a szakszervezeteket, aminek következtében a központosított bértárgyalások veszítettek jelentőségükből, de az évtized második felétől -- a szociáldemokraták egységének helyreállításával -- a rendszer újra megerősödött, sőt még jobban kifinomult és kiterjedt, úgyhogy az 1970-es és '80-as éveket a központosított bértárgyalások igazi virágkorának lehet tekinteni. Annál is inkább, mert ekkor a bérek és a munkafeltételek mellett például a jóléti juttatások kiterjesztésének ütemezéséről is itt kezdtek tárgyalni. (Ez egyébként sokak szemében már a parlamentáris demokrácia elleni támadással volt egyenlő, hiszen a költségvetés kialakításában ezek után a parlament kezét már megkötötték a meglehetősen költséges jóléti szolgáltatásokat legtöbbször a központi költségvetésből fedező korporatív megállapodások.)

A bérmegállapodások három lépcsőben, felülről lefelé haladva jöttek létre. Elsőként a munkavállalók egészét átfogó általános megállapodást kötötték meg a munkaadók és a szakszervezetek központi szervezetei (ezt kísérte a legnagyobb vita), s ennek alapján hozták létre a tagszervezetek az egyes ágazatokra érvényes béremelési megállapodásokat. Az ágazati megállapodásokat ezután az egyes vállalatok szintjén konkrét béremelési szerződések követték.

A bérmegállapodások általában 1-3 évre szóltak, s a foglalkoztatottak legszélesebb körére terjedtek ki, nemcsak a legkülönbébb iparágakban, hanem gyakran a mezőgazdaságban is. Igaz, volt jó néhány olyan év is, amikor nem sikerült központi megállapodást kötni, ilyenkor csak ágazati vagy vállalati szintű egyezségek születtek. A megállapodások a *szolidáris bérpolitika* jegyében jöttek létre. Ennek mintájára a Svédországban már régóta a gyakorlatba ültetett, megalkotóiról *Rehn—Meidner modellnek* nevezett szabály szolgált, amely szerint a legkülönbébb iparágak dolgozóit átlagosan ugyanakkora béremelés illette meg. Az iparágakon belül pedig általában a legrosszabbul fizetett dolgozók bére

emelkedett a legnagyobb mértékben, a legjobban fizetett alkalmazottaké pedig a legkevésbé. Ennek a bérszínvonal fokozatos nivellálódása lett az eredménye a közép szint körül, ami egyrészt a társadalmi különbségek csökkenéséhez vezetett ugyan, de hosszú távon elvette a népesség jelentős részének a kedvét a továbbtanulástól. Az is valószínűsíthető, hogy az újonnan alapított egyéni vállalkozások számának fokozatos csökkenésében, a gazdasági értelemben vett vállalkozókedv egész Észak-Európára jellemző csökkenésében a szolidáris bérpolitika fontos szerepet játszott.

A szolidáris bérpolitikáról évtizedeken át általában azt gondolta a finn közgazdász-társadalom, hogy segíti a hatékony vállalatokat (mert az azonos mértékű béremelések a nagyobb termelékenység-növekedést felmutató cégeket kedvezőbb helyzetbe hozzák az ugyanakkora béremelést kisebb termelékenység-emelkedés mellett biztosító cégekkel szemben), és tovább nehezíti a hatékonyan működni képtelen vállalatok helyzetét. Így a sikeres vállalatok gyorsabban növekedhetnek, a kevésbé sikeresek pedig hamarabb csődbe mehetnek – vélték. Ezen keresztül pedig a gondolatmenet szerint a munkaerő gyorsabb áramlását is el lehet érni a gyengébb vállalatoktól a jobbak felé. Tény, hogy Finnországban (és általában Észak-Európában) el nem hanyagolható mértékben jobb a helyzet a munkaerő-mobilitás terén – ágazati és földrajzi értelemben egyaránt –, mint Nyugat-Európa legtöbb országában.

A közgazdász-társadalom egy része azonban a nyolcvanas évektől kezdve egyre erősebben kritizálta a központosított bértárgyalások rendszerét, mondván, hogy a béverseny elfojtásának versenyképesség-rontó hatásait semmiféle pozitív hatás nem tudja ellensúlyozni. Felmerül az a kérdés is, hogy mennyiben járult hozzá a szolidáris bérpolitika a finn iparszerkezet nagyvállalatok általi dominanciájához.⁴⁹

⁴⁹ A finn iparszerkezet régi hagyománya a („helyi” értelemben vett) nagyvállalatok dominanciája, vagyis az, hogy a nagyvállalatok súlya viszonylag nagy az összes hozzáadott értéken belül, míg a kisebb cégeké viszonylag kicsi – hasonlóan a szomszédos Svédország iparszerkezetéhez és ellentétben Dániával. Csakhogy még ezek az úgynevezett nagyvállalatok is meglehetősen kicsik nemzetközi összehasonlításban, az egyetlen Nokiát leszámítva. Lásd a Financial Times listáját a világ 500 legnagyobb vállalatáról az 1998. január 22-i számban, amelyen mindössze egy finn cég szerepel (a Nokia), miközben a Finnországnál alig nagyobb lélekszámú Svájcnak tíz, Svédországnak hét vállalata került fel rá.

A konszenzusteremtésről híres északi korporatív modellekkel kapcsolatban talán kevésbé ismert, hogy a bér- (és ár-) megállapodások sokszor csak rendkívül heves viták után születtek meg. Finnországban a viták különösen élesek voltak, sőt nemegyszer el is maradt a megállapodás. Ekkor általában ágazati vagy vállalati szinten dőlt el a béremelés mértéke, a megegyezés kudarca azonban nem egyszer kormánybukáshoz vezetett, sőt, 1956-ben még általános sztrájkhoz is. A központosított bértárgyalások finn rendszere tehát szüntelen harcként értelmezendő, ahol a konszenzus létrejötte soha nem volt előre garantálható. A munkaadók a profitrátájuk, illetve nemzetközi versenyképességük megőrzéséért küzdöttek, a munkavállalók az életszínvonal emelkedéséért, a kormányzat pedig az infláció kordában tartásáért. Utólag visszatekintve úgy tűnik, hogy legnagyobb sikerrel összességében és általában a munkavállalók jártak.

A munkaadók és az állam érdekeinek háttérbe szorulásáért azonban a tervezettnél nagyobb inflációval és az időről-időre ismétlődő márkaleértékelésekkel kellett fizetni. *A bértárgyalások rendszerébe szinte be volt építve az infláció.* A központi szinten kialakult béremelési megállapodásoktól tagszervezeti, majd vállalati szinten a kialakult íratlan szabályok értelmében csak a munkavállalók javára lehetett eltérni, s ez tovább növelte az inflációt. Az is az áremelkedések gyorsulásának irányába hatott, ha nem sikerült átfogó megállapodást kötni, s vállalati szinten még gyorsabb béremelést csikartak ki a szakszervezetek. A vállalati szinten ugyanis a szakszervezetek gyakran erősebbnek bizonyultak egy munkaadóval szemben, mint nemzetgazdasági (vagy ágazati) szinten több munkaadó szövetségével szemben. (Többek között ennek felismerése vezette egyébként a kormányzatot arra, hogy minél szélesebb hatókörű megállapodások megkötésére igyekezzen rávenni a feleket, ami persze – nem kívánt, de eltűrt káros mellékhatásként -- a verseny további korlátozását jelentette.) A gyors növekedés periódusaiban pedig nem egyszer munkaerőhiány alakult ki, ami szintén a munkavállalók alkuerejét növelte a bértárgyalásokon, s így közvetve szintén inflatórikus tényezőnek tekinthető. Az igazsághoz hozzátartozik, hogy egyes időszakokban a szakszervezetek visszafogottságának köszönhetően sikerült megfékezni az inflációt – például 1968-70 között, vagy az 1990-93-as válság idején --, de az esetek túlnyomó többségében a szakszervezetekre inkább az inflációgerjesztő követelések voltak jellemzőek.

A munkavállalók sikerének legfőbb magyarázatát a *rendkívül erős, jól szervezett és befolyásos szakszervezeti mozgalom* jelentette. A szakszervezetek megerősítését kezdetben a polgári kormányok is támogatták, mert a munkaügyi konfliktusok rendezésének hatékony és „sztrájkmentes” eszközét látták bennük. (Később a szakszervezetek nem kis mértékben összefonódtak a szociáldemokrata párttal.) A szakszervezeti tagságnak számos, törvény által szabályozott előnye volt: például a szakszervezetek kezelték a munkanélkülieket támogató segélypénztárakat (noha azokba az állam és a munkaadók fizették a legnagyobb hozzájárulásokat). A szakszervezeti tagsági díj levonható volt az adóalapból, s azt a munkáltató automatikusan le is vonta a bérfizetésnél, így a dolgozónak nem ahhoz volt szüksége külön cselekedetre, hogy tag legyen, hanem ahhoz, hogy kilépjen.

Részben ennek tulajdoníthatóan a finn dolgozók szervezettségi foka (vagyis a szakszervezeti tagok és az összes alkalmazott aránya) állandóan emelkedett, a kilencvenes évek elejére a szinte hihetetlennek hangzó 95 százalékot is meghaladta. A jól szervezett munkavállalói érdekképviselők olyan jogokat tudtak kiharcolni maguknak, amelyek sok más országban elképzelhetetlenek lettek volna. Képviselőik ott ültek például a jegybank kamatpolitikai bizottságában is, alapvetően befolyásolva az irányadó kamatláb alakítását.

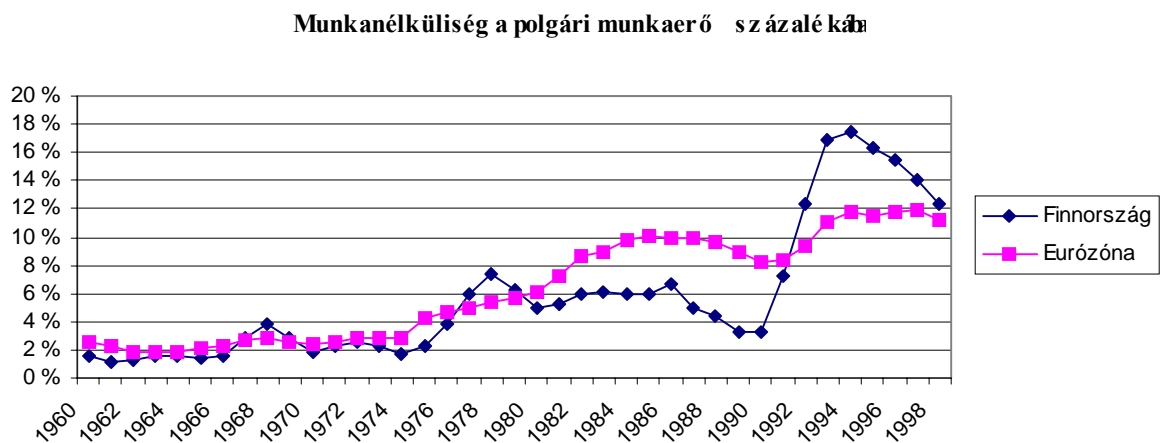
6. 3. 6. A korporatív gazdaságpolitikai döntéshozatal

A Finn Nemzeti Bank (FNB) mozgásterét már az ötvenes évek óta behatárolta, hogy *a szakszervezetek az irányadó kamatláb nagyságát elsősorban szociálpolitikai ügynek tekintették* (arra való hivatkozással, hogy igen sok munkavállalónak van az alapkamathoz kötött kamatozású hiteltartozása). Miután képviselőik ott ültek a jegybank kamatpolitikai bizottságában, eme véleményüknek hangot is tudtak adni az irányadó kamatláb meghatározásakor. Egyes közgazdászok szerint ennek tulajdonítható, hogy az FNB alapkamata évtizedeken át nem tudta betölteni azt a szerepet a finn gazdaságpolitikában, amit a legtöbb fejlett országban az irányadó kamatláb betölt az infláció elleni

küzdelemben (illetve időnként a konjunktúraciklusok túl nagy amplitúdóinak tompításában). Tény, hogy mind az infláció mértéke, mind a konjunktúra ingadozása általában nagyobb volt Finnországban, mint a fejlett országok átlagában, s eközben az alapkamat nagysága még köszönő viszonyban sem volt az infláció aktuális mértékével (sőt, alig változott az évtizedek során). A helyzet csak a kilencvenes évekre változott meg, amikor a szakszervezetek az európai integrációra való felkészülés jegyében kikerültek az FNB kamatpolitikai bizottságából. A korporatív jellegű gazdaságpolitikai döntéshozatal a költségvetés összeállítására is kiterjedt, olyannyira, hogy egyes politikusok már a parlamentáris demokráciát fenyegető veszélyről is szónokoltak amiatt, hogy a parlament (Eduskunta) szerepe csupán a formális szavazógép maradt, ha az éves költségvetésről sikerült megállapodni a munkaadók és (főleg) a munkavállalók érdekképviselőivel.

6. 3. 7. A Phillips-görbe finn példája

Finnországban a második világháborút követően, egészen 1991-ig, általában alacsonyabb volt a munkanélküliség, mint a nyugat-európai átlag. (Azóta viszont mindig magasabb.)

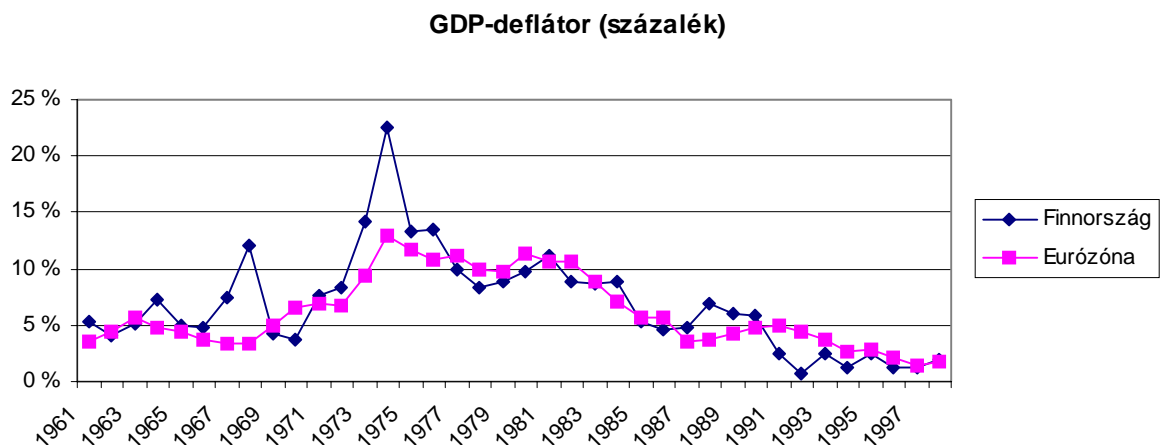


2. ábra: Munkanélküliség

Forrás: European Economy (1998) No.65, European Commission, pp.222-223

Az 1990-ig viszonylag alacsony munkanélküliség legmélyebben húzódó oka alighanem a társadalmi attitűd. Az észak-európai országok a nyugat-európai társadalmaknál hagyományosan egalitáriánusabb és szolidárisabb gondolkodásúak, a közösségi célok elérése érdekében nagyobb áldozatvállalásra hajlandóak⁵⁰. Kimutatható, hogy valamennyi észak-európai államra igaz, hogy hosszú távon alacsonyabb munkanélküliségi mutatókkal rendelkezik, mint a nyugat-európai átlag. Ez a társadalmi attitűd arra kényszeríti a kormányokat, hogy a foglalkoztatáspolitikát aktív és passzív eszközeire is jóval többet költsenek, mint Nyugat-Európában átlagosan. Finnország ebből a szempontból is az észak-európai (más, pontatlanabb néven skandináv) modellt követte⁵¹.

Finnország esetében úgy tűnik, nem érvényesül a hosszú távú Phillips-görbe függőleges egyenes voltát feltételező elmélet. Miközben ugyanis a finnországi munkanélküliség évtizedeken át általában alacsonyabb volt a nyugat-európai átlagnál, az infláció szinte mindig gyorsabb volt, mint a kontinens nyugati felén.



3. ábra: Infláció

Forrás: European Economy (1998) No.65, European Commission, pp.264-265

⁵⁰ Sokak szerint ez nyilvánul meg például a világon legnagyobbak közé tartozó adóterhelés elfogadásában is, utóbbira lásd OECD (2000), p.11-12

⁵¹ Lásd például Gallai (1999)

A tartósan viszonylag magas infláció okai között első helyen kell említeni a szakszervezetek nagy befolyását a gazdaságpolitika alakítására. Mint fentebb láttuk, a korporatív bértárgyalások rendszere törvényszerűen vezetett a termelékenységnövekedés ütemét meghaladó mértékű béremelésekhez, amelyek beindították, illetve fenntartották az ár-bér spirált. Ez a jelenség később beépült a gazdasági szereplők várakozásaiba is, ami tartósította a viszonylag magas inflációt. Fordulatra e tekintetben is a válság alatt került sor, s 1990-től a finnországi infláció egészen 1998-ig a nyugat-európai átlag alatt maradt.

6. 4. A külső kényszerek

Finnország gazdasági fejlődését az 1990-93-as valutaválságot megelőző időszak során alapvetően három külső kényszer, meghatározó és kikerülhetetlen extern tényező befolyásolta számottevően: a Szovjetunióval kötött Barátsági, Együttműködési és Kölcsönös Segítségnyújtási (BEKS) Szerződésen alapuló, finn szóhasználatú „semlegességnek” nevezett (valójában inkább a Szovjetunióval való korlátozott védelmi szövetséget jelentő) önkéntes külpolitikai függetlenségkorlátozás, a Szovjetunióval folytatott klíringkereskedelem és a nyugat-európai integrációs folyamatokban való részvétel megkétszerezése illetve féloldalassága. Voltaképpen az elsőből vezethető le a másik kettő is.

6. 4. 1. A külpolitikai „semlegesség” és következményei

A finnek által „semlegességnek” nevezett külpolitikai magatartásformát, illetve az oda vezető okokat Nyugat-Európában finnlandizációnak nevezték el. Ez az 1948-ban megkötött BEKS-szerződésen nyugodott, amelynek értelmében a szovjet fél felhasználhatja Finnország területét határainak megvédésére, amennyiben a felek valamelyike ellenében Németország vagy annak szövetségese támadást intéz Finnország területén keresztül. Ha ilyen veszély fennáll, a felek – bármelyikük kérésére „konzultációkat kezdenek”. A szerződésben ezenfelül a felek azt is vállalták, hogy „nem

kötnek olyan szövetségeket és nem vesnek részt olyan társulásokban, amelyek a másik fél ellen irányulnak”.⁵²

Finnország szuverenitása tehát külpolitikai értelemben a BEKS-szerződés és a finnlandizáció következtében korlátozott volt – a szuverenitás maradékának megőrzése céljából. A cselekvési szabadság önként vállalt korlátozásával a finnek elkerülték a közép- és kelet-európai államok sorsát, így számukra a szovjetekkel kötött korlátozott védelmi szövetség történelmi távlatból kifizetődőnek bizonyult. Más kérdés, hogy a nyugat-európai államok a hidegháború idején joggal tekintettek gyanakvóan a szovjetekkel „kokettáló” finnekre (ez Urho Kekkonen elnök, 25 éven keresztül államfői székéből is fenntartott KGB-s kapcsolatainak közelmúltbeli nyilvánosságra kerülése fényében még inkább indokoltnak tűnik). Történelmi távlatból azonban mindez a szovjet társadalmi és gazdasági rend kényszerű átvételének sikeres elkerüléséhez képest másodrangúnak tűnik – még akkor is, ha sok elemző szerint a finnek szovjetekhez való lojalitása időnként túlment a józa ész alapján elvárható mértéken –, miként az is, hogy a szuverenitáskorlátozás sok tekintetben a belpolitikára is kiterjedt: például kormányalakításnál csak azok a pártok jöhettek szóba a választási eredménytől részben függetlenül, amelyek nem kérdőjelezték meg az ország külpolitikai magatartásformáját, a híres Paasikivi—Kekkonen irányvonalat.

A BEKS-szerződésből a finnlandizáción kívül gazdasági kényszerek is következtek. Ezek közé tartozik a Szovjetunióval folytatott klíringkereskedelem (amely utólag visszatekintve összességében inkább hasznosnak, mint károsnak bizonyult Finnország számára), illetve a részleges kimaradás a nyugat-európai integrációs folyamatokból.

6. 4. 2. Klíringkereskedelem a Szovjetunióval

A Szovjetunióval folytatott kétoldalú klíringkereskedelem a világháborút követő jóvátételi kötelezettségben gyökerezik⁵³, de a hidegháború időszakában mindvégig a finn

⁵² A BEKS-szerződésről, illetve következményeiről, a hidegháború alatt és után követett biztonság- és külpolitikáról lásd: Urkuti és Welker (1996)

gazdaságpolitika egyik legfontosabb sarokköve maradt. Emögött alapvetően politikai megfontolások álltak, mégpedig az, hogy Finnország igyekezett gazdasági téren is bizonyítani sajátosan értelmezett „semlegességét”, illetőleg a szomszédos nagyhatalomhoz való lojalitását. A klíring fenntartásának okai a szovjet fél részéről is alapvetően politikaiak voltak: Moszkva az egész világ előtt demonstrálni kívánta, hogy kölcsönösen gyümölcsöző lehet egy kis kapitalista és egy nagy szocialista ország kereskedelmi együttműködése (főleg, ha az a finnlandizáció mintája alapján, tehát a kis kapitalista ország önként vállalt külpolitikai szuverenitáskorlátozása mellett megy végbe). A Szovjetunió azért volt érdekelt a finn-szovjet kereskedelem sikerében – vagyis a forgalom szakadatlan növekedésében a kétoldalú egyensúly fenntartása mellett –, mert ezzel egyrészt jó minőségű „nyugati” importhoz juthatott, amiért nem kellett kemény (konvertibilis) valutával fizetnie, másrészt propagálhatta a finnlandizáció sikerét (amit főleg az osztrák úttal szemben érzett szükségesnek bizonyítani⁵⁴).

A klíring persze nemcsak politikai, hanem gazdasági szempontból is előnyös volt Finnországnak. Még a háborús jóvátétel idején is. Finnország volt az egyetlen állam Európában, amely a második világháború után rá kirótt jóvátételt (300 millió dollárt) teljes egészében kifizette – természetesen áruval, nem pedig pénzben. Az 1952-ig tartó jóvátételi szállítások (miközben megvetették a szovjet- finn gazdasági kapcsolatok alapját) számos iparág létrejöttét vagy felfutását segítették elő Finnországban (például a fémipar számos ágazata, közte a hajógyártás). A jóvátétel más módon is hozzájárult a finn gazdaság fejlődéséhez: a hadigazdálkodás idején megnövelt, háborús célokat szolgáló termelőkapacitásokat – amelyeket a hadi cselekmények, számos más európai országgal

⁵³ A finnek büszkék arra a tényre, hogy a második világháború után egyedül ők fizették ki teljes egészében a Szovjetunióknak járó jóvátételt (300 millió dollárt akkori értékben) azon öt állam közül, amelyeket a békeszerződések erre köteleztek. Arról Finnországban kevés szó esik, hogy a másik négy állam megszállt területein (így Magyarországon is) mennyivel nagyobb makrogazdasági és társadalmi terhet jelentettek a jóvátételnél a szovjet gyárrekvirálások, komplett üzemek elszállítása még a jóvátétel előtt. Ettől a finnek, mivel a Szovjetunió nem szállta meg országukat, megmenekültek.

⁵⁴ A szocialista és a kapitalista világrendszer határán elhelyezkedő, de alá nem vetett államok esetében moszkvai szemszögből nézve Ausztria és Finnország volt a két végpont: előbbiben 1955-től kezdve minden befolyása megszűnt a Szovjetunióknak, utóbbiban viszont a legtöbbet sikerült megőriznie, főként a finn külpolitika, de számos tekintetben a finn belpolitika terén gyakorolt ellenőrzése terén is. Nem véletlen, hogy Washington általában Bécsset javasolta, ha „semleges” helyszínen szeretett volna amerikai—szovjet találkozót lebonyolítani, míg Moszkvában inkább Helsinkit tartották ideális „semleges” helyszínnel.

ellentétben, nagyrészt megkíméltek – egyszerűen átállították a jóvátételre való termelésre. A jóvátétel kifizetése után pedig továbbra is fenn lehetett tartani a kapacitásokat, hiszen a klíring keretében biztosított volt a felvevőpiac. A klíring idején pedig, a forgalom növekedése új cégek, sőt új iparágak megjelenését eredményezte a kétoldalú árucserében.

A szovjet-finn klíring azonban nem amiatt volt egyedülálló a világháború után, hogy politikai megfontolásokon alapult (hiszen például az Európai Fizetési Uniót, az EPU-t is nem utolsósorban politikai célokkal hozták létre, még ha ezek a politikai célok, azaz Nyugat-Európa integrációja, alapvetően eltérőek voltak is a finn—szovjet esettől). Nem tette egyedivé az sem, hogy kialakulását a jóvátétel megszűnte is segítette. Ami teljesen unikálissá tette a finn-szovjet klíringet, az az, hogy négy évtizeden keresztül volt demonstratív eszköze a két világrendszer közti kereskedelmi kapcsolatoknak. Emiatt – a legtöbb klíringmegállapodástól eltérően – eleve nem ideiglenes jelleggel hozták létre⁵⁵

A szovjet-finn kereskedelem sok tekintetben a barterhez hasonlított a hidegháború idején, a szó szoros értelmében mégsem volt az. A szállítások mennyiségét ötéves államközi szerződésekben rögzítették, amelyet éves megállapodások részleteztek. Ezek az egyezmények a Szovjetunióba irányuló finn export és a Finnországba irányuló szovjet export mennyiségének kiegyenlítésére törekedtek, vagyis igyekeztek annyira a nulla közelében tartani az egyenleget, amennyire csak lehet. Ha Finnországban is parancsuralmi gazdaság létezett volna, akkor ez nyilván semmi nehézségbe nem ütközött volna. Mivel azonban Finnországban – a fent említett komoly versenykorlátozások dacára – alapvetően magántulajdonon alapuló piacgazdaság működött, a finn exportszállítások mértékét soha nem sikerült teljesen pontosan előre megjósolni: vagyis valamelyik félnek általában többlete keletkezett.

Ezt a többletet a kétoldalú kereskedelem elszámolási egységében, azaz a klíringrubelben írták jóvá a kétoldalú kereskedelem elszámolási számláján. A klíringrubel makroszinten

⁵⁵ A klíring az elmélet szerint akkor előnyösebb a szabadkereskedeleminél, ha a benne résztvevő felek egyikének valutája sem konvertibilis, a felek közti tőkeáramlásokat szabályozzák, fejletlenek a bankrendszerek és szűkösen áll rendelkezésre a konvertibilis valuta. Lásd pl. Rosati (1992). Ezek a feltételek Finnország és a Szovjetunió között nyilvánvalóan nem, illetve csak részlegesen teljesültek.

természetesen nem volt konvertibilis, ezért a bármilyen irányú többletet a következő év szállítási mennyiségeinek meghatározásakor ki kellett egyenlíteni. (A többlet voltaképpen hitelnyújtással volt tehát egyenértékű.) A finn fél azonban lehetővé tette vállalatai számára, hogy klíringrubel-bevételeiket márkára váltsák, s így a finn cégek számára a szovjet export pénzügyi szempontból a belföldi eladásokhoz lett hasonló, hiszen a klíringrubelnek nem volt árfolyamkockázata.

Az éves megállapodásokban részletezett árakat a finn vállalatoknak el kellett fogadniuk, ennyiben tehát a szabad verseny feltételei a klíringkereskedelem finn oldalán is sérültek. Az árak azonban általában nem tértek el jelentősen az éppen uralkodó világpiaci áráktól, sem a szovjet, sem a finn szállítások esetében. Ez Finnország számára igen előnyös anticiklikus gazdaságpolitikai eszköznek bizonyult a két olajárrobbanás idején. Amikor ugyanis az olajárak hirtelen felszökése következtében a nyugat-európai exportlehetőségek jelentősen romlottak (hiszen az áremelkedés által kiváltott recesszió az import visszaeséséhez vezetett a legtöbb nyugat-európai országban), akkor a szovjet export lehetőségei megnöttek, mivel a Szovjetunióból származó drágább olajért több iparcikk kivitelével kellett fizetni. (Mindez természetesen nem jelenti azt, hogy az olajárrobbanás ne okozott volna súlyos károkat a finn gazdaságnak is, hiszen az import drágulása mindenképpen csökkentette a rendelkezésre álló jövedelmek reálértékét. Az is tény viszont, hogy más nyugat-európai országokhoz képest Finnország ennek a kiegyenlítő mechanizmusnak a révén viszonylag kis károkkal vészelte át a két olajárrobbanást.)

A szovjet—finn klíringkereskedelem áruszerkezete ugyanis egy fejlett és egy fejletlen, ám nyersanyagban gazdag ország közti kereskedelem tipikus képét mutatta. A szovjet exportszállítások legalább felét (de a világpiaci olajár csúcspontján, 1980-84 között nem kevesebb, mint háromnegyed részét) a szénhidrogének, nagyobb részben az olaj, kisebb részben a földgáz tette ki. A fennmaradó részből komoly hányadot tettek ki a különféle színesfémek, valamint – első pillantásra meglepő módon – a nyersfa. A fában igen gazdag finnek azért importáltak nyersfát a Szovjetunióból, mert fafeldolgozó kapacitásaik nagyobbak voltak, mint amekkorát a hazai nyersanyaggal ki lehetett volna elégíteni (a kitermelésre vonatkozó különféle környezetvédelmi célzatú előírások fokozatos

bevezetése után), s igen jó üzletnek bizonyult a jó minőségű szovjet alapanyagot feldolgozás után (papírként, cellulózként, bútorként stb.) Nyugaton eladni.

A finn kivitel ezzel szemben nagyrészt feldolgozóipari termékekből állott. Legnagyobb részt a fémipar különféle termékei tették ki, mellé az 1960-es években felzárkózott az élelmiszeripar, a textil-, ruházati, bőr- és cipőipar, továbbá a vegyipar. A gépek és berendezések aránya különösen a két olajválság következtében ugrott meg, és 1982-ben Finnország az első helyre került a Szovjetunió gépipari importjának származási államok szerinti listáján.

A klíringkereskedelem áruszerkezete érthetővé teszi, hogy miért éppen az olajválságok utáni időszakban ugrott meg a kétoldalú szállítások aránya a teljes finn külkereskedelemben. A klíring összértéke folyamatosan nőtt az ötvenes évek elejétől kezdve, de a finn külkereskedelem egészének bővülése a hetvenes évek közepéig még gyorsabb volt, ezért a klíring részesedése folyamatosan csökkent. Ezt követően megfordult a folyamat, és a nyolcvanas évek első felére a klíring aránya elérte a teljes finn külkereskedelem egynegyedét. Ekkor a szovjet export számítások szerint mintegy 130 ezer embernek adott munkát a 2,5 millió fős (?) finnországi munkaerőállományon belül.

A klíringkereskedelemről igen kiterjedt irodalom áll rendelkezésre⁵⁶, ehelyütt ezért részletesebb kifejtésre nincs is szükség. Elengedhetetlen viszont megvizsgálni a szovjet kereskedelem összeomlásának hatását a finn gazdaságra.

⁵⁶ Lásd például Oblath és Pete (1985). Ez az egyik legjobb leírása a finn-szovjet klíringnek a nemzetközi szakirodalomban – állapítja meg Laurila (1995).

3. táblázat: Finn—szovjet kereskedelem

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Finn export a Szovjetunióba:									
Milliárd márka	21,1	21,6	16,9	19,5	18,9	14,6	14,8	14,4	12,9
A GDP %-a	5,3	5,2	4	4,5	4,2	3,1	3	2,8	2,5
Éves változás (md mk)	n.a.	0,5	-4,7	2,6	-0,6	-4,3	0,2	-1,9	-1,5
GDP									
Milliárd márka	398,9	409,7	422	436,3	446,6	464,9	487,7	515,36	515,43
Éves változás (%)	3,2	2,7	3	3,4	2,4	4,1	4,9	5,7	0,01
Éves változás (md mk)	n.a.	10,8	12,3	14,3	10,3	18,3	22,8	27,7	0,07

Forrás: Suomen Tilastollinen Vuosikirja (1995) p.272, p.389, Juhani Laurila (1995): Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System. History and Lessons, Bank of Finland Studies, A94, Helsinki, pp.144, illetve ezek alapján saját számítás

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Finn export a volt Szovjetunióba és a kelet-közép-európai országokba együtt							
(millió dollár)	3 273	3 595	3 607	1 525	1 555	2 108	3 361
éves változás (m dollár)	n.a.	322	12	-2 082	30	553	1 253
GDP (millió dollár)	103 984	119 744	134 823	121 322	106 329	84 350	97 313
GDP-változás (m dollár)	n.a.	15 760	15 079	-13 501	-14 993	-21 979	12 963

Forrás: Suomen Tilastollinen Vuosikirja (1995) p.241, p.272, p.389, Juhani Laurila (1995): Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System. History and Lessons, Bank of Finland Studies, A94, Helsinki, pp.144, illetve ezek alapján saját számítás

A szovjet gazdaság nehézségeinek megszorodásával párhuzamosan a nyolcvanas évek közepétől kezdett fokozatosan csökkenni kezdett a Szovjetunióval folytatott kereskedelem aránya a teljes finn külkereskedelemben, majd 1990 végén teljesen összeomlott a klíringrendszer és a kétoldalú kereskedelem is. Mint a fenti táblázatokból is látható, 1985 és 1989 között trendjét illetően erőteljesen zsugorodott a szovjet export, miközben a finn GDP gyors ütemben nőtt. A GDP-növekedés hirtelen megtorpanása (1990) évében a trendnek nagyjából megfelelő klíringexport-csökkenés következett be, vagyis ebben az évben az exportcsökkenés nem magyarázza a megtorpanást. 1991-ben a GDP 36,4 milliárd márkával zuhant (változatlan áron), ebből a szovjet export összeomlása csak egy kis részt magyaráz. Abban a nem túl valószínű esetben, ha az összeomlás a klíringexport teljes megszűnését jelentette volna – tényadat hiányában csak találgathatunk –, ez akkor is csak egyharmadát képes megmagyarázni a recesszióknak. Valószínűbbnek tűnik azonban, hogy akkor járunk közelebb az igazsághoz, ha azt vesszük alapul, hogy a *teljes* finn kivitel 1991-ben 8,5 milliárd márkával csökkent változatlan áron az 1990-eshez képest, s úgy tekintjük, hogy ez a 8,5 milliárd márka a szovjet export kiesése (hiszen annak egy részét át lehetett terelni a nyugati piacokra). Ebben az esetben az exportkiesés magyarázó ereje nem egyharmados, hanem csak egynegyed. 1992-ben tovább zuhant a GDP, noha a volt Szovjetunióba és kelet-Európába irányuló export időközben újra emelkedni kezdett. Ugyanez a helyzet 1993-ban is. Vagyis megállapítható, hogy az 1990-93-as finnországi válság kitorése nem tulajdonítható az export csökkenésének. A válság elhúzódásában (illetve az 1991-es GDP-csökkenés méretében) viszont komoly szerepe volt a szovjet export kiesésének.

Abban, hogy a szovjet kereskedelem összeomlása nem okozott még nagyobb károkat Finnországban, nagy szerepet játszott a klíringrendszer finnországi szabályozása, amely versenyeztette a vállalatokat a szovjet exportért. Így a szovjet exportra menő termékek gyártása (amelyek után a bevétel beszedése, a pénzügyi menedzsment szempontjából, egy átlagos finn cég esetében lényegét tekintve nem különbözött a belföldi értékesítésre kerülő termékektől) nem képzett önálló, elkülönült részt a finn gazdaságon belül, átállítása nyugati exportra ezáltal könnyebb volt, mintha a Szovjetunióba főleg rosszabb

minőségű („az oroszoknak ez is jó lesz” alapon készült) árukat szállítottak volna az összeomlás előtt⁵⁷

Az összeomlást azonban öt-tíz évvel korábban gyakorlatilag még senki nem látta előre. A klíring akkor hosszú távon is megbízható, jól működő és profitábilis (sőt, sok ágazatban a nyugati exportnál nyereségesebb) formációnak tűnt nemcsak a finn vállalatok, hanem a finn gazdaságpolitikát alakítók számára is. Ebből kiindulva a nyolcvanas évek második felében bekövetkezett nagy fellendülés idején rengeteg olyan beruházást is megvalósítottak – a legtöbb esetben hitelből –, amelyek kifejezetten a szovjet export további növekedésére alapoztak. Érthető módon az 1990-93-as válság során a szovjet kereskedelem összeomlása így csak tovább növelte az érintett vállalatok kihasználhatatlan kapacitásait, illetve (a márka árfolyamának eséséből adódóan a külföldi hitelek törlesztése miatt keletkezett) likviditási zavarait, sok esetben ez okozott csődöt. Ez pedig makroszinten kimutathatóan is súlyosbította a GDP visszaesését.

6. 4. 3. Megkésett csatlakozás a nyugat-európai integrációhoz

Az Európai Gazdasági Közösség 1957-es megalapításakor már csak a részt vevő országok földrajzi elhelyezkedése miatt sem jöhetett szóba Finnország részvétele, a tagság gondolatának felmerülését azonban alapvetően a finnlandizáció akadályozta. Az EGK-t ugyanis a Szovjetunióban kezdettől fogva a NATO-hoz tartozó országok szervezetének tekintették. Szóba jöhetett viszont Finnország részvétele a sokak szemében az EGK egyfajta alternatívájának számító EFTA-ban. Az EFTA ugyanis, az EGK-val ellentétben, soha nem tűzte maga elé a szupranacionális szervezetté válás célját, tagsága pedig jelentős részben semleges országokból állott, így Moszkva számára kevésbé tűnt „gyanús” szervezetnek.

⁵⁷ A nyugati exportra való átállás egyébként nem is példa nélküli a finn történelemben: az első világháború után – szintén politikai okokból – hirtelen kevesebb mint 1 százalékra esett az oroszországi kivitel aránya a finn exportban a háború előtti 30, illetve a háború idején (kényszerűségből) elért 90-95 százalékról, lásd Pihkala (1985), p.44-45. Ehhez képest az a tény, hogy 1991-ben hirtelen 10 százalékról közel nullára zuhant az orosz export aránya, csekély változás.

A teljes bizalom hiányát azonban mutatja, hogy éppen a Szovjetunió idegenkedésének és „felingerlésének” elkerülése céljából Helsinkiben úgy döntöttek, Finnország nem lesz teljes jogú tagja az EFTA-nak, hanem csak társult viszonyra lép vele. Ez a valóságban semmivel nem jelentett kevesebbet a teljes jogú tagságnál, de formálisan nem az EFTA keretei között, hanem egy önálló intézményben, a FINNEFTA-ban működött (hivatalos nevén Finnország és az EFTA közös tanácsa). A testület ugyanúgy épült fel, ugyanazt végezte, mint az EFTA Finnország nélkül, és a gyakorlatban grémiumként nem is különült el az EFTA tanácsától, azzal együtt tartotta üléseit.

A FINNEFTA 1972-ben parafálta az EGK-val a szabadkereskedelmi egyezményt, aláírni viszont Finnország a többi EFTA-taghoz képest csak másfél éves késéssel tudta ezt, mert időközben Moszkva gyanakvása felerősödött, amiből Helsinkiben komoly bel- és külpolitikai válság származott. Ezt csak úgy sikerült elsimítani, hogy „kompenzációként” Finnország együttműködési megállapodást kötött a KGST-vel. A nyugati integráció és a szovjet lojalitás közötti kényes egyensúlyozás egészen a hidegháború végéig fennmaradt⁵⁸, s alapvetően ez okozta, hogy Finnország – noha gazdasági érdekei legkésőbb Nagy-Britannia 1973-as EGK-csatlakozásától kezdve egyértelműen ezt követelték volna – csak a Szovjetunió összeomlását követően, 1992-ben nyújtotta be csatlakozási kérelmét az Európai Közösséghez, ami után rekordgyorsasággal, 1995-re már taggá is vált. Az 1995-ben csatlakozott három új tagország közül Finnország ma is a talán legnagyobb megbecsülést élvezzi a tizenötök körében egyértelmű integrációs elkötelezettsége, sikeres (1999. második félévi) elnöksége és az uniós szervezetben mutatott jó teljesítménye miatt. (Finnország EU-politikájához lásd Urkuti (1997).)

7. A VÁLSÁGHOZ VEZETŐ ÚT

A nyolcvanas évek során számos olyan gazdaságpolitikai változás ment végbe Finnországban, amely nem megfelelő lebonyolítása miatt az 1990-93-as válság megalapozójának bizonyult – utólag tekintve. Szükséges ugyanis hangsúlyozni, hogy a veszélyeket a kortársak nem ismerték (és talán nem is ismerhették) fel, hiszen az

⁵⁸ Ennek részleteihez lásd Urkuti (1995) és Urkuti (2000)

olajválság Finnországban viszonylag csekély megrázkódtatást okozó homokszemétől eltekintve a fellendülés motorja immár több mint négy évtizede rohogott előre szinte teljesen olajozottan Finnországban, sőt a nyolcvanas években ismét gyorsulni kezdett, s úgy tűnt, semmilyen veszély nem fenyegeti komolyan.

7. 1. A nyolcvanas évek gazdaságpolitikai félfordulata

A nyolcvanas évek során a finn gazdaságpolitika egyes területein fokozatosan fordulat következett be: a keynes-i állami gazdaság szabályozó mechanizmusok fokozatos megszüntetésével a piac önszabályozó tevékenysége nyert teret. Számos területen enyhítették vagy megszüntették az állami beavatkozást, s utat engedtek a piaci erők érvényesülésének. Ezeken a területeken látványos átrendeződések történtek: az árak megváltoztak, egész új gazdasági ágazatok és piacok keletkeztek szinte a semmiből (például a rövid lejáratú bankközi devizahitelek piaca, vagy a külföldi ingatlanok adásvételére szakosodott ingatlanügynöki ágazat), más ágazatok viszont szinte teljesen eltűntek (például a hajógyártás). Más területeken viszont lényegi változás nem történt -- például a központi bértárgyalások rendszere alapvetően nem változott, bár az ott tárgyalt témák köre leszűkült --, ezért összességében inkább félfordulatnak, mint fordulatnak lehet minősíteni a bekövetkezett gazdaságpolitikai váltást. Finnország alapvetően továbbra is skandináv típusú, a megtermelt javakat erősen újraelosztó, korporatív, jóléti állam maradt, ahol azonban számos területen a korábbinál sokkal nagyobb tér nyílt a piaci hatások érvényesülésére.

7. 1. 1. A pénz- és tőkepiacok liberalizációja

A gazdaságpolitikai félfordulat különösen a pénz- és tőkepiacok esetében hozott látványos változásokat. Itt a több lépésből álló liberalizációs folyamat két legfontosabb közvetlen eredménye a kamatszabályozás eltörlése és a külföldi pénz- és tőke mozgások engedélyezése volt.

A liberalizációt alapvetően három jelenség váltotta ki: a gazdaságpolitikai gondolkozás megváltozása, a technológiai fejlődés, illetve az üzleti tevékenység nemzetköziesedése, globalizálódása. A gazdaságpolitikával foglalkozók körében világszerte felerősödött a keynes-i rendszer kritikája, és a neoklasszikus, monetarista jellegű tanok lettek népszerűek. Ebben nem kis szerepet játszott a racionális várakozások tanának általános elfogadása, amelyből logikusan következett, hogy a szabályozásnak többek között azért nem lehet komoly hatása, mert a szabályozási szándék beépül a piaci szereplők várakozásaiba, ilyen módon már azelőtt eltorzítván azokat a jelenségeket, amelyet az állam szabályozni kíván, mielőtt még bármit tett volna a kormányzat.

A neoklasszikus, monetarista jellegű új közgazdasági mainstream a valutaárfolyamokkal kapcsolatban nem a szükség esetén (le- vagy felértékeléssel) rugalmasan kiigazítható, alapvetően fix valutaárfolyamot szorgalmazta (mint a keynesizmus), hanem a szigorúan kötött valutaárfolyam, ideális esetben pedig az árfolyamkockázatok végleges kiszűrése, a valutaárfolyamok végleges rögzítése, illetve a monetáris unió mellett foglalt állást azoknak az országoknak az esetében, amelyek külkereskedelmük döntő részét egymással bonyolítják le, és kielégítik az optimális valutaövezet feltételeit.

A technológiai fejlődésnek köszönhetően a tőke még a korábbinál is sokkal mobilabbá vált, a termelési tényezők között messze a legmozgékonyabbá alakult, hiszen lehetővé vált gombnyomással, fénysebességgel mozgatni dollármilliókat kontinensek között. Ilyen körülmények között nem lehetett többé szigorúan szabályozni a devizapiacokat, hiszen egy cég például külföldi leányvállalatán keresztül – amely korlátozás nélkül részt vehetett például a hongkongi devizapiac teljesen szabad kereskedésében – könnyedén ki tudta játszani a számára hátrányosnak érzett előírásokat.

A pénz- és tőkepiacok liberalizációját Nyugat-Európában az integrációs folyamatot előbbre vivő tényezőnek is tekintették. Az 1985-ben aláírt Egységes Európai Okmány (SEA) többek között a tőke (EK-államok közti) teljesen szabad áramlásának megteremtését is célul tűzte 1992-re. Mivel az exporton alapuló, kis, nyitott finn gazdaságnak létfontosságú érdeke volt, hogy ne kerüljön versenyhátrányba, a finn

cégeknek is szükségük volt mindazokra a jogokra, amelyekre nyugat-európai versenytársaik szert tettek. A liberalizáció irányában erősödő nyomást fejtett ki tehát az integrációs kényszer is. Finnország a lehető legnagyobb mértékben részt kívánt venni az európai gazdasági integrációban -- abban az integrációban, amelynek elkerülhetetlen részévé vált a pénz- és tőkepiacok szabadsága --, egészen addig a pontig, amíg a kényszerűen vállalt szovjet „póráz” engedte. Ez a póráz pedig a nyolcvanas évek második felében fokozatosan egyre hosszabb lett.

Mindezeket a hatásokat felerősítette a nyolcvanas évek Finnországban kiugróan jó konjunktúrája. A vállalati bevételek széleseben emelkedtek, s mind a nyugati exportra (is) termelő cégeknél, mind a nemzeti piacon működő vállalatoknál hatalmas likviditásbőség keletkezett, amit a szabályozott pénzpiac által kínálnál sokkal nagyobb hozamra lehetett kihelyezni a külföldi szabad piacokon, vagy illegálisan, az egyre terebélyesedő belföldi „fekete” pénzpiacon. Sőt, még a szovjet klíring-kereskedelemből élő vállalatok likviditása is megnőtt, mivel a szovjet félnek ekkoriban szokásává vált előre fizetni. A pénzpiaci szabályozás tehát gyors ütemben kiterjedő feketepiacot szült, a szabályozás egyre kevésbé volt hatékony. A feketepiacon a kamatszint a pénzkereslet és – kínálat függvényében változott, nem pedig valamiféle központi akaratnak engedelmessé. A finn gazdasági életben új kifejezés született: a piaci pénz (*markkinaraha*), a szabályozott körülmények között forgó pénztől való megkülönböztetés céljára⁵⁹. Másképpen fogalmazva: a szabályozott piac *de facto* megszűnése (vagy legalábbis egyre gyorsuló visszaszorulása a fekete, de szabad piac javára) kényszerítette ki a szabályozás *de jure* megszüntetését.

A liberalizációról ennek dacára nem született elvi döntés. A korlátozások megszüntetésénél Finnország az OECD ajánlásait követte, és lépésről-lépésre haladt. A szabályozott piacok rendszerét már a liberalizáció legelső lépései is aláaknázták. Az overnight-hitelek engedélyezése létrehozta a piaci pénzt, a határidős devizakereskedelem engedélyezése pedig jelentősen megemelte a rövid lejáratú pénzügyi tranzakciók számát,

⁵⁹ A piaci pénz keletkezéséről, elterjedéséről, gazdasági hatásáról kitűnően rendszerezett összefoglalást nyújt Alho et al. (1985)

megteremtette a devizapiaci spekulációt. A hosszú lejáratú külföldi hitelfelvétel lehetőségének megteremtése természetesen fokozta a hitelfelvételi kedvet, hozzájárulva a vállalati szféra eladósodásához. Ugyanebben az irányban hatott a minden mutató alapján túlméretezett finn bankrendszeren belüli, gyilkos keménységű verseny is, amelyet az is tovább fokozott, hogy a pénzpiacon szabadon mozgó vállalatok immár nem voltak annyira ráutalva a bankokra, ha forrásokhoz akartak jutni, mint korábban.

Ilyen körülmények között a gazdaságpolitika elsődleges feladatává sok közgazdász szemében az vált, hogy egyértelművé tegye a tőke számára: Finnország megbízható, kiszámítható állam, a finn gazdaság stabil, versenyképes. Mindennek a demonstrálásához a legfontosabb feladat az infláció leszorítása lett az uralkodó gondolkodásmód szerint, hiszen inflatórikus körülmények között a tőke nehezebben tudja döntéseit meghozni, illetve azok hatását kiszámítani, és Finnországot az előző évtizedekben mint tartósan magas (természetesen nyugat-európai mércével magas) inflációjú, gyenge és kiszámíthatatlan valutájú államként könyvelték el a világban. Az infláció leszorításától a menetrendszerű leértékelések elkerülését is remélték.

7. 1. 2. A stabil márkaárfolyam politikája

Az infláció leszorításának egyik eszköze (a fentiek ismeretében némileg tautologikus módon) a stabil valutaárfolyamhoz való ragaszkodás lett. A márka nyugat-európai valutákhoz mért árfolyamának változatlanóságát már a nyolcvanas évek elején általános célként fogadta el nemcsak a közgazdászok, de a politikusok jelentős része is. (Szavakban a devalvációk elkerülése már évtizedek óta az egyik legfontosabb célként szerepelt, de a valóságban csak a nyolcvanas években vált azzá, ekkortól igyekeztek a finn gazdaságpolitikát irányítók valóban mindent megtenni annak érdekében, hogy elkerüljék a leértékelések megismétlődését.) Ennek eredménye lett az 1986. augusztusi sikeres „márkavédő” akció, a drasztikus kamatemelés is. A kamatemelés ugyanis egyértelműen a leértékelés elkerülését célozta. A finn politikusok nagy része, beleértve Mauno Koivisto köztársasági elnököt és Kalevi Sorsa kormányfőt, egyaránt támogatta a kamatemelést, a jelentősebb politikusok közül csupán Paavo Väyrynen, az ellenzéki Centrumpárt akkori

vezére ellenezte azt, és tette le voksát a leértékelés mellett. A stabil márka politikája mellett még a centrupárti Esko Aho által vezetett (1991-ben hatalomra került) kormány is kiállt, akárcsak elődje (a Sorsa-kabinet utódja), a Harri Holkeri kormányfő irányítása alatt működő konzervatív-szociáldemokrata koalíció. Az erős márka politikája tehát a nyolcvanas évek során végig egyértelmű támogatást élvezett a különféle összetételű kormányok részéről (és a Finn Nemzeti Bank részéről is).

Ez az egyöntetű támogatás azonban a konjunktúra túlhevülése idején súlyos nehézségek forrása lett. 1987-89 folyamán, látva a gazdaság túlpörgésének jeleit és veszélyeit (túlzott külföldi eladósodás, az export stagnálása, a belföldi kereslet túl gyors bővülése, a fizetési mérleg drasztikus romlása, leértékelési nyomás), a finn jegybank kamatemeléssel igyekezett részben a növekedést lassítani, részben a márka árfolyamának stabilitását fenntartani. A pénzügyi szabályozás megszüntével azonban a kamatemelés csak csekély mértékben tudott hatást gyakorolni a növekedésre⁶⁰, egyúttal azonban még jobban megnövelte a külföldi eladósodottság szintjét, hiszen a belföldi és a külföldi hitelek közti óriási kamatmarzs – az 1982 óta sikeresen védett árfolyam-stabilitás mellett – sok vállalatban ültette el azt a meggyőződést, hogy inkább külföldön érdemes hitelt felvenni, mint belföldön. Sok hitelfelvevő nem vett tudomást arról, hogy a nagy kamatmarzs világosan jelzi a finn márka magas árfolyamkockázatát.⁶¹ A márka 1991-92-es leértékelésének illetve leértékelődésének fényében -- a finn valuta csaknem 40 százalékot veszített értékéből --, utólag tekintve, a devizahitelek tömeges felvétele hozzájárult a válság mélyítéséhez, hiszen sok cég azért ment csődbe, mert az elértéktelenedett márka miatt hirtelen megugrott kamatfizetési és törlesztési kiadásokat a kereslet drasztikus visszaesése közepette már nem tudta kigazdálkodni.

⁶⁰ Igaz, maga a kamatemelés sem volt jelentős mértékű, a szakszervezetek ugyanis csak nagyon nehezen egyeztek bele a „szociálpolitikai szempontból káros” emelésbe. Sőt, az 1988 őszi megkötött átfogó bérmegállapodás egyik elemeként az FNB-nek 1989 januárjától – munkavállalói követelésre – még csökkentenie is kellett az alapkamatot!

⁶¹ Jó példa erre, hogy még maga a finn gyártóiparosok szövetségének elnöke, Juhani Huttunen is így írta le a helyzetet 1989 februárjában, a konjunktúráris túlhevülés csúcspontjához közeledve: „A devizahitelek most körülbelül 6 százalékponttal olcsóbbak a márkahiteleknél. Ha egy vállalatnak beruházás, vagy más célok miatt hosszú lejáratú külső forrás bevonására van szüksége, megéri azt devizában felvenni. Hosszú távon ugyanis a kamatkülönbség még a valuta árfolyamkockázatát is kompenzálja.” A márkát alig két és fél évvel később le kellett értékelni.

7. 2. A konjunktúra túlhevülése

A nyolcvanas évek kiugróan jó konjunktúrát jelentettek a finn gazdaság számára. Az 1979-es második olajárrobbanás a szovjetekkel folytatott klíringkereskedelemnek köszönhetően (mint fentebb már utaltam rá) nem okozott olyan válságot Finnországban, mint Nyugat-Európa nagy részén. A kormány erőteljes anticiklikus gazdaságpolitikája nyomán a növekedés hamarosan ismét felgyorsult. A finn gazdaságpolitika ekkor – eltérően a nyugat-európai országok második olajválság alatti gazdaságpolitikájától – nem az infláció elleni harcot tekintette a legfontosabb célnak, hanem a növekedés felgyorsítását. Részben ennek is tulajdonítható az 1982-es, svéd „indíttatásának” nevezett „kényszerleértékelés”, amely gyorsította ugyan a finn inflációt, de olyan lökést adott a finn exportnak, ami a GDP-növekedés gyorsulását váltotta ki. A legfőbb felvevőpiacnak számító Nyugat-Európában 1982-91 között rég nem látott, hosszú fellendülés ment végbe, ami nagyban hozzásegített Finnországban is a növekedés fenntartásához. Az olajárak 1985 decemberében kezdődött süllyedése nem kis szerepet játszott ebben, mivel a cserearányok nyugat-európai javulása révén tovább javította a finn export lehetőségeit. (Igaz, ennek hatását tompította a Szovjetunióba irányuló kivitel csökkenése.) A nyugat-európai importkereslet bővülése a finn gazdaságpolitikát formálók egy része számára túlhaladta annak a ténynek a jelentőségét, hogy a versenytársakénál újfent gyorsabb infláció miatt a finn cégek versenyképessége összességében ismét romlásnak indult. A növekedés alapjává azonban 1985-86-tól kezdve egyre inkább a belső kereslet rakétatempójú bővülése vált. Ez részben a fent leírt pénzügyi liberalizációból fakadt. A liberalizáció jelentős mértékben erősítette a nyolcvanas évek második felének egyébként is igen gyors konjunktúráját Finnországban, hozzájárulva a gazdaság túlhevüléséhez. A liberalizáció eme – utólag nem kívánatosnak bizonyult – mellékhatását azonban előre nem lehetett látni. A nyolcvanas évek második felében a közgazdászok és a gazdaságpolitikusok döntő része ciklikus lassulásra számított az évtized első felének jó konjunktúrája után. Az export lassult, a fizetési mérleg hiánya miatt 1986 augusztusában a márkaárfolyam védelmében kellett beavatkozni, 1987 októberében pedig nagy riadalmat váltott ki a New York-i tőzsde 25 százalékos árfolyamzuhanása, amelytől világgazdasági recesszióra lehetett számítani. (Ezt csak a világ meghatározó jegybankjainak összehangolt

és gyors kamatsökkentésével lehetett elkerülni.) Sok közgazdász úgy gondolta, hogy a liberalizáció folytatása segít majd tompítani a megjósolt ciklikus visszaesés hatását.

A visszaesés azonban elmaradt 1987 folyamán, sőt a gazdasági növekedés tovább gyorsult, a fogyasztással, a tőzsdei boommal, a beruházások szélvészgyors emelkedésével, az ingatlanárak rohamtempójú drágulásával egyetemben. Ebben a helyzetben a kormányzat személyi jövedelemadó-reformot kezdeményezett, amelynek célja az adóalap szélesítése, a kedvezmények körének szűkítése, és az adózók átlagos terhelésének enyhítése volt. Ezen célkitűzések ugyan inkább kevésbé, mint többé valósultak csak meg – az adóalapot érdemben nem sikerült szélesíteni, és a kulcsokat is csak kismértékben csökkentették --, de hatásuk az életszínvonal-emelkedés további gyorsulásának érzete lett az állampolgárok nagy részében. Ez tovább emelte a lakossági fogyasztás, a beruházások és az eladósodás szintjét. Amikor ennek a túlhevülés irányába mutató hatását a gazdaságpolitika érzékelt, felmerült a forgalmi adó emelésének lehetősége, de ebben nem sikerült politikai egyezséget találni. Így a végeredmény az lett, hogy – klasszikus pro-ciklikus hatású elhibázott gazdaságpolitikai lépésként – egy erős fellendülés idején csökkentették az adókat. Ezt a hatást a liberalizáció érdekében tett adópolitikai változtatások – a saját és az idegen tőke adóztatásának egységesítése a vállalatoknál – tovább fokozták. A finn gazdaságirányítás tehát az igen jó konjunktúra közepette folytatott pro-ciklikus gazdaságpolitikájával nem kis mértékben járult hozzá a konjunktúra túlhevüléséhez.

A liberalizáció miatt elveszett az anticiklikus gazdaságpolitika egyik legfontosabb eszköze, a hitelek összmenységének, vagyis a teljes hitelállomány nagyságának közvetett – de korábban meglehetősen nagy pontossággal alkalmazható – meghatározása is. A szabályozott pénzpiacok időszakában az FNB-nek igen megbízható eszköz állt rendelkezésére a kereskedelmi bankok által nyújtott hitelek mennyiségének szabályozására, mivel a kereskedelmi bankok szinte mindig tartoztak az FNB-nek. Ennek a tartozásállománynak a feltételeit szabályozva a jegybank – többek között a kötelező tartalékráta alakításán keresztül -- meg tudta határozni, hogy mekkora lehet a kereskedelmi bankok által frissen kibocsátott hitelek mennyisége. A piaci pénz

megjelenésével, a kamatszabályozás *de facto* megszűntével azonban ez a lehetőség tovatűnt. A pénzpiacokon olyan új szereplők jelentek meg, amelyek nem tartoztak a jegybanknak, hitelezési tevékenységük nem az FNB politikájától, hanem az éppen rendelkezésükre álló pénzállomány nagyságától függött (mint például a saját bankkal is rendelkező nagy nemzetközi cégcsoportok esetében). Így a nyolcvanas évek végén hiába észlelte időben a túlhevülés jeleit a jegybank, nem tudott ellene még annyira sem fellépni, mint korábban.

Ilyen körülmények között az anticiklikus gazdaságpolitika felelősségének legnagyobb részét a fiskális politikának kellett (volna) viselnie⁶². Ehelyett azonban a fiskális politika túlságosan laza volt. A központi költségvetés ugyan néhány évben minimális többlettel zárta, de ez rendre csupán a tervezéskor vártnál nagyobbra sikeredett adóbevételeknek volt köszönhető. A fiskális szigor politikailag lehetetlen volt keresztülvinni: a parlamentben kétharmados többséget kellett volna szerezni a költségvetési kiadások csökkentéséhez a költségvetési törvényben előírtakhoz képest (a kiadások emeléséhez elég volt az egyszerű többség is). A kormánykoalíció két pártja közül a konzervatívok adócsökkentést szerettek volna elérni, a szociáldemokraták viszont a jóléti kiadások növelése mellett kardoskodtak. Az ellenzéki centrupárt pedig azzal vádolta a kormányt, amikor az a megtakarításokhoz szeretett volna támogatást találni, hogy a kabinet thatcherista népnýúzó politikát folytat. Így tehát az egyébként is többlettel záró költségvetés további szigorítása politikailag kivitelezhetetlennek bizonyult.

A túlpörgést leginkább a magánfogyasztás és a magánberuházások alakulásán keresztül lehetett lemérni. A magánfogyasztás 1980-tól kezdve folyamatosan és szinte teljesen egyenletesen emelkedett, évi átlagban 3,3 százalékkal, s 1990 elején (a konjunktúra tetőpontján) 40 százalékkal volt magasabb, mint 1980-ban. Még látványosabb volt a magánberuházások szárnyalása. Ezek 1980-hoz képest az 1989-es csúcspontig több mint 50 százalékkal emelkedtek, ami éves átlagban 4 százalékos növekedésnek felel meg. Itt ráadásul nem is egyenletes volt a növekedés, hanem az évtized közepét jellemző

⁶² Ezt ekkor már a közgazdász-társadalom jelentős része felismerte, de figyelmeztetéseiknek nem lett fogantja.

lanyhaság élénkült meg példátlan tempóban az évtized végén (1988-ban mintegy 20 százalékos növekedést regisztráltak a magánberuházásoknál). Ezek az adatok a korábbi évtizedek tempójához képest talán nem kiugróak, de az 1980-as években más OECD-országokkal egybevetve egyedülállónak (és a folyó fizetési mérleg felborulása miatt fenntarthatatlannak) bizonyultak.

A háztartások tulajdonában lévő házak, lakások, nyaralók, részvények értéke hihetetlen gyors dráguláson ment keresztül, és a makrogazdasági elemzéssel keveset foglalkozók számára semmi nem jelezte, hogy ez a folyamat nagyon könnyen visszajára fordulhat. A vagyon értéknövekedése egyrészt újabb vagyontárgyak beszerzésére csábított, másrészt lehetővé tette, hogy még több hitelt vegyenek fel a háztartások (fogyasztásra, lakásvásárlásra stb.), hiszen a hitel fedezetének értéke megnőtt. A vagyonok értéke még így is gyorsabban emelkedett, mint az adósságoké. A hitelre történő vagyongyarapítást és fogyasztást az is ösztönözte, hogy az adóalapból a kamatkiadások egy részét le lehetett írni. Alighanem a kedvező gazdasági fejlődés folytatódásába vetett hitnek volt azonban a legnagyobb szerepe a magánfogyasztás szárnyalásában. A jövedelmek és a vagyonok gyarapodása a második világháború vége óta szinte folyamatos és megtorpanás nélküli jelenség volt, generációk nőttek fel az állandó növekedés körülményei közepette, s az átlagemberek legnagyobb része el sem tudta képzelni, hogy ennek hirtelen vége szakadhat.

A magánfogyasztáson belül különösen a tartós fogyasztási cikkek (mint például a különféle háztartási gépek) és a különféle vagyontárgyak (ékszerek, luxuscikkek) eladása ugrott meg. Gyorsan nőtt az új személyautók eladása: 1980-ban 100 ezer új személygépkocsit adtak el Finnországban, 1989-ben már 180 ezret. Korábban elképzelhetetlennek tartott fellendülést élt át a kiutazó turizmus, különösen a melegtengeri utak iránt erősödött a kereslet. 1985-ben 490 ezer fő utazott külföldre charterrepülővel, 1990-re számuk elérte az 1 millió 170 ezer főt.⁶³ A magánfogyasztást bátorította a magánvagyonok káprázatosan gyors értéknövekedése, illetve a pénzügyi liberalizáció hatásainak nem teljes körű megértése: sokan gondolták azt, hogy a

⁶³ Az adatokhoz és a túlhevülés egyéb jeleihez lásd Kiander és Vartia (1998), pp. 51-73

reálkamatok továbbra is tartósan alacsonyok maradnak, akárcsak szabályozott pénzpiacok idején. A háztartásokat azért sem érheti szemrehányás a túlfogyasztás miatt, mert még így is kevésbé adósodtak el, mint a (pénzügyi elemzőket is foglalkoztató) vállalatok.

A vállalatok eladósodását elsősorban a beruházások gyors felfutása okozta. Az átlagos finn közép- vagy nagyvállalat a nyolcvanas évek második felében gyorsan növekvő eladásainak további felfutására számítva nagyszabású beruházási programok során hajtotta végre. Leginkább az ingatlanberuházások emelkedtek. Jelentősen nőtt a külföldi beruházások értéke is (részben a külföldi versenytársak felvásárlása révén), a finn vállalatok globalizálódásának előrehaladását igazolva. (A versenytársak felvásárlása sokszor nem bizonyult pénzügyileg nyereséges lépésnek, a sikertelen átvételek vesztesége éppen a válság legkritikusabb időszakában terhelte az érintett cégeket, illetve a fizetési mérleget.) Árukladó jellegű a túlhevülésnek, hogy mindezzel szemben a éb kivitel szempontjából fontos gépekbe és berendezésekbe történő beruházások növekedési üteme szerény maradt. A „nem termelő” beruházások arányának egészségtelenül nagyra növekedése egyik oka lett a növekedés fenntarthatatlanná válásának – különösen amiatt, hogy a beruházások jelentős részét külföldi hitelekkel finanszírozták, ami tovább növelte a fizetési mérleg deficitjét.

7. 2. 1. A kaszinógazdaság

A fogyasztás és a beruházások túlzott és egészségtelen összetételű növekedése utat nyitott a pénzügyi spekuláció korábban elképzelhetetlennek tartott elterjedése előtt. A finn közgazdászok új kifejezést is kreáltak erre a jelenségre: ez lett a kaszinógazdaság. A pénzügyi spekuláció célja a vagyonelemek gyors drágulásának rövidtávú kihasználása lett, eszköze pedig részvények, ingatlanok, műkincsek tömeges vásárlása, majd néhány hónappal (sokszor csak néhány héttel, vagy nappal) később, magasabb áron való viszonteladása lett.

1985 ősztől 1988 nyaráig a helsinki tőzsde iránymutató indexe (HEX) több mint háromszorosára emelkedett. Ezt egy kisebb visszaesés követte, de utána ismét a

részvények drágulása következett, amely 1989 tavaszáig tartott. Ekkor a HEX csaknem négyszer olyan magas értéket mutatott, mint 1985 augusztusában. A fejlett országok tőzsdéin alighanem páratlan, hogy kevesebb mint négy év alatt megnégyszereződjenek az árfolyamok, ráadásul egy olyan időszakban, amelynek közepén a New York-i tőzsde óriásit zuhant (1987. október). Az ingatlanpiac szárnyalása ennél némileg lassúbb volt, de az átlagos lakások árai 1986 közepétől 1989 nyaráig így is megkétszereződtek.

A lakás- és részvényárak drasztikus drágulása részben a gazdasági szereplők döntő többsége által kitűnőnek minősített gazdasági kilátások, részben a hitelre történő vásárlás gyors elterjedése eredményének tulajdonítható. Sokakat az a meggyőződés is vezetett, hogy a nemzetközi pénz- és tőkeáramlások liberalizációja révén az országba áramló külföldi tőke segít majd megteremteni a fejlett országokkal való összehasonlításban „alulárzott” finn részvények és ingatlanok „reális” – azaz magasabb – árát. Azzal a jelek szerint csak nagyon kevesen számoltak, hogy a vagyonelemek ára esetleg még eshet is, ha a gazdasági növekedés lassul, megtorpan, vagy – horribile dictu! – negatívvá válik.

A leghíresebb spekulánsok neve Finnország-szerte ismertté vált: Boethius, Fagernäs, Fryckman, Keitele, Kouri, Kulvik, Riikonen, Tuunanen, Uoti, Wahlroos, stb. Közülük is kiemelkedik Pentti Kouri, egy korábban ismeretlen bróker, aki 1989 tavaszán néhány sikeres tranzakcióval kiérdemelte a „Finnország gazdája” címet⁶⁴. Kouri a legnagyobb finn kereskedelmi bank, a SYP (Suomen Yhdyspankki) éves közgyűlése előtt nagy mennyiségben vásárolt SYP-részvényeket, illetve a SYP holdudvarába tartozó cégek (mint például a Sampo biztosítási konszern) részvényeit, amit aztán rövid időn belül jókora haszonnal eladott a SYP-nek. A közfelháborodást az váltotta ki, hogy a részvényvásárlást döntő részben hitelből, méghozzá éppen a SYP lombardhitelei segítségével finanszírozta. Hasonló tranzakciókat folytatott le a második legnagyobb bank, a KOP (Kansallis-Osake-Pankki) részvényeivel, illetve a KOP-hoz „közel álló” vállalatok részvényeivel – mint a Nokia, a Pohjola biztosító és a faiparban érdekelt

⁶⁴ Ezt a címet a vezető finn gazdasági-politikai hetilap, a Suomen Kuvalehti adta neki (1989:33. szám, augusztus 18), de aztán általánosan elterjedt lett.

Rauma-Repola – is, itt a végső vevő a KOP volt. Kouri számítások szerint 120 millió márkányi haszonra tett szert az ügyletekből⁶⁵.

Magától értetődik, hogy a kaszinógazdaság kialakulása tovább erősítette a túlhevülést, és még inkább fenntarthatatlanná tette a növekedési ütemet. Sokan támadták ezt a jelenséget, főleg a válság kirobbanása után, a „kaszinózókat” téve felelőssé a gazdasági visszaesésért⁶⁶. Utólag azonban úgy tűnik, hogy a kaszinógazdaság inkább természetes része volt a túlfűtöttségnek (bár erkölcsi értelemben kétségtelenül nem a legszebb része), mintsem annak okozója. A túlfűtöttség oka a fent leírtak értelmében sokkal inkább a helytelen gazdaságpolitikában található.

7. 2. 2. Az erős márka politikája

1989. március 17-én az FNB a gazdasági szereplők többsége számára váratlanul 4 százalékkal felemelte a márka árfolyamát a valutakosárhoz képest. Ezzel a stabil márka – az 1982-es leértékelést leszámítva – csaknem egy évtizede követett politikáját az erős márka politikája váltotta fel. A felértékelés indoklásaként az inflációs nyomás enyhítése, illetve a túlfűtött gazdaság hűtése szerepelt. Utóbbi az FNB úgy kívánta elérni, hogy a felértékeléssel maga teremtett leértékelési várakozásokat, s abban bízott, hogy azok magasabb kamatszintet eredményeznek majd. Ezt természetesen nem lehetett a nyilvánosság előtt nyíltan képviselni, hiszen az FNB feladata a márka értékének megőrzése vagy növelése.

Az elképzelés reális és megvalósítható volt a közgazdászok többsége szerint, de a kamatszint csak némi késéssel indult emelkedésnek (1989 őszén), s – mint utólag kiderült – ekkor már túlságosan késő volt. A kamatemelkedés dacára a GDP 1989 egészében még 5,4 százalékkal bővült, immár szinte kizárólag a belső kereslet tarthatatlan tempójú

⁶⁵ Kouri saját számítása szerint a legnagyobb finn cégek részvényeinek összevásárlása (vagyis a „Finnország gazdájává válás”) meglepően olcsó volt. „Összesítve Finnország felvásárlása nem egészen egy milliárd márkába került. Ha ezt a summát a nyolcvanas évek nagy nemzetközi vállalatfelvásárlásaihoz hasonlítjuk, a szükséges pénzmennyiség elképesztően kicsi volt”. Ld. Pentti Kouri (1996): Suomen omistaja ja elamani muut roolit, Otava, Helsinki

⁶⁶ Lásd például Linnamo (1991) vagy Talonen (1990)

felfutására alapozva. A leértékelési várakozások már a felértékeléstől függetlenül is kezdtek megjelenni a fizetési mérleg növekvő hiánya miatt, amelyet egyébként a finn cégek nemzetközi versenyképességének a felértékelés miatt csak tovább erősödő romlása is fokozott. A közgazdászok egy része már a felértékelési döntés idején aggodalmát fejezte ki a versenyképesség további romlása miatt, hiszen a bérek már 1987 óta a termelékenység jóval meghaladó ütemben növekedtek⁶⁷. Sokak szerint a márka már a felértékelés előtt is túlságosan erős volt. Néhány hónap múlva a leértékelési várakozások olyan erősek lettek, hogy a jegybanknak ismét el kellett kezdenie nyíltpiaci műveleteket végeznie a márka védelmében.

Az árfolyam-politikai irányváltás nem erősítette a finn gazdaságpolitika szavahihetőségét és megbízhatóságát, ami a nem sokkal később kitört válság idején tovább gyengült, hiszen újabb gazdaságpolitikai irányváltások sora következett. Ezt a jegybank is látta. Az FNB mást mondott („nem lesz leértékelés”), mint amilyen irányba politikájával vitte a gazdaságot (vagyis a leértékelés felé). Az FNB azért egyezett bele mégis a korábban leginkább általa szorgalmazott árfolyam-politika önkéntes feladásába, illetve saját magatartása hiteltelenné válásába, mert látta, hogy a gazdaságpolitika egyéb eszközei csődöt mondtak a túlhevülés megakadályozásáért vívott küzdelem során. A fiskális politika eredménytelenségét a belpolitikai helyzet miatt lehetetlenné váló költségvetési kiadáscsökkentés elmaradása, a monetáris politika kudarcát pedig a hitelpiacok liberalizációja és a kamatszint befolyásolhatatlanná válása okozta⁶⁸. Nem maradt más eszköz, mint az árfolyam-politika, amelyet azért kellett bevetni, mert a túlhevülés immár egyértelműen Finnország súlyosabb gazdasági problémájává vált.

A vállalati szférában nem minden cég ismerte fel a helyzetet, sokan elhitték a cselekedeteknek meg nem felelő jegybanki deklarációkat a leértékelés kizárásáról. Így a

⁶⁷ Főleg az ETLA és a PTT gazdaságkutató munkatársai (vagyis a vállalati szférához közel álló kutatóintézetek alkalmazottai) kezdtek már ekkor vészjósló képeket festeni a versenyképesség romlásáról és a fizetési mérleg végzetes felborulásáról, ami recesszióhoz vezet, lásd például Helsingin Sanomat 1989. március 18.

⁶⁸ „Mintha süketeknek beszéltünk volna. Az alapkamat mint a monetáris politika eszköze – ezt a jegybanktanácsban ülő szakszervezeti képviselők egyáltalán nem érdekelte, noha kamatemelésre éppenséggel nekik lett volna lehetőségük. A kamatlábat csak mint társadalmi kérdést látták, amihez nem szabad hozzányúlni, vagy legalábbis felemelni” – jellemezte a helyzetet Lassila (1993).

felértékelés növekedést hűtő hatása kisebb maradt a remélnél. Főleg a külföldi versenynek ki nem tett szektorokban maradt továbbra is gyors a beruházási ütem növekedése, és az investíciókat igen gyakran rövid lejáratú külföldi hitelekből finanszírozták. A felértékelés ennek dacára más szempontból többé-kevésbé elérte célját, sikerült a leértékelési várakozások megteremtésén keresztül felemelnie a belföldi hitelek kamatait. Ehhez hozzáadódott a nemzetközi kamatszint folyamatos emelkedéséből adódó hatás is. Csakhogy mire a kamatemelkedés elkezdte hűteni a gazdaságot, a fizetési mérleg deficitje még aggasztóbb méreteket öltött. A recesszió küszöbön állt: mivel nem sikerült a fiskális vagy a monetáris politikával idejében lehűteni a gazdaságot, az árfolyampolitikán keresztül alkalmazott (áttételesen tehát mégiscsak monetáris) megoldás pedig későn született meg és lassan hatott, a fizetési mérleg problémáját már csak a drasztikus kamatemelkedés tudta valamelyest enyhíteni, aminek azonban negatív következményei lettek a termelésre és (ezen keresztül) a foglalkoztatásra.

A foglalkoztatási helyzet a világháború vége óta folyamatosan kedvező volt Finnországban. Nemzetközi összehasonlításban még válságok idején sem emelkedett magasra a munkanélküliek aránya, a foglalkoztatottak aránya pedig világszerte a legmagasabbak közé tartozott. Éppen ez volt a keynes-i ihletésű finn gazdaságpolitika egyik fő célja.

A túlfűtöttség idején a finn gazdaságot a munkaerőhiány jellemezte. A válság kirobbanása előtt az állástalanok aránya országos szinten 3 százalék körül alakult (ez „szokás szerint” az egyik legalacsonyabb érték volt a fejlett országok között), de például Helsinkiben az 1 százalékot is alig érte el. A foglalkoztatottsági mutatók jellemzően későn reagálnak mind a gazdasági visszaesés, mind a fellendülés megindulására. Így volt ez a tárgyalt finn válság esetében is: a GDP-visszaesés már megkezdődött, de a munkanélküliség még nem indult emelkedésnek 1990 folyamán. Érthető, hogy a munkavállalók 1990-ben még nem érzékelték semmit a megkezdődött válságból: 1990-ben még a gyorsabb béremeléseket követelő tüntetések voltak napirenden, csak 1991-től jelentek meg a megszorítások ellen tiltakozó utcai demonstrációk.

7. 2. 3. A bizonytalanság időszaka

A túlfűtött növekedés után a fizetési mérleg felborulása miatt bekövetkező valutaválságok esetében a fellendülés vége és a valódi válság kezdete közötti átmeneti időszakot Kindleberger „kritikus időszaknak” (*critical stage*) nevezi (Lásd: Kindleberger (1978)). Finnországban ezt az időszakot – Kiander és Vartia kifejezését kölcsönözve – talán inkább a bizonytalanság időszakának lehet nevezni, amely az 1989. márciusi felértékeléssel veszi kezdetét⁶⁹. A tőzsdei árfolyamok áprilisban – három évnyi gyors emelkedés után – esni kezdtek, majd ősztől az árfolyamcsökkenés felgyorsult (párhuzamosan a kamatszint elkésett emelkedésével). Az árfolyamcsökkenés már tavasszal jelezte sokak számára, hogy a gazdaság még sincs olyan jó állapotban, mint korábban hitték, ekkor azonban még sok közgazdász is gyorsan múló jelenségnek tekintette azt, arra számítva, hogy néhány hét vagy néhány hónap múlva ismét erősödő trend veszi majd kezdetét. Az árfolyamcsökkenés mellékhatásai – a brókeresődök és egyes spekulánsok látványos bukásai⁷⁰ – azonban egyre erősebbek lettek. Ezzel párhuzamosan a kaszinógazdaság másik nagy területén, az ingatlanpiacon is megállt a fellendülés. Az új lakások eladásának időtartama megnőtt, aztán fokozatosan csökkenni kezdtek a lakásárak a kereslet lanygulásának jeleként. A tőzsdével ellentétben itt 1989 egészében (sőt, még 1990-ben is) lassú maradt az árcsökkenés, csak 1991-92-ben gyorsult fel az esés.

A legnagyobb aggodalomra a bankok helyzetének romlása adta az okot, erről azonban a közvélemény vajmi keveset tudott. Nemcsak a tőzsdei spekulációkban nagy összegekkel részt vevő hitelintézetek jutottak nehéz helyzetbe, hanem gyakorlatilag az egész bankszektor. A makrogazdasági kereslet növekedésének hirtelen lassulása a hitelkeresletet is csökkenteni kezdte.

⁶⁹ Kiander és Vartia (1998) p. 80. szerint a bizonytalanság időszaka 1989 nyarától számítható, de véleményem szerint a bizonytalanság közvetlen kiváltója éppen a márka márciusi felértékelése volt, és a gazdaság is ekkortól kezdett a fizetési mérleg hiánya mellett más aggasztó jeleket is produkálni.

⁷⁰ Az első brókeresőd a Malcom bukása volt még tavasszal. A legnagyobb vihart a közgazdászok körében a Wärtsilä-Meriteollisuus váltotta ki. A finnek egyik legnagyobb nemzeti büszkesége az iparban a hajógyártás volt, s a Wärtsilä ennek az ágazatnak volt a zászlóshajója. A nem szakmai közvéleményt még a Wärtsilä csődjénél is jobban megrázta az SKOP bank elnök-vezérigazgatójának, Matti Ali-Melkkilänek az öngyilkossága, aki a tőzsdei spekulációban talán leginkább részt vevő kereskedelmi banknak az élén állt.

A gazdasági növekedés egésze azonban 1989 folyamán még rendkívül gyors volt (a GDP nem kevesebb mint 5,4 százalékkal emelkedett), s bár a tempó az év vége felé lassult, még mindig viszonylag magas maradt. A bizonytalanságot okozó jelek dacára az átlagember optimizmusát csak az 1989 őszen hirtelen megugró kamatszint kezdte elbizonytalanítani. A magas kamatok miatt megtorpant a beruházások lendülete – elsőként és a legdrasztikusabb mértékben a lakásépítések terén, hiszen ebből az ipárgból a lakásárak nyáron kezdődött esése miatt gyorsan kivonult a tőke. A későn jött kamatemelkedés az új fogyasztási hitelek piacát is a korábbi töredékére zsugorította, s emiatt már 1989 végén megkezdődött a lakossági fogyasztás apadása.

Mindez igen jól jött a fizetési mérleg szempontjából. Az import csökkenéssel reagált (főleg 1990-től) a fogyasztás visszaesésére, s mivel az export összességében stagnált 1989-90 folyamán, a külkereskedelmi deficit csökkenni kezdett. Ennek a fizetési mérlegre gyakorolt kedvező hatásánál azonban – a finnek balszerencséjére – sokkal nagyobbban bizonyult az a negatív hatás, amely a világgazdasági helyzet hirtelen romlásából és az olajárak váratlan megugrásából származott.

A részvényárfolyamok és az ingatlanárak összeomlása közvetlenül is tovább rontotta a vállalati szféra helyzetét. Azok a cégek, amelyeknek sok eszközük volt részvényben vagy ingatlanban, különösen rosszul jártak, hiszen eszközállományuk értéke drámaian csökkent, miközben adósságterheik (a kamatszint emelkedése és a márka leértékelődése miatt) fokozódtak. Kisebb-nagyobb mértékben ez a jelenség minden vállalatot érintett. Sok cég a romló likviditás miatt arra kényszerült, hogy eladja részvényeit illetve ingatlanait, s ez természetesen tovább csökkentette azok piaci árait.

Hasonló problémák értelemszerűen a háztartási szférát is sújtották. Itt különösen azok kerültek nehéz helyzetbe, akik spekulatív céllal, hitelre vettek lakást vagy részvényt, hogy aztán néhány hónap, vagy egy-két év múlva eladják. Akiknek éppen nyitott volt a pozíciójuk, amikor az áremelkedés csökkenésbe ment át, s ezt az áruk esése idején valamilyen okból realizálni voltak kénytelenek, azok igen sokat veszítettek – s ilyenek

nem voltak kevesen, hiszen az ár- és árfolyamcsökkenés a hiteltörlesztési terhek emelkedésével együtt sok esetben a fennálló hiteltartozás értéke alá csökkentette az ingatlan vagy a részvény piaci árát. Ezeknél a háztartásoknál sokszor negatív nettó vagyonérték alakult ki, ami magától értetődően még jobban visszafogta fogyasztásukat, s ezen keresztül tovább csökkentette a keresletet, azon keresztül pedig a GDP-t is.

A fogyasztás csökkenése 1990-ben kezdődött, vagyis még jóval a márka leértékelődése előtt. Fő kiváltó okának a munkanélküliek számában megkezdődött gyors emelkedés tekinthető, de közrejátszott a vagyonelemek értékének csökkenése is. A fő árucsoportok közül leginkább a tartós fogyasztási cikkek forgalma esett vissza, vagyis azoké a cikkeké, amelyek vásárlását leginkább abbahagyják általában is egy válságban lévő társadalom tagjai. A tartós fogyasztási cikkekben belül is a személygépkocsik és a gazdag tengerparti országokra jellemző luxuscikkek, vagyis a sétahajók, yachtok eladásai olvadtak el legnagyobb mértékben. Az élelmiszerek fogyasztása csak viszonylag kis mértékben csökkent.

A válság közvetlen kioldójának tehát egyértelműen a kamatszint 1989 őszi, sokak számára váratlan, gyors és nagymértékű emelkedése tekinthető. A kamatemelkedés oka azonban – mint láttuk – a folyó fizetési mérleg viszonylag nagyra hízott hiányának finanszírozását illető aggodalom, a liberalizált pénz- és tőkepiacon döntő befolyással bíró külföldi befektetők leértékeléstől való félelme volt. Így tehát a válság joggal sorolható az időben későbbi – de hazánkban jobban ismert – mexikói, vagy délkelet-ázsiai válságokkal azonos csoportba.

8. A VÁLSÁG KITÖRÉSE

A gyengülő kereslet 1990 második negyedévére juttatta olyan helyzetbe a gazdaságot, hogy a GDP is csökkenni kezdett, bár 1990 egészére vetítve a hazai össztermék még gyakorlatilag stagnált. Mint látható, a GDP-visszaesés később kezdődött, mint a lakossági fogyasztás, vagy a beruházások csökkenése (utóbbiak már 1989 végén zsugorodni kezdtek), amit az magyaráz, hogy az emelkedő kamatszintre a lakosság és a vállalati

beruházási döntések egyaránt gyorsabban reagáltak, mint a termelésre vonatkozó döntések.

8. 1. A foglalkoztatottság összeomlása

A válság kitörését leglátványosabb módon a foglalkoztatottsági adatok alakulása szemléltette. A foglalkoztatottak száma 1989 második felében kezdett csökkenni, és év végére a túlhevülést megelőző időszak, 1986 szintjére csúszott vissza. 1990-ben már drámai gyorsasággal süllyedt a foglalkoztatottak száma, s a visszaesés 1991-92 folyamán tovább gyorsult. 1993-94 folyamán lelassult a munkahelyek számának zsugorodása, de a csökkenő trend csak 1994 második felében, vagyis több mint egy évvel a GDP-növekedés újbóli megindulását követően fordult meg. A mélyponton csaknem 450 ezerrel kevesebb munkahely volt Finnországban, mint az 1989-es csúcs. A foglalkoztatottak száma 1995-96 folyamán is csak igen lassan bővült, vagyis miközben a gazdaság már (a fejlett országok esetében igen gyorsnak tekinthető) 4-5 százalékos növekedési pályán vágatott előre, új munkahelyek alig-alig születtek. Érdemi javulás a foglalkoztatási helyzetben csak 1997-ben kezdődött, ekkortól viszonylag gyorsan nőtt már a munkahelyek száma is, de a foglalkoztatottak összlétszáma még hat évnyi szakadatlan és gyors GDP-növekedés után, 2000 elején sem érte el az 1990-es szintet⁷¹.

A munkanélküliségi ráta 1989 végén 3 százalék körül alakult, a munkanélküliek száma mintegy 70-80 ezer fő volt. A foglalkoztatottság válságának mélypontjára, 1994 májusára a ráta elérte a 18,4 százalékot, a munkanélküliek abszolút száma pedig megközelítette a félmillió főt⁷². Ilyen gyors és nagyarányú növekedés a munkanélküliségben páratlan jelenségnek számít a fejlett országok második világháború utáni gazdaságtörténetében. Fejlett országban hasonló tempójú és mértékű munkanélküliségi rátaemelkedésre az 1929-33-as évek válsága az egyetlen példa. Finnország egész történelmében nincs másik példa hasonló jelenségre, az 1860-as évek és az 1930-as évek válsága itt jóval kisebb

⁷¹ Ebben a fejezetben a legtöbb adat forrása Kiander és Vartia (1998)

⁷² Ezek az adatok az Finn Statisztikai Hivataltól származnak, összehasonlíthatóak az OECD-térség más országaival. A Finn Munkaügyi Központ nemzetközi szinten össze nem hasonlítható, de Finnországban

emelkedést váltott ki az állástalanok seregében (bár önmagában természetesen mindkettő jelentőset).

A munkanélküliek arányának növekedése még nagyobb is lett volna, ha a gazdaságilag aktív (vagyis a munkaerőpiacon részt vevő) népesség aránya a válság idején nem csökkent volna több mint 50 ezer fővel. Sokan léptek ki tehát a munkaerőpiacról, mondván, hogy ilyen tömeges állástalanság közepette úgysem tudnának munkát találni. A munkaerő-kínálat csökkenése szintén meglehetősen ritka (ha nem is páratlan) jelenség a finn gazdaság történetében, amelyet a népesség folyamatos (bár csökkenő ütemű), még az 1980-90-es években is tartó növekedése, illetve a nők munkavállalási kedvének fokozatos emelkedése jellemezett a XIX. század második fele óta.

A foglalkoztatottsági adatok legelőször a külföldi versenynek leginkább kitett ágazatban, a feldolgozóiparban kezdtek romlani (de a válság végén a trend is ebben az ágazatban fordult meg a második leggyorsabban, csak a közlekedésben kezdődött meg hamarabb a munkahelyek számának emelkedése). 1989-93 között a feldolgozóiparban foglalkoztatottak száma mintegy negyedével esett vissza. A többi szektor gyorsan követte a feldolgozóipart, csak az állami szektorban foglalkoztatottak száma nem csökkent ekkor még érdemben 1990-91 folyamán (ott csak 1992-ben kezdődtek a tömeges elbocsátások, amikor az államháztartási hiány kezdett finanszírozhatatlanul nagyra nőni). A legrosszabbul az építőiparban dolgozók jártak. Ebben az ágazatban volt a legnagyobb a visszaesés: az építőipari foglalkoztatottak száma a nyolcvanas évek végi csúcstól az 1994-es mélypontig 45 százalékkal zsugorodott (az inkább a magánszektor megrendeléseiből élő magasépítésben 48 százalékos, az állami és önkormányzati megrendelésekre jobban támaszkodó mélyépítésben „csak” 30 százalékos volt a csökkenés). A munkahelyek számának növekedése itt is csak 1994 végén kezdődött.

A válságot követően azonban nem minden ágazatban indult el újra a foglalkoztatottak számának emelkedése. A mezőgazdaságban dolgozók száma 1990-94 között 20

nagyobb érdeklődéssel kísért adatai szerint még katasztrofálisabb volt a visszaesés: a munkanélküliek száma 1994 májusában elérte az 526 ezer főt, ami 21 százalékos rátának felel meg.

százalékkal csökkent, majd ezt követően 1994-97 között további 12 százalékkal (az 1990-es adathoz viszonyítva). Hasonló volt a helyzet az erdőgazdaság kitermeléssel foglalkozó részében is: az 1990-94 közti 30 százalékos visszaesést 1994-97 között további 7 százalékos zsugorodás követte. A nyerstermék-előállító ágazatok tehát nem csupán a válság miatt veszítettek munkahelyeket, hanem a technológiai fejlődés (a munkák gépesítése) és az éles versenyből adódó termelékenység-emelési kényszer miatt is. Voltaképpen a munkaerő fokozatos elvándorlásáról van szó ezeknek az ágazatoknak az esetében, ami jót tett a finn gazdaság egészének termelékenységnövekedése szempontjából. 1990-ben még a Finnországban foglalkoztatottak 8 százaléka dolgozott ebben a két nyerstermék-előállító ágazatban, 1997-ben már csak 7 százaléka.

A munkanélküliség ilyen drámai felszökése súlyos csapást jelentett az államháztartásra. Egyrészt az állás nélkül maradtak seregétől befolyó jövedelemadó jelentősen csökkent, de a különféle fogyasztáshoz kapcsolódó adókból befolyó bevétel csökkenése is részben az foglalkoztatottsági adatok romlására vezethető vissza, hiszen az állás nélkül maradt jellemzően csökkentették fogyasztásukat is (nem utolsósorban például a hagyományosan magas fogyasztási adóval terhelt luxuscikkek fogyasztását, mint az ékszerek, márkás külföldi szeszes italok stb.). Becslések szerint a válság mintegy 20 milliárd márkás adóbevétel-kiesést jelentett. Másrészt óriásit ugrott a munkanélküli segélyekre fordított kiadás. 1993-ban már 20 milliárd márkát fordított az állam munkanélküli segélyekre és aktív munkaerő-piaci lépésekre (átképzésekre, munkahelyteremtésre), míg 1990-ben még csak 4 milliárdot. Emelkedett a szociális segélyben részesítettek száma is, amely főleg az önkormányzatok büdzsáját terhelte meg. Érthető következménye volt az államháztartás bevételeiben bekövetkezett csökkenésnek és a kiadásokban végbement növekedésnek, hogy a központi és a helyi állami szerveknek is el kellett kezdeniük takarékoskodni, és ez 1992-től már az állami szektorban foglalkoztatottak számának jelentős csökkenésében is megmutatkozott⁷³.

⁷³ A foglalkoztatottság összeomlásának és a keresletcsökkenésnek a válságot mélyítő hatásának elemzéséhez lásd Kiander (1997)

8. 2. A márka hozzákötése az ECU-höz

A válság mélyülése miatt újra felerősödtek a leértékelési várakozások. Az ipari termelés és az export mutatói hónapról-hónapra romlottak 1991 folyamán. Noha már 1990 végén látható volt, hogy 1991-ben nem lehet élénkülésre számítani, a válság súlyossága és a visszaesés mértéke mindenkit meglepett. Ez tovább súlyosbította a fizetési mérleg hiányát. Mivel pedig időközben az államháztartás is deficitessé lett a drasztikusan (és előre nem látott módon) visszaeső adóbevételek eredményeként, ismét leértékelési várakozások kezdtek eluralkodni. A devalvációs várakozások eredménye természetesen a kamatszint további emelkedése lett, amely tovább mélyítette a válságot, s ezzel a gazdaság ördögi körbe, lefelé tartó spirálba került.

A leértékelés gondolatát ezúttal számos közgazdász is támogatta⁷⁴, és természetesen élénk helyesléssel találkozott az exportra termelő cégek részéről is. Az 1991. márciusi parlamenti választások eredményeként hatalomra került centrista—jobboldali koalíció azonban (némi meglepő módon) kiállt az erős márka politikája mellett. Az FNB érthető módon támogatta ezt, sőt, miután Svédország úgy döntött (1991. május 17-én), valutáját egyoldalúan az ECU-höz köti, a jegybank hasonló lépést határozott el. Ezt szinte kikényszerítették a piacok: a svéd lépés után növekedett a márkára nehezedő nyomás, és az FNB-nek május utolsó két hetében 11 milliárd márkát kellett költenie a valuta védelmére. Az FNB-n belül sokáig vita volt arról, hogy az árfolyam ECU-höz rögzítésére az aktuális kurzus mellett, vagy devalvációval egybekötve kerüljön-e sor. A jegybank vezetésében többen is amellettt álltak ki, hogy a rögzítésre az 1989. márciusi felértékelés előtti árfolyamon kerüljön sor, végül azonban az aktuális kurzus ECU-höz kötését pártolók álláspontja kerekedett felül. Ezt követően a kormány is elfogadta a változatlan árfolyam melletti ECU-horgony megteremtését, a kabinetben főleg Esko Aho centrupárti kormányfő és Iiro Viinanen konzervatív pénzügyminiszter támogatta azt, s bár Paavo Väyrynen centrupárti külügyminiszter ellenezte (ő még a 4 százalékosnál is nagyobb devalvációt szeretett volna), a rögzítésre sor került. A lépést a parlament

⁷⁴ Lásd például Paunio (1991) és Tanskanen (1991)

csaknem egyhangúan hagyta jóvá, miután a legnagyobb ellenzéki párt, a nagy pártok közül leginkább Európa-pártinak tartott szociáldemokraták is támogatták azt.

Így a márkárfolyam egyoldalú rögzítésére június 7-én sor került, 4,8758 márka/ECU központi árfolyammal. Az EK-valutákkal szembeni árfolyamokat és az ingadozási sávokat úgy határozták meg, hogy azok összhangban legyenek az ECU-höz kötés előtti árfolyamokkal és ingadozási sávokkal.

8. 3. Devizapiaci támadás a márka ellen

Az ECU-kötés kezdetben megnyugtatóan hatott a piacokra, a kamatszint több ponttal lejjebb szállt. Ez azonban csupán ideiglenes javulás volt. A reálgazdaságból továbbra is rendkívül rossz hírek érkeztek, így a kamatszint újból emelkedett, sőt a márka árfolyama minden korábbinál nagyobb nyomás alá került. Október 17-21 között az FNB-nek már 19,5 milliárd márkát kellett a valuta védelmére költenie márkavásárlások formájában.

A devizaspekuláció jelensége nem volt ismeretlen Finnországban. A nyolcvanas évek pénzügyi liberalizációja során beengedett rövid lejáratú (sokszor spekulatív célzatú) tőkék létezéséről, illetve esetleges gyors kivonulásuk következményeiről a márka árfolyamának 1986 augusztusi sikeres megvédése óta a széles közvélemény is tudott. Az 1991 őszi spekulatív támadásokat mégis igen széles körben elterjedt ellenséges hangulat fogadta, különösen azt, hogy ezekben az akciókban finn spekulánsok is részt vettek. Az újságokban megjelentek a „hazafiatlanságról”, „gazdasági terrorizmusról”, „visszataszító törekvésekről” szóló cikkek, sőt a vezető politikusok között is voltak, akik ilyen hangnemben beszéltek a spekulációról⁷⁵. Érthető, hogy a széles nem szakmai közvéleménynek csak egy kis része hitte el, hogy a támadások mögött nem a márkát elveszejteni akarók összeesküvése áll, de még csak nem is a „hazafiatlan” módon csupán a saját hasznukat néző és az ország rossz helyzetének további rontásával nem törődő vállalatok „visszatetsző ügyeskedése” okozza a jelenséget, hanem a pénzpiacok

⁷⁵ Még Koivisto köztársasági elnök is, aki pedig az FNB korábbi elnökeként tapasztalatokat szerzett a pénzpiacok működéséről. Lásd Uimonen (1995), p.48

természetes működése, az, hogy a kedvezőtlen makrogazdasági mutatók miatt megnőtt árfolyamkockázat miatt a pénzüpiaci szereplők igyekeznek biztosítani magukat egy esetleges későbbi leértékelés veszteségei ellen.

8. 4. A Sorsa-csomag

A márkára nehezedő nyomást a rövid lejáratú hitelek kamatának sűrűn ismétlődő emelésével mindig csak ideig-óráig sikerült enyhíteni. A valutatartalék aggasztó csökkenése közepette a kormány a tavasz óta zajló bértárgyalások gyorsított befejezését javasolta, még hozzá páratlanul kemény feltételekkel. Az Aho-kabinet javaslata értelmében a nominális bruttó bérek – a világháború óta első ízben – nem nőttek, hanem csökkentek volna, nem kevesebb, mint 3 százalékkal. A munkavállalók által fizetett nyugdíjjárulék emellett 4 százalékponttal emelkedett volna, kompenzálendő a munkaadók által fizetett nyugdíjjárulék 4 százalékpontos csökkenését. Így a munkaadók bérköltsége 7 százalékkal zsugorodott volna, a munkavállalók rendelkezésre álló jövedelme pedig mintegy 5 százalékkal. A választási vereség miatt eddigre már a jegybankelnöki székbe átvált Kalevi Sorsa korábbi szociáldemokrata miniszterelnök nevéől *Sorsa-csomag* néven ismertté vált előterjesztést – sokak számára váratlanul – a munkavállalói oldal is elfogadta, így azt 1991. október 21-én alá is lehetett írni. Ez az elemzők szerint annak köszönhető, hogy a munkanélküliség rendkívül gyors növekedése meggyengítette a szakszervezeteket.

A bérköltségek csökkentésére tett példátlan erőfeszítés⁷⁶ jól mutatja, mennyire tévesen mérték fel a finn gazdaságpolitika irányítói még 1991 őszén is a helyzetet. Az általános meggyőződés szerint a válságot a finn vállalatok magas költségszintje okozta, amely lerontotta versenyképességüket. Ha csökkenteni lehetne a költségszintet, helyreállna a bizalom a finn export (és tágabb értelemben az egész gazdaság) iránt, így megszűnne a márkára nehezedő nyomás – hangzott az okoskodás. Csak kevesen látták át, hogy a

⁷⁶ Alighanem joggal állapította meg Lauri Ihalainen, a SAK szakszervezeti tömörülés vezetője: „Ez a meggyőzés véleményem szerint egyedülálló az egész világon. Nem ismerek egyetlen külföldi példát sem, hogy egy országban megállapodás útján sikerült volna ilyen módon csökkenteni a termelési költségeket” Lásd Helsingin Sanomat 1991. október 22.

nagyfokú és csodálatra méltó szakszervezeti önuralomról tanúskodó megállapodás közép- és hosszú távon ugyan üdvös lehet, de a nehézségeket a rövid lejáratú pénzmozgások okozták, márpedig a költségcsökkentés *rövid távon* semmit nem javít sem a finn fizetési mérleg deficitjén, sem a deficit finanszírozási lehetőségein.

8. 5. A folyómérleg hiányának finanszírozhatósága

A finn gazdaságpolitika védelmében mindenképpen el kell ismerni, hogy csak az utólagos bölcsesség fényében látszik ennyire világosan a válság valódi természete. A válság idején nem volt ilyen egyértelmű, hogy a problémák legfőbb közvetlen oka a rossz fizetési mérleg, a siralmas rövid távú pénzáram-kilátások és a fix valutaárfolyam együttese. Utólag könnyű belátni, hogy voltaképpen ugyanarról a problémáról volt szó Finnország esetében már 1989 vége óta, de különösen kiélezett formában 1991-ben, mint Mexikó esetében 1994-ben, számos ázsiai állam esetében 1997-ben, Oroszországban 1998-ban vagy Brazíliában 1999 elején. A szabad és tömeges nemzetközi pénz- és tőkeáramlás viszonyai közepette a fizetési mérleg deficitje fix árfolyam mellett ezen esetek mindegyikében leértékelési várakozásokat teremtett, amint a piaci szereplők kellően nagy aránya úgy ítélte meg, hogy a deficitet egy idő után nem lehet majd finanszírozni. A leértékelési várakozások először a rövid lejáratú kamatok emelkedéséhez, majd a valutaárfolyamra nehezedő nyomáshoz vezettek. Ha a jegybank megpróbált ennek a nyomásnak ellenállni, az a valutatartalékok fokozatos elfogyását eredményezte (hol lassabban, hol gyorsabb ütemben). Végül nem maradt más megoldás, mint a fix árfolyam feladása, ami a gyakorlatban a leértékelődéssel volt egyenértékű. Finnországban a jegybank a védekezést választotta, de a valutatartalékok egy idő után (még ha nem is túl hamar) itt is elfogytak, és a márka árfolyamát szabadjára kellett engedni.

A fizetésimérleg-hiány súlyosságát valóban nem volt könnyű felismerni. A deficit 1989-92 folyamán egyszer sem haladta meg érdemben a GDP 5 százalékát, ami nemzetközi összehasonlításban korántsem számít kiugróan magas értéknek. Az említett mexikói és ázsiai válságok esetében sokkal magasabb értékeket, 8-10 százalékot regisztráltak, sőt,

magában Finnországban is volt már korábban jóval magasabb szinten a deficit: 1975-ben például 8 százalékos GDP-arányos hiányt jegyeztek fel, mégsem értékelődött le lényegesen az – akkor szabadon lebegő – márka, és a gazdaság sem omlott össze. A gondot 1991-ben (és már évek óta) nem a hiány *nagysága*, hanem annak *finanszírozása* jelentette – legalábbis a kötött valutaárfolyam feltételei közepette (rugalmas árfolyam esetén nem lett volna probléma, a márka kellő időben leértékelődött volna, egészen addig, amíg a hiány finanszírozható nem lesz, vagy teljesen meg nem szűnik).

A deficit finanszírozhatóságának mérésére használt legfontosabb mutató -- a külföldi adósságállomány kamataira és törlesztésére fordított kiadások aránya az exportbevételek százalékában – ugyanis jelentősen romlott a válság idején, és különösen 1991 folyamán. Az export 1990-91-es visszaeséséről már volt szó, itt most elég a külföldi adósság költségeiben bekövetkezett hirtelen emelkedésre felhívni a figyelmet. A válság idején Finnország külföldi adósságállománya a GDP-hez mérten gyorsan emelkedett. Ennek oka részben a márkahitelek és a külföldi valutában felvett hitelek közti jelentős kamatkülönbség volt (amiben sok hitelfelvevő nem látta meg a magas valutakockázatot, lásd fentebb), részben az államháztartás deficitessé válása (amely kötvényemissziót tett szükségessé, s a kötvények egy részét devizában kellett kibocsátani, mert csak így volt rá kereslet), részben pedig a GDP csökkenése. A külföldi valutában jegyzett adósság és a GDP aránya a válság idején a harmadik világ államaiban megszokott szintre emelkedett Finnországban, ami a fejlett országok körében páratlan volt ebben az időben.

Külföldi adósságot elsősorban a vállalati szektor halmozott fel Finnországban az 1980-as évek második felében. Kisebb mértékben az állami szektor (és még kisebb mértékben a lakosság is) vett fel külföldi valutában denominált hiteleket, de az adósságtömeg nagy része a vállalatokat terhelte. A vállalatok teljes adósságállománya sem volt elhanyagolható a nyolcvanas évek végére, de az ekkor még általánosan igen jónak minősített kilátások mellett az adósság visszafizetése nem tűnt különösebben súlyos problémának. Nemzetközi összehasonlításban sem volt kiugróan magas a finn cégek összesített adóssága, de a külföldi devizában jegyzett adósság szintje már a nyolcvanas években aggodalomra adott okot egyes közgazdászok számára – különösen azoknak, akik

az akkor stabilnak tűnő árfolyam mellett is emlékeztek a finn gazdaság hagyományos devalvációs „hajlamára”. Az FNB-ben például a nyolcvanas évek vége felé komolyan elgondolkoztak azon, hogy mesterségesen kellene egy kis gazdasági visszaesést létrehozni, hogy megálljon a külföldi eladósodás folyamata. Egyebek mellett ezt a célt is szolgálta az 1989 márciusi márkafelértékelés, a leértékelési várakozások mesterséges létrehozásán keresztül kreált kamatszint-emelkedés is.

A külföldi adósság szintje azért emelkedhetett ilyen magasra, mert a nyolcvanas évek végének költségvetései minden évben többlettel zártak, az államadósság egésze pedig Európában az egyik legalacsonyabb értéket mutatta a GDP-hez viszonyítva, s ezek a kedvező tények a legtöbb elemző számára elfedték annak a kedvezőtlen ténynek a jelentőségét, hogy az adósságon belül a külföldi adósság aránya viszont nemzetközi összehasonlításban is kiugróan magas. A gazdaságpolitika formálói előtt természetesen ismert volt, hogy ebből még komoly gond lehet, ha a márka árfolyamában leértékel(őd)ésre kerül sor, de a legtöbben abba a hitbe ringatták magukat, hogy leértékel(őd)és nem következhet be. A nyolcvanas évek eleje óta kitartóan hirdetett stabil márka politikája megtette hatását: Finnországnak talán túlságosan is sikerült elhítenie magával, hogy belátható időn belül nem lesz sem leértékelés, sem leértékelődés. Azok a kevesek pedig, akik már a nyolcvanas években figyelmeztettek a külföldi adósság problémájára, elveszítették szavahihetőségüket azzal, hogy egyúttal állandóan a GDP-visszaesés megindulását is jósolták, s ez (egészen 1990 második feléig) sehogy nem akart bekövetkezni. A növekedés folytatódása mellett a figyelmeztetések ereje megkopott. Sokan nem is látták problémának a külföldi eladósodást, hanem elsősorban a nemzetgazdaság erejének bizonyítékát vélték felfedezni benne, mondván, hogy a finn cégek annyira erősek, hogy a hazai pénzpiac nem is elég számukra a beruházási igények finanszírozásához (mint láttuk, nem erről volt szó, hanem a bel- és külföldi hitelek közti kamatkülönbségről).

A legnagyobb gondot azonban az jelentette a márkára gyakorolt nyomás szempontjából, hogy *a deficit finanszírozásának rövid távú kilátásai rendkívül rosszak maradtak az egyedülálló bérköltség-csökkentési megállapodás dacára is*. Általános megítélés szerint az

1991-ben még csak elkezdődött nyugat-európai konjunkturális visszaesés közepette a csökkenő finn export növekedésére semmi esély nem volt, a nyugat-európai kamatszint emelkedésének folytatódását pedig szintén biztosra lehetett venni 1991 őszen. Ez pedig az adósságszolgálati költségek exporthoz viszonyított arányának további jelentős romlását vetítette előre, érthető módon idegessé téve a finn márkában denominált pénzügyi eszközök tulajdonosait, köztük elsősorban a rövid lejáratú eszközökkel rendelkező külföldi befektetőket. Ebből a szempontból bizonyult súlyos gondnak, hogy a deficitet elsősorban a rövid lejáratú külföldi tőke beáramlása finanszírozta, az ugyanis – mozgékony természetéhez híven – gyorsan kivonult, amint a rövid távú kilátások leromlottak.

8. 6. A márka leértékelése

Az 1991. október 21-én elfogadott Sorsa-csomag (a fenti indokok miatt) csak hosszú távon lehetett volna eredményes eszköz a fizetési mérleg javítására – csak hogy a problémák rövidtávúak voltak. A márkára nehezedő nyomás csak néhány napra enyhült, a spekulációs támadások már október végén újrakezdődtek. A helyzetet tovább súlyosbította, hogy az export szempontjából két legfontosabb ágazati szakszervezeti szövetség (a papíripari és a – gépipari dolgozókat is tömörítő -- fémipari) késlekedett a Sorsa-csomag jóváhagyásával. Ugyanígy cselekedett a két ágazat munkáltatói szövetsége is. Annak ódiomát ugyan nem akarták magukra vállalni, hogy nyíltan elutasítják a csomagot, s ezzel a közvélemény előtt a „világon egyedülálló” leértékeléses megoldás bukásáért ők legyenek a felelősek, de úgy érezték, sokkal több hasznuk származna a leértékelésből. A piacoknak azonban már a halogatás is elég volt: a márkaellenes támadások még jobban felerősödtek, s az FNB devizatartalékai november 14-én teljesen elfogytak – annak dacára, hogy az FNB aznap 20 százalékra emelte az overnight hitelek kamatlábát (bár voltaképpen a realitások tudomásul vételének tekinthető, hogy nem próbálkozott még extrémebb magasságokba emelni a kamatszintet, mint egy évvel később a svéd jegybank, amely egészen 500 százalékig emelte az egynapos kamatokat, de valutája rögzített árfolyamát végül ezzel sem tudta megvédeni). November 14-én 15 óra 8 perckor a jegybank márkavásárlásai megszűntek, a stabil márka egy évtizedes politikája

szomorú véget ért. (Fontos hangsúlyozni, hogy ezt nem a két exportágazat érdekképviselői szerveinek viselkedése okozta, az talán csak néhány nappal előbbre hozta az elkerülhetetlent. A spekulációs támadások kiújulását az okozta, hogy a piacok felismerték: a rövid távú problémák megoldására a Sorsa-csomag – noha kétségtelenül dicséretes és hosszú távon minden bizonnyal hasznos erőfeszítés -- nem jelent megoldást!)

Az FNB vezetői ebben a helyzetben azt szerették volna, ha a márkárfolyam néhány napig szabadon lebeg, s csak azután rögzítik ismét, hogy a piacon kialakul az egyensúlyi árfolyam. Senki nem tudta ugyanis, hogy hány százalékos leértékelődésre van ehhez szükség. Csakhogy Esko Aho centrista vezetésű – tavasszal hatalomra jutott -- kormánya másnap (november 15-én) bizalmatlansági szavazással nézett szemben a parlamentben, s úgy vélte, annak túlélésére nagyobb esélye van, ha egyszeri leértékelést hajt végre, s utána elmondhatja, az árfolyam immár stabil, mint ha az árfolyam folyamatos lemorzsolódása közepette szavaznak a képviselők. Amint az ilyen helyzetekben történni szokott, az aktuális belpolitikai szempontok kerekedtek felül a szakmai megfontolásokon, s Aho kormányfő Iiro Viinanen konzervatív pénzügyminiszterrel illetve Rolf Kullberg jegybankelnökkel hármasan 14-én délután megállapodott az egyszeri – 12,3 százalékos – leértékelésben. (Utólag tekintve bölcs döntésnek tűnik, hogy nem próbálták még tovább halogatni a leértékelést, például úgy, hogy a jegybank külföldi hitelt vesz fel, s abból próbálja finanszírozni további márkavásárlásait, mint tette azt például egy évvel később a svéd jegybank – hasztalanul.)

A leértékelés politikai következménye az lett, hogy az FNB vezetői – Kullberg jegybankelnök, Kalevi Sorsa és Markku Puntila igazgatósági tagok --, továbbá Viinanen pénzügyminiszter benyújtotta lemondását. Mivel azonban Mauno Koivisto köztársasági elnök ezt nem fogadta el, valamennyien helyükön maradtak -- kivéve Puntilát, aki a közvélemény előtt talán leginkább volt megtestesítője az erős márká politikájának.

8.7. A márka lebegtetése

Néhány hónapig úgy tűnt, a leértékelés helyes mértékét sikerült eltalálni. A piacok egy időre megnyugodtak, a devizaáramlás iránya megfordult (a tőke elkezdett visszafelé áramlani Finnországba), a versenyképesebbé vált finn kivitel élénkülni kezdett, és sokan bíztak abban, hogy hamarosan az egész gazdaságra kiterjedő, exportvezérelt és fenntartható fellendülés indulhat meg. A piaci optimizmus azonban nem tartott sokáig. Már 1992 február végén megfordult a tőkeáramlás iránya, a piaci szereplők körében ismét a márkát eladni szándékozók kerültek többségbe és arányuk fokozatosan nőtt. Áprilisban újból megjelentek a leértékelési várakozások. A fizetési mérleg hiánya ugyan a leértékelés után már nem nőtt tovább, de a finanszírozásával kapcsolatos aggodalmak újra megjelentek a piaci résztvevők körében.

A leértékelési várakozások újbóli megjelenéséhez nem kis mértékben járult hozzá, hogy Rolf Kullberg jegybankelnök kevesellte a kormány készülő takarékosági csomagtervében megcélzott költségvetési kiadáscsökkentés mértékét (ennek részleteit lásd a 9. 4. fejezetben), s nyíltan bírálta ezért Esko Aho kormányfőt. A vitába Koivisto köztársasági elnök is beavatkozott, egyértelműen Aho oldalára állt, s ezért Kullberg 1992. április 2-án bejelentette: a nyáron megválnak posztjától. Néhány nap múlva, április 5-én pedig (a takarékosági csomagterv hivatalos közzététele napján) már azt közölte, hogy azonnali hatállyal kéri felmentését a köztársasági elnöktől. Egy jegybankelnök lemondása – főleg, ha a kormánnyal támadt konfliktus miatt következik be – bárhol a világon idegességet keltene a piacokon, nem volt ez másként Finnországban sem.

A piacok tetszését egyébként a kormányzati takarékosági csomag sem nyerte el, pedig első pillantásra jelentős kiadáscsökkentéseket tartalmazott és fő célja éppen a folyó fizetési mérleg hiányának csökkentése (illetve a külföldi eladósodás megállítása) volt. Ennek érdekében fokozatos lefaragásokkal 1995-re az 1991-es évek kiadási főösszegét kívánták elérni, ami – figyelembe véve az infláció akkortájt prognosztizált, bár végül be nem következett felgyorsulását – reálértékben igen jelentős értékcsökkenést jelentett, s mint ilyen, páratlan volt a modern finn gazdaságtörténetben. A csomag a

kiadáscsökkentésén kívül a hozzáadottérték-adó 1994-től kezdődő bevezetését, a kordedvezményes nyugdíjba vonulás alsó határának 60 évre emelését és a tőkejövedelmek adóztatásának reformját tartalmazta (utóbbi értelmében a tőkejövedelmek adója egységesen 25 százalékosra változott, ugyanakkorra, mint a társasági nyereségadó).

A piacok azért fogadták kedvezőtlenül a takarékosági csomagot, mert még nagyobb és azonnali kiadáscsökkentést vártak. 1992. április 3-án az FNB-nek ismét jelentős mértékű devizaeladásokkal kellett támogatnia a márkát, az egy hónapos Helibor pedig 17 százalékra ugrott. Április 5-én a Helibor már 20,5 százaléknál tartott, amikor az FNB bejelentette, hogy kölcsönös devizapiaci beavatkozási szerződést kötött a norvég, a svéd és a dán jegybankkal a nemzeti valuta védelmére. Április 6-án ugyanilyen megállapodás megszületéséről számoltak be a hatalmas valutatartalékokkal rendelkező német Bundesbankkal. Ezek a szerződések lassan megnyugtatták a piacokat, a leértékelésre számítók arányának növekedése megállt. Teljes fordulatot azonban a piacokon ezek az intézkedések nem tudtak elérni, az egy hónapos Helibor továbbra is húsz százalék körüli maradt, s ez jól mutatta: a márka még nem menekült meg végleg. A tőkeáramlás iránya továbbra is jellemzően Finnországból kifelé irányuló maradt.

A piacok megnyugtatója céljával a kormányzat előrehozta az 1993-es költségvetés tárgyalását – az első kormányzati előterjesztést már június közepén a parlament elé terjesztették. Ez a kiadások 6 százalékos csökkentésével számolt reálértékben az 1992-eshez képest, s a kiadások összességét 174,8 milliárd márkában állapította meg, 127,1 milliárd márkás bevételi összeg és 47,7 milliárd márkás hiány mellett (a tervezett deficit így a tervezett GDP 9,8 százalékának felelt meg). A piacokkal azonban nem sikerült elhítenni, hogy ekkora hiányt megnyugtató módon tud finanszírozni az államháztartás. 1992 nyarán ráadásul új félelmek terjedtek el a befektetők körében arról, hogy a szokásos őszi bértárgyalások túlságosan magas béremeléshez vezetnek, s ezek a félelmek ismét a márkára nehezedő nyomás erősödéséhez vezettek. Az FNB emiatt – valamint a gyakorlatilag nulla szintre zuhant devizatartalékok következtében – első ízben

augusztus végén kényszerült 1,9 milliárd márkás hitelt felvenni más jegybankoktól a márkaárfolyam fenntartását lehetővé tevő nyílt piaci műveletek finanszírozására.

A piacok megnyugtatóra szánt – a szakszervezetek és az ellenzék éles kritikája közepette is vállalt – kormányzati megtakarítások alapvetően azért nem nyugtatták meg a piacokat, mert a reálgazdaságból továbbra is rendkívül rossz hírek érkeztek. A piaci szereplők körében általánossá vált a meggyőződés, hogy a költségvetési hiány drasztikus csökkentése, sőt lehetőleg felszámolása nélkül nem lehet a fizetési mérleg hiányát fenntartani. A költségvetési hiány csökkentését célzó intézkedések azonban letompították azok a reálgazdasági jelenségek, amelyek a költségvetési egyenleg romlásának irányába hatottak. A termelés csökkenése ugyanis folytatódott, s így az adóbevételek hónapról-hónapra zsugorodtak (és messze elmaradtak a tervezett szinttől), miközben hónapról-hónapra egyre többet kellett költeni munkanélküli segélyre és a gyengélkedő bankok támogatására (s így a kiadások állandóan túllépték a tervezett szintet). Ennek következtében a piaci szereplők körében egyre erősödött a meggyőződés, hogy mivel a költségvetési hiány szemmel láthatóan nem számolható fel, a fizetési mérleg problémáját csak a márka újbóli leértékelése oldhatja meg. A piacok voltaképpen eldöntötték, hogy a rögzített árfolyam nem tartható.

A kegyelemdőfést a márka évek óta vergődő rögzített árfolyamának végül is az európai monetáris rendszer (EMS), illetve annak árfolyamrendszere (ERM) 1992-es válsága adta meg. Az EK-n kívüli Finnország természetesen nem lehetett tagja sem az EMS-nek, sem az ERM-nek, de a márka árfolyamát 1991 tavasza óta egyoldalúan az ECU-höz kötötte, elősegítendő árfolyam-politikája hitelességének növelését. A márka így tehát de facto az ERM része lett, anélkül azonban, hogy élvezte volna a rendszer *de jure* tagjainak kijáró árfolyamtámogatást a rendszer valamennyi jegybankjának részéről. Ez 1992 nyarán-őszén, az ERM egészének megrázkódásakor a gyakorlatban azt jelentette, hogy a finn márka lett az ERM leggyengébb láncszeme – ebből a nézőpontból logikusnak tűnik, hogy a rendszer összeomlásának első áldozata is a finn valuta volt (a svéd és a norvég korona szintén egyoldalúan volt az ECU-höz rögzítve, de a fizetési mérleg finanszírozásával kapcsolatos nehézségek ezekben az országokban ekkor még nem voltak olyan nagyok,

mint Finnországban). Utólag visszatekintve tehát úgy értékelhető, hogy az ERM-rendszer válsága a finn márka bukásával kezdődött.

Az 1992. szeptemberi márkaválság közvetlen kiváltója az általános gazdasági válság újabb bugyrainak megnyílását jelző bankválság bekövetkeztére utaló jelek megerősödése volt. Eközben a költségvetési hiány hónapról-hónapra tartó növekedése odáig vezetett, hogy pesszimista elemzők már 100 milliárd márkás deficitről szóló jóslatokat kezdtek közzétenni. Szeptember 4-én a kormány az 1993-as költségvetés újabb (immár véglegesnek tekintett) tervezetét terjesztett a parlament elé, s a piacok szemszögéből ennek 47,7 milliárd márkás hiánya immár végleg tarthatatlannak tűnt. Az egy hónapos Helibor újra 18 százalék fölé emelkedett. Az európai valutapiacokon szintén erősödött a nyugtalanság, Svédországban jelentősen megugrott a kamatszint. Az FNB ekkor úgy döntött, újabb hiteleket vesz fel az európai jegybankoktól az árfolyam védelmére.

Szeptember 5-6-án (hétfőn, tehát a piacok zárva tartásának idején) az EK rendkívüli miniszeri tanácsülésén olyan döntés született, hogy az ERM-árfolyamokat minden eszközzel meg kell védeni – arról viszont nem hoztak érdemi döntést, hogy a gyenge valutájú ERM-tagok folyó fizetési mérlegének hiányára teremtenek-e pótlólagos forrásokat, vagy (ideális esetben) hoznak-e intézkedéseket a hiány érdemi csökkentésére. Szeptember 7-én ezért a piacok – a hét végi szünet utáni újbóli kinyitáskor – elég rosszul fogadták a híreket, s Finnországban a Helibor 20 százalék fölé emelkedett, noha az FNB egyedül ezen a napon közel 5 milliárd márkát költött a valuta védelmére. Mivel a következő hetekben semmiféle kedvező gazdasági hír megjelenésére nem lehetett számítani, amely megnyugtathatta volna a piacokat, a márkárfolyam további védelme meglehetősen kilátástalannak tűnt. Egy ideig még lehetett volna folytatni, hiszen a különböző kétoldalú szerződések révén a jegybank még sok hitelt vehetett volna fel márkavásárlásai fedezésére az európai jegybankoktól – szeptember 8-ig összesen is csak 10,6 milliárd márkás hitelfelvételre került sor. Okulva azonban az 1991 novemberi tapasztalatokból, az FNB úgy ítélte meg a helyzetet (nagyon helyesen), hogy ezzel csak néhány nappal, esetleg néhány héttel késleltetni tudja az elkerülhetetlent, miközben az árfolyamvédelem sokkal többet kerül nemzetgazdasági szinten, mint amennyi hasznot hoz.

(Két hónappal később a svéd koronát kiterjedt jegybanki hitelfelvétel és az alapkamat 500 százalékra emelése sem tudta megvédeni a spekulációs roham által kikényszerített leértékeléstől.)

Szeptember 8-án ezért az FNB úgy döntött, nem harcol tovább a piac egyre erősödő nyomásával szemben: a márka árfolyamának rögzítését megszüntette, a kurzus szabadon lebegővé vált. A még a piacok kinyitása előtt nyilvánosságra hozott döntés eredményeként a márka egyetlen nap alatt 12 százalékkal értékelődött le az ECU-höz képest. Ezt követően a finn fizetőeszköz lassú tempóban még hónapokon keresztül gyengült, az árfolyam mélypontját decemberben érte el.

Utólag visszatekintve egyértelmű, hogy a márka veresége a spekulánsokkal szemben csupán nyitánya volt a nyugat-európai recesszió közepén bekövetkezett, a kontinens számos országára kiterjedő valutaválságnak. Olaszország szeptember 13-án kényszerült valutája leértékelésére, Nagy-Britannia szeptember 16-án volt kénytelen feladni a font rögzítését, Spanyolország pedig egy nappal később, 17-én hajtott végre leértékelést (és egyúttal korlátozta a tőke kivitelét a további leértékelési nyomás meggátolása céljából). Ugyanezen a napon az olasz líra is szabadon lebegővé vált. Két hónappal később újabb „túlértékelt” valuták következtek a sorban: Svédország november 19-én kényszerült szabadjára engedni a koronát, Portugália pedig november 22-én az escudót. Sokáig veszélyben forgott a francia frank árfolyama is, ám ott végül a német jegybank határozott kiállása (és látványos frankvásárlásai) elhitették a piaci szereplők kellően nagy részével, hogy a frankot nem kell leértékelni. A rögzített árfolyamok megingása illetve összeomlása mögött valamennyi esetben az áll, hogy a recesszió közepette kérdéseessé vált a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozhatósága. Ennyiben tehát az egész európai valutaválság a finn problémák analógiájára magyarázható.

8. 8. A bankválság

A bankválság az 1990-93-as általános finn gazdasági válság legmélyebb bugyrait szakította fel. Kialakulásának fő oka az volt, hogy a kereskedelmi bankok, a

takarékpénztárak és egyéb hitelintézetek hatalmas hitelezési veszteségeket szenvedtek el ügyfeleik fizetésektelensége miatt. Míg a válság előtt évi átlagban 2-3 ezer vállalkozás ment csődbe Finnországban, addig 1991-től kezdve éveken át évente 4-7 ezer.

A bankok veszteségeinek természetesen ennél sokkal több forrása mutatható ki. Szinte minden hitelintézet jelentős részvényportfólió felett rendelkezett, s a részvényárfolyamok esésének megindulása már 1989-ben gondokat okozott néhányuknál. Veszteségként voltak kénytelenek elkönyvelni a bankok ingatlanbefektetések értékcsökkenését is. Jelentősen növelte veszteségeiket az is – főleg a lakossági üzletágban jelentősen érdekelt hitelintézetek esetében --, hogy a lakossági hitelek a jóléti társadalom egyik vívmányaként rendeletben szabályozott módon az alapkamathoz kötöttek voltak, s az alapkamat nem követte a piaci kamatszint emelkedését a kilencvenes évek elején. Eközben a bankok forrásai közt egyre csökkent a szintén az alapkamathoz kötött kamatozású lakossági betétek szerepe, s egyre nőtt a piaci kamatozású források súlya.

Mindezeknek a veszteségeknek a szerepe azonban eltörpül a hitelezési veszteségek mögött. 1986-90 között a finn hitelintézetek kumulált hitelezési vesztesége évente 1-3 milliárd márka között mozgott. 1991-ben viszont már 8 milliárd márkára ugrott, majd 1992-ben már a 20 milliárd márkát is meghaladta, s 1993-ban sem süllyedt 20 milliárd alá. Az 1991-95 közti időszakban összesen több mint 70 milliárd márka hitelezési veszteséget voltak kénytelenek elkönyvelni a finn hitelintézetek.

Az óriási hitelezési veszteségek fő oka a nyolcvanas évek második felének túlfűtött növekedési körülményei közepette végrehajtott hitelnyújtási liberalizáció. A liberalizáció egyrészt a hitelkamatok lejjebb szállását, másrészt a hitelnyújtási verseny élesedését eredményezte. A kitűnő konjunktúra idején amúgy is robbanásszerűen megugrott hitelkeresletre a hitelkínálat szintén robbanásszerű bővítése volt tehát a gazdaságpolitika reakciója – mint láttuk, a globalizációs és az integrációs kényszerből kiindulva --, ami értelemszerűen a hitelállomány robbanásszerű bővülését hozta magával, aminek a kockázatos hitelek növekedése lett a legsúlyosabb következménye. A gazdaságpolitika tehát inkább elősegítette a hitelválság kialakulását, mintsem megakadályozta volna azt.

Az FNB vezetése a nyolcvanas évek végén már komolyan aggódott a rakétatempójú hitelállomány-növekedés és a kockázatos hitelek elterjedése miatt. Elemzői 1989 végén már titokban arról készítettek elemzéseket, hogy a várható hitelválság milyen következményekkel jár majd. Az FNB irányítása alatt álló bankfelügyelet pótlólagos forrásokat kért az ellenőrzések szigorítására, de a költségvetési politika szigorításának jelszava miatt nem kapta meg (látványos példa ez arra, hogyan oltja ki egyik kormányzati cselekvés a másik hatását).

A hitelválság legsúlyosabban a takarékszövetkezeteket érintette⁷⁷. A nyolcvanas évek második felében a takarékszövetkezeti szövetség – és annak zászlóshajója, a Takarékszövetkezetek Központi Bankja, a SKOP – a hitelezési piacon való részesedés gyors növelését tűzte ki célul. Ezt azonban az erős versenyben csak úgy lehetett elérni, hogy olyan kockázatos ügyfeleknek is hitelt nyújtottak, akik más forrásból nem juthattak volna kölcsönhöz. A SKOP ugyan Finnország harmadik legnagyobb bankjává vált mérlegfőösszegét tekintve, de ennek ára az volt, hogy kinnlevőségeinek szerkezete – hasonlóan sok takarékszövetkezetéhez – egészségtelen lett, túl nagy súlyt képviseltek benne a magas kockázatú adósok. Emellett a SKOP igen jelentős összegeket fektetett be a részvényt piacon, s az ehhez szükséges pénzt rövid lejáratú piaci hitelek segítségével teremtette elő. A SKOP fedezetlen részvénybefektetéseinek összértéke a ciklus csúcspontján elérte a 35-40 milliárd márkát. Mindezek tetejébe a SKOP igen aktívan kapcsolódott be a magasra szökő belföldi kamatszint idején az alacsony kamatozású külföldi hitelek ügyfelei számára történő közvetítésébe is. Mindezek fényében utólag visszatekintve nem meglepő, hogy a bankválság első áldozata a SKOP lett: a hitelezési veszteségek a kedvezőtlen ügyfélszerkezet miatt itt duzzadtak a legnagyobbra 1991 folyamán, a tőzsde összeomlása és a fedezetlen részvénybefektetések a befektetési portfólió hatalmas veszteségeihez vezettek, s 1991 szeptemberében a SKOP gyakorlatilag fizetéképtelenné vált. A bankot az FNB-nek kellett saját közvetlen irányítása alá vonnia, vagyis az állam – a jegybankon keresztül – voltaképpen államosította a SKOP-ot, így

⁷⁷ A takarékszövetkezetek kálváriájának elemzéséhez lásd Hiilamo (1995)

akadályozván meg annak tényleges csődjét. (A SKOP veszteségeit a jegybank tartalékainak terhére fedezték.)

A SKOP összeomlása után sorra jelentek meg a bankrendszer súlyos helyzetére rámutató elemzések, a széles közvélemény ekkor ébredt rá igazán a problémák nagyságára. Ez lehetővé tette a politikusi beavatkozást. 1992 márciusában a kormányfő, a pénzügyminiszter, a jegybankelnök és a bankfelügyelet vezetője közös sajtóértekezleten jelentette be, hogy az állami költségvetésen belül 8 milliárd márkát különítenek el banki részesedések vásárlására, hogy a jövőben várhatóan nehéz helyzetbe kerülő bankokon segíteni tudjanak (a sajtóértekezleten résztvevők névsorának összeállítása is azt sugallta a piacoknak, hogy az állam a legmagasabb szinten, a legnagyobb erőfeszítésekre is kész a bankrendszer megmentése érdekében). A terv az volt, hogy a fizetési problémákkal szembesülő bankok – ha ezt kéri --, tőkeinjekciót kapnak az államtól egyfajta részvénykibocsátás formájában (a részvényeket az állam veszi meg), s az állami tőkebefektetésre vonatkozó kötelezettségvállalást azonnal be lehet számítani a bank saját tőkéjébe (ezáltal azonnal javítva a tőkemegfelelőséget). A tervezett 8 milliárd helyett végül azonban becslések szerint hozzávetőleg 40 milliárdot kellett költeni a bankok állami feltőkétítésére 1991-93 között. Pontos számok nem ismeretesek, mivel a bankválság számos kulcsfontosságú dokumentuma ma sem nyilvános még. Azt azonban tudni lehet⁷⁸, hogy 1993-ban a finn GDP (folyó áron) 477 milliárd márkát tett ki, így a bankkonszolidáció költsége nagyjából a GDP 8 százalékára tehető. Egyes becslések szerint GDP-arányosan ez az utóbbi évtizedek legnagyobb összeget igénylő bankkonszolidációja a fejlett világban (bár a kilencvenes évek elején végrehajtott magyar bankkonszolidáció ennél is többet igényelt).

Költségvetési forrásokból 1992 áprilisában állami tartalékalapot hoztak létre az állam banki tőkeemelésének lebonyolítására. Ez az alap vette át 1992 júniusában a SKOP részvényeit, 1992 végén pedig a legtöbb takarékszövetkezet fúziójából létrejött Suomen

⁷⁸ Statistical Yearbook of Finland (1995) p. 272

Säästöpankki (SSP, azaz Finn Takarékbank) részvényeit⁷⁹. Ez utóbbi ügylet egymagában is 10 milliárd márkás állami kiadást jelentett, 3 milliárd márkás tőkeinjekciót kapott az STS bank is, korábban pedig (1,7-1,7 milliárd márká értékben) a SYP és a KOP is. Az állami tulajdonba került bankrészvénycsomag így már olyan nagyra hízott és heterogénné vált, hogy 1993-ban kettéválasztották. Létrehozták az Arsenal részvénytársaságot, amelynek feladata az állami tulajdonban lévő „rossz” (vagyis a névérték töredékét érő, s gyenge árfolyamkilátásokkal rendelkező) részvények menedzselése lett. Egyfajta bankreorganizációs holding jött így létre (a finn zsurnalisztikában meghonosodott elnevezés minden eufemizmust nélkülöz: egyszerűen „hulladék-banknak” hívták), amelynek legnagyobb vagyoneleme az SSP bank lett. Az Arsenal működtetésére az állam 28 milliárd márká értékben vállalt hitelgaranciát és 5 milliárd márkás tőkével indította útjára a „hulladék-bankot”. 1994-95 folyamán az Arsenal további 18 milliárd márkányi állami tőkebefektetést kapott a vártnál több veszteség ellensúlyozására. Így a bankkonszolidációra becslések szerint összesen 100 milliárd márkát fordított az állam, amelyből 60 milliárdot kapott vissza⁸⁰. A bankkonszolidáció nettó költségét tehát azért becsülik „csupán” 40 milliárdra, mert a bankok egy része 1997-től kezdve visszavásárolta a tőkejuttatás fejében kibocsátott részvényeit vagy azok egy részét az államtól.

A takarékszövetkezetek összetett okok miatt váltak a hitelválság első számú áldozataivá. Egyrészt korábban rendkívül szigorúan szabályozták a tevékenységüket, s a nyolcvanas évek liberalizációs hulláma során még hirtelenebbül „szakadt rájuk” a szabadság, mint a többi bankra. Másrészt az amúgy is gyenge bankfelügyeleti rendszer figyelme kevésbé terjedt ki rájuk, mint a kereskedelmi bankokra. Harmadrészt nem voltak valódi tulajdonosaik (hiszen legtöbbjük önkormányzati tulajdonban volt). Mindez azt eredményezte, hogy a takarékszövetkezetek felett a hatósági és a tulajdonosi kontroll egyaránt gyenge volt, s ezzel szemben állt a hirtelen jött szabadság és az igen éles verseny, amely a megkívánható konzervatív üzletpolitikánál jóval kockázatosabb tevékenységhez vezetett. Mindezek tetejébe a takarékszövetkezetekkel szemben

⁷⁹ 1993 végén aztán az állami tartalékalap felszámolta a reménytelenül hitelvesztetté vált minősített SKOP bankot, s részvényeit egyenlő arányban a négy legnagyobb belföldi bank, vagyis a SYP, a KOP, az OKO és a Postipankki vásárolhatta meg.

⁸⁰ Helsingin Sanomat, 1994. június 13.

támasztott tőke megfelelési előírások lazábbak voltak, mint amivel a kereskedelmi bankok szembesültek. Ezt azzal magyarázták, hogy a viszonylag kis területen betéteket gyűjtő takarékszövetkezetek saját tőkéje meglehetősen csekély, s ez veszélyezteti versenyképességüket (márpedig az évszázados múlta visszatekintő kis takarékszövetkezetek fennmaradása iránti társadalmi igény sokkal nagyobb volt, mint a gazdasági). Így viszont a takarékszövetkezetek kockázatos ügyleteiket nagyon magas tőkeáttétel mellett végezték – ez pedig, mint az elméletből tudható, fellendülés idején gyors nyereségekhez, depresszió idején viszont igen gyors fizetéseképtelenséghez vezet. Voltaképpen a liberalizáció elhibázásáról van szó a takarékszövetkezetek esetében is, hiszen a pénzügyi funkciók szabaddá tételével egyidejűleg nem hoztak szigorúbb tőke megfelelési szabályokat. (A csődbe ment takarékszövetkezetek körül keletkezett különféle perekben azonban 10 takarékszövetkezet vezetőit csalárd üzletpolitika miatt is elítélték a bíróságok, igaz, másik 15 takarékszövetkezet irányítói ügyében felmentő ítéletet hoztak.)

A kormányzat által a parlamentnek 1993 decemberében benyújtott jelentés nagyjából a fent leírt tényeket és hatásokat tulajdonítja a bankválság okának, természetesen az általános gazdasági válság hatásai mellett. Említést tesz még bizonyos számviteli szabályokról, amelyek túlságosan engedékenyek voltak, illetve a bankfelügyelet rendelkezésére álló források elégtelenségéről, sőt bizonyos törvényi hiányosságokról is (például a banktörvény nem tette levetővé a kereskedelmi bankok leányvállalatainak ugyanolyan eszközökkel történő felügyeletét, mint az anyacégek esetében). Ezzel az államhatalom voltaképpen elismerte saját hibáit a versenykontroll terén, de nem ismerte el a gazdaságpolitikai baklövéseket. Amint azt Antti Kuusterä írja: „Az új világ olyan lehetőségeket kínált, amelyek korábban elképzelhetetlen mértékű kockázat vállalását tették lehetővé... A hatóságok azonban ezt nem tekintették problémának, így az új világba a régi szabályozással léptek be... Sem a jegybank, sem a bankfelügyelet, az államgépezet egyetlen eleme sem volt képes felismerni, milyen irányba haladnak a dolgok” (Kuusterä (1996), p.743).

A bankválságból végül azok a pénzüintézetek kerültek ki a viszonylag legkisebb veszteségekkel, amelyek a nyolcvanas években a leginkább konzervatív kihelyezési és forrásgyűjtési politikát folytatták (elsősorban az ország legnagyobb bankjának számító SYP és a svéd autonóm szigetcsoporthitelintézet, az Alandsbanken). Ezek a pénzüintézetek óvatosságuk miatt a nyolcvanas évek második felének nagy fellendülése idején valamennyire veszítettek ugyan piaci részesedésükből, de a válság elültével erősebb pozícióban találták magukat. A SYP például 1996-ban nem kis mértékben amiatt tudta magába olvasztani addigi legerősebb vetélytársát, a korábban az ország második számú bankjának számító KOP-ot – s ezáltal létrehozni a Merita Pankki bankot, amely méreteiből adódóan már az egységesülő európai bankpiacon is versenyképes lehetett –, hogy a KOP helyzete a válság idején igencsak megrendült. A tőzsdéi ügyletekben a SYP-nél sokkal aktívabban részt vevő KOP 1993-ban, majd 1995-ben is pótlólagos részvénykibocsátásokra kényszerült – a részvényhigítással 3 milliárd márkányi pótlólagos tőkét lehetett bevonni, természetesen a korábbi tulajdonosok kárára –, hogy elkerülje a csődöt, illetve az állami felügyelet bevezetését.

8. 9. A szovjet kereskedelem összeomlása

A szovjet kereskedelem összeomlását már elemezte a 6. 4. 2. fejezet, így itt elég néhány további momentumra utalni az ott leírtakhoz képest. Már a nyolcvanas évek közepétől világosan látták a finn gazdaságpolitika formálói, hogy a Szovjetunióval folytatott kereskedelem erőteljes csökkenésére lehet számítani. A szovjet félnek mind az export-, mind az importpotenciálja számottevően gyengült. Már ekkor felvetődött, hogy vajon fennmaradhat-e ilyen körülmények között a klíringrendszer. A kereskedelem 1990-től bekövetkező drámai összeomlásának mértéke és sebessége azonban mindenkit meglepett. Finnország nehézségeit fokozta, hogy az összeomlás (a szovjetunióbeli tényezők miatt) éppen akkor következett be, amikor a Nyugat-Európába irányuló finn export (részben nyugat-európai, részben világpiaci, részben finnországi tényezők miatt) szintén visszaesett. Az sem könnyítette meg a finn gazdaságpolitikát formálók helyzetét, hogy a válság kitörése idején az ország külpolitikai viszonyrendszerében alapvető változásokról

kellott dönteni: a BEKS-szerződés megszűnéséről, illetve az EK-csatlakozási kérelem beadásáról.

8. 10. A nyugat-európai recesszió

Amikor 1990 augusztusában Irak elfoglalta Kuvaitot, a világpiaci olajárak hirtelen 30 dollár fölé ugrottak az addigi 15-20 dollár közötti szintről. A gyors áremelkedéssel a piac az olajellátásban várható bizonytalanságokat jelezte. Az Öböl-válság hónapjai alatt ez a bizonytalanság fokozódott, és csak akkor szűnt meg (éppolyan hirtelen, ahogy kirobbant), amikor 1991. januárjában az ENSZ-csapatok megkezdték a Sivatagi Vihar hadműveletet. A háború régóta várt kitörése ugyanis egyértelművé tette, hogy a világ olajellátásában mégsem lesznek nagyobb fennakadások, hiszen az amerikaiak által vezetett ENSZ-haderő gyors győzelme egy pillanatig sem volt kétséges. A piacok gyorsan meg is nyugodtak, az olajárak a jóslatokkal ellentétben hamar visszaestek a válság előtti időszak szintjére (sőt, egészen 1999-ig még tovább is süllyedtek).

A magas olajárak alig fél évnyi intermezzója azonban ahhoz elégnék bizonyult, hogy fordulatot hozzon a nyugat-európai konjunktúrában. A nyolcvanas évek második felét jellemző hosszú fellendülésnek véget vető, alapvetően ciklikus jellegű (tehát a finnországi válságtól eltérő természetű) visszaesés vette kezdetét Nyugat-Európában. Ehhez hozzájárult a német újraegyesítés vártnál jóval nagyobb költsége miatt emelkedni kezdő német kamatszint is. A német újraegyesítésnek a szövetségi költségvetést terhelő, évi 150-200 milliárd német márkára taksált költségei ugyanis erőteljesen megnövelték a szövetségi költségvetés hiányát, ami az infláció gyorsulásához vezetett. Az áremelkedés ellen évtizedek óta talán az egész világon legkeményebben harcoló Bundesbank gyorsan és jelentősen emelte az irányadó kamatlábakat, s az ERM-rendszerben a szabad tőkeáramlás mellett érvényesülő nyílt kamatparitás elvének megfelelően egész Nyugat-Európára kiterjedt a magasabb kamatszint. A finn márka ECU-höz kötésével Finnország de facto egyoldalúan csatlakozott az ERM-hez, s így a kamatemelkedés rá is kiterjedt. A helyzetet súlyosbította, hogy míg az olajár-emelkedés csak ideiglenes jelenségnek bizonyult, addig a kamatszint-emelkedés tartósnak.

A magas nyugat-európai kamatszint háromszorosan is súlyos csapást jelentett a finn gazdaságnak: egyrészt a legfontosabb exportpiacain csökkent az importhajlandóság, másrészt a legtöbbször a Liborhoz kötött kamatozású hitelek kamatterhei jelentősen megemelkedtek, átlagosan mintegy 5 százalékponttal – vagyis csaknem a korábbi szint duplájára. Az 1989-ben mintegy 100 milliárd finn márkára becsült külföldi adósság kamatköltségei évente 5 milliárd márkával lettek magasabbak, ami természetesen ugyanennyivel emelte a folyó fizetési mérleg hiányát. Harmadrészt a finn válságot a nyugat-európai kamatszint emelkedése azzal is mélyítette, hogy a nyílt kamatparitás elvének érvényesülése Finnország és az EK viszonylatában egyúttal a finn belföldi kamatláb emelkedését is jelentette, ami tovább gyengítette az amúgy is siralmasan alacsony beruházási kedvet. Ráadásul a német és a finn rövid távú reálkamatlábak közti különbség tovább nőtt a válság alatt, ami abból adódott, hogy hiába emelkedett a válság idején a német infláció (az elmúlt évtizedekben páratlan módon) a finn fölé, a nominális kamatlábak közti különbség változatlan maradt.

A 3 hónapos Helibor (az irányadó rövid lejáratú helsinki bankközi kamatláb) 1990 elejére 15 százalék fölé emelkedett, s egy rövid ideig tartó és csekély csökkenést követően egészen 1992 végéig 11 és 16 százalék között mozgott. Ez – figyelembe véve az ebben az időszakban fokozatosan 4-ről 1 százalékra csökkenő inflációt – nem kevesebb, mint *7-15 százalékos reálkamatlábnak felel meg*. A finn gazdaság korábban évtizedeken át ennek a töredékéhez szokott hozzá (a kamatszabályozásnak köszönhetően). A sokáig fennálló rendkívül magas reálkamat meghatározó tényező lett a válság szokatlanul hosszú ideig tartó elhúzódásában. A vállalati szféra a beruházások csökkentésével, a lakosság fogyasztásának csökkentésével, a tőzsde a pangás elhúzódásával reagált a magas reálkamatokra. A belföldi kereslet ebből adódóan 1990 folyamán számottevően csökkent, 1991-ben pedig gyakorlatilag összeomlott – legalábbis a fejlett gazdaságok körében páratlan, 10 százalékos zuhanást produkált. A belföldi kereslet még (kisebb mértékben) 1992-ben és '93-ban is csökkent.

A belföldi keresleten belül leginkább a vállalati beruházások csökkentek, három év alatt 1992-re az 1989-es csúcstérték mintegy felére. A beruházásokon belül a legsúlyosabb visszaesést a lakásépítés élte át (ahol a túlhevülés alatt bekövetkezett fellendülés is az egyik legnagyobb mértékű volt). A gépekbe és berendezésekbe történő beruházások szintén drámai mértékben csökkentek, de 1993 második felétől az export váratlan és gyors fellendülésének köszönhetően újra élénkülni kezdtek. Ezzel szemben a kizárólag a belső piacot szolgáló beruházási szektorok válsága jóval tovább húzódott. A beruházások igen erőteljes visszaesését nem csupán a gyenge termelési kilátások és a magas kamatlábak okozták (mint egy átlagos konjunkturális ciklus leszálló ágában), hanem a tőkeeszközök értékének jelentős csökkenése is (ami a súlyos gazdasági válságok kísérőjelensége).

9. KILÁBALÁS A RECESSZIÓBÓL

A márka kötött árfolyamának megszüntetése utat nyitott a kamatszint alább szállása előtt. Az inflációs veszélytől tartó FNB rövid kivárás után 1993 elejétől kezdve fokozatosan (a kritikusok szerint túlságosan is lassan) elkezdte csökkenteni az alapkamatot, a piaci kamatok pedig szintén lassú csökkenésnek indultak. A kamatszint 1994 elejére érte el mélypontját, amikor a három hónapos Helibor 5 százalék alá esett. Az alacsony kamatszint és a leértékelődésnek köszönhetően versenyképesebbé vált export meglődulása együttesen lehetővé tették a kilábalást a recesszióból 1993 folyamán, azt követően pedig a gyors (eleinte exportvezérelt, később már a belföldi kereslet élénkülésére is alapozó) növekedés megindulását.

A márka védelmében mesterségesen magasan tartott kamatok már két éve mélyítették az egyébként is súlyos recessziót, így a szabadon lebegő árfolyam bevezetése a reálgazdaság számára megváltásként érkezett. Utólag visszatekintve meglehetősen furcsa, hogy ilyen súlyos termelésvisszaesés közepette miért ragaszkodott ilyen sokáig a jegybank (sőt, a politikai elit nagyobbik része) a kötött árfolyamhoz, tudván, hogy az a fizetési mérleg hiánya és súlyos finanszírozási nehézségei mellett a magas kamatszint fenntartását, sőt további emelkedését eredményezi, tovább mélyítve így a recessziót. A magyarázatot az

integrációs kényszerben, illetve annak percepciójában találhatjuk: a döntéshozók úgy érezték, nem engedhetik meg a márka leértékelését vagy a rögzített árfolyam feladását anélkül, hogy komoly károkat ne okoznának Finnország – a szovjet blokk, majd maga a Szovjetunió összeomlása után végre lehetővé váló – nyugati integrációjának.

Az integrációs kényszer percepciója magyarázza azt is, hogy miért kezdett az FNB az alapkamat emelésébe már 1995 folyamán, amikor pedig a fellendülés elején az inflációs veszély az elemzők többsége szerint még nem volt olyan nagy, ami ezt indokolta volna. Az FNB célja nem is elsősorban az infláció elleni küzdelem volt, hanem a márkaárfolyam erősítése. Mivel 1995 folyamán a Bundesbank – és nyomában számos más nyugat-európai jegybank – fokozatosan csökkentette irányadó kamatait, a finn kamatemelések egyre vonzóbbá tették Finnországot és a finn márkát a pénzügyi befektetők szemében. Ennek eredménye a márka árfolyamának erősödése lett – bizonyos értelemben tehát az FNB visszatért az erős márka politikájához. 1995 végére egy márkáért hozzávetőlegesen annyi ECU-t adtak, mint a kötött árfolyam korszakának utolsó szakaszában. (Mivel azonban az eltelt három évben a finn infláció alacsonyabb volt, mint az EK átlagáé, a márka reálárfolyama még 1995 végén is alacsonyabb volt az 1992-es lebegtetési döntés előttinél.)

9. 1. Az infláció lelassul

Az infláció Finnországban a második világháború után általában gyorsabb volt, mint a fejlett országok átlagában. Ennek okairól (mesterséges keresletélénkítés, központosított bértárgyalások által kiváltott, a termelékenység növekedését gyakran meghaladó bérnövekedés, stb.) fentebb már volt szó. Itt most elég arra utalni, hogy a gazdaságnak ez az „inflációs hajlama” élesen benn volt a közgazdászok és a gazdaságpolitikusok tudatában a nyolcvanas évek során. Az integráció reális lehetőséggé válásával pedig elterjedt az a meggyőződés, hogy az infláció ellen bármi áron küzdeni kell.

A nyolcvanas évek második felében a gyors fellendüléssel, később pedig a túlhevüléssel párhuzamosan az infláció is gyorsan emelkedett Finnországban. A konjunktúra

tetőpontján, 1989-ben a fogyasztói árszínvonal növekedési üteme elérte a 7 százalékot. A trendet illetően hasonló jelenség játszódott le Nyugat-Európában is, azzal a különbséggel, hogy ott – a második világháború utáni hagyományoknak megfelelően – jellemzően a finnországinál alacsonyabb volt az ütem.

A válság kitörésekor a gazdaságpolitikusok az inflációs nyomás hűlésére, a fogyasztói árindex növekedési ütemének csökkenésére számítottak. Úgy gondolták, hogy a hirtelen és jelentősen visszaeső makrogazdasági kereslet mellett túlkínálat alakul ki, ami élesebbé teszi a versenyt a vállalatok között, és ez megakadályozza az áremeléseket. Számításuk be is igazolódott: 1990-ben a fogyasztói árindex már csak 6 százalékkal emelkedett, 1991 őszére pedig az ütem 4 százalék alá mérséklődött.

Új helyzetet teremtett azonban a márka leértékelésére ható piaci nyomás megjelenése, illetve felerősödése. A gazdaságpolitikusok ismét az infláció erősödésétől kezdtek tartani arra az esetre, ha a leértékel(őd)ésre ténylegesen sor kerülne. A fogyasztói árindex méréséhez használt kosárban ekkortájt Finnországban 25 százalék körüli volt az importcikkek aránya. Számos hazai termék előállításánál jelentős volt azonban az import alapanyagok aránya, és ez alapján joggal lehetett attól tartani, hogy a behozatal drágulása újabb jelentős lökést ad az inflációnak. Miután a leértékelődés bekövetkezett, és 1993 tavaszáig a márka összesen 40 százalékot veszített értékéből, joggal lehetett arra számítani, hogy (igaz, csupán egyszeri hatásként, de) az árszínvonal $40 \cdot 0,25 = 10$ százalékkal emelkedni fog, hiszen hiába múlt el szinte teljesen a belföldi indíttatású drágulás veszélye, ha az importon keresztül mégis létezik majd inflációs nyomás.

Általános meglepetésre azonban az infláció nemhogy gyorsult volna, hanem tovább lassult. A márka 1991. novemberi leértékelése és a lebegő árfolyam 1992. szeptemberi bevezetését követő újabb leértékelődés következménye mindössze annyi lett, hogy némileg lelassult, illetve egy időre megállt a drágulási ütem csökkenésének folyamata. 1991 vége és 1993 eleje között a fogyasztói árindex növekedése éves szinten végig a 2,5-3,0 százalék közti sávban mozgott, de a csökkenő trend nem változott meg. Amikor pedig 1993 tavaszán az immár szabadon lebegő márka felértékelődése megindult a

devizapiacokon – a gazdasági kilátások javulásának hatására –, az infláció lassulásának folyamata új erőre kapott, és a fogyasztói áremelkedés éves üteme 1994 elejére gyakorlatilag nullára esett vissza. Néhány más inflációs mutató (például a termelői vagy a nagykereskedelmi árak indexe) egyenesen negatív inflációt, deflációt mutatott ekkortájt.

A vártnál sokkal kedvezőbb inflációs fejlemények magyarázatát a rendkívül mély válság miatt rendkívüli mértékben felerősödött verseny adta. Igaz, a nyugat-európai infláció is sokkal kedvezőbben alakult a világpiaci olajárak 1990-91-es felszökése idején remélnél, de ez önmagában kevés lett volna. Az importárak drágulása csak úgy maradhatott szinte teljesen hatás nélkül a finnországi árszínvonalra (hiszen az a hatás, hogy lelassult az inflációs ütem csökkenése, nem nevezhető jelentősnek), hogy a válság miatt igen nagy mértékben erősödött a verseny, a fogyasztás csökkenése mellett pedig csak azok a cégek tudták eladásukat legalább részben fenntartani, amelyek – legtöbbször saját nyereségük csökkenését vagy akár teljes megszűnését is vállalva – nem emelték áraikat saját importjuk drágulása dacára sem.

Az infláció korábban elképzelhetetlen lelassulásához az óriásira duzzadt munkanélküliség is hozzájárult, megmutatván, hogy a kilencvenes évek legsúlyosabb társadalmi problémájaként átélt tömeges állástalanságnak – kicsiny öröm az ürömben – van pozitív hatása is. A szakszervezetek alkupozíciója rendkívüli mértékben leromlott, a béremelkedés 1992-93 folyamán gyakorlatilag a nullával volt egyenlő, s 1994-95 folyamán is nagyon csekély maradt, miközben a termelékenység számottevően emelkedett és a munka adó- és járulékkerhei nem változtak. A termékegységre eső bérköltségek tehát jelentősen csökkentek ezen évek alatt, s ez segítette a vállalatoknak változatlan szinten tartani (sőt, sok esetben még csökkenteni is) a termelői árakat. A válság idején nagyra duzzadt kihasználatlan termelői kapacitások szintén fékezőleg hatottak az árakra.

Az inflációlassulás folytatódásának és tartóssá válásának váratlansága azonban károkat is okozott a finn gazdaságnak. A jegybank ugyanis – az áremelkedések gyorsulására számítva – túl sokáig tartotta magasán a kamatokat a márka lebegtetéséről határozó 1992.

augusztusi döntés után is. Ez pedig jelentősen meghosszabbította a válságot, hiszen a magas kamatszint elvette a forrásokat a beruházásoktól. Az FNB 2 százalékos inflációs célkitűzést állított az 1993-97-es időszakban a gazdaság elé, és mivel ennek meghaladásától tartott, egészen 1993 tavaszáig várt a kamatsökkentés folyamatának megindításával. Az utóbb túlzottnak bizonyult inflációs félelmek rossz előrejelzéseken alapultak, és ennek a hibának az árát a fellendülés kezdetének későbbre tolódásával kellett megfizetni.

9. 2. A költségvetési politika kényszerei

A válság előtt és alatt Finnország nem folytatott kellően anticiklikus költségvetési politikát. A válság alatt kényszerből, mivel a fellendülés idején nem teremtett kellő tartalékokat. A nyolcvanas évek végén a finn központi költségvetést folyamatosan deficitésre volt, csak 1990-ben és 1991-ben sikerült csekély szufficit betervezését kiharcolni a parlamentben. A tényleges bevételi összegek a nyolcvanas évek végén – a gyors gazdasági növekedés következtében -- rendre meghaladták a tervszámokat, s ennek köszönhetően a zárszámadásban rendre csekély többletet lehetett kimutatni. Ennek mértéke azonban utólag tekintve elégtelen volt, így a váratlanul súlyosnak bizonyult válság idején a kiadások emelésének a deficit finanszírozási kényszerei kemény korlátokat állítottak, a költségvetés nem tudta pótlólagos kiadásokkal olyan mértékben enyhíteni a válságot, mint azt a gazdaságpolitika irányítói szerették volna.

Természetesen a finn költségvetésben – miként a jóléti államok mindegyikében – számos automatikus stabilizátor szerepelt. A fellendülés idején a gyorsan növekvő adóbevételeknek volt köszönhető a szufficit kialakulása. A GDP-növekedés 1990-es megtorpanása idején az adóbevételek is csökkenni kezdtek, de ekkor még nem borult fel az egyensúly. A költségvetés helyzetében 1991 – a recesszió első teljes éve -- hozta meg a fordulatot. Ekkor már az adóbevételek csökkenési ütemének felgyorsulása mellett a munkanélküli segélyre fordított kiadások drámai megugrása, az egyébként viszonylag alacsony államadósság kamatkidásainak a kamatszint általános növekedése miatti növekedése és a bankkonszolidáció megindulása is az egyenleg romlásának irányába

hatott, s a költségvetés az évet korábban elképzelhetetlen nagyságrendű (32 milliárd márkás, azaz a GDP 6,5 százalékára rúgó) hiánnyal zárta. 1991-ben még nem volt restriktív a költségvetési politika (sőt, egyes értékelések szerint a munkáltatók tb-járulékának a finn versenyképesség javítása céljával végrehajtott csökkentése miatt egyenesen expanzívnak tekinthető az 1991-es költségvetés), de ezt követően sorra születtek a takarékosági programok, a „finn Bokros-csomagok”.

Ezeknek a csomagoknak a fő céljuk az volt, hogy megállítsák, sőt, lehetőleg visszafordítsák a költségvetési hiány növekedését. 1992-ben ugyanis még az előző évi rekordnál is több mint kétszer nagyobb, 72 milliárd márkás hiány keletkezett a központi költségvetésben, ami a GDP 15,1 százalékának felelt meg. Ez a nemzetközi összehasonlításban is kirívóan magas hiány az uralkodóvá vált közgazdasági gondolkodás szerint tarthatatlan volt, s a társadalomban eddigre kialakult „válságtudat” (vagyis a gazdasági helyzet drámai romlásának percepciója) lehetővé tette, hogy a hiány lefaragását célzó takarékosági csomagot a közvéleménnyel – illetve a parlamenttel -- el lehessen fogadtatni.

9. 3. A Sailas-csomag

Az első takarékosági csomagot 1992 őszén a magas hiány miatt az államadósság gyors növekedésétől tartó pénzpiacok követelték ki a kormányzattól, a márka kötött árfolyamának megszüntetése után, amikor a nemzeti valuta további leértékelődésének vélt veszélyét igyekezett elkerülni a kabinet. Ennek az első csomagnak (előterjesztője, a miniszterelnöki hivatal költségvetési főosztályának vezetője, Raimo Sailas után a köznyelvben Sailas-csomagnak nevezték) a célja a költségvetés kiadásainak 20 milliárd márkás lefaragása volt⁸¹. Az 1992. októberében nyilvánosságra került Sailas-csomag a következő kiadáscsökkentéseket tartalmazta: a munkanélküli segély összegének és folyósítási időtartamának csökkentése, a munkaadóknak adott foglalkoztatási támogatások

⁸¹ Már 1991 végén is történtek kísérletek a kormány részéről az 1992-es költségvetés szigorítására, de ezek jórészt eredménytelenek maradtak.

csökkentése, a családi pótlék csökkentése, a gyógyszerár-kiegészítés csökkentése, a lakbér-kiegészítés csökkentése, valamint egyes mezőgazdasági támogatások csökkentése.

Egyes értékelések szerint a Sailas-csomag a jóléti államra mért végzetes csapással volt egyenértékű – s ezt a megszorítások célpontjai is mutatják --, más vélemények értelmében viszont éppen a többi jóléti juttatás megőrzését tette lehetővé. A 20 milliárd márkás megtakarítást lehetővé tevő intézkedéscsomag rendkívül gyorsan roppant népszerűtlenné vált – a magyar Bokros-csomaghoz hasonlóan --, a szakszervezeteken kívül a legkülönbébb pártállású politikusok egész hada igyekezett a lehető legélesebben elítélni és megbélyegezni, beleértve a kormány számos (népszerűség növekedésre áhító) miniszterét is. Mivel azonban alternatív megoldási javaslatok a költségvetési hiány lefaragására nem merültek fel (a bevételek növelése csak adóemeléssel vagy új adók kivetésével látszott elérhetőnek, s ez a még mindig tartó recesszió további elmélyülésével fenyegetett), az 1993-as költségvetés „fű alatt” a csomag legtöbb elemét megvalósította, s ezt a csomag ellen szavakban igen hevesen tiltakozó parlamenti képviselők többsége csendben jóváhagyta. Az 1995-ös magyar Bokros-csomagtól eltérően Finnországban tehát az elkerülhetetlen megszorítások kivitelezését gyakorlatilag egyetlen politikus sem vállalta nyilvánosan (ezt jól mutatja, hogy a megszorító csomag elnevezése is egy köztisztviselőre, nem pedig politikusra utalt), a „piszkos munkát” a hivatalnokokra bízták.

A Sailas-csomag 20 milliárdos megtakarítása azonban kevésnek bizonyult. Innentől kezdve körülbelül félévenként követték egymást az újabb és újabb takarékosági csomagok, egészen 1994-ig, amikor a meginduló fellendülés teremtette adóbevétel-növekedés közepette többé már nem volt szükség újabbakra. Ezek összességében hozzávetőleg további 20 milliárd márkával csökkentették a költségvetés kiadásait, jórészt szintén a jóléti juttatások terhére⁸². A kormányzat szeretett volna még nagyobb megtakarítást elérni a munkanélküli segély további csökkentésével, de ezen tervétől látványos és drámai egyeztetések után 1992. november 25-én kénytelen volt megválni, miután a legnagyobb szakszervezeti szövetség november 26-ra általános sztrájkot

⁸² Csökkentették például a gyēs összegét, a nyugdíjak automatikus, inflációkövető emelésekor használt szorzókat, de az önkormányzatoknak adott költségvetési támogatás mértékét is.

hirdetett. Így tehát a költségvetési lefaragások a válság alatt összesen 40 milliárd márkára (durván az 1991-es GDP 8 százalékára) rúgtak. Részben ennek, részben a meginduló fellendülésnek köszönhetően a költségvetést lassan sikerült egyensúlyba hozni. Az 1992-es 72 milliárd márkás hiány 1993-ban még gyakorlatilag változatlan szinten maradt (közel 70 milliárd márka), 1994-től viszont egyre látványosabban csökkent.

A költségvetési hiány megugrásának egyik legközvetlenebb következménye az államadósság gyors növekedése lett. A nyolcvanas évek végén Finnország GDP-arányosan mérve Nyugat-Európa egyik legalacsonyabb adósságszintjével büszkélkedhetett. A bruttó államadósság 1989-ben alig haladta meg a 10 százalékot, s mivel a finn állam jelentős követelésállomány felett is rendelkezett (részben államközi hitelek, részben a belgazdasági szereplőknek nyújtott kölcsönök formájában), a nettó adósság gyakorlatilag nulla volt. Tény viszont, hogy a bruttó adósság több mint fele külföldi devizában jegyzett adósság volt, ami a válság mélypontjain többször is bizonytalanságot ébresztett a befektetőkben a visszafizetés lehetőségét illetően.

Ez a szinte páratlanul kedvező helyzet a válság néhány éve alatt jelentősen romlott, s a bruttó államadósság szintje 1995-re elérte a GDP 65 százalékát, ami akkor már megfelelt a nyugat-európai átlagnak. Ilyen gyors adósságemelkedésre ebben az időszakban csak Svédországban találni másik példát. (Az államadósság szintje több országban is sokkal magasabb volt ezekben az években, például Belgiumban vagy Olaszországban a GDP 120 százalékát is meghaladta, de ezekben az államokban évtizedeken át tartó lassú emelkedés eredménye volt a magas szint.) A romlás azonban csak részben magyarázható a költségvetés tartósan magas hiányával, részben a márka leértékelésének illetve későbbi leértékelődésének következménye, ami nemzeti valutában számolva felértékelte az adósság devizában jegyzett (nagyobbik) felét. Így 1992-93 folyamán a külföldi devizában jegyzett adósság gyorsabban nőtt, mint az a költségvetési hiány miatt várható lett volna. A márka erősödése idején, 1994-95 folyamán viszont az adósság emelkedése már azelőtt lelassult, hogy a költségvetést sikerült volna kiegyensúlyozni, sőt 1996-ban az adósság növekedése megállt, majd lassan csökkenni kezdett (a maastrichti kritériumok teljesítése

szempontjából kulcsfontosságú 1997-es évben újra a GDP 60 százaléka alá került, így Finnország ezt a kritériumot is teljesítette).

9. 4. Az export felfutása

A második világháború utáni nyugat-európai gazdaságtörténet legsúlyosabb egyedi válságából való kilábalás folyamatának megindulását Finnország az exportnak köszönheti. A finn export 1989-91 között visszaesett és az 1991. novemberi leértékelésig a közeljövőre vonatkozó kilátásai is rosszak voltak a túlértékelt márkárfolyam és a nyugat-európai konjunkturális hanyatlás miatt. Mint láttuk, az export gyengélkedése ekkor az egyik fő oka volt a fizetési mérleg deficitjének finanszírozásával kapcsolatos aggodalmaknak, amelyek végül a márka leértékeléséhez vezettek.

Az 1991. novemberi leértékelés után azonban az export teljesítménye gyorsan javulni kezdett. A kivitel sokkal gyorsabb növekedésnek indult, mint azt a legtöbb közgazdász gondolta volna. A márkárfolyam 1992. szeptemberi szabaddá tétele, s az ebből következő leértékelődés ismét nagyot lendített a már gyors növekedésnek indult exporton. 1992-94 között a finn export nem kevesebb, mint egyharmadával bővült, s ezt követően tovább gyorsult a tempó. 1998-ra a kivitel értéke elérte az 1991-es szint kétszeresét, 2000-re pedig az előzetes adatok szerint további 50 százalékkal lesz magasabb. Világgazdasági összehasonlításban is ritkaságnak számít a kilencvenes években, hogy egy ország hét év alatt meg tudja duplázni exportját (különösen úgy, hogy valutája csak az időszak első részében értékelődik le, a másodikban inkább felértékelődik már – márpedig Finnország esetében így történt)⁸³.

Az export káprázatos felfutása elsősorban a finn vállalatok nemzetközi versenyképességében bekövetkezett gyors javulásának tulajdonítható, ami pedig alapvetően két okra – döntően a márka leértékelésére illetve, kisebb, de nem elhanyagolható mértékben, a béremelkedés válság alatti megállására – vezethető vissza. A

⁸³ Ez a kevesek között például éppen Magyarországnak sikerült: az 1992-es 10,7 milliárd dolláros export 1999-re 25,0 milliárd dollárra emelkedett.

márkaleértékelés, majd a valuta rögzített árfolyamának kényszerű megszüntetése ellen sokáig harcoló gazdaságpolitikai döntéshozók, látva az árfolyamváltozás révén kialakult exportfellendülést, hamarosan már úgy tüntették fel a devalvációs lépéseket, mintha azok egy átgondolt exportsegítő stratégia részei lettek volna, nem pedig kényszerű fejet hajtás a piaci nyomás előtt.

Mindez meggyőzően igazolja, hogy a finn iparvállalatoknak a nyugati piacokra (és/vagy belföldi eladásra) termelő túlnyomó többsége alapvetően megfelelő és versenyképes struktúrában termelt. Az, hogy a leértékelés után szinte azonnal gyorsan emelkedni kezdett az export, azt mutatja, hogy nem volt szükség alapvető termékszerkezet-váltásra a vállalatok döntő többségénél. A válság tehát nem szerkezeti jellegű volt (mint a közép- és kelet-európai államok transzformációs krízise), hanem „csak” a fizetési mérleg deficitje, a túlértékelt márka és az elhibázott liberalizáció okozta.

Az export felfutása lehetővé tette a folyó fizetési mérleg javulásának felgyorsulását. A folyómérleg deficitje már a válság kezdetén, 1990-től csökkenni kezdett, ami a belföldi fogyasztás csökkenése által kiváltott importvisszaesésre volt visszavezethető. Ehhez 1991-től hozzásegített a turizmusmérleg egyenlegének javulása is: részben a tömeges elbocsátások, részben (1991 novembere után) a márka leértékelése alaposan visszavetette a finnek külföldre utazási kedvét. (A leértékelés a beutazó turizmust viszont ösztönözte, így míg 1990-ben a turizmus mérlege 6 milliárd márkás deficitet mutatott, 1994-re csaknem teljesen egyensúlyba került.) Az is segítette a fizetési mérleg hiányának felszámolását, hogy a leértékelés következtében a hazai cégek a belföldi piacon sok esetben versenyképesebbek lettek a külföldieknél, így számos esetben kiszorították az importot. Az import visszaesése azonban viszonylag csekély maradt, mert a fenti hatásokat már 1992-től részben ellensúlyozni kezdte az export bővüléséből adódó pótlólagos importkereslet (hiszen a kis, nyitott gazdaságként működő Finnországban a kivitel előállításához sok import inputot használnak fel), sőt 1993-tól ez a hatás már túl is kompenzálta a fogyasztáscsökkenésből és a hazai cégek belföldi piacon versenyképesebbé válásából adódó importcsökkentő hatásokat. Az import aránya a GDP-hez képest a válság végén nagyobb volt, mint a válság előtt.

A fizetési mérleg javulásának legfontosabb okává tehát egyértelműen az export szárnyalása vált 1992-től kezdve. A fizetési mérleg deficitje 1993 második felében megszűnt, majd 1994-re jelentős többlet alakult ki, amely 1995-re elérte a GDP 4 százalékát és tartósan ezen szint körül maradt. Ez lehetővé tette a külföldi adósságállomány csökkenését és (már 1994-től) a márka árfolyamának erősödését.

Miközben tehát a válságból való kilábalás egyértelműen az export fellendülésének köszönhető, a GDP-csökkenés csak akkor állt meg (1993 utolsó negyedében), amikor a belső kereslet csökkenése is véget ért. A válság véget érésének időpontja tehát igen sokféle módon meghatározható. A klasszikus definíció a recesszió befejeződését a GDP-visszaesés befejeződésére teszi, de Finnország esetében ez inkább következménynek tekinthető már, mint oknak, hiszen láttuk, hogy a fordulatot az export növekedésének megindulása jelentette. Az is igaz viszont, hogy amikor a kivitel nőni kezdett (tehát 1991-92 fordulóján), a társadalom válságérzete még éppencsak kialakult. Az ipari termelés 1992 folyamán indult -- eleinte szerény – növekedésnek, a munkanélküliség emelkedése viszont csak 1994-ben állt meg, a belső piacra termelő szektorok közül pedig egyik-másik csupán 1995-ben hagyta maga mögött a visszaesés korszakát, s akkor is csupán igen lassú növekedést regisztrálhatott (ennek legszemléletesebb példája az építőipar). Ezt nem kis mértékben annak tulajdonítják, hogy a válság idején az anticiklikus gazdaságpolitika lehetőségei meglehetősen szerények voltak: a monetáris politika a sokáig fenntartott rögzített árfolyam miatt maradt tehetetlen, a költségvetési politika pedig az állami adósságszint növekedésétől (illetve ezen keresztül a maastrichti kritériumoknak meg nem feleléstől) való félelem miatt. Ha pedig azt vesszük alapul, hogy a válság előtti 2-3 százalékos – az EU-átlagnál jóval kisebb – munkanélküliség az 1994-ben megindult csökkenés dacára csak 1999-ben süllyedt ismét az EU-átlag alá – s a nem szakmai közvélemény számára kétségtelenül az állástalanság volt a krízis legfájdalmasabb eleme -, akkor a válság befejeződését ebben az értelemben csak 1999-re datálhatjuk (bár ez már inkább társadalomlélektani, mintsem közgazdasági megközelítés).

9. 5. Epilógus: A finn gazdaság sikertörténete 1993 után

A válságból kilábaló Finnországban káprázatos növekedés indult meg. 1994 és 1999 között a GDP éves átlagban 4,6 százalékkal emelkedett, ami az OECD-térségben a második legmagasabb érték (Írország után), s kétszerese az EU-átlagnak. Az igen gyors fellendülés az infláció alacsony szinten maradása s a munkanélküliség gyors csökkenése mellett ment végbe. Az előrejelzések pedig a dolgozat írása idején mind rövid- mind középtávon a kitűnő makrogazdasági körülmények fennmaradását vetítik előre.

A rendkívül gyors fellendülést természetesen részben a megelőző hosszú recesszió magyarázza – a Jánossy-féle helyreállítási paradigmának megfelelően, lásd Jánossy (1966) –, amely alatt növekedés elmaradt a hosszú távú trendtől. Önmagában azonban ez nem elégséges magyarázat, hiszen a gazdaságban számos olyan új jelenség bukkant fel – sőt, tett szert meghatározó jelentőségre –, amely korábban nem volt jellemző Finnországra.

Ezek közül elsőként említendő az elektronikai és távközlési iparágnak a robbanásszerű fejlődése és az egész finn gazdaság legfontosabb húzóerejévé válása. Az OECD számításai szerint⁸⁴ az elektronikai felszerelések gyártása 1995-99 között évente átlag $\frac{3}{4}$ százalékponttal járult hozzá a GDP-növekedéshez, de ez az arány folyamatosan növekszik, s 1999-ben már a 4 százalékos GDP-növekedésből $1\frac{1}{4}$ százalékpont tulajdonítható ennek a szektornak, vagyis a teljes GDP-növekmény közel egyharmada. Az ágazat termelése éves átlagban 25 százalékos volt 1994-99 között. Az elektronikai berendezések gyártása 1991-ben a finn GDP 1,7 százalékát adta, 1999-ben viszont már 6,5 százalékát. Exporton belüli aránya ugyanebben az időszakban 9-ről 26 százalékra emelkedett. Éppúgy, ahogy az eredetileg „falábakon” álló finn ipar az 1940-es évek végétől két domináns szektorúvá vált a szovjet jóvátétel követelményeinek egyik pozitív mellékhatásaként (a fa- és papíripar mellé jelentőségben felzárkózott a fém-, majd a gépipar), úgy vált a kilencvenes évek végére a finn ipar hármas osztatúvá, ahol az elektronikai berendezések gyártása az exportban az egyéb gépipart már meghaladta, s

⁸⁴ OECD (2000), p.22

számítások szerint 2001-re már a fa- és papíripar arányát is meghaladja majd. Az ágazat elképesztő termelékenységét jelzi, hogy mindezek mellett ma is csupán a finn munkaerő 3 százalékát foglalkoztatja. Az alábbi táblázatok jól jelzik, milyen szédítő változás ment végbe a finn export ágazati szerkezetében az elmúlt néhány évben, miközben a célországok szerinti szerkezet változatlan maradt.

4. táblázat: A finn export megoszlása célországok között (a teljes export százalékában)

	1994	1999
Németország	13,4	13
Svédország	10,9	10
Nagy-Britannia	10,3	9,1
USA	7,2	7,9
Franciaország	5	5,3
Hollandia	5,1	4,4
Oroszország	5,2	4,1
Olaszország	3	3,8
Dánia	3,4	2,8
EU-15 összesen	55,5	57,9
Egyéb Európa	18,8	17,6
Ázsia	0,6	10,6

Forrás: Statistics Finland

5. táblázat: A finn export ágazati megoszlása (a teljes export százalékában)

	1994	1999
Fa- és papíripar	36	28,7
Elektronikai berendezések	6,7	27,9
Egyéb fém- és gépipar	37,9	25,3
Vegyipar	10,2	9,8
Egyéb	9,2	8,3

Forrás: Statistics Finland

Az elektronikai és távközlési berendezések gyártásának iparágán belül is domináns súlya van egy kezdetben gumiabroncsgyártással foglalkozó, mára a világon szinte mindenütt ismertté vált vállalatnak, a Nokiának. Finn szakértők számításai szerint a Nokiának tulajdonítható az 1999-es (4 százalékos) GDP-növekedésből 1,2 százalékpont. A Tampere

melletti kisváros nevére elnevezett, leginkább mobiltelefonjairól ismert cég egymaga adta a finn GDP 4 százalékát, a teljes finn exportnak pedig 24 százalékát 1999-ben, s az arány folyamatosan növekszik. Hovatovább nem lesz túlzás Finnországról mint „Nokiaországról” beszélni. A cég útja kitűnően szemlélteti a kutatás-fejlesztés meghatározó fontosságát egy vállalat (de tágabb értelemben egy ország) fejlődésében, ma a Nokia alkalmazottainak egyharmada a K+F-ben dolgozik. A Nokia sikertörténete rendkívül érdekes és számos tanulság vonható le belőle egy kis ország számára, ezek elvégzése nem ennek a dolgozatnak a feladata, a témáról egyébként meglehetősen kiterjedt irodalom áll rendelkezésre⁸⁵.

A finn jegybank egyik tanulmánya szerint⁸⁶ azonban az elektronikai szektor a Nokián kívül további közel háromezer cégből áll Finnországban, s így a szektor nyilvánvalóan több, mint leghíresebb képviselője, bár a Nokia szerepe kétségtelenül domináns.

Az 1994 óta tartó, igen gyors finnországi GDP-növekedés forrásai közé sorolható még (a teljesség igénye nélkül) a monetáris politika lazasága, a viszonylag visszafogott, mégis érezhető reálbér- és reáljövedelem-emelkedés (amelyek tartósan élénkítik a lakossági keresletet), az európai integrációs folyamatban való részvétel, ami azonban nem ásta alá a növekedés exportvezérelt jellegét, a kedvező nemzetközi konjunktúra, az iparszerkezet kedvező irányú változásai, a termelékenység rendkívül gyors emelkedése, a korábbi időszakok intenzív kutatási-fejlesztési tevékenységének kifizetődése stb. Ezek kifejtése és Magyarország számára is megszívlelendő tanulságainak levonása nem ennek a dolgozatnak a feladata, de a Finnországgal, tágabb értelemben pedig a gazdasági növekedés lehetőségeivel foglalkozó további kutatásoknak egyik fontos iránya lehet.

⁸⁵ Az egyik legjobb elemzés négy finn kutató munkája, lásd: Ali-Yrkkö et al. (2000)

⁸⁶ Forsman (2000)

10. ÖSSZEFOGLALÁS

A folyó fizetési mérleg jelentős hiánya hosszú távon nem tartható fenn, mert az azt jelentené, hogy egy ország rendszeresen több jövedelmet költ el, mint amennyi rendelkezésére áll. A jelentős hiányt vagy a valutatartalékok terhére, vagy tőkebeáramlással lehet finanszírozni, előbbi időbeli korlátai nyilvánvalóan addig terjednek, amíg a valutatartalék el nem fogy, utóbbié pedig mindenképpen az adósságállományt növelik (az úgynevezett nem adóssággeneráló tőkebeáramlások közül a külföldi segélyekre nyilván nem lehet hosszú távú fejlődést alapozni, a működőtőkebefektetések pedig, miközben nélkülözhetetlenek a feltörekvő országok fejlődése számára (is), hosszú távon szintén tőkekiáramlással járnak, mert a befektetők valamilyen formában előbb-utóbb realizálják profitjukat). A hosszan fennálló folyóhiány az egyik lehetséges oka a valutára ható piaci nyomás, végső soron pedig a valutaválság kialakulásának.

Az elméleti szakirodalomnak már a valutaválságok definíciójával is meggyűlik a baja. A disszertáció a következő meghatározás bevezetésére tett javaslatot: valutaválság az, ha

- (1) a nemzeti valuta árfolyamrendszerének megváltoztatására, és/vagy az árfolyam szintjének megváltoztatására ható piaci nyomás hirtelen felerősödik,
- (2) a kormányzat (vagy a jegybank) nem enged a nyomásnak, hanem különféle intézkedésekkel próbálja azt semlegesíteni, de
- (3) eszközei elégtelenek a célhoz, s így a valuta árfolyama és/vagy árfolyamrendszere hirtelen oly mértékben változik meg, ami
- (4) jelentős negatív hatással jár az érintett ország pénzügyi és/vagy reálszférájára.

A valutaválságok alapvetően megjósolhatatlan és kiszámíthatatlan események, bár feltűnő, hogy gyakran gyorsan növekvő és hirtelen lelassult országokat sújtanak. Az elmúlt évtizedek során tapasztalt elterjedésük mindazonáltal nem jelenti azt, hogy a világgazdasági rendszer egészének válságát jeleznék – egyszerűen arról van szó, hogy válságok mindig is voltak és lesznek, csak az egyes korokban más és más válságtípusok szaporodnak el. A valutaválságok gyakoribbá válásával párhuzamosan megritkultak például a ciklikus válságok. A valutaválságok elterjedésének a magyarázata alapvetően a

pénzügyi globalizációban rejlik, amely teljesen átalakította a monetáris és az árfolyampolitika lehetőségeit is. A pénzügyi globalizáció gyors előrehaladásából az is következik, hogy a valutaválság-elméletek állandó felülvizsgálatra szorulnak. A második generációs elméletek például azzal az igénnyel léptek fel, hogy a makrogazdasági fundamentumok mellett más tényezőket is bevonjanak a vizsgálatba, de kiderült, hogy ez utóbbiaknak csak kiegészítő szerepük lehet.

Az empirikus irodalom eleve nem érheti el egyik fő célját, vagyis azt, hogy előrejelző mutatót találjon (vagy fabrikáljon) a valutaválságokra. Ha ugyanis létezne ilyen mutató, annak segítségével a hatóságok meg tudnák akadályozni a válság kitörését, a piaci szereplők pedig egy ilyen mutató ismeretének birtokában nem robbantanának ki valutaválságot. Ennek ellenére az előrejelző mutatók iránti kutatás rendületlenül folyik, s rengeteg jelzőszámra született javaslat, a mutatók teljesítménye azonban meglehetősen gyenge. Csupán egyetlen mutató létezik, amelynek alkalmas voltában minden tanulmány egyetért, ez pedig a reáleffektív árfolyam és a nominális árfolyam közti különbség. Ez a meglehetősen tautologikusnak tűnő eredmény a reáleffektív árfolyam kiszámításának pontosítására és gyorsítására ösztönöz, s egyúttal rávilágít arra a problémára is, amely az empirikus irodalom másik fő céljával kapcsolatban is felmerül vagyis arra, hogy mik az eszközök a krízisek továbbterjedésének megakadályozására. E téren a regionális kooperáció látszik a leginkább járható útnak mind a belső, mind a külső áttérjedés megakadályozására, ez azonban ma még – az EU-t leszámítva – a világon mindenütt gyerekcipőben jár. Ha más régiók is követnék az EU példáját, a valutaválságok pusztító hatását nagymértékben lehetne enyhíteni.

Finnország esete a valutaválság egy különösen súlyos példája, ahol a krízist egyidejűleg több más független esemény szerencsétlen egybeesése mélyítette. A finn gazdaságpolitika olyan körülmények között kényszerült általános paradigmaváltásra, amelyek mellett ez elkerülhetetlenül vezetett a gazdaság túlfűtöttségéhez, fogyasztási lázhoz és gyors aktívaaár-inflációhoz. A buborék kipukkadása a folyó fizetési mérleg finanszírozási problémáinak tulajdonítható, amely súlyos recesszióhoz, a munkanélküliség drámai növekedéséhez és a valuta leértékelődéséhez vezetett. Finnország esete többek között azt

is látványosan illusztrálja, ami a híres Fleming-Mundell modell hármasszögletének feltételeként vált ismertté: a tőkepiacok szabadsága, a rögzített árfolyam és az önálló monetáris politika közül legfeljebb kettő érvényesülhet egyszerre (lásd Magas (2000b), p.35-38). A finn fejlődés – a válság előtt és utána is – ennek dacára szép példája Jánossy Ferenc híres trendvonal elméletének is, amely szerint a humántőke-állomány a gazdasági növekedés valódi hordozója (Jánossy (1966)).

HIVATKOZÁSOK:

Alho, Kari et al. (1985): Markkinaraha ja rahamarkkinoiden muutos (A piaci pénz és a pénzpiacok változása). *ETLA Research Papers*, No. B 45, Helsinki

Ali-Yrkkö, J., Paija, L., Reilly, C. és Yla-Anttila, P. (2000): Nokia – a big company in a small country. *ETLA Research Papers*, No. B162, Helsinki, 2nd edition

Aurikko, Esko és Hietalahti, Jorma (1998): Finland's external indebtedness. *Bank of Finland Bulletin* No.4, pp.9-12

Aziz, Jahangir, Caramazza, Francesco és Salgado, Ranil (2000): Currency Crises: In Search of Common Elements, *IMF Working Paper* 00/67

Árvai Zsófia és Vincze János (1998a): Valutaválságok a fejlődő országokban: szükségyszerű vagy elkerülhető? Tizenkét történet a 90-es évekből. *Külgazdaság*, No.5, május, pp.16-40

Árvai Zsófia és Vincze János (1998b): Valuták sebezhetősége – pénzügyi válságok a kilencvenes években. *Közgazdasági Szemle*, No.6, június, pp.509-533

Berg, A. és Patillo, C. (1998): Are Currency Crises Predictible? A Test. *IMF Working Paper*, 98/154. www.imf.org/external/pubind.htm

Bergsten, Fred (2000): Towards a Tripartite World. *The Economist*, July 15, pp.19-21

BIS (1997): Basle Core Principles for Effective Banking Supervision. Basle Committee on Banking Supervision of the Bank for International Settlements, Basle. www.bis.org/publ/bcbs30a.htm

Blanco, H. és Garber, P. M. (1986): Recurrent devaluation and speculative attacks on the Mexican Peso. *Journal of Political Economy*, No.94, pp.149-166

Bonte, R. (1999): Supervisory lessons to be drawn from the Asian crisis. Basle Committee in Banking Supervision Working Paper, No.2, Bank for International Settlements, Basle

Braga de Macedo, Jorge (2000): Financial Crises and International Architecture: A „Eurocentric” Perspective, *OECD Technical Papers*, No.162

Bussiere, M. és Mulder, C. (1999): External Vulnerability in Emerging Market Economies. How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion. *IMF Working Paper*, 99/88. www.imf.org/external/pubind.htm

- Crawford, Malcolm (2000): *Business Cycle Still Alive?* London: Economist Intelligence Unit
- Csaba László (1998): Az igazság órája. *Cégvezetés*, No.11, november, pp.83-96
- Csaba László (2000): A kis országok világgazdasági alkalmazkodása. *Közgazdasági Szemle*, szeptember, pp.662-679
- Csáki György (1998): Válságtörténelem. *Cégvezetés*, No.11, november, pp.78-83
- Darvas Zsolt és Szapáry György (1999): A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben. *MNB Füzetek*, No.10, szeptember
- Elliott, Graham és Fatás, Antonio (1996): International Business Cycles and the Dynamic of the Current Account. *European Economic Review*, Vol. 40, pp.361-387
- Erdős Tibor (2000): A fenntartható növekedés egyensúlyi feltételei. *Közgazdasági Szemle*, No.2, február, pp.101-115 (I. rész) és No.3, március, pp.215-229 (II. rész)
- Farkas Péter (1999): A világgazdaság válsága az ezredvégen. *Külgazdaság*, No.4, április, pp.38-52
- Flood, Robert és Garber, Peter (1984): Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples. *Journal of International Economics*, Vol. 17, pp.1-13
- Forsman, Pentti (2000): The Electronic Equipment Industry and Finland's Transformation into a High-tech Economy. *Bank of Finland Bulletin*, No. 3, pp.11-16
- Frankel, Jeffrey A. és Rose, Andrew K. (1996): Currency Crashes in Emerging Markets. Empirical Indicators. *NBER Working Paper No. 5437*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts
- Gaál Csaba (2000): Borúra derű. In: Világ, Gazdaság, 2000. A Világgazdaság évkönyve. Budapest, pp.5-10
- Gallai Sándor (1999): A skandináv modell. Budapest: Aula
- Gerlach, Stefan és Frank, Smets (1994): Contagious Speculative Attacks. CEPR Discussion Paper, No.1055, London: Centre for Economic Policy Research
- Glick, R. és Rose, A. K. (1998): Contagion and Trade. Why are Currency Crises Regional? *NBER Working Paper*, No. 6806, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts
- Goldfajn, I. és Valdes, R. O. (1997): Capital Flows and thw Twin Crises: The Role of Liquidity. *IMF Working Paper 97/87*

- Hellyer, Paul (1998): A globális pénzügyi válság túlélése, avagy a remény gazdaságtana. Altern-csoport—Gondola '96 kiadó, Budapest
- Higgins, Matthew és Klitgaard, Thomas (1998): Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow. *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 4, No. 13
- Hiilamo, Heikki (1995): SKOP. Lyhyt historia (A SKOP bank rövid története). Helsinki: WSOY
- Hofmann, Thomas, Klausning, Lothar, Köhler, Petra és Lienecke, Christiane (2000): Do Current Account Deficits Matter? Regional Analysis of the Emerging Markets, the USA, Japan and the Euro Area. Dresdner Bank, Frankfurt
- IMF (1998): Dissemination Standards Bulletin Board, Washington. www.dsbb.imf.org
- Jánossy Ferenc (1966): A gazdasági növekedés trendvonala és a helyreállítási periódusok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- JP Morgan (1998): Event Risk Indicator Handbook. JP Morgan, London. www.jpmorgan.com
- Kaminsky, Graciela L. és Reinhart, Carmen M. (1996): The Twin Crises. The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *International Finance Discussion Papers*, No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Kaminsky, Graciela L., Lizondo, Saul és Reinhart, Carmen M. (1997): Leading Indicators of Currency Crises, IMF Working Paper 97/79, Washington: IMF. www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?skETJELsk=2256.0
- Kekkonen, Urho (1952): Onko maallamme malttia vaurastua? (Van-e türelme országunknak meggazdagodni?), Helsinki: Otava
- Kiander, Jaakko (1997): Kysyntatekijat ja työllisyys 1990-luvun alun lamassa (A keresleti tényezők és a foglalkoztatottság az 1990-es évek válsága idején), *Kansantalouden Aikakauskirja*, No. 93 (3)
- Kiander, Jaakko és Vartia, Pentti (1998): Suuri lama. Suomen 1990-luvun kriisi ja talouspoliittinen keskustelu. (A nagy válság. Finnország 1990-es évekbeli krízise és a gazdaságpolitikai vita) Helsinki: ETLA
- Kindleberger, Charles P. (1978): Manias, panics and crashes. A history of financial crises. London: Macmillan Press

Koivisto, Mauno (1994): Kaksi kautta. Muistikuvia ja merkintöjä 1982-1994. (Két ciklus. Emlékképek és feljegyzések) Helsinki: Kirjayhtyma

Kozma, Géza (2000): Lehetséges tanulság a pénzügyi válságokból. Korlátozott a védekezés lehetősége. *Világgazdaság*, november 8., p.10

Krugman, Paul (1979): A Model of Balance of Payment Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, pp.311-325

Krugman, Paul és Obstfeld, Maurice (1994): International Economics. Theory and Policy, New York

Kuusterä, Antti (1996): Pankit – kansanliikettä vai yrittöimintä? (Bankok – nemzeti ügy, vagy vállalati működés?), in: Kuusterä et al.: Pankkikriisit, talous ja ihminen, (Bankválságok, gazdaság és az ember) *Studia Monetaria*, Helsingin Yliopisto, Helsinki

Lányi Kamilla (2000a): Válság táplálta globalizáció – I. rész. *Külgazdaság*, No.4, április, pp.4-24

Lányi Kamilla (2000b): Válság táplálta globalizáció – II. rész. *Külgazdaság*, No.5, május, pp.4-35

Lassila, Jaakko (1993): Markka ja ääni. (A márka és a szavazat). Helsinki: Kirjayhtyma

Laurila, Juhani (1995): Finnish—Soviet Clearing Trade and Payment Systems. History and Lessons. *Bank of Finland Studies* No. A:94

Linnamo, Jussi (1991): Pankit ja moraali. (A bankok és az erkölcs) *Kanava*, No.2

Magas István (2000a): Érvek a globalizáció védelmében. *Világgazdaság*, április 18., p.12

Magas István (2000b): A globális tőkeáramlás és a feltörekvő piacok. *Vezetéstudomány*, No.5, pp.27-40

Masson, Paul (1998): Contagion. Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria. *IMF Working Paper* 98/142

Mosolygó Zsuzsa és Szabó János (1998): Az ázsiai válság és hatásai. *Külgazdaság*, No.10, október, pp.4-12

Nason, James M. és Rogers, John H. (1999): Investment and the Current Account in the Short Run and the Long Run. *International Finance Discussion Papers* No. 647, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Oblath Gábor és Pete Péter (1985): Trade with the Soviet Union: The Finnish Case. *Acta Oeconomica*, Vol.35 (1-2), pp.165-195

- Oblath Gábor (1996): Külföldi államadósság, magánadósság és tőkebeáramlás – I. rész. Külföldi államadósság és adósságszolgálat. *Külgazdaság*, No.12, pp.4-17
- Oblath Gábor (1997a): Külföldi államadósság, magánadósság és tőkebeáramlás – II. rész. A leértékelési veszteség értelmezése és a sterilizáció költsége. *Külgazdaság*, No.1, pp.30-49
- Oblath Gábor (1997b): Árfolyampolitika, bérköltségek, versenyképesség és gazdasági fejlődés: Elméletek és hazai tapasztalatok. Budapest: Kopint-Datorg
- Obstfeld, Maurice (1986): Rational and Self-fulfilling Balance of Payment Crises. *American Economic Review*, Vol. 76 (March), pp. 72-81
- Obstfeld, Maurice (1994): The Logic of Currency Crises. *NBER Working Paper* No.4640, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts
- OECD (1999): OECD Principles of Corporate Governance. OECD Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, Paris. www.oecd.org//daf/governance/principles.htm
- OECD (2000): Economic Survey on Finland. OECD, Paris
- Ozkan, F. Gulcin és Sutherland, Alan (1995): Policy Measures to Avoid a Currency Crisis. *The Economic Journal*, Vol. 105, March, pp.510-519
- Parviainen, Seija (1988): Suomalainen keskustelu valuuttakurssipolitiikan periaatteista vuosina 1945-1987 (Finn vita az árfolyampolitika elveiről 1945-1987 között). Helsinki: Helsingin Yliopisto
- Paunio, Jouko (1991): Liian vahvan markan politiikka voi jarkyttaa koko rahajarjestelma (A túlságosan erős márka politikája megrendítheti az egész pénzügyi rendszert), *Helsingin Sanomat*, 7.7.
- Pihkala, Erkki (1985): Economic Development in Finland, 1860-1939. Communications of the Institute of Economic and Social History, No. 18, University of Helsinki
- Pohjola, Matti (1996): Tehoton pääoma (Rossz hatékonyságú tőke). Helsinki: WSOY
- Rosati, Dariusz K. (1992): Problems of Post-CMEA Trade and Payments, *CEPR Discussion Papers* No. 650, London: Centre for Economic Policy Research
- Shleifer, Andrei (1985): A Theory of Yardstick Competition. *Rand Journal of Economics*, Autumn
- Simai Mihály (1998): Globális pénzügyi válság. Érdekek és eszközök. *Figyelő*, december 10., pp.38-40

Soros György (1999): A globális kapitalizmus válsága. Veszélyben a nyílt társadalom. Scolar, Budapest

Szentes, Tamás (1995): A világgazdaságtan elméleti és módszertani alapjai. Aula, Budapest

Talonen, Pentti (1990): Moraali ja kasinotalous (Erkölc és kaszinógazdaság). *Kanava*, No.1

Tanskanen, Antti (1991): Mr. Churchillin oppi estää Suomen elpymisen (Churchill úr tanai akadályozzák Finnország gazdasági élénkülését), *Suomen Kuvalehti*, No. 31

Uimonen, Risto (1995): Nuori pääministeri (A fiatal miniszterelnök), Porvoo: WSOY

Urkuti György (1995): Finnország európai integrációja. Szakdolgozat. Budapest: BKE Nemzetközi kapcsolatok tanszék

Urkuti György és Welker Árpád (1996): Finnország és a semlegesség, in: Semlegesség. Illúziók és realitás (szerk. Dérer Miklós). Budapest: Biztonságpolitikai és honvédelmi kutatások központja, pp. 92-111

Urkuti György (1997): Finn integrációs érdekek és a magyar EU-csatlakozás. *Európai Tükör*, No.5, október, pp.56-64

Urkuti György (1998): Észak-Európa – a globalizáció egyik nyertese? In: Globalizáció: Mítosz vagy valóság? (szerk. Kiss J. László és Urkuti György). *BIGIS Közlemények*, No.6, Budapest

Urkuti György (2000): A későn jött „eminens”. Finnország az Európai Unióban. In: A tizenötök Európái, 2. kiadás (szerk. Kiss J. László), Budapest: Osiris

Vartia, Pentti és Ylä-Anttila, Pekka (1992): Kansantalous 2017. (Nemzetgazdaság 2017). Helsinki: ETLA

Velasco, A. (1987): Financial Crises and Balance-of-Payments Crises. *Journal of Development Economics*, 27, pp.263-83

Vincze János (1998): Mérleg alatti államok. Az ázsiai válság magyarázatához. *Figyelő*, március 12., pp.41-43

Vlaar, Peter J. G. (2000): Early Warning Systems for Currency Crises. International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability, *BIS Conference Papers* No.8, March, Basle, Bank for International Settlements.
www.bis.org/publ/index.htm