

PÉNZELMÉLET

A pénz **általánosan** elfogadott **csereszköz**, amely alkalmas **adósságok kiegyenlítésére**.

Mai magyar gazdaság: domináns a piaci integrációs séma, ez hatja át a redisztribúciót is (adóbevételek, illetékek, járulékok).

M tranzakciós célú mozgásait **4-10-szeresen** meghaladja a nem árumozgás által kiváltott. Államadósság: kötvények vásárlása (rövid lejárat).

A csere kezdetben **közvetlen** csere formájában valósult meg:

$$1 \text{ „A” áru} = 3 \text{ „B” áru}$$

A csere **eseti, rendszertelen** volt (pl. nomád állattenyésztő és letelepedett növénytermesztő törzsek között).

„A” áru tulajdonosa **nehezen talált** olyan személyt, aki „B” áruval rendelkezett és „A” árura volt szüksége (uez. fordítva).

Emiatt elterjedt a **közvetett** csere: a csere szétvált **eladásra és vételre**.

A csere **közvetítője** a pénz, kezdetben az **árupénz**.

Árupénz:

- **ékszerpénzek** (gyöngy, korall, elefántcsont, scalp),
- a **vagyon** kiemelkedően fontos megjelenési formái (marha),
- fontos **exportcikk** (északi népeknél szőrme, másutt a teatégla),
- **használati pénz** (sóköcka; horog, nyílvevessző).

Az **árupénz** olyan áru, amelyen gyorsan és **könnyen** túl tud adni **ideiglenes** tulajdonosa, mivel neki valójában nem az árupénzre, annak **szükséglet-kielégítő képességére** van szüksége, hanem arra, amit érte tud cserélni.

Attila másfél tonnányi borsot kért 408-ban Róma váltságdíjaként.

A **nemesfémek: fizikai tulajdonságaik** alapján váltak pénzzé (jól oszthatók, kis tömegben is nagy csereértéket képviselnek). „Az arany nem természettől fogva pénz, de a pénz természettől fogva arany.”

Világméreteken, tartósan töltötte be a pénz szerepét. Az **első érmepénzt** Kroiszosz uralkodása idején az i.e. VII. században verték Lüdiában.

Népvándorlás után

- ❖ kereskedelem minimális, széttagolt, **elszigetelt gazdaságok** → **saját** (rossz) **pénz használata;**
- ❖ keresztes-hadjáratok → kereskedelem **megélénkülése;**
- ❖ **jó pénz** veretése:
 - 1252 florenzi solidus,
 - 1284 velencei dukát.

Amsterdam, Hamburg **letéti** bankjai.

Hanza; Velence, Genova, Pisa.

1407. Genovai Szent-György bank, Rt-szerű!

A pénz **hagyományos** funkciói:

- a) **forgalmi eszköz:** **egyidejű** áru és pénzmozgás,
- b) **fizetési eszköz:** **nem egyidejű** áru és pénzmozgás (esetleg előbbi el is marad),

(ezekben a pénznek **fizikailag** jelen kell lennie, de **helyettesíthető!**)

Carry trade.
- c) **értékmérő:** a pénz saját értékével méri az áruk értékét, fizikailag nem kell jelen lennie a pénznek,
- d) **kincsképzési eszköz:** elhagyhatja a forgalmat, mert oda bármikor visszatérhet,

e) **világpénz** (előzőek nemzetközi szinten).

Arany többnyire **nem forgalmi eszköz**, hanem **egyenértékes**: 1772-ben: egy rabszolganőért.... (Henri Pirenne).

Ekkor **egyenérték**: hasznosság alapján.

Értékmérő és kincsképzési eszköz funkció csak **belső** (marxizmus: munka) **érték** feltételezése esetén.

Arany-hiány: hiába akar venni vki, ha nincs M-e: **akinek van aranya, el is költi** →

$$M=D$$

(J. Bodin: 1562-ben).

Gresham (1519-79; ő alapította a londoni tőzsdét) **tv** (Oresmius már 1364-ben): A **rossz** pénz **kiszorítja** a **forgalomból**, akár az országból a **jót**.

Bimetallizmus esetén: a **felülértékelt** az **alulértékeltet**.

Petty: értékméleti megfogalmazásai:

- Peruból 1 uncia ezüst Yorkból 1 bushell gabona =- munkamennyiségbe kerül, a gabona **természetes ára** az **ezüst**.
- Összemérhetőség a munkán alapul, de nem alkot minden munka értéket!

Franklin, Benjámín (1706-1790)

„Munkával az ezüst értéke éppúgy mérhető, mint minden más dologé.”

Smith, Adam (1723-90)

Mivel a M-t **elköltik**, a **D együtt nő** termeléssel, **nem lehet válság**.

„Az aranynak és az ezüstnek **papírral való helyettesítése** a kereskedelemnek igen költséges eszközt sokkal kisebb költséggel és **csaknem hasonlóan alkalmassal pótolja**.”

A modern pénz létrejötte:

Hitelpénz, papírpénz.

- 1) Kopott érme **önmaga jelképe** → ez a **helyettesítés logikai alapja**. → A papírpénz a pénz forgalmi eszköz funkciójából fejlődött ki.
- 2) **Aranyhiány: hitelpénz** → fizetési eszköz funkcióból (nem egyidejű áru- és pénzmozgás) nőtt ki.

- ❖ Váltó: **okmány, nem pénz**, hanem fizetési **ígéret!**
- ❖ Váltóforgatás: forgalmi eszköz funkcióban **helyettesíti** az aranyat.
- ❖ **Bankváltó** → bank ismertségénél fogva szélesebb körben fogadják el.
- ❖ **Bankjegy**: bankváltó, amely:
 - látra-szóló,
 - előre meghatározott címletű.
- ❖ A **bankjegy - amíg aranyra beváltható - csak pénzhelyettesítő**.

- 3) **A mennyiségi pénzelmélet** (Quantity theory of money) alapja az **aranyinfláció** (W. Sombart). Európa nemesfémkészlete a 15. sz-ban: 7 millió kg ezüst, 0,5 millió kg arany. 1493-1800. 100 millió kg ezüstöt és 2,5. millió kg aranyat hoztak be Amerikából. Árak már 1510-1560. 50; 1560-1610. között 100%-kal nőttek, összesen 3-szorosra.

J. Bodin: 1562-ben:

$$M = T * p$$

mai formájában:

$$M * V = T * p$$

M: (Money) pénzmennyiség.
V: (Velocity) a pénz forgási sebessége.
T: (Transactions) adásvételek.
p: (Price) ár.

A mennyiségi pénzelmélet szerint a pénz **vásárlóereje** nem „belső értékétől” függ, hanem az **áru-** és a **pénzmennyiség viszonyától**.

A modern pénz esetében az **elszámolási eszköz** funkció lépett az értékmérő funkció helyébe. A pénznek ez esetben sem kell fizikailag jelen lennie.

Keynestől vagyontartási eszköz: pénz gyakran nem azért kell, hogy elköltsék, hanem hogy ebben a formában őrizték a vagyont!

Spekuláció: egy adott időhorizontra vonatkozó anticipált **jövőbeli értékek** szem előtt tartásával végrehajtott **jelenbeli tranzakció**, amelyet a periódus végpontjában egy **jövőbeni ügylet** követ.

A pénzkategória értelmezése:

A csere, a tranzakciók közvetítő eszköze.

1. **Tranzakciós pénz**_(Transactions money) M_1 :

- érme,
- **bankjegy** (high power money),
- **bankszámlapénz:**
 - látra szóló,
 - csekkel, kártyával lehívható.

Teljes a likviditási foka.

2. Kvázipénz (M_2):

- (+)Takarékszamlák, rövid lejáratra lekötött letétek (kisebb a likviditási foka).

3. Tágan értelmezett pénz (M_3)

- (+) pénzügyi papírok.
- ennek csak a kb. 1/10-e kp!

A **derivatív** származtatott ügyletek nagysága 10 év alatt **4X-esre** nőtt, 2007 nyarán elérte a **világ GDP-jének 10x-esét**.

Buffet, Warren, az omahai bölcs: a derivatívák „a pénzpiacok tömegpusztító fegyverei”

M-kereslet (L , liquidity preference):

- ❖ **tranzakciós**: $L_{tr} = f(\text{GDP}^r; p; i)$,
- ❖ vagyontartási (**spekulációs**) $L_{sp} = f(i_{exp})$.

VAGYONMÉRLEG

Vagyon: **felhalmozott megtakarítás**.

Vagyontartási formák:

1) Pénzügyi:

- pénz, pénzügyi papírok,
- takarékbetét,
- kormányzati értékpapír,
- részvény,

➤ nyugdíjalapba befizetett részesedés.

2) Nem-pénzügyi:

- ❖ dologi javak,
- ❖ emberi tőke.

Vagyontartó **célja:**

- vagyon **megőrzése**, ill.
- **növelése.**

Döntés alapja:

- **hozam**(ráta) (részvény osztaléka, kupon, kamat, nyereség, bérnövekmény),
- **árfolyamváltás.**

Optimum: **határszolgálatok egyenlősége.**

PÉNZTEREMTÉS

1) **Jegybank:** bankjegyet bocsát ki.

2) **Ker. bankok rendszere:** bankszámlapénzt teremthet.

A jegybank **pénzkibocsátási** (emissziós) monopóliuma a **bankjegyekre** vonatkozik.

1825-ös és 1836-os válságok után **bullionista vita:**

Currency iskola: Válság oka: **kevés M** (ismét: $M=D$), 1844. Peel tv: angol bank **emissziós mon.** Részben ennek megfelelő a pénzkibocsátás növelése a jelenlegi válság időszakában.

Banking: Bank **áruváltók ellenében bocsát ki M-t.** **Fullarton-tétel:** M képes összehúzódnai is! (A váltó ellenében kibocsátott bankjegy a váltó lejáratakor kilép a forgalomból.)

Pénzügyi intézmény-rendszer elemei közül:

- **jegybank,**
- **kereskedelmi bankok,**
- takarékbankok,
- biztosítók, nyugdíjalapok,
- befektetési alapok.

fontosak a közgazdaságtan számára.

A kereskedelmi bank: üzleti vállalkozás.

$\Pi =$ kamatrés - költség

Kamatrés= aktív és passzív bankműveletek kamata közötti kbség.

Kormány **kötvényeket** (Bonds, B) bocsát ki:

- **tartozik** a kötvény birtokosának,
- a kötvények a magánszféra, a ker bankok, a jegybank számára **eszközként** jelennek meg.

Tartalékok (reserves, RE). Bankok betétei a jegybanknál → páncélteremben őrzött, tartalékszámlán lévő „bankjegy”, **tétlen** pénz.

Történelmileg: a ker bankok fiz képességük érdekében a **likviditási** rátának megfelelő M-t tartottak.

A **modern gazd-ban** ennek mértékét írja elő a jegybank → **kötelező tartalékráta** (required reserve ratio, r), ez a csekkszámlán lévő betétek meghatározott %-a.

PÉNZTEREMTÉS A BANKRENDSZERBEN

A bankszámlapénz-teremtés alapját képező **bankjegy-mennyiséget**, annak kibocsátási **szabályait** az állam (**jegybank**) határozza meg.

A bankszámlapénz létrehozásának folyamata:

- 1) Az **1. számú kereskedelmi bank**: 100 mó Ft-hoz jut → **kikölcsönöz**: 90 mó Ft-ot „**A**” vállalatnak → tartalék: 10 mó Ft.
- 2) „**A**” vállalat átutalja a felvett hitel összegét „**B**” vállalatnak, annak a **2. számú kereskedelmi banknál** vezetett számlájára: 90 mó Ft → ez a bank **kikölcsönöz** 81 mó Ft-ot „**C**” vállalatnak → tartalék: 9 mó Ft.
- 3) „**C**” vállalat átutalja a felvett hitel összegét „**D**” vállalatnak, annak a **3. számú kereskedelmi banknál** vezetett számlájára: A 3. számú kereskedelmi banknál megjelenik 81 mó Ft → „**E**” vállalatnak hitelt nyújt 72,9 mó Ft értékben → tartalék: 8,1 mó Ft.

A 2. számú ker bank ügyfelei közül „B” vállalat 90 mó „C” vállalat 81 mó Ft fölött diszponál. A 3. számú kereskedelmi bank „E” vállalat rendelkezésére bocsátott hitelként 72,9 mó Ft-ot és így tovább. A pénzmennyiség tehát folyamatosan növekszik, **megegyszörözödik**.

Konvergencia, mértani sorozatok: $q=0,9 \rightarrow 1 - r$

$$S = \frac{a_1}{1-q}$$

$$S = \frac{a_1}{1-(1-r)} = \frac{a_1}{r}$$

$a_1 \cdot 1/r$ kifejezésből az

1/r tag a **pénzkínálat-multiplikátor**.

$$M = \frac{100}{1-0,9} = 1000$$

$$RE = \frac{10}{1-0,9} = 100$$

A példában **minden bankjegy tartalék**ként jelenik meg.

Monetáris bázis (monetary base, M_B) → **Cagan: nagy-erejű pénz** (high power money).

A jegybank hat a **bankszámlapénz** mennyiségére

1) **Nyílt piaci műveletekkel** (open market operations):

- jegybank kötvényeket vesz a bankoktól → **M_B nő,**
- jegybank kötvényeket ad el a bankoknak → **M_B csökken.**

2) **Viszontleszámitolási** hitelezéssel.

3) **Kötelező tartalékráta változtatásával.**

Befolyásolja ezzel a teljes M-kínálatot, ezen keresztül **i-t**.

M csak felső határ:

- készpénz **elszivároghat a forg-ba,**
- **szabad tartalékok:** Káldor → „a ló nem akar inni.”

Sokáig ez tűnt a legnagyobb problémának. Az I. világháború, majd az 1929-es világgazdasági válság **megrendítette az aranypénzrendszer alapjait**. Keynes: az arany „**barbár csökevény**”.

A BRETTON WOODSI RENDSZER

1944-ben hozták létre.

Alapjai:

- A **dollár aranyra válthatósága**: csak a Fed vállalta más jegybankoknak. 1945-től 71-ig a dollár árfolyama állandó volt. (Egy uncia arany 35 \$).
- **Rögzített árfolyamok** a világgazdaságban: a valuták árfolyamát a dollárhoz kötötték.
- **Konvertibilitás.**

1971-ig működött, ekkor az USA kénytelen volt (1945 óta először) **leértékelni a dollárt, felmondta a dollár aranyra válthatóságát.**

A rögzített árfolyamok helyébe a **lebegő**, (rugalmas) árfolyamok léptek.

A rendszert **jogilag az 1976-os kingstoni konferencia szüntette meg**, de **a két intézmény azóta is működik.**

Nemzetközi Valutaalap (International Monetary Fund; IMF). 1944-ben hozták létre Bretton Woodsban, **1945-től működik.** Magyarország 1982. óta tag. Több mint 180 tagország.

Céljai:

- **GP-i felügyelet és tanácsadás,**
- szakértői segítségnyújtás,
- **hitelnyújtás a csőd-közelbe kerülteknek.**

Többféle hitelt nyújt, a leggyakoribbak:

- **rövid távú** (gyakran készenléti stand by) **hiteleket** nyújt kedvezményes, de magas kamatra, **fizetési mérleggel kapcsolatos problémák megoldására.** A gazdasági **program működését ellenőrzik.**
- **kibővített megállapodás** (extended fund facility) középtávú **konzolidációs, vagy szerkezetátalakítási program,** maximum a tartozás a kvóta négyszerese lehet.

Stiglitz sok esetben tapasztalt elfogult, sematikus, elegendő helyismeret hiányában meghozott, helyi szakértők vitából való kizárásával hozott és végül károsnak bizonyult döntéseket. Nem teljesíti azt a célt, amiért létrehozták: "azon meggyőződésből hozták létre, hogy a piacok gyakran rosszul működnek, mára a piac felsőbbrendűségének bajnokává és főideológusává lépett elő."

Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank (International Bank for Reconstruction and Development; IBRD), népszerű nevén: **Világbank** (World Bank). 1944-ben döntöttek létesítéséről.

Hosszú lejáratú kölcsönöket nyújt **fejlesztési célokra**, segít a **projektek kidolgozásában**, elbírálásában.

Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (European Bank for Reconstruction and Development; EBRD)

Több mint 60 részvényes ország. Nem profitmaximáló, de nyereség-érdekelt.

2008-ban 2010-es kivonulásukat tervezték a régióból, de a válság miatt maradnak.

Stratégiai céljai: pénzügyi szektor stabilizálása, fejlesztése, energia-ellátás biztonságossá tétele, a reformok gyorsítása.

EURÓPAI MONETÁRIS UNIÓ, EURÓ

„A pénz integrálja igazán a piacokat” → **gazdasági és monetáris unió.**

Már az integráció **alacsonyabb fokozataiban**, a vámunióban és a közös piacon is szükséges **pénzügyi (árfolyam-politikai) együttműködés.**

1969-70: pénzügyi tervek (Werner-jelentés) alapján megjelent az **árfolyam mozgások egymáshoz kötésének** gondolata.

1971-ben az USA megszüntette az arany és a dollár közötti rögzített kapcsolatot, ez véget vetett a **rögzített valutaárfolyamok rendszerének.** → Az EU országai **monetáris unió** (European Monetary Union; **EMU**) felállításának hosszú távú koncepciója mellett döntöttek.

Ennek egyik bevezető lépése 1979. márc. 13-án az **Európai Monetáris Rendszer** (European Monetary System; **EMS**) létrehozása.

EMS céljai:

- ❖ a tagállamok valutái közti **árfolyam-ingadozás mérséklése,**
- ❖ **közös pénzegységben** történő **elszámolás.**

Ennek érdekében döntöttek a **párhuzamos valuta,** az **európai valutaegység** (European Currency Unit; **ECU**) bevezetéséről, amelyet **az euró bevezetéséig** használtak.

Sosem létezett bankjegyek vagy érmék formájában.

Az **európai árfolyam-mechanizmust** (European Exchange Rate Mechanism, **ERM**) az Európai Monetáris Rendszer (EMS) **részeként,** azzal egy időpontban hozták létre, amelyben az ECU bevezetésére készülő EU-tagállamnak legalább **két évig** tartania kell saját fizetőeszközét.

Az **ECU árfolyamát** a tagállamok valutaárfolyamainak **súlyozott átlagaként** (súlyok: a közösségen belüli kereskedelemről való részesedések arányai) határozták meg.

A deviza az ECU-ben meghatározott árfolyama körül $\pm 2,25\%$ -ot ingadozhatott. (A lírának $\pm 6\%$ -os lebegtetési sávot engedélyeztek.) A meghatározottnál **nagyobb árfolyammozgásokat** pénzügyi beavatkozások, illetve hitelügyletek voltak hivatva megakadályozni.

ERM célja, hogy csökkentse az árfolyam-ingadozást és segítse a pénzügyi stabilitás megteremtését.

Kapcsolódó hitelmechanizmus: minden állam egy **közös alapba** utalta valuta és aranytartálékainak 20% -át, amelyből hiteleket vehetett fel.

Az euró későbbi bevezetésekor az **euró árfolyamát** pontosan **1 ECU-ben** határozták meg.

Az euró „atyái”

- Az „euró atyái”, Helmuth **Kohl**, François **Mitterand** és Jacques **Delors**. Idejében **figyelmeztették** őket az euró bevezetésével kapcsolatos **veszélyekre.**
- **Szakmai téren** a magyar-belga **Lámfalussy Sándor** játszott kiemelkedő szerepet.

EMU kialakulása

a) **Első szakasz:** 1990. 07. 01. **European Monetary Union; EMU** kezdete.

Megvalósult a **tőke mozgások liberalizálása**

1990-ben az Egyesült Királyság is belépett az ERM-be. 1992-ben azonban el kellett hagynia, a Soros György és mások által indított a spekuláció miatt. Az EK 6 md fonttal próbálta az árfolyamsávon belül tartani a fontot, de végül is le kellett értékelni.

1992-ben a **font (és a líra) kilépett** az EMS-ből.

A tagországok újra megcélozták a teljes monetáris unió és az egységes valuta létrehozását. 1992. 02. 07. a **maastrichti szerződés** aláírása, **EMU menetrend** és a **konvergencia-kritériumok** felvázolása. (EK és Svédország már itt kérte, hogy számukra az **€ bevezetése ne legyen kötelező.**)

Addig is 1993-ban kényszerűen **+/- 15%-ra szűkítették ki** az ERM árfolyamsávját, hogy elkerüljék a font sterling katasztrófájának megismétlődését.

Kitérő: maastrichti konvergencia-kritériumok

- **Árfolyam-stabilitás:** az euró-övezetben részt vevő országok valutáinak piaci árfolyama az ingadozási **sávon belül** kell, hogy maradjon úgy, hogy **nem kerülhet sor** a valuta **leértékelésére** a csatlakozást megelőző **két évben** (ERM II.).
- **Fenntartható költségvetési pozíció:** az adott tagország az Európai Tanács által meghozott döntés idején nem áll **túlzottdeficit-eljárás** alatt. A túlzott deficit megállapítása, illetve az eljárás feloldása **politikai döntés is**. A **költségvetési hiányra vonatkozó 3%-os**, illetve a bruttó **államadósságra vonatkozó 60%-os GDP-arányok referenciaértékek** a túlzott deficit megállapításának folyamatában. → Különben a magas **adósságszolgálat** erősen megterheli a tagállam éves költségvetést.

- **Árstabilitás:** a tagország inflációs rátája **legfeljebb 1,5 százalékponttal** múlhatja felül a legalacsonyabb rátájú **három tagállam** inflációjának **átlagát**.
- A 10 éves futamidejű állampapírok **hozama mindössze 2%-ponttal** haladhatja meg a három legalacsonyabb inflációs rátájú ország átlagát. → Egyébként lelassul a növekedés és visszaesnek a beruházások.
- **Kamat-konvergencia:** a vizsgált tagország **hosszú távú kamatlába legfeljebb 2 százalékponttal** múlhatja felül a legalacsonyabb inflációjú **három tagállam** hosszú távú kamatainak **átlagát**.

Ezek azok a monetáris kritériumok **intenzív verseny** esetén **meghatározzák a reálfolyamatokat**. A kritériumok végeredményben a **reál-konvergenciát** segítik elő.

b) 1994. 01. 01-től: **EMU második szakasza:**

- ❖ **EMI** (Eu-i Monetáris Intézet, EKB elődje) **létrehozása**.
- ❖ 1995. dec: **madridi csúcs**, itt döntöttek az **€ nevéről**, **bevezetésének forgatókönyvéről**.
- ❖ 1997. 07. 16-17. **Amszterdami csúcs:** megállapodás a **stabilitási és növekedési paktumról**, megegyezés a megújított **árfolyam-mechanizmusról (ERM II.)**.

Az ERM II-ben a deviza a belépéskor meghatározott, de indokolt esetben változtatható központi árfolyam körül **+/- 15%-os sávban** mozoghatott. Az Európa Központi Bank hozzáférést biztosított egy rövidtávú kerethez arra az esetre, ha az árfolyamsávot védeniük kellene.

- ❖ 1998. december 31-én az eurózóna „másnap” tagországainak ECU-árfolyamait befagyasztották, s ezzel egyidejűleg létrehozták az euróval szembeni átváltási árfolyamokat.
- ❖ 1998. 05. 1-3: Eu-i Tanács döntése az **EMU III. szakaszáról**, az akkori **15-ökből 11 teljesítette a kritériumokat**, **Svédország szándékosan nem!**

EK-nak és Dániának van **kimaradási klauzúrája**.

- ❖ 1998. 06. 01. **megkezdte tevékenységét az EKB**. Egy adott döntése **másként hat a tagországokra**, attól függően, hogy milyen azok:
 - **piaci helyzete és struktúrája**,

- **pénzügyi rendszere,**
- **tőzsde és bankok súlya a vállalatok finanszírozásában.**
- ❖ 1998. 12. 31: **rögzítették az € és a tagországok valutái közötti árfolyamot.**
- ❖ 1999. 01. 01: **megszületett az € számlapénz** formájában.
- ❖ 2001. 01. 01. **Görög belépés** (szinte a bevezetés pillanatában!).
- ❖ 2002. 01. 01: **érmék és bankjegyek** bevezetése. **1 € = 0,9038 \$ = 0,6262 Ł**
Hét féle címletben (5; 10; 20; 50; 100; 200; 500),
 - az euro **kizárólagos fizetési eszköz** az EMU-t alkotó 12 tagállamban.
 - **240 md-t nyomtattak, 2003. 03. már 325 md!**
 - EKB euro-mennyiség növelési ütemének **referenciaértéke 4,5%**, ennél azonban a valóságban jóval **gyorsabb!**
 - Bevezetéskor a **szürke** és **a fekete gazdaság nagy pénzkészleteinek kellett „kifehéredni”** (a Földközi-tengeri villák, luxusautók forgalma és ára megnőtt).
- ❖ 2002. 07. 15: **€ és \$ piaci paritásba** került.

Kitérő: **a Stabilitási és Növekedési Paktum** az **Európai Tanács** 1997. júniusi **amszterdami ülésén** kinyilvánított **politikai megállapodáson**, valamint két olyan kapcsolódó **rendeleten** alapszik, amelyet a Tanács 1997 júliusában bocsátott ki ennek alkalmazására:

- az 1466/1997/EK rendelet a tagállamok **költségvetési egyenlegének felügyeletére** és **gazdaságpolitikáik összehangolására** vonatkozik (**megelőző ág**);
- az 1467/1997/EK rendelet leírja a **túlzott deficit eljárásának alkalmazását** abban az esetben, ha valamely tagállam költségvetési hiánya túllépi a bruttó hazai termék (GDP) 3%-ában meghatározott referenciaértéket (**kiigazító ág**).

c) EMU működése

- ❖ 2003. 11. 18: Eu-i Bizottság **túlzott deficit eljárást** kezdeményezett **G után Fr ellen is**. Ezt a **Eu-i Tanács nem hagyta jóvá**, gyakorlatilag **felfüggesztette** a Stabilitási és Növekedési Paktumot.
- ❖ 2004. 05. 01. a **10 új tag vállalta, hogy bevezetik** az €-t. A **2004-es és a 2008-as EU-bővítés** során a **belépő országok számára** irányelvként szűkebb lebegési sávot határozott meg, **+/- 2,25%-ot**.
- ❖ Az ERM II „**az euró előszobája**”. Magyarország nem tagja az ERM II-nek. Probléma, hogy az ERM-éhez hasonló sávós árfolyamrendszerről 2008 februárjában áttértünk a lebegő árfolyamrendszerre.
- ❖ 2004. 09. 22. **Görögország elismerte: csalt** a jelentésekben, hogy bevezethessék az €-t.
- ❖ 2008. 07. 15: **árfolyam-csúcs**: 1 € = 1,599 \$.
- ❖ 2009. 01. 01. **10. születésnap: Barrosó**:
 - hozzájárult a **kamat csökkenéséhez**,
 - **infláció leszorításához**,
 - **16 mó új L-hely** létrehozásához,
 - a **világ tartalékainak 1/4-ét tartják benne**.
- ❖ **Merkel** felkérte **Cseh- és Lengyelországot**, hogy lépjenek be az övezetbe (2010. dec.)

Az EMU működése során mérceként jelennek meg az **irányadó hozamok**:

- **10 éves német kötvény** (Bund) **hozama** (4% körül),
- **midswaps** átlagos irányadó eui hozam (4 % körül).

Eurózóna

- ❖ **Tizenkettek**: Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Németország, Görögország, Írország, Olaszország, Luxemburg, Hollandia, Portugália, Spanyolország.

- ❖ Tizenketteken kívül **Andorra, Monaco; San Marino, Vatikán** is a **kezdetől** alkalmazza. Szerződés nélkül használja **Montenegró**.
- ❖ 2007. 01. 01. **Szlovénia**,
- ❖ 2008. 01. 01. **Málta, Ciprus**,
- ❖ 2009. 01. 01. **Szlovákia**,
- ❖ 2011. 01. 01. **Észtország**,

A tagok **lakossága 330 millió fő** (2011. 01. 01.).

Euró előnyei

- tagországok **árai könnyen összehasonlíthatók**, ezáltal
- elősegíti a **verseny növekedését**,
- egymás közötti **kereskedelem növekedése**,
- az **árfolyamkockázat megszüntetése** (5-7 %-pont),
- **i_{reál} csökkenése**, például a **kockázati prémium kiesne!**
- **kisebb** a **folyó fizetési mérleg felborulásának veszélye**,

MNB (2003-as számításai): 20 év alatt **6-9 %-ponttal növelheti a GDP-t**, alapja: **tranzakciós költségcsökkenése** (0,2-03 %-pont).

Euró működtetésének „kódolt” veszélyei

- **Euróövezet** nem optimális valutaunió!
- **Duisenberg**: **több a likviditás**, mint amennyi a tartós, **infláció-mentes növekedéshez kellene**.
- **Lorenzo Bini Smaghi** ((EKB ig. tag): **Portugália és Szlovénia** úgy lépett be, hogy a **reálfeltételek nem voltak megfelelőek**: **hiba!** **Ez igaz Spanyolországra, Görögországra és Írországra is!**

- **Bolkenstein** Frits (volt belső piaci biztos) a **fenntarthatatlan nyugdíjrendszerek** miatt **infláció és kamatnövekedés**, emiatt **kétes € jövője**.
- Jan **Pisani-Ferry** (Brüsszeli Bruegel Intézet ig-a): **veszélyes a korai bevezetés. Spanyolország és Írország nagy árat** fizetett: **kamatcsökkenés** → **infláció nőtt** → **hitelbőség** → **buborékok**.
- a **tagországok kultúrája, történelme, alkotmánya, GP-a** sokkal **jobban különbözik, mint USA-ban**.

Euró vásárlóerejének alakulása

- ❖ Az egységes európai valuta **árfolyama** nem a legortodoxabb költségvetési politikát folytató tagország teljesítményének alakulásától függ, hanem a **német államkötvények** és a **leginkább eladósodott országok államkötvényeinek a kamatlába közötti különbségtől** (az úgynevezett **spreadtől**).
- ❖ Az **átlagos infláció 1,97%, 1999-2010: 22 %-kal csökkent** a euró vásárlóereje, 2010. decemberéig **78 eurocentre**.
- ❖ Ez a versenyképesség függvényében **differenciáltan alakult**: Németország: 82; Franciaország: 81; Olaszország: 76; Spanyolország 71;
- ❖ Ebben a periódusban a **\$: 25 %-kal; CHF: 11 %-kal** gyengült.

Álláspontok az euróról

- ❖ **Friedman: 10-15 év múlva nem lesz Euro!**
- ❖ Marcin **Piatkowski** (varsói Kozmiski Egyetem professzora): „Maga **az euro is megbukott** volna a **stabilitási teszten** 2008 júliusában, ha belépett volna egy, az amerikai dollárhoz kötött hipotetikus árfolyamrendszerbe.” (Financial Times).
- ❖ **Delors, Jacques:** (az EU korábbi elnöke) szerint a valutaunió **nem működhet gazdasági és politikai unió nélkül**.
- ❖ **Greenspan, Alan:** az **euró összeomlik**.
- ❖ **Rogoff, Kenneth:** „Teljesen világos, hogy az **euró nem funkcionál**, nincs stabil egyensúlyi helyzet. **Csak azt találták ki, hogyan nyerjenek még néhány hónapot.**”

❖ **Soros György:** Euró megmaradásának **feltétele a politikai unió**. Van közös bankja, de **nincs központi kincstára és pénzügyi irányítása**, azaz **PüM-a és fiskális politikája**.

❖ **Berend T. Iván:**

- A bajok oka éppen az unió pénzügyi intézményrendszerében, az **euró „születési deformációjában”** rejlik. Létrejött a monetáris unió, **fiskális unió nélkül**. Ilyenre még nem volt precedens a világgazdaságban, és nem is tartható fenn. A prosperitás éveiben az euró működött, **válság idején** azonban felszínre kerültek a **rendszer** működési **hiányosságai**. A **periféria** országai **szabad kezet kaptak költségvetési, eladósodási, adózási** ügyekben. Ez a gyakorlat nem folytatható!
- A **fiskális unió** a nemzeti **szuverenitás** lényeges **elemeinek feladását** jelenti. Ha egy kormánynak **nincs önálló költségvetési és adópolitikája**, a **szuverenitása** is **névleges**. Lényegében már ma sem más a helyzet. Nincs más út az unió számára, mint az **előremenekülés**, a szorosabb integráció.

Vélemények a teendőkről (elemzők 2010 novemberében):

- EKB **növeli államkötvény-vásárlásait**,
- **megemelik a mentőalapot**, azt
- **felhasználják állampapírok vásárlására**,
- a **zóna is bocsát ki kötvényt**,
- ezek érdekében létrehozzák a **fiskális uniót**,

Ezek nélkül a zóna **összeomlik**.

Euró-övezet sorsa - Fitch Rating felmérés (2012. 08. 08.)

- ❖ alapkezelők **5 %-a tart** az övezet **jelentős mértékű felbomlásától**;
- ❖ 9 %: **többen fizetéképtelenné** válhatnak, de ez **nem vezet széteséshez**;
- ❖ 21 %: a görögök plusz **1-2 ország távozik**;
- ❖ 33 % elindul az övezet a **költségvetési unió felé**;

❖ 31 % valamilyen módon **kikerül a válságból**.

A görögök **szabályozott** körülmények között történő távozása **2013-ban 0,6 %, 2014-ben 1,6 %** uniós GDP-csökkenéssel járna. **Szabályozatlan** viszonyok között **3-4 %-kal!**

AZ EGYENSÚLYI KAMATLÁB MEGHATÁROZÓDÁSA

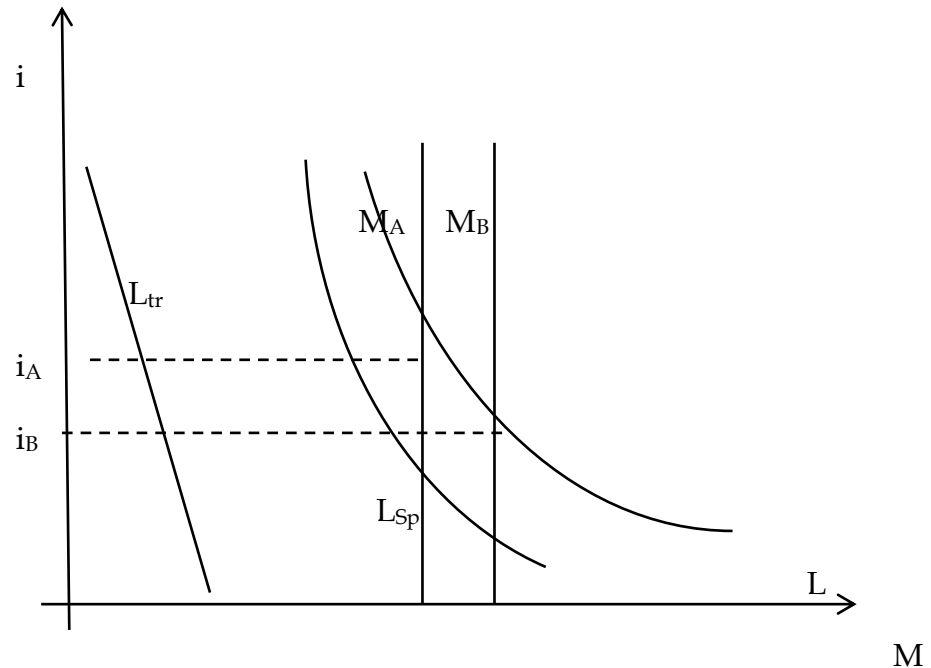
Kamat: a pénz kölcsönzésének ára, a hitelezőnek nyújtott ellenszolgáltatás

Kamatláb: az egy évre fizetett kamat, a kölcsön százalékában.

Feltételezzük:

- a **pénzkínálat kamat-független**, amit
- a jegybank **képes (!) pontosan**, egyértelműen **meghatározni**,
- a jegybank **nem price-taker** típusú aktor, hanem a **GP alakítója**.
- **keresleti oldalon tökéletes verseny érvényesül.**

Az egyensúlyi kamatláb meghatározódása



Ahol:

i_A ; i_B piaci kamatszintek (kereskedelmi bankok kamatszintjei)

L_{tr} tranzakciós pénzkéréslet

L_{sp} spekulációs pénzkéréslet

L teljes pénzkéréslet

M_A ; M_B pénzkínálat

Az ábra i meghatározódásának **nagyon egyszerű** modellje.

Jelzálog-hitel válság: Fed és EKB egyaránt növelte M -t.

Kamatláb-rendszerek:

- **időtáv** (overnight \rightarrow hosszú távú),
- **kockázat** (adósság-átütemezés),
- **pénzintézeti struktúra szerinti** \rightarrow jegybanki alapkamat \rightarrow ker banki.

Nominál → reál kamatláb

$i_{\text{nom}} = 30\%$; $\text{infl} = 20\%$ esetén

$i_{\text{reál}}$ meghatározása:

- „hüvelykujj-szabály” szerint: $i_{\text{reál}} = i_{\text{nom}} - \text{infl} = 10\%$
- pontosan: **hányadosként**: $i_{\text{nom}} / \text{infl} = 1,3 / 1,2 = 1,083$

$i_{\text{reál}}$ néha negatív érték:

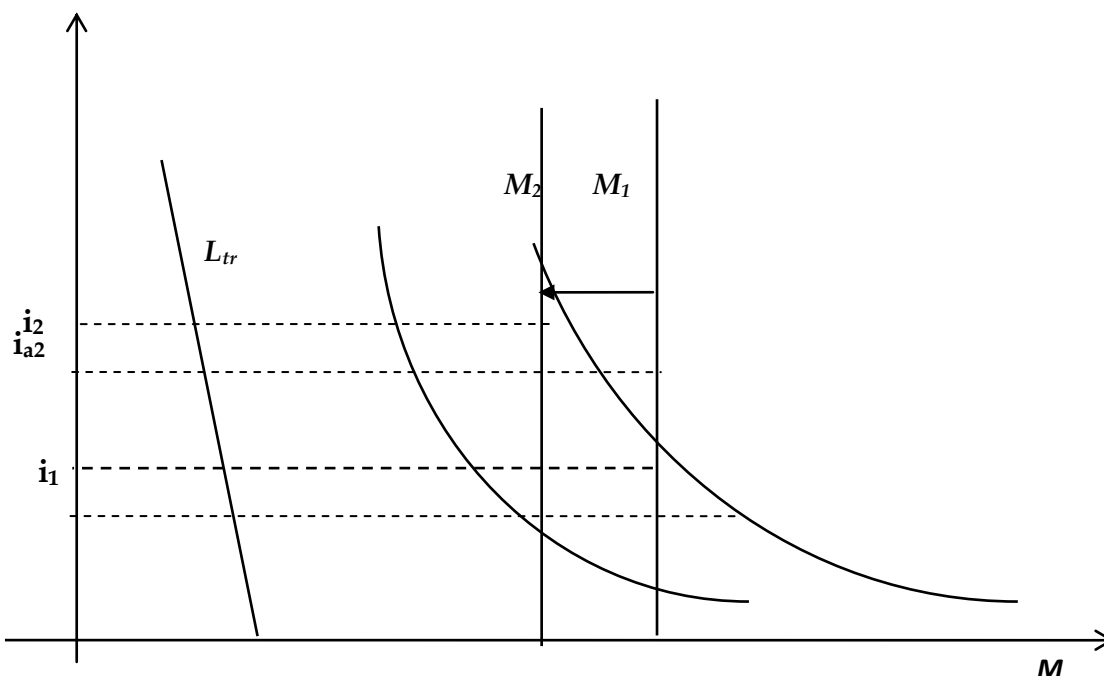
- szoc: kedvezményes lakáshitelek (3-3,5 %-os kamat); egy ideig tagadták az infláció létét.
- depressziós és krízis-időszakok: minden vagyontartási forma ára, árfolyama kedvezőtlenül alakul, vagyommérleg negatív reálkamatnál kerül egyensúlyba.

A JEGYBANKI ALAPKAMAT

Jegybanki **alapkamat**: a kp -i bank (Monetáris Tanács) határozza meg.

Ker bankok ehhez viszonyítanak (benchmark), ez a **i-rendszer alapja**.

Az alapkamat-változtatás hatása a piaci kamatlábra



i_{a1}

L_s

L

Ahol:

$i_{a1}; i_{a2}$ jegybanki alapkamat-szintek

$i_1; i_2$ piaci kamatszintek (kereskedelmi bankok kamatszintjei)

L_{tr} tranzakciós pénzkereslet

L_{sp} spekulációs pénzkereslet

L teljes pénzkereslet

$M_1; M_2$ pénzkínálat

Az alapkamat-emelés hatása:

- 1) A jegybank alapkamat-emelése (i_{a1} -ről i_{a2} -re) **szűkíti** (esetleg megszünteti) a **kamatrést**.
- 2) Ker. bankok a **kamatrés visszaállítása** érdekében **emelik i -t** (i_1 -ről i_2 -re).
- 3) **kevesebb hitelt vesznek fel tőlük**, **csökken a bankszámlapénz** mennyisége (M_1 -ről M_2 -re).

Központi bank céljai:

Árszínvonal ellenőrzése, az infláció féken tartása.

A pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása.

$GDP_a \rightarrow GDP_{pot}$.

Foglalkoztatás növelése.

FED: élénkítés, E növ; EKB: középtávú árstabilitás.

Verbális ráhatás: jegybank a **meghirdetett céloktól eltérő** helyzet esetén **kilátásba helyezi** a megfelelő eszközök bevezetését. Ezek alkalmazására azonban **nincs szükség**, mert a g -i szereplők a **szóbeli hatásra módosítják várakozásaikat**, azoknak megfelelően **változik a tényleges helyzet**.

A jegybank a célokat **nem egyedül** hat meg!

Független, elnök hosszú időre történő kinevezése \leftrightarrow pol. ciklus (Surányi, Bod; Járai, Simor).

Mon pol eszközei:

- 1) nyílt piaci műv,
- 2) jegybanki kamatláb pol,
- 3) kötelező tart ráta,
- 4) árfolyampolitika.

Bármely eset jellemzően **együtt jár az infláció ↑-ével!**

Az utóbbi két évtized fontos problémája:

- A vagyonosok jövedelme **progresszíven** nő → megtakarítás → tőke → jövedelem még gyorsabb emelkedése.
- Nem is kívánják a megtakarítást fogyasztásra fordítani, **nem Gossen II.** alapján döntenek, hanem a **vagyonmérleg logikája** szerint.

A világ magánvagyonának kb. 30 %-a 91 ezer fő kezében van. 1-30 md \$ vagyona további 9,3 mó-nak van, ők a magánvagyon 51 %-át birtokolják. A **világ lakosságának 0,14 %-a - négyszer annyi pénzzel** (44 800 md \$-ral) rendelkezik, **mint az összes többi.** Ennek a fele (a szupergazdagok esetében a 70 százaléka) **offshore számlákon** van. (John **Christensen**, a **Tax Justice Network** igazgatója.)

- Kedvezőnek tűnő befektetési lehetőség → a tőke odaáramlik → **lufi.**
- „A lufik csak addig nem pukkanak szét, **amíg** a szereplők **hisznek a virtuális érték árura válthatóságában.** **Ha nem,** hatalmas **eladási hullám** kezdődik, **ami összeomlással fenyeget.**”

PÉNZPIACOK

Befektetés: jelenbeli pénzbeli **ráfordítás** jövőbeli pénzbeli hozam, előny, **nyereség elérése** érdekében.

A befektetés esetén **dönteni kell:**

- a befektetés **időtávjáról** (szorosan kapcsolódik a **volatilitáshoz**),
- a **hozam-elvárásról**,
- a vállalni kívánt **kockázat** mértékéről,
- a befektetés **„karbantartására” fordítandó időről** (portfólió menedzselés).

Mindezek mellett figyelembe kell venni az egyes befektetési formák hozamát terhelő **adókat**.

A várható **hozam nagysága** és a **kockázat** mértéke között szinte egyenes arányosság tapasztalható.

A befektetők egy része **kockázatkerülő**, mások bátran vállalnak nagy kockázatot is.

Portfóliómenedzselés (Portfolio Management): a kiválasztott befektetési eszközök **tényleges hozamának** figyelemmel kísérése, **értékelése**, az előnyösnek látszó **módosítások végrehajtása**.

A **hozam** a befektetési eszköz **árának változásától** (nyilván lehet csökkenés is) és a befektetési időszak alatt realizálható **folyó jövedelemtől** függ.

Kockázat és inflációmentes gazdasági környezetben elérhető hozam a **reálhozam**.

Szinte mindig érvényesül **infláció**. Ennek mértéke ráakódik a reálhozamra. A kettő összege a **nominális hozam**.

A **kockázatot** is figyelembe véve:

reálhozam + infláció + kockázat

(Könnyebb százalékos formában kifejezni.)

Kockázati tényezők:

- ❖ **Késedelmes** (elmaradó) **hozamfizetés**.
- ❖ Kamatozó eszközöknél: **kamatkockázat**.
- ❖ **Visszavásárlás** kockázata (ha ezt a jogot a kibocsátó kikötötte).
- ❖ **Árfolyamkockázat**.
- ❖ **Spekulációs buborék** kipukkadása. Előzőleg a befektetési eszköz piaci ára minden különösebb (reál) ok nélkül nagyon gyorsan emelkedett, mindössze azért, mert a befektetők az ár további gyors növekedésére számítanak. **Samuelson-Nordhaus**: „A spekulatív buborék önmaga várakozásait valósítja meg. Ha az emberek azért vásárolnak, mert reményeik szerint az árfolyamok emelkedni fognak, akkor ezek a vásárlások hajtják fel a részvények árát.”

Kockázati prémium: a nagyobb kockázatú befektetések vállalását **motiváló többlet-hozam**.

A kockázatok miatt **diverzifikálás**.

A befektetési piac nemzetközivé vált, **globalizálódott**. Balogh Tamás (1982): „csillagászati nemzetközi pénzgyenlegeket kölcsönöznek és újrakölcsönöznek a teljesen szabályozatlan úgynevezett Euro-currency-market ...keretében. A 'bizalom' legkisebb zavara esetén **átrepülnek egyik centrumból a másikba**, szétzilálva így a stabilabb jövedelemáramlásokat, **gyakran destabilizáló hatást** fejtve ki és ex post, **önbeteljesítő**, talán önsúlyosbító jelleget mutatva.” → **Tobin-adó**.

A befektetési piacok **hatékonyan** működnek. Nagyon gyors a megváltozott kondíciókhoz – sőt: a **prognosztizált feltételekhez** – történő alkalmazkodás.

ÉRTÉKTŐZSDE

Értékpapírok adás-vételének színtere.

Jaksity: **kaszinó** vagy **barométer**?!

Az értékpapír-piacok **reálszférát támogató** funkciója a **tőkeáramlás** elősegítése. Klasszikusan a kis **pénz-megtakarításokat átalakítja tőkévé**, eljuttatva ezeket a megtakarítóktól a **végző - termelésben működő - felhasználókhoz**.

A nyílt, rendezett, tisztességes értékpapírpiacra:

- **ellegendő infot** bocsátanak rendelkezésre (tőzsdére bevezetett vállalatok jelentései),
- az infok azonos időben legyenek **mindenki** számára elérhetők (bennfentes infok tilalma),
- **alacsonyak a tranzakciós** költségek,
- minden aktor **azonos feltételekkel** léphet a piacra.

Az értékpapírpiac lehet:

- ❖ **elsődleges**: új értékpapírok kibocsátása esetén,
- ❖ **másodlagos**: **már korábban forgalomba hozott** értékpapírok forgalmazása zajlik, bárki megjelenhet vevőként, ill. eladóként.

Jelentősebb forgalmú értékpapírok:

- **Államkötvény:** a kincstárjegyek kivételével minden, az értéktőzsdén forgalmazható, **többnyire fix kamatozású állami kibocsátású adóslevél.**
- **Kincstárjegy:** lényegében **kincstári váltó**, egy évnél rövidebb futamidejű.
- **Részvény:** tulajdon- és egyéb jogokat megtestesítő értékpapír. Birtokosa részesedése mértékében tulajdonosa az adott társaságnak, jogosult a közgyűlésen részt venni, szavazni, jogosult továbbá a vállalati jövedelem arányos részére.
- **Jelzáloglevelek:** a jelzálogbank által kibocsátott hosszú lejáratú, **névre szóló, átruházható**, forgalmazható kötvények. Kibocsátásuk alapját **a jelzáloghitel – szerződések képezik, amelyeket értékpapírokká** alakítanak. A jelzáloglevél tulajdonosa közvetve **hitelt nyújt**, amelyet a pénzüintézet kezel.

Az értékpapírok **csoportosíthatók:**

- **kibocsátó** (állam, önkormányzat, vállalat),
- a köthető **ügyletek**
 - ❖ **lejárat:**
 - azonnali (prompt, spot)
 - határidős (forward, termin)
 - ❖ **típusa** szerint:
 - opciós,
 - futures.

Az értékpapír kereskedelem lehet:

- **koncentrált** (tőzsdei),
- **nem koncentrált** (tőzsdén kívüli):
 - **második piac: szervezett**, az értékpapír-forgalmazók helyiségeiben,
 - **harmadik-negyedik piac: szervezetlen.**

Értékpapír-típusok közül csak a részvényre és az állami kötvényekre koncentrálnak.

Részvény esetében **határozatlan**, kötvény vásárlásakor **határozott** időre szóló **jövedelem-folyamra** tesz szert a vevő.

Az értékpapírok árfolyama

Értékpapír árfolyama: az **az összeg**, melynek, mint bankbetétnek a **kamata** (viszonyítási alap, opportunity cost) **egyenlő** az **értékpapír hozamával**.

Ez a közelítés a K. Boulding által megfogalmazott **előnykiegyenlítődesi** elvre épül.

Érdeemes például egy kötvényért a **névértéknél magasabb** árat adni, egészen addig, amíg:

$$\text{árfolyam} * i_m = \text{névérték} * i_f$$

egyenlőség be nem következik. Ebből kifejezhető az

$$\text{Árfolyam} = \text{névérték} * \frac{i_f}{i_m}$$

A **kötvénynél** a tört számlálójában a **(fix) kamat**, **részvénynél** az **osztalékráta** szerepel.

Ha: **$i_f=10\%$; $i_m=5\%$** ; a névérték=1000, akkor az **árfolyam: 2000**

($2000 * 0,05 = 1000 * 0,1 = 100$)

Ha i_m változik:

- ❖ **$i_m=3\%$ árfolyam=3333** → **árfolyamnyereség: 1333**
- ❖ **$i_m=8\%$ árfolyam=1250** → **árfolyamvesztés: 750.**

A kamat „... azon a ponton fog megállapodni, ahol a '**bessz**-spekulánsok' **eladásai szándékai** kiegyenlítik a '**hossz**-spekulánsok' **vételei szándékait**.”

„Minden olyan kamatszínvonal, amelyről kellő meggyőződéssel **hiszik**, hogy valószínűleg **tartós lesz**, valóban **tartós is lesz**.” (**Önmagát megvalósító** várakozás.)

Értékpapírok árfolyamára ható tényezők

Dow-elmélet: egy részvény árfolyamában **minden** rendelkezésre álló info tükröződik.

1) Az **összes** részvényre egyaránt hat:

- **kamatláb alakulása,**
- belső **gazdasági helyzet** alakulása,
- várható **gazdaságpolitikai** lépések,
- **belső politikai** helyzet (választások),
- általános **külgazdasági** hatások,
- **nemzetközi pol-i** helyzet,
- gazdasági **botrányok** (Enron, World Com).

2) **Egy ágazathoz** tartozó vállalatok részvényeinek árfolyamát érintő hatások:

- **ágazati konjunktúra,**
- **struktúra-politika,**
- **speciális külgazdasági** hatások.

3) **Egyes vállalatok** részvényeinek árfolyamát még befolyásolja:

- vállalati **profit,**
- **fejlesztési lehetőségek,**
- **versenytársak** helyzetének változása,
- váll **tőzsdei helyzete.**

Ceteris paribus elv: **makro elemzésekben** csak a kamat **változik**, ez az **összekötő kapocs**:

- **közvetlenül a monetáris,**
- azon keresztül a **reálszférával.**

Árfolyamnyereség rövidtávon, alacsony **befektetéssel** elérhető.

Ezeket az ügyleteket a **volatilitás** (árfolyam változékonysága) alapozza meg.

Tőzsdeindexek:

Index	2001. 09.03.	2001 10.08	2001. 12. 27	2003. 3.10.	2004. 03. 22.	2005. 02. 28.	2007. 02. 05.
DJIA	9950	9068	10131	7568	10065	10766	12662
Nasdaq	1805	1606	1976	1278	1910	2052	2471
FTSE	5312	5033	5199	3436	4334	4969	6318
Xetra DAX	5104	4495	5096	2329	3729	4351	6874
Bux	6305	6397	7139	7206	10498	18383	24218
Nikkei	10773	10012	10458	8042	11319	11741	17345

Index	2009. 02.02.	2010 02. 04.	2012 10. 10.
DJIA	7937	10267	13495
Nasdaq	1494	2184	3135
FTSE	4078	5283	5810
Xetra DAX	4271	5709	7234
Bux	11376	21812	18865
Nikkei	7874	10371	

Az árfolyamot a gazdasági helyzet helyett egyre inkább a **befektetést kereső spekulációs pénztőke** mozgása alakítja.

Dow Jones: 30 legnagyobb Rt.

Standard & Poor 500 legnagyobb R.t

FTSE 100 legnagyobb Rt.

Az árforgalom a pénzügyi mozgások 2 %-a → a tőzsdék 3 napi forgalma = éves világexport.

Az értéktőzsdei folyamatok hatása a reálszférára:

- az ÉT-n forgó M, mint $L_{sp} i \uparrow -e$ irányába hat,
- **ÉT hangulattól függően** tudnak a vállalatok könnyebben vagy nehezebben **tőkét emelni**,
- tőzsdeindexek befolyásolják **AD elemeit**, különösen I-t,
- kihat a **beáramló K** nagyságára.

A hatás erőssége függ:

- ❖ **tőzsdei kapitalizáció fokától** (összes részvény árfolyamértéke),
- ❖ **kapitalizáció-GDP aránytól** (BÉT: 5-6000 md Ft),
- ❖ **részvények súlyától a hzt-k megtakarításaiban.**

A hatás lehet negatív is: **buborék**.

BÉT problémái:

- ❖ EU-ban árfolyamesések után is a **megtakarítások** 10-12%-a marad részvényben, nálunk **2%-a!**
- ❖ a részvényesek **3/4-e külföldi, 5 % -a háztartás,**
- ❖ a **négy nagy** (MOL; OTP; MTelekom; Richter) **túlsúlya,**
- ❖ kevés a Ny-i cég,
- ❖ **kevés a lehetséges célpont,** sok a „nyugodt erő”, az olyan tulajdonos, aki domináns, nem kívánja részvényeit eladni,
- ❖ **alacsony a közkézhányad,**
- ❖ külföldi befektetési alapok a minimálisan egy md \$-os kapitalizációjú cégeket célozzák meg,
- ❖ BÉT kötéseinak 70%-a külföldi megbízóknak.

INFLÁCIÓ

Inflated: felfúvódott.

Infláción az **általános árszínvonal tartós** emelkedését, a **penz vásárlóerejének csökkenését** értjük, az idő dimenziójában, százalékos formában kifejezve.

Az árszínvonal rövid időszakot érintő, **konjunkturális** változása **nem infláció!**

Az inflációt mindig a javak **adott körére** értelmezzük.

Legfontosabb mutatója a **fogyasztói árindex**, amely **differenciáltan** jelenik meg a különböző háztartások esetében, mindenki más mértékű inflációt él meg.

Maginfláció a legváltozékonyabb és a monetáris politikától leginkább független termékek és szolgáltatások (idényjellegű élelmiszerek-, üzemanyagok-, gyógyszerek) áralakulásától **megtisztított infl.**

Az infláció kifejezésére:

- EKB: fogy árindexet,
- FED maginfláció mutatóját használja.

Mértéke alapján:

- ❖ **kúszó** (anticipálható, egy számjegyű),
- ❖ **vágtató** (2-3 számjegyű),

❖ hiper.

Anticipált infl: → **tehetetlenségi infl** (túllövés a fő áramban, predeterminált áraknál).

Infláció típusai:

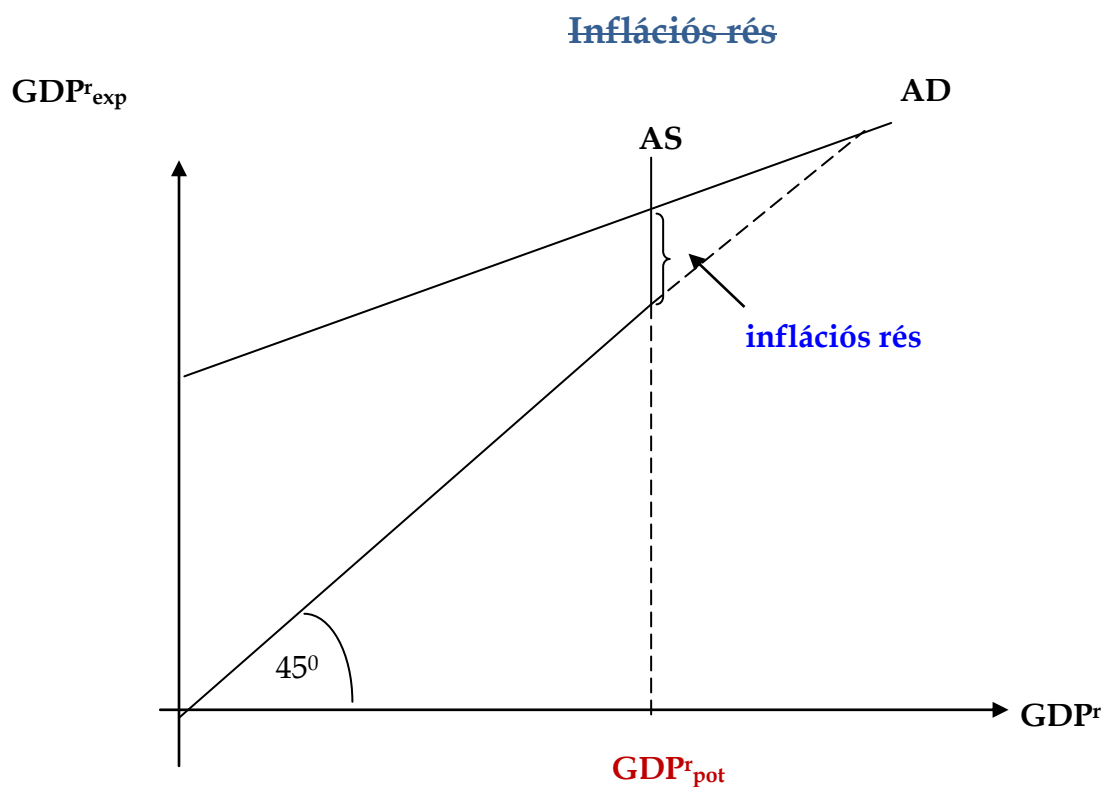
1) **Kereslet-húzta** (Demand-pull inflation)

Inflációs rés (Inflationary gap), ha a nominális $AD > GDP^r_{pot}$

RTM-ben a GDP^r_{pot} **abszcissa-értékénél** mutatkozó különbség az **AD és AS (ordináta)értéke** között.

Mivel az árak **predetermináltak**, ezért csak a **szerződések lejártával** jelenik meg az árszínvonal növekedésében.

7) sz. ábra



Tobin: „Ha az aggregált kereslet (reálkategóriákban) meghaladja a rendelkezésre álló kapacitásokat, akkor „túlkereslet” vagy ‘**inflációs rés**’ jön létre.”

2) **Költség-tolta infl** (Cost push inflation) **okai:**

A **költség (tolta) infláció: változatlan fizikai tényező-ráfordítások esetén** emelkednek a tényezőárak és a költségek → **mark up pricing**.

$$p = AVC + \text{árrés}$$

$$\text{árrés} = AFC (\text{rezi}) + \text{tisztességes } \Pi$$

Fajtái:

- ❖ **Bér-tolta** (külön, részletesen).
- ❖ **Adó-tolta** (tax push inflation). Az **adók fiktív költségek**. Költség és árnövelő hatásuk hasonló a bérekéhez.
- ❖ **Monopóliumok** (ár-bér spirál): a **monopolizáltság fokának** növekedése is erősen hat az árszínvonal változására.
- ❖ **Szakszervezetek** (bér-ár spirál).
- ❖ **Importált infláció** (imported inflation) **Világpiaci árváltozások** az importcikkek révén beépülnek a hazai termékek áraiba.
- ❖ **Improd szektor** arányának növ.

Az **állam** az **adókkal**, a ktsg-vetési **deficittel** maga is teremthet inflációt!

Alapvető inflációs tényező: **bérnövekedés:**

- ❖ **Duesenberry:** iparági konjunktúrában: $dw/w > dP_L / P_L$

Ez az opt allokáció feltétele.

❖ A $\frac{dw}{w} = \frac{dP_L}{P_L}$ egyenlőség teljesülése esetén is lehet infláció, ha nő pl. az improd szektor aránya.

❖ **Davidson, Weintraub:**

Keresleti és **költséginfláció** átcsap egymásba, **w kettős** szerepe miatt.

- Bér - (költség) tolt infláció: **bér-ár** spirál.
- **Ár-bér** spirál.

3) **Tehetlenségi infl.** (Inertial inflation) predeterminált árak miatt is → **infláció beépül a várakozásokba.**

Infláció okai:

- ❖ 1 %-pontos többlet-bér 0,23 %-ponttal,
- ❖ árfolyamgyengülés 1%-a 0,15%-ponttal,
- ❖ 1 %-os állami áremelés 0,22%-ponttal növeli,
- ❖ Brent olaj 1\$-os áremelkedése 0,13%-os infl,
- ❖ Más variáció: MNB olaj 10%-os árváltozása 0,22 %-os infl,
- ❖ A 2010-es **különadó** a 2010-es inflációt 0,3 %-ponttal növelte.

PHILLIPS AZ INFLÁCIÓRÓL ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉGRŐL

A.W. Phillips: The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 1958. Nov.

Ökonometriai alapon jutott el tételéhez.

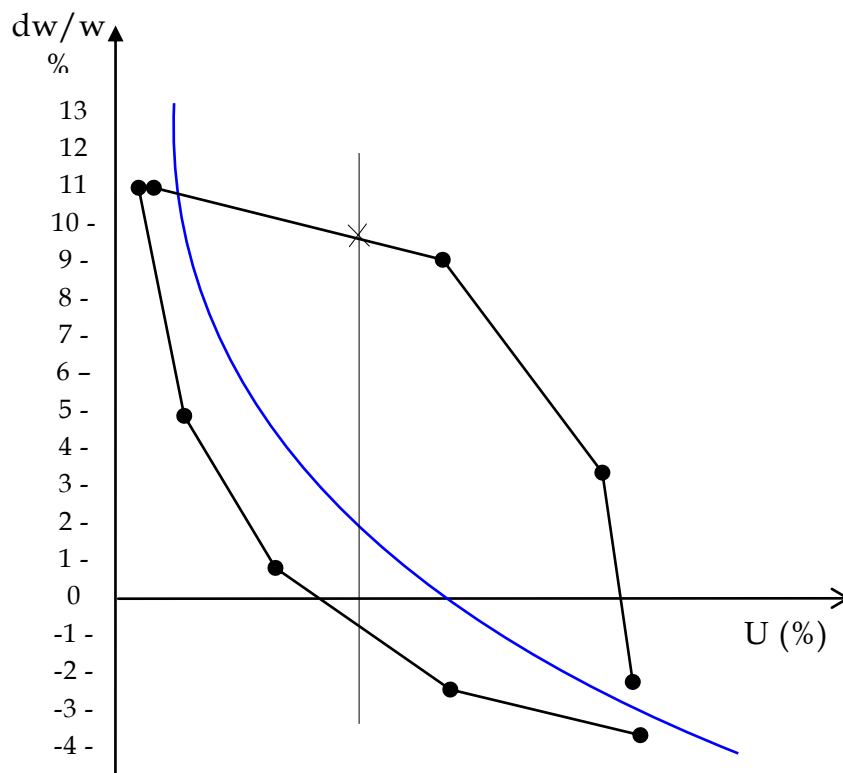
Csak az 1861-1913-as „nyugodt” időszak alapján vont le következtetéseket.

Phillips közvetlenül **nem időbeli változást**, dinamikát kívánt vizsgálni, hanem **korrelációt**.

Az elmélet lényege:

- ❖ az infl és U a **konjunktúra alakulásának ikerváltozói**,
- ❖ az infl és U ráta között **széttartó trade off, nem bármilyen** kapcsolat létezik!

14) sz. ábra



A munkanélküliségi és a bérráta kapcsolata - a Phillips-görbe

A Phillips-görbe az inflációs- és a munkanélküliségi ráta között a vizsgált fél évszázad során megfigyelt kapcsolatot ábrázolja. Egy rövidebb - 8 éves - időszakban, egy **konjunktúra-ciklus** alatt a kapcsolat egy **hurokkal** ábrázolható. A Phillips-görbe a **konjunkturális és véletlen hatások „átlagolódása”** miatt **csillapított, kiegyensúlyozottabb** tendenciát fejez ki.

Emeljünk egy függőlegest az abszcissa-tengely egy tetszőleges "U_A" pontjában!
Három azonos abszcissa-értékű metszéspont.

Jelentős hatással bír a **munka** iránti **kereslet alakulási tendenciája** is.

Phillips felfogásának modern változata

Az infláció mai magyarázatában **integrálódnak** az egyes gondolkodók által megfogalmazott összefüggések.

$$\eta = \eta^e + \alpha (U - U_n) + z$$

Ahol:

η inflációs ráta

η^e az infláció anticipált üteme

α koefficiens

U munkanélküliség tényleges rátája

U_n a munkanélküliség természetes (legkisebb fenntartható) rátája

z sokkhatás

A **dezinfláció** a GDP visszaesésével jár. Az **árszínvonal-növekedés egy százalékpontos mérséklése** a **GDP négy-öt százalékpontos süllyedését** váltja ki. Ez két lépésben magyarázható:

- Az **infláció egy százalékpontos visszafogása a munkanélküliség rátáját két százalékponttal** növeli meg.
- Ez az Okun törvény értelmében nagyjából a **GDP-rés négy-öt százalékpontos kiterjesztésével** jár.

A magas infláció is tetemes kibocsátás-csökkenést eredményezhet!

MONETÁRIS POL NYITOTT GAZD-BAN → AZ ÁRFOLYAM-VÁLTOZÁS HATÁSA A KKERRE

Valuta **árfolyam (paritás): egy** adott ország fizetőeszközének kifejezése **más ország pénzében**.

Valuta **túlértékelttsége**: a valuta tényleges (reál) paritását meghaladó, **mesterségesen fenntartott „erős”** árfolyam.

Valuta **alulértékelttsége**: a valuta tényleges (reál) paritásától elmaradó, **mesterségesen fenntartott „gyenge”** árfolyam (jüan).

Valuta-**felértékelés**: a valuta árfolyamának **növelése** az eddig érvényes szinthez képest.

Valuta-leértékelés: a valuta árfolyamának **csökkentése** az eddig érvényes szinthez képest.

Az árfolyam-politika, a valuta le- és felértékelés hatása a külkereskedelemre

1) **Induló helyzet: árfolyam: 280Ft/€**

Exp:

Kföldön eladható: 1 mó € →	280 mó Ft
→ belföldi felv p:	260 mó Ft
<hr/>	
Elérhető Π	20 mó Ft

Imp:

Kföldön vesz árut 1 mó € -ért →	280 mó Ft
→ belföldi elad p:	300 mó Ft
<hr/>	
Elérhető Π	20 mó Ft

Mind az ex- mind az import jövedelmező (20 mó Ft).

Valuta le- vagy felértékelés: két - egymástól alig függő - piacon kialakult, kböző valutában kifejezett árszintet köt össze-

2) **Valutaleértékelés → árfolyam: 305Ft/€**

Export: 45 mó Ft Π

Import: 5 mó Ft veszteség.

3) **Valutafelértékelés → árfolyam: 255Ft/€**

Export: 5 mó Ft veszteség

Import: 45 mó Ft Π

Kker mérleg → nközi fizetési mérleg kapcsolata.

Kker mérleg → árszínvonal → valutaárfolyam.

Egy év alatt 8 %-ot „javítottak” a Ft-árfolyamon.

Ez > mint az átl ipari nyereség → **megöli a fejlődést** (Demján, 2006. 06.).

„Csúcspont”: 228 Ft/€ (2008 tavaszán).

Nem minden leértékelődés előnyös, ugyanis hat még:

- versenytársak valutaparitásának alakulása,
- a megnyíló exportlehetőségeket képes-e kihasználni megfelelő termékekkel.

Árfolyamrendszerek:

- **Valutakosár alapján** határozták meg, napi rendszerességgel, ennek (2,25) %-os intervallumában ingadozhatott. Ennek **csúszó** változatát alkalmaztuk.
- **Sávós** (2001. 05-től) Rögzített euró-árfolyam: +/- 15%-os sáv (282,36).
- **Lebegő**: a valuta árfolyama szabadon reagál a piaci hatásokra, a jegybanknak nincs beavatkozási kötelezettsége (a Monetáris Tanács 08. 02. 25 -i döntése).

A valuta le- vagy felértékelődést a jegybank lebegtetés során is **ellenőrizheti**. Ez nem az interveniálás lehetőségének feladása, hanem **szabadság** biztosítása a jegybanknak, hogy a **sávhatár elérése** esetén **ne kelljen kötelezően beavatkoznia**.

Előzőleg, ha a tényleges árfolyam **kilépett a sávból**, a jegybanknak interveniálnia kellett (vagy módosítania kell a sávon). Ez könnyű lehetőséget adott a valuta elleni **spekulációs** támadásra.