

**Pénzügykutató RT**

*PÜK Munkafüzetek*

*1998/2*

*Árfolyamalapú stabilizáció  
Magyarországon 1995-1997*

*Gáspár Pál*

*Budapest 1998 szeptember*

# Tartalomjegyzék

<i>Bevezetés</i>	3
<i>I. Az árfolyamalapú stabilizációs programok elméleti háttere és fontosabb tapasztalatai</i>	4
<i>II. A hazai ERBS program háttere</i>	11
<i>III. A stabilizáció és makrogazdasági következményei</i>	15
III.1. A reál GDP alakulása	17
III.2. A nettó tőkebeáramlások növekedése	18
III.3. A pénzmennyiség alakulása	24
III.4. Az infláció alakulása	25
III.5. A reálkamatlábak alakulása	30
III.6. Az államháztartás stock és flow pozíciójának alakulása	33
III.7. Az árfolyam alakulása	37
III.8. A reálárfolyam alakulása	39
III.9. A tőzsdei árindex alakulása, a vagyoneszköz infláció mértéke és szerepe	42
III.10. A megtakarítási ráta alakulása	43
<i>IV. Miben hasonlított és miben tért el a hazai árfolyamalapú stabilizációs program a nemzetközi tapasztalatoktól?</i>	44
<i>V. Milyen következtetések vonhatóak le az árfolyamalapú stabilizációs programot meghirdető gazdaságoknak a hazai tapasztalatokból?</i>	47
<i>VI. Milyen tanulságokkal szolgálnak a jelenlegi makrogazdasági problémák kezelésére az ERBS-program következményei Magyarországon?</i>	49
<i>Hivatkozások</i>	54

## Bevezetés

Miközben 1998-ra a magyar gazdaság makrogazdasági mutatóiban jelentős fordulat következett be a három évvel korábbi állapothoz képest, változatlanul élénk vita kíséri az 1995 óta követett stabilizációs politikát. A vélemények továbbra is jelentősen eltérnek a stabilizációs program szükségességét, az általa gyakorolt egyensúlyi és növekedési hatásokat, valamint eredményeket illetően. Figyelembe véve a kiinduló helyzet és az erre adott gazdaságpolitikai válasz megítélésében megnyilvánuló eltéréseket, természetesnek tekinthető, hogy a jelenlegi makrogazdasági kérdésekre adott válaszokban is nagy a szóródás.

A tanulmány az 1995 március óta követett gazdaságpolitikát, valamint az utóbbi 3 évben megfigyelt makrogazdasági folyamatokat az árfolyamalapú stabilizáció politikák elméleti kiinduló alapról kívánja magyarázni. Véleményem szerint ugyanis a stabilizáció politikát követően 1995-től kibontakozó makrogazdasági folyamatok, az egyes makrogazdasági mutatókra ható exogén tényezők és a mutatók között érvényesülő átváltások, valamint a gazdaságpolitikai dilemmák és feszültségek jól megérthetők és elemezhetők az árfolyamalapú stabilizációs programok által nyújtott keretben.

A kiigazítási program nyomán a reál GDP alakulásában, a tőkemérleg egyenlegének változásában, a reálárfolyam és a versenyképességi mutatók, valamint a dezinflációs folyamat dinamikájának alakulásában Magyarországon is alapvetően azok a sajátosságok figyelhetők meg, amelyek az árfolyamalapú stabilizációs programokat (továbbiakban ERBS) alkalmazó fejlett és közepes jövedelmű dél-európai, latin-amerikai és távol-keleti, valamint átalakuló gazdaságokban volt tapasztalható. Ugyanakkor a hazai makrogazdasági folyamatok több ponton is eltérnek az ERBS elmélet által feltételezettől, különösen a folyó fizetési mérleg, a GDP felhasználás szerkezetének, valamint az államháztartás flow és stock mutatóinak alakulását tekintve.

A tanulmány legfontosabb célja az 1995-1997 közötti makrogazdasági folyamatok értékelése, a belőlük levonható következtetések megfogalmazása a jelenlegi makrogazdasági problémák jobb megértése érdekében. Másik célja annak bemutatása, hogy mennyiben tekinthetők a hazai makrogazdasági folyamatok az árfolyamalapú stabilizációs politika következményének és a folyamatok mennyiben erősítik meg illetve cáfolják a közgazdasági eleméletben leírt feltevéseket.

A tanulmány fennmaradó része a következő szerkezetben készült. Az első rész röviden áttekinti az árfolyamalapú stabilizációs programok jellegzetességeit, a pénzalapú stabilizációs programokkal szembeni eltéréseit, illetve a fejlett és a közepesen fejlett gazdaságokban történt alkalmazásának főbb tapasztalatait. Az ERBS-alapú stabilizációs programot kiváltó makrogazdasági folyamatokat, valamint a stabilizációs program főbb jellegzetességeit a második fejezet elemzi. A tanulmány harmadik fejezete vizsgálja a fontosabb makrogazdasági folyamatokat, amelyek az árfolyamalapú stabilizációs programokkal sok tekintetben rokon vonásokat mutatnak: a reál GDP, az infláció, az államháztartás stock és flow mutatói, a folyó fizetési és pénzügyi mérleg alakulását, a pénzmennyiség és reálkamatlábak változását.

A következő fejezet azt elemzi, hogy miben és miért tértek el a hazai ERBS alapú program makrogazdasági következményei az elméletben leírtaktól. Az ötödik fejezet összefoglalja azokat az ERBS-alapú programok számára levonható tapasztalatokat, amelyeket a hazai program alapján megfogalmazhatók, míg a tanulmány zárófejezete a hazai gazdaságpolitika számára fogalmaz meg következtetéseket az elmúlt 3 év makrogazdasági folyamatai alapján.

## **I. Az árfolyamalapú stabilizációs programok elméleti háttere és fontosabb tapasztalatai**

Az elmúlt évtizedben széles körben alkalmazottakká váltak a makrogazdasági egyensúlyzavarok kezelésére az árfolyamalapú stabilizációs programok. Korábban az előre meghirdetett árfolyam pálya elsősorban a gazdaságok demonetizálódását, a nagymértékű valutahelyettesítés és tőkekimenekítés kialakulását eredményező hiperinfláció letörése érdekében alkalmazott stabilizációs programokban töltötte be a nominális horgony szerepet. A mérsékelt illetve a magas (de nem hiper) infláció letörésében a pénzmennyiség alakulása volt a nominális horgony és a stabilizációban a fokozatos monetáris szűkítés játszott a meghatározó szerepet.

Az 1980-as évek közepétől azonban a árfolyamalapú stabilizációs programokat egyaránt alkalmazták a hiperinfláció megtörésére a latin-amerikai (Bruno(1988)), a német inflációs szinthez közelítő dezinflációs politika keretén belül az Európai Monetáris Rendszerbe (EMS) belépett mérsékelt inflációjú nyugat-európai (Detragiarche(1997)), valamint az átalakulás és makrogazdasági egyensúlyzavarok által teremtett korrekciós infláció letörése érdekében a kelet-európai gazdaságokban (Begg(1996)).

Az árfolyamalapú stabilizációs programok szélesebb körű alkalmazását több tényező eredményezte. Egyrészt erősödött a hit, hogy a rögzített árfolyam és az árfolyam célkitűzés közvetlenebb, erőteljesebb antiinflációs hatással rendelkezik, mint a monetáris célkitűzés. A rögzített árfolyam ugyanis a gazdasági szereplők által jobban látható és ellenőrizhető korlátot jelent, erőteljesebb pénzügyi fegyelmet kényszeríthet ki a gazdaságpolitikától mint a pénzalapú monetáris politika. Az árfolyamalapú stabilizációs programokban emellett erőteljesen érvényesülhet a nemzetközi kereskedelem és a szabad tényezőáramlás arbitrálo hatása nyomán az egy ár elmélete. Ez elősegítheti a dezinflációt közvetlenül a tradable szektorok árszínvonalának nemzetközi szintre csökkentésével, közvetve pedig a non-tradable árak és inflációs várakozások alacsonyabb tradable inflációval konzisztens szintre történő mérséklődésével.

Az árfolyamalapú stabilizációs politika melletti további érvet jelentett, hogy erőteljesebb elkötelezettséget (precommitment) jelent az árfolyamcél a gazdaságpolitika számára, aminek következtében magasabbak a rendszerből történő kilépés költségei is. Ezt formalizáltan mutatja a Barro-Gordon modell is, ahol abban az esetben ha a monetáris politika eredeti célfüggvényében szereplő output (és az e mögött álló inflációs meglepetés) és inflációs szintet kiegészítjük a versenyképességi céllal, akkor a rögzített árfolyam feladása és az árfolyam leértékelődése magasabb makrogazdasági költségekkel jár. A rögzített illetve előre bejelentett pályán mozgó árfolyamrendszerből történő kilépés magas költségei viszont növelhetik a dezinflációs célú gazdaságpolitika hitelességét, ami

kedvezően befolyásolhatja a gazdasági szereplők inflációs várakozásait, és ezen keresztül a dezinfláció sebességét és költségeit.

Az árfolyamalapú programok népszerűségét növelte, hogy a monetáris célkitűzés vonzereje az utóbbi évtizedben csökkent, mert a pénzügyi innovációk nyomán bizonytalanabb lett a pénzkeresleti függvény alakja, aminek ismerete nélkülözhetetlen a pénzmenyiségre alapuló stabilizálás hatékony alkalmazásához. Végezetül az árfolyamalapú stabilizációs programok vonzerejét növelte, hogy számos tanulmány kimutatta (elsőként Fischer (1986)), hogy bizonyos feltételek teljesülése mellett az árfolyamalapú stabilizációs programokban a dezinfláció output és foglalkoztatási költségei kisebbek a pénzalapú stabilizációs programokénál.

A bővülő empirikus tapasztalatok nyomán az eltérés az árfolyam- és pénzalapú stabilizációs programok között átkerült a stabilizációt követő recesszió mértékéről a recesszió időzítésére: miközben a pénzalapú programok azonnali recesszióval jártak addig az árfolyamalapú stabilizációs programokban a visszaesés vagy egyáltalán nem következett be vagy időben kitolódott. A recesszió mértéke és időzítése az ERBS programokban addicionális vonzerő volt a rövidtávú tervezési horizonttal rendelkező politikusoknak is a pénzalapú programokkal szemben.

A fejlett országokban az árfolyamalapú stabilizációs programokat elsősorban a mérsékelt infláció alacsony árstabilitási szintre csökkentésére, a latin-amerikai gazdaságokban a hiperinfláció megfékezésére, a kelet-európai gazdaságokban a korrekciós infláció kezelésére, a gazdaságpolitika elveszett (illetve újonnan létrejövő gazdaság esetében korábban nem létezett) reputációjának helyreállítására, valamint az átmenet során ingatag nominális változók befolyásolására alkalmazták. A széleskörű empirikus tapasztalatok<sup>1</sup> lehetőséget adnak az ERBS programok fontosabb makrogazdasági következményeinek elemzésére.

**1. Output alakulása.** Az árfolyamalapú stabilizációs programokban a dezinfláció jelentősebb recesszió nélkül következik be a fiskális és jövedelempolitikák által gyakran generált keresletszűkítés ellenére. Az árfolyamalapú programok kedvező növekedési hatásainak okait illetően jelentős eltérés van az egyes elméletek között. **Drazen-Helpmann (1989)** tanulmánya - különösen a magas inflációt követő és a jelentős infláció csökkenést eredményező programokban - a dezinfláció pozitív vagyonghatását emeli ki, ami a mérséklődő infláció nyomán csökkenő inflációs adó és gyorsuló reálbérnövekedés miatt keletkezik. A pozitív vagyonghatás a magánszektor fogyasztásának növekedésével semlegesítheti a keresletszűkítés negatív output hatását.

A Drazen-Helpman szerzőpárossal szemben **Rodriguez (1982)** inkább a lassú dezinflációt és ehhez kapcsolódóan a mérséklődő kamatlábakat tartja a kedvező növekedési hatás forrásának. Tanulmányában a reálkamatlábak alakulását ciklikus folyamatnak tekinti, amelyek a stabilizációt megelőzően növekednek, majd utána csökkennek, elősegítve a privát fogyasztás és beruházás növekedését. A tanulmány rámutat az árfolyamalapú stabilizációs programokban lassú dezinfláció két fontos forrására: a kereskedelembe nem kerülő szektorokban az adaptív és nem az árfolyamrendszer által sugallt inflációs várakozások meghatározó szerepére, valamint a relatív hozamkülönbségek nyomán

---

<sup>1</sup> Az árfolyamalapú stabilizációs programok részletes elemzését ld. Calvo-Végh (1993), Calvo (1987), Roldos (1995), Drazen-Helpmann (1988) tanulmányaiban.

felerősödő tőkebeáramlások likviditást és - kötött árfolyam mellett - árszínvonalat növelő hatására (amely még a beáramlások monetáris bázisra gyakorolt hatását semlegesítő monetáris politika mellett is érvényesül).

A stabilizáció kedvező reálgazdasági hatásainak magyarázatában kiemelt szerepet kapott - eltérő megközelítésből - a gazdaságpolitika hitelességének alakulása. **Calvo (1987)** a hitelesség hiányával magyarázza a stabilizációt követő expanziót: szerinte a gazdasági szereplők - különösen azokban a gazdaságokban, ahol már korábban is voltak sikertelen stabilizációs programok, illetve ahol hagyományosan alacsony a gazdaságpolitika reputációja - a stabilizációs program kudarcára és ennek nyomán a kezdeti árfolyamrögzítést követően a hazai valuta erőteljes devalválására számítanak, ami keresletükben intertemporális helyettesítésre és a folyó fogyasztás növelésére készíti őket.

A magánszektor fogyasztásának növekedését kiemelő Calvoval szemben **Roldos (1995)** a hitelesség hiánya nyomán a beruházások növekedését tekinti a GDP növekedését kiváltó fő tényezőnek. Roldos szerint a stabilizációs program bevezetését követően a magánszektor erőteljesen növeli beruházásait annak érdekében, hogy kihasználja a kedvező árfolyamszintből eredő előnyöket és elkerülje a várakozásaiba beépített későbbi leértékelés negatív hatását. A beruházások növekedése által kiváltott importkereslet bővülés azonban a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlásával párosul és ez időben előrehozza a kötött árfolyam feladását és a stabilizációs politika kudarcát.

Szintén a gazdaságpolitika hitelességének hiánya eredményezi **Kiguel M.-Liviathan N. (1992)** szerint a stabilizációs programot követő üzleti ciklust: ennek nyomán a stabilizációt követően az output átmeneti növekedése, majd ezután a növekedés összeomlása következik be. A hitelesség hiányával szemben **Nazmi (1997)** szerint éppen a hiteles gazdaságpolitika teremti meg az alapját a tőkebeáramlásnak és a hazai reálbérek növekedésének, aminek nyomán az aggregált kereslet és a termelés is növekszik.

Végezetül a hitelességhez is kapcsolódva számos tanulmány szerint a gazdaságpolitikai alkalmazkodás által teremtett kedvező várakozások befolyásolják pozitívan a reál GDP alakulását. Az árfolyamalapú stabilizációs programokban az infláció mérséklődése, a korábbi árfolyam- és inflációs variabilitás mérséklődése, valamint a kiszámíthatóbb várakozások nyomán kedvező kínálati reakció alakulhat ki, elsősorban a beruházások és a nettó export növekedése formájában. Ugyanakkor a fiskális kiigazítási programokkal kapcsolatos kutatások (**Giavazzi - Pagano (1990)**, **Alesina - Perotti (1994)**) is azt mutatják, hogy a fiskális szigoroknak már rövid távon is inkább expanzív mint restriktív hatása lehet: a fiskális kiigazítás nyomán a gazdasági szereplők a jövőbeli adóterhek mérséklődésére számítanak és ez növeli folyó költési hajlandóságukat. A kereslet növekedéséhez kapcsolódik továbbá, hogy az árfolyamalapú stabilizációs programokban az aggregált kereslet nem csökken szükségszerűen a fiskális megszorítás miatt, hanem csak a szerkezete módosul.

Az ERBS-programokban a reál GDP rövidtávon mindenképpen kedvezően alakul bár a reál GDP növekedés fenntarthatósága kérdéses, ami két tényező függvénye. A fenntarthatóság függ attól, hogy a növekedés milyen szerkezetben valósul meg, és hogy milyen makrogazdasági folyamatok kísérik. Az empirikus tapasztalatok alapján az ERBS-programokat alkalmazó gazdaságokat két nagyobb csoportra lehet a reál GDP alakulása alapján osztani. Az egyikben a programot követően a reál GDP tartós és erőteljes növekedése következett be (Argentína, Észtország, Írország, pl.) míg a másikban a

stabilizálással párhuzamosan csak lassan gyorsuló, bizonytalan, gyakori visszaesésekkel tarkított a reál GDP alakulás ( Mexikó, Csehország, stb.) tapasztalható.

**2. A dezinfláció sebessége és mértéke.** Az árfolyamalapú stabilizációs programok támogatói szerint a dezinfláció a kötött árfolyampálya mellett gyorsabban és kisebb költségekkel valósul meg, mint a pénzalapú stabilizációs programokban a pénzkínálat szűkítése nyomán. Ha a gazdaságpolitika hiteles, ha ennek nyomán a piaci szereplők várakozásaiban mérséklődnek az adaptív elemek, valamint ha az árfolyam betölti a nominális horgony szerepét, akkor az infláció gyorsan az árfolyam leértékelődés szintjére mérséklődhet. A dezinfláció ütemével kapcsolatos tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy az árfolyamrögzítést alkalmazó gazdaságokban az infláció csak fokozatosan mérséklődik, kivéve ott ahol abszolút hiteles az árfolyam rögzítése és/vagy megfelelő intézményi háttérrel megerősítik a hitelességet (pl. a valutatanács bevezetésével).

Az infláció fokozatos mérséklődése azzal áll összefüggésben, hogy miközben a kötött árfolyamrendszernek a kereskedelemben kerülő javak (tradable) szektorában megnyilvánuló inflációra gyakorolt hatása - különösen az egy ár elmélet fontosabb előfeltételeinek legalább részleges teljesülése esetén - jelentős, addig ez csak fokozatosan és közvetve érvényesül a kereskedelemben nem kerülő javak szektora (non-tradable) esetében. A dezinfláció sebességének eltérése különösen azokban a gazdaságokban jelentős, ahol az elégtelen fiskális és jövedelempolitikai korlátozás miatt változatlan marad a non-tradable javak iránti kereslet<sup>2</sup>.

Az infláció lassú csökkenését magyarázza az is, hogy az árfolyamalapú stabilizációs programokban aszimmetrikus a várakozások alakulása: miközben a vagyoni piacokon a várakozások - igazodva az árfolyam alakulásából számítható értékekhez - előretekintők, addig a munkaerő- és az áru piacokon inkább hátratekintők, ami fokozza a nominális változók merevségét. Az erőteljes inflációs inercia számos árfolyamalapú stabilizációs programban növelte a dezinfláció és a kötött árfolyamrendszer alkalmazásának jóléti költségeit és gyakran eredményezte a programok feladását.

A dezinfláció sebessége és költsége az árfolyamalapú stabilizációs programokban sem független azonban az infláció kiinduló szintjétől. A stabilizálandó inflációs szint és a dezinfláció sebessége és a dezinfláció output és jóléti költségei közötti kapcsolat negatív. A magas (ezen belül különösen a hiper) inflációk csökkentése időben gyors, alacsony makrogazdasági költségek mellett bekövetkező folyamat volt, mert a hiperinfláció időszakában az előretekintő várakozásokat tükröző árfolyam leértékelődés vált a nominális változók korrigálásának alapjává, megszűntek a nominális merevségek és az árfolyam stabilizálásával az infláció a horgony valuta szintjére csökkenhetett a fix reálárfolyammal konzisztens monetáris és fiskális politika mellett. A mérsékelt inflációjú gazdaságokban ezzel szemben a dezinfláció fokozatos volt, mert itt erőteljesebben érvényesültek a visszatekintő várakozások, a piaci merevségek negatív hatásai a dezinfláció sebességére és költségére.

**3. A reálárfolyam felértékelődése.** A fokozatos dezinflációval is összefüggésben áll az árfolyamalapú stabilizációs programok során a reálárfolyam

---

<sup>2</sup> Miközben a kereskedelemben kerülő javak szektorában a dezinfláció segíti a nemzetközi versenyt, addig a kereskedelemben nem kerülő javak esetében a keresletkorlátozásnak van jelentősebb szerepe.

felértékelődése. A felértékelődés a stabilizációs program szükségszerű vonása, bár a felértékelődés kiváltó okai és mértéke, valamint az árfolyamrendszer fenntarthatósága eltérnek a sikeres és sikertelen stabilizációs programokban. A sikertelen programokban a felértékelődés kiváltó oka a folyó fizetési és költségvetési hiány növekedése, az inflációs inercia és ezen keresztül az inflációs nyomás erősödése, valamint a kezdetben beépített jövedelempolitikai célok árfolyampályával inkonzisztens alakulása.

A sikeres árfolyamalapú stabilizációs programokban is szerepe van a felértékelődésben a dezinfláció sebességének, mert - akár huzamosabb ideig fennálló - eltérés lehet a leértékelés és a pénzromlás mértéke között, továbbá időbeli eltérés van az árfolyamrendszer hitelességének megteremtése (amit az árfolyamrendszer fenntartásával konzisztens fiskális és monetáris politikával gyorsan el lehet érni), valamint a dezinfláció érvényesülése között. Mindezek nyomán elkerülhetetlen a kamatparitás felborulása és a felerősödő tőkebeáramlás illetve ettől részben függetlenül a hazai deviza iránti kereslet növekedése a reálárfolyam felértékelődését eredményezi.

A felértékelődésre hatást gyakorol továbbá a kereskedelembe kerülő és nem kerülő szektorokban jelentkező eltérő dezinfláció is, különösen abban az esetben ha ennek üteme gyors a kereskedelembe kerülő javak szektorában. A sikeres stabilizációs programokban sem tudták emellett rövidtávon megszüntetni a hátratekintő indexálási gyakorlatot, mérsékelni a múltbeli infláció várakozásokat befolyásoló hatását, ami tovább erősítette a reálárfolyam felértékelődését. A reálfelértékelődés következménye nagymértékben függött attól, hogy mekkora volt mértéke és dinamikája, párosult-e a kiegészítő nominális horgonyok stabilitásával, illetve hogy a gazdaság képes volt-e a felértékelődés mellett is a fizetési mérlegre vonatkozó intertemporális korlát teljesítésére. A reálárfolyam felértékelődése összességében az ERBS program szükségszerű velejárója, de makrogazdasági hatásai és kezelése eltérő a kiváltó okok függvényében a sikeres illetve sikertelen programokban.

**4. A tőkebeáramlások növekedése** Az árfolyamalapú stabilizációs programok esetében általában megfigyelhető a program kezdeti szakaszát követően a tőkemérleg többletének növekedése és ezen belül is a rövidtávú, kamateltéréseket kiaknázó spekulatív tőkeáramlás felerősödése (amely részben a program bevezetését megelőzően a növekvő árfolyam bizonytalanság miatt kiáramlott spekulatív tőke visszaáramlását is jelenti). A tőkebeáramlás felerősödése két tényezővel áll összefüggésben: a kötött árfolyamrendszer által teremtett relatív árfolyamstabilitással, valamint a leértékelési kockázatot meghaladó kamatprémiummal.

Az árfolyamalapú stabilizációs programok elkerülhetetlen vonása a Walters-kritika érvényesülése, amely szerint kötött árfolyamrendszer alkalmazása és elégtelen hitelességű (és emiatt inflációs és kamateltérésekhez vezető) gazdaságpolitika esetén (a tőkeáramlások részleges liberalizáltsága mellett) elkerülhetetlen a tartós tőkebeáramlás. Az árfolyamalapú stabilizációs programokban mindkét feltétel adott és ennek nyomán a hazai monetáris bázishoz és a széles pénzmennyiséghez viszonyítva jelentős tőkebeáramlásra kerül sor, számottevő fiskális és monetáris feszültségeket okozva.

**5. A folyó fizetési és a kereskedelmi mérleg egyenlege.** Az árfolyamalapú stabilizációs programok egyik fenntarthatóság szempontjából meghatározó jelentőségű következménye a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegének ciklikus alakulása. A stabilizációs programot követően általában az egyenlegek javulása figyelhető meg a



reálárfolyam leértékelődése, valamint a belföldi jövedelmek és az aggregát kereslet csökkenése nyomán. A kedvező egyenleg hatás mértéke és tartóssága azonban függ az árfolyam leértékelés hazai árakra és reálárfolyamra gyakorolt hatásától (exchange rate passthrough), valamint a kereslet korlátozás mértékétől.

A kezdeti kedvező egyenleg idővel jelentősen romolhat, amihez hozzájárul a reálárfolyam említett felértékelődése, valamint a privát szektor beruházási és fogyasztási keresletének növekedése, a recesszió elmaradása. Hasonlóképpen a folyó fizetési mérleg hiányának növekedését eredményezheti a tőkebeáramlás növekedése akár közvetlenül (a hazai jövedelmek növekedésén keresztül), akár a tőkebeáramlás monetáris hatásainak semlegesítésén keresztül közvetve. A folyó fizetési mérleg hiányának növekedése vezetett el az esetek többségében az árfolyamalapú stabilizációs programok feladásához, amely történhetett a kötött árfolyam fokozatos korrekciója vagy valutaválság keretében bekövetkező összeomlása révén.

**6. A pénzmennyiség alakulása.** A pénzalapú stabilizációs programokban a pénzmennyiség mint monetáris horgony alkalmazása és a monetáris szűkítés eredményeképpen a reál pénzmennyiség jelentős csökkenése szokott bekövetkezni. Ezzel szemben az árfolyamalapú stabilizációs programokban a reál pénzmennyiség alakulása bizonytalan és több ellentétesen ható tényező alakulásának függvénye.

A reál pénzmennyiség növekedését eredményezheti a tökemérleg többletének növekedése és ennek a jegybank nettó devizaeszköz állományának növekedésére gyakorolt hatása. A hiperinflációt stabilizáló és a rövidtávon jelentős dezinflációt megvalósító gazdaságokban a reál pénzmennyiség növekedése a stabilizálódással párhuzamosan megvalósuló remonetizálódás eredménye: a magánszektor növeli reál pénzkeresletét annak érdekében, hogy a magas infláció során kimerített reál egyenlegét helyreállítsa. Ha a hiperinfláció megfékezésekor az árfolyamalapú stabilizációs program valutareformmal párosul, akkor a jegybank a gazdaság fokozatos remonetizálása érdekében szokta fokozatosan növelni a pénzmennyiséget. A reál GDP kedvező alakulása is pozitívan hat a reál pénzmennyiség alakulására, amennyiben a jegybank kielégíti a reálpénzkereslet ennek nyomán bekövetkező növekedését.

Az említett tényezőkkel szemben a reál pénzmennyiség szintjét mérsékelheti a folyó fizetési mérleg hiányának növekedése, ha ezt nem a tőkebeáramlások növekedése, hanem a nemzetgazdasági devizatartalékok leépülése finanszírozza (illetve ha a folyó fizetési mérleg hiány meghaladja a tökemérleg többletét). A reál pénzmennyiség csökkenése következik be akkor is, ha az ERBS-program eredményeképpen a növekvő tőkebeáramlás jelentős részét sterilizálja a jegybank, azaz magas a semlegesítési (offset) koefficiens értéke. A reál pénzmennyiség csökkenését eredményezheti ha az ERBS-program átfogó fiskális reformmal párosul, ezen belül elsősorban a költségvetési deficit csökkenésével illetve a deficit finanszírozásában a pénzteremtésről a hazai kötvényre történ átállással. Több programban azonban a reál pénzmennyiség csökkenése nem a siker, hanem éppen ellenkezőleg a lassú dezinfláció következménye volt, ha a jegybank az alacsonyabb inflációs céllal konzisztens pénzmennyiség célokat tűzött ki.

**7. A kamatlábak alakulása.** Az ERBS programok reálpénzmenyiség alakulásához kapcsolódó fontos tulajdonsága, hogy bizonytalan mind a nominális mind a reálkamatlábak alakulása. Ez ellentétes azokkal a pénzalapú stabilizációs programokkal, amelyek eredményeképpen a nominális és reálkamatlábak is növekednek: az előbbiek

növekedését a restriktív monetáris politika, míg a reálkamatokét a stabilizációval párosuló recesszió nyomán mérséklődő infláció eredményezi.

Azokban a stabilizációs programokban, ahol a pénzmennyiség tölti be a nominális horgony szerepét, ott az erőteljes monetáris restriktió miatt a reálkamatlábak is növekednek. Az árfolyamalapú stabilizációs programokban a reálkamatlábak alakulása bizonytalan: a hiteles programokban szintjük mérséklődik, míg a hitelességi gondokkal küzdő gazdaságokban emelkedik<sup>3</sup>.

Ugyanakkor a reálkamatlábak alakulása erőteljesen függ a stabilizációs programot kísérő exogén makrogazdasági folyamatoktól, valamint az ezekhez történő gazdaságpolitikai alkalmazkodás eszközrendszerétől. A reálkamatlábakra a makrogazdasági folyamatok között meghatározó szerepe van a stabilizációt követő GDP alakulásnak és a nettó tőkeáramlásoknak. Abban az esetben ha a stabilizáció a GDP gyors növekedésével és a jelentős tőkebeáramlással párosul, akkor a reálkamatlábak csökkenhetnek. Ezzel szemben ha a stabilizáció nyomán az output pozitív reagálása időben jelentős késéssel következik be és az alacsony hitelességű gazdaságpolitika és a bizonytalan makrogazdasági kilátások nyomán a tőkemérleg egyenlege nem jelez többletet, akkor a reálkamatlábak növekednek. A reálkamatlábak alakulását befolyásolta, hogy a monetáris politika miképpen kezelte a gyorsabb reál GDP növekedés és a tőkebeáramlások hazai pénzkeresletre gyakorolt pozitív hatását.

**8. A fiskális korrekció mértéke és időzítése.** Az árfolyamalapú stabilizációs programok vízvázaló eleme a sikeresség szempontjából a fiskális korrekció mértéke és időzítése. Ha az árfolyamrendszerben bekövetkezett váltás egyben a fiskális politikában és a költségvetési folyamatok fenntarthatóságában is váltást eredményezett, akkor az árfolyamalapú stabilizációs politika sikeresnek bizonyult. A kiigazítás ténye és mértéke mellett azonos szerepe van a kiigazítás szerkezetének: számos tanulmány következtetései (Alesina-Perotti (1995) Alesina (1996)) jelzik, hogy ahol a kiigazítás alapját az államháztartási kiadások csökkentése és általában a redisztribúció visszafogása, a folyó és tőkekiadásokon belül az utóbbiak javára történő átcsoportosítás képezte, ott nem csak a fiskális politika volt fenntartható, de a kiigazítás még erősítette is az ERBS-program egyes vonásait (pl. a gyors GDP növekedést). Ellenben ha a költségvetési deficitben és az államadósságban valamint az államháztartás monetáris finanszírozásában nem következett be az árfolyampályával összhangban lévő korrekció, akkor ez a folyó fizetési hiány és az inflációs problémák felerősödéséhez, tőkekiáramláshoz és az árfolyamrendszer feladásához vezetett.

A megfelelő mértékű és szerkezetben végrehajtott fiskális korrekció nem csak az árfolyamalapú stabilizációs program hitelességét erősítette, de kedvezően befolyásolta az egyensúlyi árfolyam változását is. A fiskális korrekció a kereskedelembe nem kerülő javak szektorában előállított javak iránti keresletet mérsékelte: a non-tradable szektor alacsonyabb ár- és bérnövekedése nyomán mérsékelhető volt a reálárfolyam felértékelődése és erősíthető az árfolyamrendszer hitelessége.

---

<sup>3</sup> A hiteles programokban kamatlábakba beépülő kamatprémium mérséklődik a javuló inflációs és leértékelési várakozások nyomán, míg a hitelességi gondokkal küzdő programokban növekszik a fiskális és folyó fizetési mérleg problémák nyomán.

Az árfolyamalapú stabilizációs programok vonásainak rövid, összefoglaló jellegű áttekintése lehetőséget ad arra, hogy összevegyük miképpen érvényesültek az említett makrogazdasági folyamatok a Magyarországon 1995 után alkalmazott árfolyamalapú gazdaságpolitika során. Az elemzési keret lehetőséget ad arra, hogy a fontosabb makrogazdasági folyamatokat egységes keretbe helyezzük, valamint a hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján hosszabb távon is érvényes gazdaságpolitikai következtetéseket vonjunk le.

## **II. A hazai ERBS program háttere**

Az árfolyamalapú stabilizációs program alkalmazásához vezető makrogazdasági folyamatok széleskörűen ismertek és elemzettek. A gazdaságpolitikai háttér megvilágítása, valamint az 1995 előtti folyamatok értékelésével kapcsolatos viták<sup>4</sup> azonban szükségessé teszik a kiinduló helyzethez vezető folyamatok rövid áttekintését.

Az árfolyamalapú stabilizációs program alkalmazását eredményező folyamatokat a makrogazdasági mutatókban, a gazdaságot érő sokkok jellegében, ezek eloszlásában és intenzitásában, valamint a követett gazdaságpolitika alapján két jól elkülöníthető szakaszra lehet bontani. Az első szakaszban (1989 és 1992 között) a gazdaságot széleskörű és részben exogén sokkok érték. Az egyik ilyen megrázkódtatás keresleti jellegű volt és az exportpiacok összeomlásában, valamint az importliberalizálással és a gazdaság szerkezeti átrendeződésével összefüggő növekvő importérzékenységekben jelentkezett.

A keresleti sokkot követően érvényesült kínálati jellegű is, amely az árak liberalizálásában, a korábbi termelési és fogyasztási szubvenciók leépítésében, a védett piacokat biztosító protekcionista gazdaságpolitika felbomlásában nyilvánult meg. A kínálati sokk következménye az infláció korábbi trendértékhez képesti gyorsulása, az árfolyam jelentős leértékelése volt, miközben a keresleti és kínálati sokkok egyaránt hozzájárultak a reál GDP és jövedelem csökkenéséhez.

A gazdaságot érő harmadik megrázkódtatás intézményi jellegű volt és a vállalati és pénzügyi szektorban megbomlott pénzügyi fegyelem megteremtésére irányult a csőd-, számviteli valamint pénzügyi törvények elfogadásával. Az intézményi sokknak hosszú távon érvényesülő negatív következménye lett az államháztartás és a folyó fizetési mérleg stock és flow pozíciójára, valamint kedvező hatása a tradable szektorok nemzetközi versenyképességére.

Az említett sokkokra is reagáló gazdaságpolitika alapját ebben az időszakban a rögzített de időszakosan kiigazított árfolyam mellett a pénzalapú monetáris politika jelentette, ahol a pénzmennyiség változása volt a monetáris politika közbülső célja. A nominális árfolyampálya ebben az időszakban nem tölthetett be nominális horgony szerepet a gazdaságot érő erőteljes sokkok, a korrekciós infláció és az örökölt magas

---

<sup>4</sup> A gazdaságpolitikai háttér eltérő megítélését lásd többek között Kornai (1996), Matolcsy (1997), Mellár (1997) elemzéseiben.

adósságállomány illetve ebből eredő adósságszolgálat árfolyam-politikai prioritásokat gyakran módosító hatása miatt<sup>5</sup>.

A pénzalapú stabilizáción belül a hazai gazdaságpolitika asszimmetrikusan érvényesítette a pénzügyi fegyelmet: miközben mikroszinten ez effektív korláttá vált, addig makroszinten a kezdeti (1989-1990-ben érvényesülő) részleges szigor fokozatosan megszűnt és a gazdaságpolitika alkalmazkodó jellegűvé vált. Ráadásul a pénzügyi fegyelem a makrogazdasági síkon is asszimmetrikusan érvényesült: miközben a monetáris politika az időszakban alapvetően restriktív jellegű volt, addig a fiskális politika jellege - korrigálva az elsődleges egyenleg változását a GDP visszaesés által teremtett kedvezőtlen exogén hatással is - inkább semleges és fokozatosan lazuló volt.

### 1. Táblázat A magyar gazdaság makrogazdasági teljesítménye 1990-1994 között

	1990	1991	1992	1993	1994
<b>GDP</b>	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9
<b>Reál hazai kereslet</b>	-3,1	-9,1	-3,6	9,9	2,2
<b>Privát fogyasztás</b>	-3,6	-5,6	0,0	1,9	-0,2
<b>Beruházás</b>	7,1	-10,4	-2,6	2,0	12,5
<b>Export(reál)</b>	1,2	-13,9	2,1	-10,1	13,7
<b>Import(reál)</b>	1,8	-6,1	0,2	20,2	8,8
<b>Fogyasztó árindex (dec/dec)</b>	34,6	31,0	24,7	21,1	21,2
<b>Bruttó nemzeti megtakarítás</b>	27,6	18,1	15,3	10,6	14,4
<b>Bruttó felhalmozási ráta</b>	25,6	20,6	16,1	20,0	22,2
<b>Kereskedelmi mérleg/GDP</b>	1,0	0,6	-0,15	-8,5	-8,6
<b>Folyó fizetési mérleg/GDP</b>	0,4	1,2	0,9	-10,9	-9,7
<b>Államháztartási egyenleg/GDP</b>	0,3	-4,4	-6,5	-5,8	-8,2
<b>Államadósság/GDP</b>	60,3	67,1	65,2	83,4	82,5

*Forrás: MNB (1998), IMF (1998)*

Az említett gazdaságpolitikai mix eredményeképpen számottevő negatív rés alakult ki a GDP változása illetve a rendelkezésre álló jövedelmek és ezzel összefüggésben a belföldi felhasználás szintje között. Miközben az árfolyamalapú programokat és a nominális jövedelmeket mint kiegészítő horgonyt alkalmazó átalakuló gazdaságokban (Csehszlovákia, Lengyelország, Szlovénia) a termelés és a belföldi felhasználás csökkenése hasonló mértékű volt, addig nálunk a felhasználás csökkenése jelentősen elmaradt a termelés visszaesése mögött és a különbség nyomán növekedett a nettó külső megtakarítások finanszírozásban játszott szerepe.

A gazdaságpolitika nem volt képes semlegesíteni a gazdaságot érő exogén sokkok negatív makrogazdasági hatásait és megteremteni az átalakulással összefüggő visszaesésből történő kiegyensúlyozott kilábalás feltételeit. Mindezek nyomán a kedvező egyensúlyi folyamatok inkább voltak tekinthetőek a gazdaságot érő negatív sokkok következményeinek. Így a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP összeomlás hatását, a lakossági és a tágabb értelemben vett privát megtakarítások növekedése a korrekciós infláció és a GDP összeomlását, az infláció korrekciós megugrást követő csökkenése a reál GDP visszaesésének hatását jelezte. Ugyanakkor a megtakarítások erőteljes visszaesése 1992-től, a költségvetés hiányának és aggregált keresleti hatásának erősödése, a belföldi felhasználás erőteljes növekedése, valamint a

<sup>5</sup> A pénz- versus árfolyamalapú gazdaságpolitikák közötti választás szempontjait az átmenet kezdetén elemzik többek között Begg(1996), valamint Bruno (1993) munkái.

monetáris politika egyre erőteljesebben megnyilvánuló hangsúlyváltozása előrevetítette az egyensúlyi mutatók várható romlását.

Az 1993 és 1995 eleje közötti második időszakra a kezdeti sokkok reál GDP csökkenését okozó hatása mérséklődött és a kedvező külső keresleti hatások, a vállalati szektor felgyorsuló alkalmazkodása, a tényezőpiacok növekvő rugalmassága nyomán a reál GDP erőteljesen növekedett. A reál GDP növekedésének forrása elsősorban a belföldi (beruházási és fogyasztási) kereslet bővülése volt: az 1993-ban még visszaeső, de 1994-ben már 2,9 százalékkal növekvő reál GDP-n belül a reál belföldi kereslet növekedése 9,9 illetve 2,2 százalékos volt. A belföldi kereslet növekedése a magas és növekvő importigényesség és fellazuló gazdaságpolitika nyomán viszont súlyos egyensúlyi zavarokat eredményezett.

A gazdaságpolitikában bekövetkezett fordulaton belül a jelen tanulmány szempontjából legfontosabb változás a pénzmennyiség mint nominális horgony elvesztése volt. A monetáris politika 1991-től előbb alkalmazkodó, majd expanzív jellegű lett: a váltásban jelentős szerepet játszott három hibás feltevés, amelyek szerint a monetáris politikának segítenie kellett a reál GDP meginduló növekedését, enyhíteni a növekvő államháztartási deficit finanszírozásának reálköltségeit, valamint felerősíteni a dezinfláció 1993-tól lelassuló folyamatát. Az egymásnak ellentmondó célkitűzések nyomán a pénzmennyiség reálnövekedése felgyorsult, a reálkamatlábak negatívvá váltak és mindezek nyomán elveszett a pénzmennyiség mint nominális horgony alkalmazhatósága.

## 2. Táblázat. Az átlagos pénzmennyiség százalékos változása a fogyasztói árindexszel deflálva

Év	Mo	M1	M2	M3	M4
1992	4	4,2	7,6	12,2	
1993	-13,5	1	1,1	-1,6	452,1
1994	-10,5	-10,7	-3,6	-4,4	1,3

Forrás: MNB(1996,1997)

A monetáris politikában bekövetkezett váltás makrogazdasági következményeit erősítette az expanzívvá váló fiskális és jövedelempolitika. A költségvetési politika az előző időszakokkal szemben már nem csak az exogén sokkok kedvezőtlen egyensúlyi hatásait nem semlegesítette, hanem fontos szerepet játszott a költségvetési deficit és az államadósság növelésén keresztül a belföldi felhasználás bővülésében. Ebben a részben exogén folyamatok (pl. a konszolidálás fiskális hatásainak megjelenítése) mellett szerepet játszott a fiskális politika makrogazdasági hatásaival kapcsolatos feltevés is. Eszerint a növekvő költségvetési deficittel erősíteni kell a bővülő magánfogyasztás és beruházások növekedési hatásait miközben a magasabb deficit nem jár kedvezőtlen makrogazdasági hatásokkal, mert az általa teremtett növekedési impulzus lehetőséget teremt az államháztartás stock- és flow pozíciójának fenntartható pályán tartására.

A fellazuló fiskális politika következtében azonban az államháztartás egyenlege és adóssága fenntarthatatlan pályára került. Az 1992-1994 között átlagosan 2,1 %-os elsődleges hiány, valamint a reál kamatkidadások növekedése jelentős keresleti hatással és a közösségi szektor nettó megtakarításának visszaesésével párosult, a költségvetési deficit és a deficiten kívüli kötelezettségvállalások a konszolidált államadósság és az államháztartás finanszírozási szükséglete, illetve a konszolidált államadósságon fennálló kamatprémium növekedését és ezzel párhuzamosan a leértékelési várakozások erősödését eredményezték.

Az alábbi táblázat jelzi, hogy változatlan fiskális politikát és a tényleges makrogazdasági mutatókat feltételezve 1995-1996-ra megállíthatatlan lett volna a konszolidált államadósság növekedése.

### 3. Táblázat Az adósságfenntarthatóság elemzése százalékban

	1993	1994	1995
<b>Adósság/GDP</b>	83,0	85,0	87,0
<b>Határkamatok, i</b>	24,0	28,0	31,0
<b>Nominális GDP növekedés, g</b>	20,5	23,0	27,5
<b>(i-g)</b>	3,5	5,0	3,5
<b>Kívánt elsődleges egyenleg (i-g)d(-1)/(1+g)</b>	1,9	3,5	2,3
<b>Aktuális elsődleges többlet</b>	-3,4	-0,6	2,2
<b>Differencia</b>	5,3	4,1	-0,1

*Forrás. IMF (1998), saját számításokkal*

Az államháztartási hiány növekedése hozzájárult az ikerdeficit kialakulásához, a gazdaság nettó devizaadósságának növekedéséhez, a dezinfláció megakadásához, az ezzel párhuzamosan mérséklődő kamatlábak mellett a lakossági megtakarítások csökkenéséhez és a növekvő finanszírozási szükséglet közvetlen jegybanki hitellel történő finanszírozásához.<sup>6</sup> Ugyanakkor a költségvetési deficit és a deficiten kívüli adósságelemek megjelenése az államadósság gyors növekedéséhez, a költségvetés reál kamatkülsőségi növekedéséhez vezetett.

Az expanzív fiskális politika mellett a gazdaságpolitika tolerálta a reáljövedelmek gyors növekedését is, aminek következtében 1993-1994-ben sem került sor a termelés és a belföldi felhasználás szintje között korábban keletkezett rés korrekciójára és a reáljövedelmek növekedése meghaladta a nemzetgazdasági szintű termelékenységek növekedését. A jövedelempolitika felerősítette a fiskális és monetáris politika által teremtett pozitív keresleti hatásokat, hozzájárulva a növekvő nettó eladósodáshoz és folyó fizetési mérleg hiányhoz.

A pénzmennyiség mint nominális horgony elvesztése, valamint a költségvetési és a jövedelempolitika fellazulása nyomán a rögzített de időszakosan kiigazított árfolyamrendszer is elvesztette kezdeti hitelességét<sup>7</sup>. A kismértékű kiigazítások rendszere inkonzisztens lett a makrogazdasági fundamentumok alakulásával és az árfolyam-politika kettős csapdába került. Egyrészt 1993-1994-ben már párhuzamosan romlottak a főbb makrogazdasági fundamentumok, ami erőteljesen korlátozta az inflációs és versenyképességi célokat eltérően súlyozó árfolyamrendszer mozgásterét. Másrészt az árfolyampolitikában a tradable szektor versenyképességének növelésére és a fizetési mérleg egyensúly romlásának mérséklésére 1994-ben bekövetkezett kiigazítás nem párosult a

<sup>6</sup> Miközben a monetáris seigniorage a monetáris bázis stagnáló infláció és erősödő valutahelyettesítés miatt bekövetkezett szűkülése miatt csökkent, addig a költségvetés által a közvetlen jegybanki finanszírozás eredményeképpen elért kamatmegtakarítások, amelyek a seigniorage opportunity cost megközelítésével azonosak elérték a GDP 3,5-4 százalékát.

<sup>7</sup> Az árfolyamrendszer addig volt fenntartható és hiteles, ameddig a pénzmennyiség effektív nominális horgony volt és a költségvetési és jövedelempolitika részben figyelembe vette ezt a korlátot. A monetáris horgony mellett alkalmazható volt a célokban és az árfolyam-politika jellegében jelentősebb hitelesség veszteség és makrogazdasági költsége nélkül a versenyképesség versus dezinfláció közötti átváltás. Amint eltűnt azonban a monetáris horgony, azonnal megszűnt az árfolyam-politika ilyen jellegű mozgásterének is.

fiskális és a jövedelempolitika korrekciójával, az underlying fundamentumok kiigazításával.

Az árfolyam-politikai korrekció a monetáris politikához hasonlóan késői, részleges és ennek következtében eredménytelen volt. A szaporodó leértékelések és a reálárfolyam pálya módosulása 1994-ben a fiskális és jövedelempolitikai korrekció hiányában nem volt képes célját elérni. Ráadásul a makrogazdasági fundamentumok párhuzamos romlása mellett a változó árfolyam-politikai prioritások inkább gerjesztették a kedvezőtlen várakozásokat és erősítették a forinttal szembeni spekulációt, mert alátámasztották a piaci szereplők hazai gazdaságpolitikával és makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos kedvezőtlen várakozásait. A hazai valutával szembeni spekulatív nyomás erősödése elkerülhetetlenül vezetett a rögzített árfolyamrendszer feladásához.

Milyen következményekkel jártak a stabilizációs politikára nézve a makrogazdasági folyamatok és a gazdaságpolitikai változások? Az infláció és a makrogazdasági egyensúlyzavarok alakulása szempontjából meghatározó volt, hogy a gazdaságpolitika nominális horgony nélkül maradt. A monetáris horgony elveszett az expanzív monetáris és fellazuló fiskális politika nyomán, miközben az árfolyam-politika sem adott horgonyt a romló makrogazdasági fundamentumok nyomán. A pénzmennyiség növekedését visszafogó monetáris korrekció időben későn és a fiskális kiigazítás hiányában kellő hitelesség nélkül következett be, és megbomlott a monetáris és fiskális politika közötti összhang. A megfelelő nominális horgony és gazdaságpolitikai konzisztencia hiányában a folyó fizetési mérleg, valamint az államháztartás flow és stock pozíciói fenntarthatatlan pályára kerültek. A fenntarthatósági elemzések arra is rámutattak, hogy a makrogazdasági fundamentumok romlása párhuzamosan következett be.

A romló fundamentumok és a gazdaságpolitika inkonzisztens jellege nyomán csökkent a gazdaságpolitika hitelessége, ami megnyilvánult a kamatprémium, a hazai megtakarítások deviza és lejárat szerkezetének és a tőkeáramlások irányának alakulásában. A hitelességi problémákat felerősítették a mexikói valuta összeomlásából származó tovagyrúzó hatások, különös tekintettel arra, hogy a nem csekély eltérések ellenére a makrogazdasági folyamatok (különösen a folyó fizetési mérleg egyenlege és dinamikája, a reálárfolyam és a tartalékok alakulása) részben hasonlóak voltak.

### **III. A stabilizáció és makrogazdasági következményei**

Az 1995-ös stabilizációs programot és azt követően alkalmazott gazdaságpolitikát árfolyamalapúnak tekinthető. A gazdaságpolitika jellegét meghatározó tényező az előre bejelentett leértékelési pálya volt, amely behatárolta a költségvetési és monetáris politikák mozgásterét, valamint a makrogazdasági változók időbeli változását. Az árfolyamalapú jelleget mutatja az árfolyam mint nominális horgony alkalmazása, amittől a gazdaságpolitika a kötött árfolyamokra jellemző makrogazdasági előnyök érvényesülését várta. A kötött árfolyamrendszeren belül az előrettekintő csúszó leértékelés rendszer

választását az inflációs és a fizetési mérleg célok jegybank döntési függvényében betöltött közel azonos súlya indokolta.<sup>8</sup>

Az árfolyamalapú stabilizációs politika korábban már jelzett vonásai kiegészültek az orthodox programokra jellemző keresleti megszorításokkal. A monetáris politika 1994-től érvényesülő restriktív jellege 1995-ben tovább erősödött, miközben 1996-ban az 1994-hez hasonló jellegű volt és az előző évekkal szemben - felismerve az ikerdeficit erőteljes fennállását 1993-1994-ben - jelentős költségvetési korrekcióval párosult. Az árfolyam leértékelése és a fiskális-monetáris megszorítás az orthodox kiigazítási programok forgatókönyvét követte.

Ugyanakkor a hazai stabilizációs politikának volt enyhe heterodox eleme is, amennyiben az 1995-1996-os jövedelemkorrekcióban fontos szerepet játszott az inflációnál mérsékeltebb nominális jövedelem növekedés elfogadása. Ezen jövedelempolitikai elem alkalmazása az 1990-1992 között a reál GDP és reál jövedelmek (reálfogyasztás) visszaesése között kialakult rés megszüntetését volt hivatott elérni. A jövedelempolitikai elem azonban Magyarországon nem érvényesült olyan explicit módon, mint a kelet-európai vagy latin-amerikai heterodox stabilizációs programokban: nálunk a program központi eleme az árfolyam-politikai lépések és az orthodox kiigazítás egyesítése volt.

Mi indokolta az árfolyamalapú stabilizációs program alkalmazását 1995-ben? Egyrészt számos érv szólt a pénzmennyiség mint nominális horgony (és ennek nyomán a rugalmasabb árfolyamrendszer) alkalmazása ellen. Ennek elvetését indokolták a pénzalapú programokkal kapcsolatosan megfogalmazott hagyományos ellenérvék: a pénzkereslet és a pénz forgási sebességének ingatag alakulása, az ezen tényezőket a hazai gazdaságban az átalakulás miatt befolyásoló exogén tényezők erőteljes változása, valamint a pénzmennyiség mint közbülső monetáris cél kevésbé transzparens jellege. Emellett a pénzmennyiség 1993-tól kezdődően fokozatosan elveszítette nominális horgonyként részben betöltött szerepét és ez csökkentette volna az ilyen típusú program hitelességét.

Másrészt a nominális árfolyam mint horgony alkalmazását indokolta a kötött árfolyamrendszertől várt előnyök érvényesülése is. Ezek között kiemelt a gazdaságpolitikára gyakorolt fegyelmező hatása, hitelességének erősítése (az importált hitelesség révén), a piaci szereplők inflációs várakozásainak mérséklése és a közvetlen dezinflációs hatás a kereskedelembé kerülő javak szektorán keresztül. Különösen fontos volt a jövedelem- és a fiskális politikai fegyelem biztosítása, mert 1995-öt megelőzően nem sikerült ezen két gazdaságpolitikai eszközt a monetáris politikával és makrogazdasági célokkal konzisztens pályára terelni. A másik fontos hatás a várakozásokra érvényesült, hiszen a nominális árfolyampálya mint a monetáris politika közbülső célja jól látható, transzparens cél, lehetővé teszi az infláció és inflációs várakozások közvetlen befolyásolását, valamint növeli a gazdaságpolitika hitelességét, mert a feladásából eredő költségek nagyobbak mint a pénzalapú stabilizációs politikák esetében.

Az árfolyamrendszerben bekövetkezett váltást két tényező indokolta. Egyrészt a korábbi időszakosan kiigazított árfolyamrendszer elveszítette hitelességét, részben rendszerbeli gondjai miatt, részben mert nem volt biztosítva az összhang közötte és a

---

<sup>8</sup> A csúszó leértékeléses árfolyamrendszeren belül - különösen ha a központi paritás körül lebegési sáv kerül meghatározásra - relatíve jelentős mozgástere van a jegybanknak a dezinflációs illetve versenyképességi célok figyelembe vételére és a közöttük történő választásra.



monetáris-fiskális politikák között. Másrészt a belföldi jövedelemtöbblet és a folyó fizetési mérleg deficit korrekciója érdekében elkerülhetetlennek tűnt a kezdeti jelentősebb árfolyam leértékelés és ennek inflációs hatását tompította a fiskális és jövedelempolitikai korrekció mellett a nominális árfolyampálya előre történő meghatározása.

### ***III.1. A reál GDP alakulása***

Az árfolyamalapú stabilizációs programok kiemelkedő sajátossága, hogy a stabilizációt követően nem következik be a GDP csökkenése, sőt a gazdaság növekedési teljesítménye kedvezőbbek a stabilizációt megelőző időszakkal összevetve. Ennek egyik oka, hogy a súlyos makrogazdasági zavarok a stabilizálás előtt jelentősen csökkentik a reál GDP növekedését, miközben a árfolyamalapú stabilizációs programok elemzett sajátosságai kedvező reál GDP növekedési hatásokkal rendelkeznek. A hazai stabilizációs programban a reál GDP alakulása részben követte az elméletileg feltételezett pályát, mert miközben a reál GDP-ben a drasztikus keresleti megszorítás ellenére sem következett be csökkenés, a program eredményeképpen a növekedési ütem dinamikája csökkenő volt.

Milyen tényezőknek tudható be a reál GDP jelzett alakulása? A reál GDP kedvező reagálásában fontos helyen szerepel az árfolyamrendszerben bekövetkezett váltás illetve a reálárfolyam jelentős kezdeti leértékelődése. Az árfolyam-politikai lépések növelték a nettó exportot, illetve a magánszektor beruházási hajlandóságát, ami semlegesítette az aggregát kereslet többi elemének (elsősorban a lakossági fogyasztásnak) a csökkenését. A reálleértékelődés és az előre bejelentett árfolyampálya növelte a kereskedelemben kerülő javak szektorának árversenyképességét, amelynek javulása és kiszámíthatóbbá válása jelentős addicionális beruházásokat eredményezett a hazai és külföldi befektetők részéről (zömében éppen a kereskedelemben kerülő javak szektorába), ami a beruházási ráta növekedéséhez is vezetett. A beruházások növekedése átmeneti idő után következett be, amikor a reálkamatlábak mérséklődése, az árfolyam-politikai pálya stabilitása és a gazdaságpolitika növekvő hitelessége kompenzálták a jelentős keresleti megszorításból eredő költségeket.

Az árfolyam-politikai korrekció a keresleti mellett kedvező kínálati hatással is járt a kereskedelemben kerülő javak szektorának növekvő versenyképességre révén. A reálárfolyam leértékelődése ugyanis jelentős jövedelemkorrekció mellett következett be és az egység munkaerőköltségek csökkenése illetve ezzel párhuzamosan a vállalati szektor profitabilitásának növekedése lehetőséget adott a beruházási ráta növelésére.

A reál GDP kedvező alakulásához 1995-1997-ben hozzájárult az államháztartás stock és flow pozíciójában bekövetkezett korrekció is. Az államadósság és a költségvetési deficit mérséklődése a reál GDP növekedése szempontjából kedvező makrogazdasági folyamatokat eredményezett: hozzájárult a kamatszínvonal és kamatprémium mérséklődéséhez, elősegítette az aktuális és várt infláció mérséklődését, javította a finanszírozási szükséglet mérséklődésével a privát szektor hozzájutását a hazai és deviza finanszírozási forrásokhoz, erősítette az árfolyamrendszer hitelességét és kiszámíthatóságát. A fiskális konszolidáció - amely mint később látjuk nem volt teljesen Alesina-Perotti-típusúan pozitív - elsősorban nem a várható adóterhek mérséklődésével, hanem inkább a privát szektor folyó költségi hajlandóságának növelésével eredményezett

pozitív hatásokat. A fiskális korrekciónak azonban volt a kínálati oldalra is pozitív hatása: a közösségi szektor mérséklődő bérei elősegítették az általános reál bérkorrekciót és ez hozzájárult a költség versenyképesség javulásához.

Az ERBS-típusú programokhoz hasonlóan a kedvező növekedési eredményekben nálunk is szerepet játszott a nettó tőkebeáramlások növekedése. A tőkebeáramlások növekedése az erőteljes sterilizálás nyomán elsősorban nem a kamatlábak csökkenésén és a pénzkínálat erőteljesebb növekedésén, hanem más csatornákon keresztül hatott pozitívan a reál GDP növekedésére. Az egyik csatorna a beáramláson belül a közvetlen tőkebefektetések belüli magas aránya miatt a beruházási ráta növekedése volt. A másik pozitív hatás a portfólió befektetések magas hányada következtében az eszközárakban (elsősorban a tőzsdei részvényekben) bekövetkezett gyors növekedés és az ebből eredő vagyonhatáson keresztül érvényesült. A tőzsdei árnövekedés ugyanis javította a jövedelemtulajdonosok vagyoni helyzetét és ez segítette az aggregált kereslet növekedését. A nettó tőkebeáramlások növekedése emellett hozzájárult a privát szektornak jutó reál hitelállomány növekedéséhez és ezen keresztül a beruházások bővüléséhez.

Végezetül a kedvező reál GDP növekedésben szerepet játszott a gazdaságpolitika hitelességének változása is. Magyarországon nem a hitelesség hiányának fogyasztás és beruházások bővülésén keresztül a növekedésre gyakorolt hatása érvényesült, hanem a gazdaságpolitika hitelességének fokozatos erősödéséé. A gazdaságpolitika növekvő hitelessége ugyanis a privát szektor várakozásaival konzisztens pályán tartotta a gazdaságot, hozzájárult a beruházási kereslet növekedéséhez és a kezdeti reáljövedelem csökkenést követően a fogyasztási kereslet növekedéséhez is.

### ***III.2. A nettó tőkebeáramlások növekedése***

Az árfolyamalapú stabilizációs programok egyik általános következménye a nettó tőkebeáramlások növekedése, amely Magyarországon is jelentős makrogazdasági hatásokat eredményezett és gazdaságpolitikai alkalmazkodást igényelt. Ugyanakkor Magyarországon - miközben a tőkemérleg általában megfigyelt jelentős többlete érvényesült - a tőkebeáramlások makrogazdasági következményei eltértek az árfolyamalapú stabilizációs programok során megfigyeltektől.

A makrogazdasági fundamentumok romlása, valamint az árfolyamrendszer hitelességének összeomlása 1995 első negyedében jelentős nettó tőkekiáramlást eredményezett. A tőkeáramlások iránya és mértéke már a második negyedévben módosult a gyorsuló infláció, a változatlanul magas folyó fizetési mérleg és államháztartási hiány, valamint az új árfolyamrendszer kezdeti elégtelen hitelessége ellenére. Ezt követően erőteljes havi és negyedéves volatilitás mellett a nettó tőkebeáramlás 1995-1997 között jelentősen növekedett és ez arányosan valósult meg, mert a közvetlen tőkebefektetések mellett bővültek a portfólió befektetések, valamint tovább növekedtek a már korábban is jelentős magán hitelfelvételek.

A nettó tőkebeáramlás növekedését kiváltó okok közül némely exogén volt az árfolyamalapú stabilizációs program szempontjából. Ilyen exogén tényezők voltak a

gazdaságot érő külső sokkok<sup>9</sup>: az amerikai kamatlábak változása, a távol-keleti valuta- és bankválság, valamint a kelet-európai országokból eredő tovagyűrűző hatások (contagion effects). A pozitív nettó tőkemérlegben a sokkokra történő reagálás mellett fontos szerepe volt a széleskörű intézményi reformoknak, amelyek a hazai tőkepiacok globalizálódását, a belföldi befektetői portfóliók kockázatának csökkentését és szélesebb körben történő diverzifikálását, valamint a piaci likviditás növekedését eredményezték.

Ezen intézményi reformok között kiemelt volt a devizasabályozás liberalizálása. A tőkebeáramlások szempontjából fontos volt a tőkeáramlások liberalizálása, amely jelentősen csökkentette a beruházások irreverzibilitásával kapcsolatos kockázatokat és a nemzetközi tapasztalatoknak megfelelően (ld. Larrain-Labán (1997)) ösztönözte a nettó tőkebeáramlást. A tőkeáramlások liberalizálása mellett a tőkemérleg egyenlege szempontjából fontos voltak a szerkezeti reformok: a privatizáció, a bankrendszer átalakulása és magánosítása. A privatizáció és a tőkeáramlások liberalizálása egyszeri állomány alkalmazkodást (stock adjustment) eredményezett a tőkeáramlások egyenlegében és tartós tovagyűrűző hatásokkal a minősítés és a gazdaságpolitika hitelességének javításán és az ezáltal generált addicionális tőkebeáramlásokon át.

A nettó tőkebeáramlások fő okai azonban az árfolyamalapú stabilizációs program következményei voltak. Az egyik ok Magyarországon is a Walters-kritika érvényesülése volt, amelynek értelmében a kötött és hiteles árfolyamrendszerrel rendelkező gazdaságok - ahol számottevő az eltérés a belső és külső inflációban és ezen keresztül nominális kamatszínvonalban - jelentős nettó tőkebeáramlásra számíthatnak. A nominális kamatszínvonalban az eltérések a fokozatos dezinfláció miatt fennmaradtak, miközben a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer hitelessége a javuló folyó fizetési mérleg egyenleg, a csökkenő mértékű nettó devizaadósság/GDP, valamint a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok versenyképességének növekedése miatt erősödött. A kamateltérések és az árfolyamrendszer kiszámíthatósága egymást erősítve növelték a forintban denominált befektetések hozamelőnyét és a nettó tőkebeáramlást.

A tőkebeáramlások másik ERBS-programmal összefüggő oka a fedezetlen kamatparitás elvének tartós megsértése volt. A fedezetlen kamatparitás érvényesülésének hiánya részben szükségszerű és a dezinfláció lassúságával volt összefüggésben. Az árfolyamalapú stabilizációs programokban megfigyeltekkel szoros összhangban Magyarországon is gyorsabb volt a forint leértékelési ütemének és a várt leértékelésnek a csökkenése, mint a folyó és a várt infláció mérséklődése. Az aktuális és a várt infláció és leértékelődés eltérése miatt *ceteris paribus* elkerülhetetlen volt, hogy a belföldi inflációval korrigált hozamok meghaladják a leértékeléssel korrigáltat, ami a külföldi befektetők számára jelentős nyereség realizálását eredményezte.

A kereskedelembe kerülő javak szektorának dezinflációjához szorosabban kapcsolódó leértékelési ütem csökkenése és az infláció mérséklődése közötti eltérés mellett a fedezetlen kamatparitás megsértéséhez a hazai kamatszínvonalra ható egyéb tényezők is hozzájárultak. Az államháztartás magas finanszírozási szükséglete (amit 1995-1996-ban a kamatkiadásokhoz képest elmaradó elsődleges többlet és privatizációs bevételek, 1997-ben a kamatkiadások növekedése és az elsődleges többlet mérséklődése eredményezték) a belföldi megtakarítások növekedése ellenére is magas szinten tartotta a kamatlábakat.

---

<sup>9</sup> A külső tényezők, sokkok szerepét a nettó tőkebeáramlások alakulásában ld. Calvo-Reinhart (1995) és Fernandez-Arias- Montiel (1996) tanulmányaiban.

Ehhez párosult 1995-1996-ban a magas államadósság miatt fizetett kockázati felár, amely a befektetőket az esetleges meglepetés inflációtól illetve váratlan leértékeléstől védte. Végezetül a tőkebeáramlások növekedésének a fedezetlen kamatparitáshoz kapcsolható tényezője volt az inflációs várakozások mérséklődése, valamint a negatív hozamgörbe. Ez - különösen a hozamok csökkenésének időszakában - a rövidebb lejáratok felé ösztönözte a befektetőket, további lökést adva a tőkebeáramlásoknak.

A tőkebeáramlások harmadik ERBS-programmal összefüggő tényezője volt a fordított valutahelyettesítés, amely 1995 közepétől volt megfigyelhető. A forintbefektetések hozamelőnye nyomán a korábban devizában denominált megtakarításokat forintban kezeltre konvertálták, ami nem a tőkebeáramlás, hanem a jegybank számára a konverziós kötelezettség növekedését jelenti.

Az említett tényezők mellett 1996 óta a monetáris politika lépései is hozzájárultak a tőkebeáramlások növekedéséhez. A monetáris politika kiemelt célkitűzésévé vált a belföldi kamatszínvonal - csökkenő inflációval összhangban bekövetkező - visszaesésének lassítása az árfolyamcél teljesítése (és az ezt megalapozó forint hozamelőny biztosítása) és a megtakarítási hajlandóság növelése érdekében. A kamatcél elérését kezdetben segítette, hogy a jövedelemkiáramlás és az államháztartás hiánya összhangban volt az árfolyam leértékelésének csökkentésében meghirdetett ütemmel és a monetáris politikát aktívan támogatta a jövedelem- és a fiskális politika.

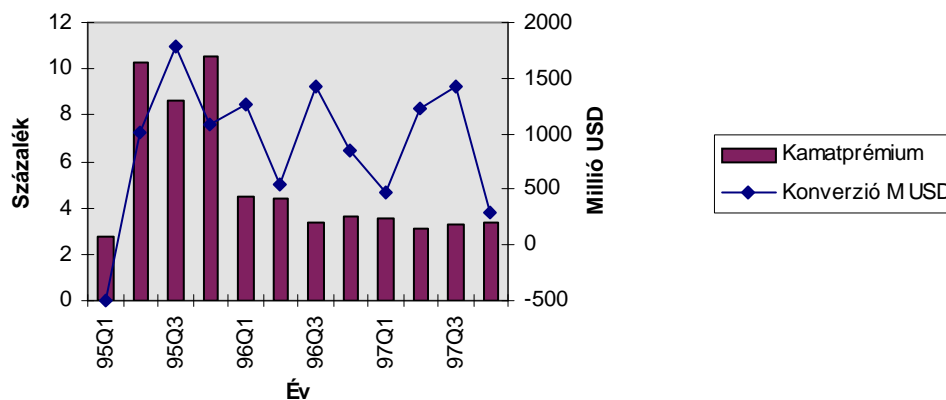
Ezzel szemben 1997-ben már a monetáris politika céljait nem támasztották alá a fiskális és jövedelmi folyamatok és a fellazuló költségvetési és jövedelempolitika mellett az aggregált kereslet növekedésének kordában tartására a jegybank csak a kamatpolitikát tudta aktívan alkalmazni, ami vissza hatott a tőkebeáramlások alakulására. Mindezek következtében az árfolyamcélal nem konzisztens összhang a monetáris és a fiskális illetve jövedelempolitika is fékezte a kamatlábak csökkenését és hozzájárult a fedezetlen kamatparitás megsértéséhez.

A dezinfláció és a leértékelődési ütem eltérése miatt is jelentős reál devizahozamok tőkebeáramlásokat növelő hatását erősítette a központi paritás körüli árfolyamsáv korlátozott szélessége is. A szűk árfolyamsáv miatt - különösen a leértékelési ütem hiteles csökkenése és a csökkenéssel konzisztens és azt megalapozó makrogazdasági fundamentumok mellett - jelentősen mérséklődtek a külföldi befektetők devizakockázatai, ami a befektetések vonzerejét növelte. Ráadásul a szűk árfolyamsáv mellett a monetáris politika mozgásterét is rendkívül korlátozott maradt, különösen a gyors ütemű devizaliberalizálással párosulva. A szűk árfolyamsáv minimális szintre csökkentette a jegybank mozgásterét a belső (kamatszínvonal, megtakarítások) és a külső (tőkemérleg egyenlege) célok között és az előbbieket elérése érdekében alkalmazott politika a tőkemérleg többletében nyilvánult meg.

A monetáris politikai lépések nyomán is növekvő tőkebeáramlások kedvezőtlen makrogazdasági hatásainak elkerülése érdekében ugyanakkor a jegybank erőteljesen sterilizálta a devizapiaci konverziók monetáris következményeit, ami lassította a kamatszínvonal csökkenését. A monetáris politika lépései is hozzájárultak ennek következtében a nettó tőkebeáramlások növekedéséhez függetlenül attól, hogy azokat a monetáris politika közbülső céljainak teljesítése, a makrogazdasági stabilitás fenntartása, vagy a magas reál kamatszínvonal monetáris hatásainak semlegesítése érdekében alkalmazták.

## 1. Grafikon

A kamatprémium és konverziós kereslet alakulása



A tőkebeáramlások kezelésével kapcsolatosan széleskörű empirikus és elméleti irodalom a hirtelen megnövekvő (és esetenként tartóssá váló) tőkebeáramlások kezelésére különböző gazdaságpolitikai lépéseket javasol: a bruttó tőkebeáramlások korlátozását adminisztratív szabályozás és letéti rendszer alkalmazása révén, a nettó tőkebeáramlás mérséklését a kiáramlások - tőkemérleg liberalizálása és a folyó fizetési mérleg növekedése nyomán bekövetkező - növelésével, a tőkebeáramlások monetáris és árfolyamhatásainak semlegesítését a sterilizált intervencióval, a keresleti hatás gyengítését a fiskális korrekcióval, valamint a beáramlások pénzügyi sérülékenység erősödését okozó hatásának kezelését az intézményi - és pénzpiaci reformokkal<sup>10</sup>.

A tőkebeáramlások kezelésében - ezzel is követve az árfolyamalapú stabilizációs programokat alkalmazó gazdaságok gyakorlatát<sup>11</sup> - Magyarországon is meghatározó volt a sterilizált intervenció szerepe: a jegybank 1995 első negyedéve és 1997 utolsó negyedéve között a devizapiacra végrehajtott konverzióinak átlagosan kétharmadát sterilizálta, számottevő volatilitás mellett. A jelentős sterilizáció eszközei időben változtak: míg a stabilizációs program meghirdetésének évében a kereskedelmi bankoknak nyújtott jegybanki refinanszírozás mérséklődött és a jegybank végleges állampapír eladásokkal operált, addig 1996-ban előtérbe kerültek a passzív visszavásárlási megállapodások, valamint a Kincstár túlfinszírozása. A jelentős sterilizációs igényt mutatja, hogy - a jegybank által kibocsátott értékpapírok makrogazdasági és tőkepiaci hatásaival kapcsolatban fennálló kedvezőtlen empirikus tapasztalatok (ld. Csehország, Chile és Kolumbia példáit) ellenére - a jegybank 1997-ben a passzív repoval történő sterilizálás mellett kénytelen volt jegybanki kötvényeket is piacra dobni a többletkereslet korlátozására.

<sup>10</sup> A tőkebeáramlások kezelésével kapcsolatosan foglalkozó irodalom fontosabb tanulmányai Begg (1996), Khan-Reinhart (1996), Schadler-Carkovic (1993), míg magyar nyelvű összefoglalás és elemzés Gáspár-Várhegyi (1997) és Gáspár (1998)

<sup>11</sup> A sterilizált intervenció révén pl. Csehországban és Chilében is a nettó beáramlás több mint kétharmadának monetáris következményeit semlegesítette a jegybank, miközben széleskörűen alkalmazta a tőkebeáramlások semlegesítésére rendelkezésre álló eszközöket.

Annak ellenére hogy a sterilizált intervenció eltérő eszközeinek makrogazdasági hatásai különbözőek voltak,<sup>12</sup> összességében a kitűzött cél teljesült: sikerült keretek között tartani a pénzmennyiség növekedési ütemét, ennek megfelelően elkerülni a reálárfolyam túlzott mértékű felértékelődését és ezen keresztül az ár- és bér versenyképesség folyó fizetési mérleg célokkal inkonzisztens romlását, valamint mérsékeli a tőkebeáramlások elkerülhetetlen inflációgerjesztő hatását.

Ugyanakkor a sterilizált intervenció ilyen mértékű alkalmazása jelentős költségekkel is járt, melyek nem azonosak a sterilizálás közvetlen kamateltérésekben megnyilvánuló terheivel<sup>13</sup>. A költségek természetesen részben fiskálisak voltak, mert a sterilizálás eredményeképpen lassabban csökkent az államadósságon fennálló átlagos és marginális kamatteher, valamint romlott az államháztartás elsődleges egyenlege a jegybanki veszteségek miatt. A sterilizálás további költsége az általa teremtett addicionális tőkebeáramlásban nyilvánult meg: a magasan tartott kamatlábak következtében újabb beáramlásokra került sor, ami tovább növelte a sterilizációs igényt.

Harmadrészt a jelentős sterilizált intervenció is hozzájárult a forint árfolyamának sáv alsó széléhez történő „leragasztásához”, ami részben további beáramlásokat gerjesztett, részben a monetáris politika mozgásterét korlátozta.

A sterilizált intervenció alkalmazása a tőkebeáramlásokhoz történő alkalmazkodás keretén belül elkerülhetetlen volt, tekintettel a tőkebeáramlások volatilis jellegére, az árfolyamalapú stabilizációs program növekvő nettó tőkebeáramlással inkonzisztens inflációs és monetáris céljaira, valamint a szigorú folyó fizetési mérleg korlátra<sup>14</sup>. Ugyanakkor a sterilizált intervenció alkalmazása összességében túlzott mértékű volt és az említett közvetlen fiskális és tágabb monetáris költségek meghaladták az általa nyújtott előnyöket.

A tőkebeáramlások kezelésének másik fontos eszköze volt 1995-1996-ban a fiskális korrekció. Az elsődleges többlet mérsékelte a tőkebeáramlások belföldi keresletet növelő hatását és ezen keresztül a potenciális inflációs nyomást. Másfelől a teljes finanszírozási szükséglet mérséklődése hozzájárult a kamatprémium csökkenéséhez, mérsékelte a hazai megtakarítások felszívását és ezáltal korlátozta a privát szektor külső megtakarítások iránti keresletét. Harmadrészt a fiskális korrekciónak - összhangban a költségvetési kiigazításokat elemző irodalommal - erősítette a stabilizációs program növekedési hatásait. Ez viszont közvetve a gazdaság tranzakciós pénzkeresletének növelésén, valamint 1997-től kezdődően a reál GDP számottevő növekedésén keresztül mérsékelte a tőkebeáramlások inflációra gyakorolt kedvezőtlen hatását.

A fiskális korrekcióhoz kapcsolódó addicionális gazdaságpolitikai eszköz volt a tőkebeáramlások nem kívánt hatásainak mérséklésére a hazai megtakarítások ösztönzése. A

---

<sup>12</sup> A sterilizált intervenció makrogazdasági hatásairól átfogó elemzés található Frankel (1993, 1996), Obstfeldt (1982) munkáiban, míg a hazai gyakorlat leírását adja Barabás-Hamecz (1997) tanulmánya.

<sup>13</sup> A fiskális költségek számszerűsítésére ld. Oblath (1997) és Szapáry-Jakab (1998) tanulmányait.

<sup>14</sup> A szigorú folyó fizetési mérleg korlát miatt nem lehetett nagyobb teret engedni a hirtelen növekvő tőkebeáramlások kezelésében a folyó fizetési mérleg hiány növekedésének, mai számos esetben (pl. Lengyelország, Szlovénia, Chile) az alkalmazkodás és a beáramlás monetáris hatásai kezelésének egyik fő eszköze volt.

tőkebeáramlások növekedésének egyik széleskörűen megfigyelt (Schadler (1993), Montiel(1996)) kedvezőtlen következménye, hogy a tőkemérleg többlete gyakran a nettó lakossági és nemzetgazdasági megtakarítások csökkenésével jár együtt, sőt annak csökkenését ösztönzi. Ennek következtében tovább erősödhetnek a tőkebeáramlások belföldi keresletet növelő hatásai illetve a tőkebeáramlások által generált üzleti ciklus kilengései. Magyarországon azonban nem került sor a megtakarítási ráta csökkenésére, amiben szerepet játszott a szigorú jövedelempolitika, a korrekciós gazdaságpolitika által generált óvatossági megtakarítások, a forintban denominált megtakarítások növekvő vonzereje, valamint a pénzügyi intézményrendszer fejlődése, amely kedvezőbb lehetőséget biztosított a hozamok és kockázatok diverzifikálására.

A tőkebeáramlások növekedése az árfolyamalapú stabilizációs program szükségzerű megnyilvánulása volt Magyarországon. Ugyanakkor a tőkebeáramlások makrogazdasági következményei több szempontból eltérőek voltak Magyarországon, mint az ERBS-programokat alkalmazó gazdaságok többségében. Így nálunk nem érvényesült a növekvő tőkebeáramlásokkal párhuzamosan a folyó fizetési mérleg egyenleg romlása. Ebben szerepet játszott az aktív sterilizálás, az árfolyamrendszer paramétereinek folyó fizetési mérleg céloknak történő alárendelése, a belföldi kereslet növekedésének korlátozása.

Ezen tényezők hatása nyomán lehetett elkerülni a reálárfolyam jelentősebb felértékelődését, valamint a törést a dezinfláció folyamatában. A tőkebeáramlások növekedésének inflációs hatásai az ERBS-programok nemzetközi tapasztalatai szerint a pénzmennyiség növekedésén, a bankrendszer növekvő hitelezése által teremtett likviditási többleten, valamint a bővülő likviditás által is ösztönzött bérnövekedésen keresztül érvényesültek. Ezek a hatások Magyarországon nem vagy csak korlátozottan jelentkeztek: a monetáris politika összességében semleges maradt és a nettó devizaeszközök növekedését a jegybank mérlegében a nettó forinteszközök csökkenése zömében semlegesítette, a jövedelmek eleinte csökkentek és csak 1997-ben gyorsult fel növekedésük, a fiskális megszorítás mérsékelte a tőkebeáramlások aggregált kereslet növelésén keresztüli inflációs hatását. Ugyanakkor a tőkebeáramlásoknak mégis volt inflatorikus következménye, mivel hozzájárultak az aktív inflációhoz: 1995-1997-ben kiugróan magas volt a részvények árnövekedése, ami pozitívan befolyásolta a magánszektor reálvagyonát és ezen keresztül költési hajlandóságát is.

Miért nem eredményezett az ERBS-programokhoz hasonló makrogazdasági folyamatokat a nettó tőkebeáramlások növekedése Magyarországon?

**A konszolidált államadósság és a közösségi devizaadósság csökkentése.** A tőkebeáramlások növekedésének makrogazdasági hatásai azért sem érvényesültek, mert a devizabeáramlás részben a fennálló bruttó és nettó devizaadósság csökkentésére lett felhasználva. A magas sterilizálás így részben felfogható a külső törlesztési szükséglet finanszírozása által teremtett devizakeresletként is. Másfelől a tőkebeáramlások jelentős része a bruttó devizaadósság törlesztésére történő felhasználása nyomán be sem került a hazai pénzügyi rendszerbe: a privatizációs bevételek közvetlenül az államadósság törlesztésére lettek felhasználva. A beáramló tőke államadósság törlesztésre felhasznált része mérsékelte a tőkebeáramlások monetáris és fiskális impulzusra gyakorolt hatásait.

**Folyó fizetési mérleg korlát.** Az ERBS-programoktól eltérő egyik fontos hazai sajátosság volt a kemény folyó fizetési mérleg korlát. Ennek következtében a

tőkebeáramlásokat nem is lehetett a folyó fizetési mérleg deficitjének növelésével kezelni<sup>15</sup>, illetve a gazdaságpolitikai alkalmazkodásnak el kellett kerülnie a folyó fizetési mérleg hiányhoz vezető makrogazdasági folyamatokat (pl. a bérek és a fogyasztás növekedése, jelentős reálárfolyam felértékelődés, stb.)

***Pénzügyi közvetítőrendszer alulfejlettsége.*** Az ERBS-programokban a nettó tőkebeáramlások növekedését követő reálpénz- és hitelállomány növekedés, emiatt bekövetkező reálárfolyam felértékelődés és növekvő folyó fizetési mérleg deficit egyik kiváltó oka a bankrendszer által nyújtott fogyasztási hitelek bővülése volt, ami a bankok devizaforrásainak növekedését kísérte. A hazai bankrendszeren belül a devizaforrások növekedését nem kísérte sem a fogyasztási, sem a beruházási hitelek jelentős növekedése, amit részben a bankrendszer átalakulása, részben az elégtelen piaci verseny okozott. A kiváltó okoktól függetlenül a bankrendszer nem járult hozzá a beruházási és fogyasztási hitelkereslet növekedéséhez és ezáltal a belső felhasználás számottevő növekedéséhez.

### ***III.3. A pénzmennyiség alakulása***

A hazai árfolyamalapú stabilizációs program azok közé tartozott, amelyekben a stabilizációt követően a reál pénzmennyiség csökkenése következik be. A reál pénzmennyiség a legszélesebb M4 aggregátumot leszámítva 1995-1996-ban csökkent függetlenül a nominális értékek deflálása során használt indextől. A reál pénzmennyiség csökkenésének - amely valójában már a programot megelőzően 1994-ben megkezdődött korrigálandó a korábbi évek erőteljes reál pénzmennyiség növekedésének hatását - összességében három fő oka volt.

Az egyik tényező a várt inflációnál magasabb aktuális infláció volt, amely 1995-1996-ban jelentős eltérést mutatott. Mindezek következtében az alacsonyabb pénzromláshoz igazított pénzmennyiségi mutatók növekedése jelentős reál csökkenést eredményezett. A reál pénzmennyiség csökkenéséhez hozzájáruló másik tényező a monetáris politika erőteljes alkalmazkodásával állt összefüggésben. Ezekben az években a jegybank mérlegének eszközoldalán erőteljes mennyiségi és szerkezeti alkalmazkodás következett be : a jegybank a nettó devizaeszköz állományának növekedését erőteljes sterilizálási lépésekkel semlegesítette, aminek eredményeképpen a monetáris bázis és ezen keresztül a többi pénzmennyiség mutató reál növekedése sem következett be. A monetáris politika a magas költségek mellett is sikeresen semlegesítette a beáramló többlet megtakarítások monetáris hatásait.

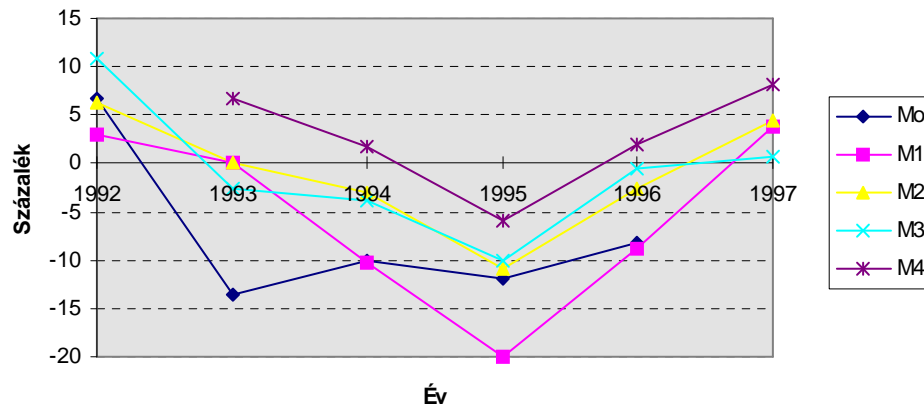
---

<sup>15</sup> A váratlan illetve jelentős tőkebeáramlás és likviditás többlet kezelésének egyik eszköze a folyó fizetési mérleg hiányának növekedése: ezt elsősorban a távol-keleti gazdaságokban, de néhány latin-amerikai (pl. Chile) illetve kelet-európai (pl. Szlovénia illetve Csehország) gazdaságban is alkalmazták a beáramlások makrogazdasági hatásainak kezelése érdekében.



## 2. Grafikon

A reálpénzkínálat változása 1992-1997 között



Végezetül a reál pénzmennyiség mérséklődéhez a monetáris alkalmazkodás mellett hozzájárult a fiskális korrekció is, tekintettel arra, hogy mérséklődött az államháztartás pénzteremtésből eredő bevételei iránti igénye. A fiskális konszolidáció nyomán mérséklődött az államháztartás finanszírozási szükséglete és a tőkebeáramlások illetve a hazai megtakarítások növekedése növekvő arányban finanszírozta a hiányt. Az államháztartási egyenleg fenntarthatóságának biztosításában csökkent a pénzteremtés szerepe. Az államháztartás seigniorage és ezen belül az inflációs adó iránti keresletének csökkenése is fontos szerepet játszott a monetáris bázis és a pénzmennyiség mutatók lassúbb nominális növekedésében.

### III.4. Az infláció alakulása

Az infláció 1995-1997 során részben az árfolyamalapú stabilizációs programok mérsékelt infláció mellett történő alkalmazásának egyes általánosságban megfigyelt következményeit (lassan mérséklődő non-tradable infláció, az inflációs várakozások erőteljes merevsége<sup>16</sup>, visszafelé tekintő indexálások kitüntetett szerepe), részben a hazai makrogazdasági problémákat (az adminisztratív árak korábbról elmaradt kiigazítása és a relatív árak szerkezetének átrendeződése, az 1990-1992 között elmaradt jövedelemkorrekció bekövetkezése, stb.) tükrözte.

Szemben az árfolyamalapú stabilizációs programok általános tapasztalatával Magyarországon a program meghirdetését követően az áremelkedések üteme nem lassult, hanem jelentősen felgyorsult. Az infláció megugrásának - miközben a kezdetekben az árfolyam mint nominális horgony alkalmazásának fegyelmező és várakozásokat orientáló hatása sem érvényesült az árfolyamrendszer alacsony hitelessége miatt- számos az ERBS-programtól részben független tényezője volt. Ha az infláció főbb okait - a nominális bérek

<sup>16</sup> A magas, hiperinflációt stabilizáló árfolyamalapú programokban az inerciális elemek, a visszatekintő várakozások kisebb mértékben vagy egyáltalán nem gátolták a dezinflációt, mert a nominális változók kiigazítása a stabilizációs programot megelőzően előretekintő módon, az árfolyam nominális leértékelődéséhez volt köve és ezért a dezinfláció során az árfolyamhoz történő kötődés miatt nem is alakultak ki visszatekintő várakozások.

lefelé való merevsége, a költségvetési deficit és ennek finanszírozása, a külső egyensúly fenntartása (ld. Leiderman-Burkman (1996)) - figyelembe vesszük, akkor a kezdeti megugrásban és a későbbi perzisztenciában az összes említett tényező szerepet játszott.

Az infláció megugrásának egyik kiváltó oka az 1995 előtt elmaradt jövedelemkiigazítás és a GDP termelés és felhasználás oldalai közötti rés korrekciója volt. Tekintettel a nominális bérek lefelé való erőteljes merevségére, az elkerülhetetlen reálbércsökkenés csak a meglepetés infláció alkalmazásával következhetett be.

Az infláció 1995-ös megugrását, majd a lassú dezinflációt is magyarázó másik tényező a központi árak kiigazítása, és ezzel párhuzamosan a relatív árak szerkezetének átalakulása volt. Az 1991-1994 közötti időszakban a mesterségesen megtámogatott dezinfláció érdekében elmaradt a közösségi javak árainak piaci szintre emelése: ezek a lépések 1995-től következtek be és elsősorban az energiaárak, valamint az egyéb hatósági árak jelentős növekedését eredményezték. Mind a relatív árak mind a reáljövedelmek kiigazítása érdekében szükséges infláció felfogható az átalakulással együtt járó korrekciós infláció késleltetett hatásának, amely nem egyszerre jelentkezett az 1990-es évek elején, hanem az akkori elmaradó lépések következtében elnyújtva az 1995 utáni időszakra is.

Az ERBS- programokkal általában nem összefüggő kezdeti jelentős árnyövekedés harmadik kiváltó oka a fiskális kiigazítás volt. A felpörgő infláció fiskális költsége a nominális kamatlábak és kamatkidások növekedése volt: a magasabb nominális kamatszínvonalban - különösen az ERBS-program első 15 hónapjában - az inflációs erózió kompenzálása mellett tükröződött a kedvezőtlen stock és flow államháztartási pozíciót jelző reálkamatlábak növekedése is. A magasabb infláció negatív hatását a finanszírozandó hiányra azonban részben semlegesítették az elsődleges egyenlegben elért megtakarítások. A nominálisan rögzített kiadások mellett a gyorsuló infláció következtében az elsődleges kiadások reálértéke csökkent, miközben az elsődleges bevételek növekedtek. A bevételek növekedésének inflációból is származó forrása a hideg adóprogresszió révén a többlet jövedelemadó, valamint a forgalomhoz kapcsolódó bevételek növekedése volt.

Végezetül azt infláció fiskális kiigazítást ösztönző hatásai közé tartozott, hogy a magas államháztartási finanszírozási szükséglet kielégítésében az államháztartás nem nélkülözhetette az inflációs adóbevételeket. Az inflációs adó szerepe az 1990-es évek első felében a deficit finanszírozásában jelentős volt: szintje - időben enyhén csökkenve - 1990-1994 között átlagosan a GDP 3,8 százalékát tette ki. Ugyanakkor a mérsékelt, de kitartó infláció, valamint a pénzügyi innováció eredményeképpen a reál pénzkereslet mérséklődött és így a költségvetés seigniorage bevételei az inflációs adóbevételeknél kisebbek voltak: míg 1990-1992 között átlagosan a GDP 3,3%-át tették ki, addig 1993-1994-ben csak 0,1%-át (Hamecz-Barabás(1997)). A felpörgő infláció nyomán 1995-ben az inflációs adóbevételek meghaladták az előző évit, miközben a reálpénzkereslet csökkenése mérséklődött a magasabb infláció teremtette növekvő tranzakciós pénzkereslet, valamint a forintban meglévő tetemes hozamelőny miatti konverzió nyomán. Mindezek következtében - noha az inflációs adó változatlanul meghaladta a monetáris bázis változását is tartalmazó seigniorage mértékét - 1995-ben és 1996-ban is a GDP 2 százalékát érte el a teljes seigniorage bevételek nagysága, amit átlagosan 0,6 százalékkal mérsékeltek a kötelező jegybanki tartalékokra fizetett kamatok (Hamecz-Barabás(1997)).

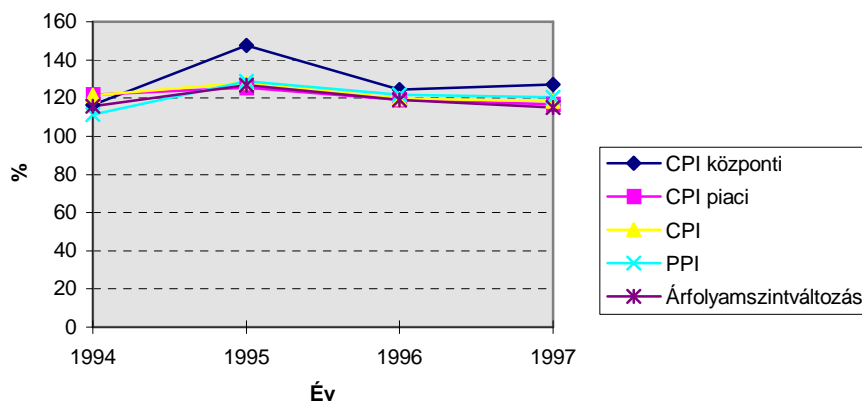
Az infláció kezdeti megugrásában természetesen fizetési mérleg okok is szerepet játszottak, mert a forint nominális effektív reálárfolyamának jelentős leértékelődése,

valamint a leértékeléssel ekvivalens hatású kiegészítő lépések (vámptótlék bevezetése, stb.) addicionális inflációs nyomást jelentettek. A folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatásnak nem csak az elaszticitásokon keresztül kellett érvényesülni, de a belföldi jövedelem felhasználás szerkezetének átrendezésén is: a jövedelemátcsoportosítás a háztartásoktól a vállalkozói szektor felé a fogyasztási célú importkereslet csökkenését és a beruházási növekedését eredményezte. Az utóbbi fizetési mérlegre gyakorolt negatív hatását részben semlegesítette az export erőteljes növekedése.

Az inflációs hullám kimerülését követően azonban 1996 elejétől kezdődően viszonylag erőteljes dezinflációs nyomás bontakozott ki. Ebben szerepet játszott, hogy fokozatosan mérséklődtek az egyszeri inflációs nyomást eredményező tényezők (mint a vámptótlék). Továbbá a leértékelési ütem fokozatos mérséklése, közvetve és közvetlenül is mérsékelte az inflációs nyomást. A közvetett hatása a tradable infláció befolyásolásában jelentkezett, mert a tradable szektorban a liberalizált piacok és az áruarbitrázs eredményeképpen a belföldi árak növekedése követte az árfolyam leértékelésének ütemét. Másfelől a csúszás mértékének csökkenése közvetve ( a tradable szektorból mérséklődő inflációs tovagyrűzés és a bérnövekedés visszafogásán keresztül) mérsékelte a non-tradable inflációt is, valamint 1995-1996-ban fegyelmezően hatott a jövedelemkiáramlás és a fiskális egyensúly alakulására is. A fiskális és jövedelempolitika szigora volt a harmadik tényező, amely hozzájárult a viszonylag gyors dezinflációhoz 1996-1997 elejéig, mert mérsékelte a belföldi felhasználás és kereslet növekedését, erősítette a meghirdetett árfolyamrendszer hitelességét, mérsékelte a monetáris folyamatokra - és ezen keresztül közvetve az inflációra is - gyakorolt exogén hatásokat (pl. amelyek a növekvő tőkebeáramlásból származtak).

### 3. Grafikon

**Az árfolyamleértékelés és az inflációs indexek 1994-1997 között, ahol előző év=100**



Az infláció mérséklődése mellett is figyelembe kel venni, hogy a dezinfláció folyamata 1997 közepétől kezdődően fokozatosan lelassult, megtorpant. A jelenleginél gyorsabb dezinflációt korlátozó tényezők részben megegyeznek az ERBS- típusú stabilizációs programokban megfigyelt problémákkal. A lassú dezinfláció egyik oka, hogy a dezinflációból származó *előnyök és költségek eloszlása* az infláció eltérő szintje mellett különböző (azaz a Phillips-görbe erőteljesen konvex jellegű (Haldane (1997))). A mérsékelt

ütemű infláció mellett az infláció csökkentésének költségei<sup>17</sup> az infláció szintjének mérséklődésével összhangban növekednek, miközben előnyei mérsékeltebben növekednek. Emellett a költségek statikus módon, azonnal érvényesülnek, míg az előnyök érvényesülése dinamikusan következik be és a nagyobb reál GDP növekedésben manifesztálódik.

Ráadásul a dezinflációból eredő előnyök megoszlása szimmetrikusabb a költségeknél, ami a magasabb inflációs szintet eltűrő költség-haszon elemzést eredményezhet a monetáris politika részéről. A költségek asszimmetrikusabb eloszlása ráadásul jelentős gazdasági szereplőket (pl. a magasabb reál kamatkiadásokkal szembenező költségvetést, a foglalkoztatási költségeket vagy átmeneti reálbér stagnálást elviselő munkavállalói rétegeket) szembefordítanak a dezinflációval. A gyorsabb dezinfláció jelentős output és foglalkoztatási költségekkel fiskális (elsősorban a költségvetés finanszírozásával összefüggő) terhekkel jár, ami kevésbé ambíciózus inflációs célok megfogalmazására ösztönzi a pénzügypolitikát, visszahatva az inflációs várakozások kedvezőtlenebb alakulására is.

A lassuló dezinfláció másik oka a monetáris és ennek a pályáját meghatározó *árfolyam-politika kettős implicit céljában* található. Hasonlóan az 1990-es évek első felében alkalmazott időszakosan kiigazított árfolyamrendszerhez a csúszó leértékeléses árfolyamrendszeren belül is erőteljes átváltás érvényesül(t) az inflációs és a fizetési mérleg célok között. Az átváltás különösen szembetűnő volt 1995-1996-ban, amikor kezdetben az árfolyamrendszer stabilitásának megteremtése miatt, majd 1997 elején amikor az infláció tartós csökkenése ellenére sem mérséklődött a havi leértékelés üteme. Az ezt követő egy évben a gazdaságpolitika nem merte a leértékelés ütemét erőteljesebben mérsékelni elsősorban versenyképességi és folyó fizetési mérleg szempontok miatt. Annak ellenére, hogy önmagában a leértékelési ütem mérséklése nem megfelelő antiinflációs eszköz az alacsonyabb inflációval konzisztens makrogazdasági fundamentumok megteremtése nélkül<sup>18</sup>, a lassan csökkenő leértékelési ütemnek is lehet szerepe a dezinfláció lelassulásában. A közvetlen szerepe a tradable infláció mérséklődésében jelentkezik, amely 1997-ben már a leértékelés mértékével azonos volt, míg a közvetett az inflációs várakozások és a nominális jövedelemkiáramlás befolyásolásában.

Az árfolyamrendszer nem tökéletesen megválasztott paraméterei 1997-1998-ban egyaránt hozzájárultak a dezinfláció lefékeződéséhez. A leértékelési ütem gyorsabb mérséklése segítette volna a kereskedelembe kerülő javak szektorának mérsékeltebb árnövekedése és az ebből a non-tradable szektorra eredő nyomás révén a non-tradable infláció csökkenését is. Abban az esetben, ha a havi kiigazítás mértéke nem csökkent volna, az árfolyamsáv kiszélesítése eredményezhett volna addicionális dezinflációs előnyöket is, mert az árfolyam az MNB által meghatározott szélesebb intervenció sávon belül a felértékelt tartományban ( de nem a sávszélen) maradt volna.

---

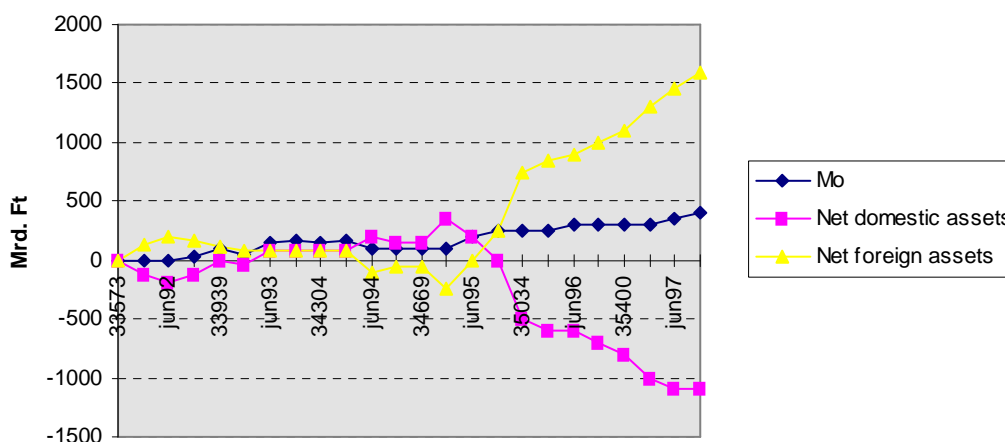
<sup>17</sup> Az infláció csökkenésével kapcsolatos termelési veszteségek jó kifejezője az áldozati ráta (sacrifice ratio), amely mutatja, hogy az infláció 1 százalékponttal történő csökkenésének eredményeképpen miképpen mérséklődik a nominális GDP. Ball(1996) kimutatása szerint a mutató értéke 2,5-3 volt az amerikai gazdaságban, ami figyelembe véve a kicsi merevségeket, a hazai gazdaság gyengébb kínálati alkalmazkodóképességét valószínűleg legalább ekkora a hazai gazdaságban is.

<sup>18</sup> Ahogy azt számos előre rögzített pályán mozgó árfolyamrendszert alkalmazó gazdaságpolitika kudarca mutatja, ebben az esetben súlyos fizetési mérleg válságra, ezt követően valutaválságra és leértékelődésre lehet számítani.

Az inflációs ütem csökkenésében jelentős szerepet játszott a monetáris politika is, amelynek antiinflációs hatása több csatornán keresztül érvényesült. A közvetlen csatorna a leértékelési ütem mérséklésén keresztül illetve a monetáris aggregátumok ezekhez történő igazításán át hatott. A másik dezinflációs hatás a tőkebeáramlások masszív sterilizálásán át érvényesült: a jegybank a devizabeáramlás nyomán a monetáris bázis növekedését nettó belföldi eszközei csökkentésével semlegesítette. A nettó belföldi eszközök csökkenése és a nominális kamatlábak csökkenésének lassítása révén a monetáris politika mérsékelte az infláció keresleti és várakozásbeli elemeit.

#### 4. Grafikon

A monetáris bázis és összetételének alakulása



A monetáris politika mellett a költségvetési politikának és az államháztartási egyenleg alakulásának is fontos szerepe van a dezinfláció mérséklődésében. A stabilizációs program első két évében az államháztartás finanszírozási szükségletének, valamint keresleti hatásának mérséklődése fontos szerepet játszott az ikerdeficit megszüntetésében, valamint az inflációs púp letörésében. Az államháztartás eredmény szemléletű kamategyenleggel számított GDP-arányos GFS-deficitje 1994-1996 között 9,6%-ról 4,6%-ra mérséklődött, miközben az elsődleges egyenleg/ GDP 7 százalékpontos javulást mutatott. Ugyanakkor éppen 1997-ben az alacsonyabb inflációs cél és a mérsékeltebb leértékelést tartalmazó árfolyampálya mellett romlottak jelentősen az egyenleg mutatók, amelyek jelzik, hogy az államháztartási hiány megugrása nem kizárólag a jegybank és a központi költségvetés közötti adósságrendezés következménye volt, hanem a költségvetési politika jellegében (fiscal stance) bekövetkezett erőteljes váltás is. A pénzforgalmi szemléletű kamategyenleggel számított államháztartási hiány a GDP 2 százalékpontjával emelkedett, az operacionális egyenleg 0,7%-pontot romlott, és számottevően növekedett az államháztartás ciklikusan kiigazított keresleti hatása is.<sup>19</sup> Az államháztartási hiány növekedése közvetlenül a keresleti hatáson át, közvetve pedig a várakozásokra és a gazdaságpolitika konzisztenciájára gyakorolt hatáson keresztül fékezte a dezinfláció ütemét.

A költségvetési folyamatoknak további infláció mérséklődését lassító hatása érvényesült a közösségi szektorban felerősödő jövedelemkiáramlásán keresztül. A

<sup>19</sup> Az MNB 1998-as számításai szerint a GDP közel 4 százalékaival.

jövedelmek gyors növekedése - hasonlóan a reálbérek 1995-1996 során bekövetkezett visszaesésének dezinflációt segítő jellegéhez - 1997-ben hozzájárult az aktuális és a várt infláció lehetségesnél lassúbb ütemű csökkenéséhez. A legerőteljesebb bérnövekedés - a korábbi évekkal szemben - a költségvetési szférában valósult meg és az állami vállalatoknál bekövetkezett bruttó átlagkereset növekedés alig maradt el a kompetitív szektorétól<sup>20</sup>. Azonban miközben a kompetitív szektorokban a bruttó és a reálbér növekedés a munkatermelékenység jelentős növekedésével párosult, addig a közösségi szférában a nominális jövedelemnövekedés nem párosult a létszám csökkenésével. Az erőteljes bérkiáramlás (és az egyéb jövedelmek (pl. nyugdíjak) ehhez kapcsolódó növekedése) közvetlen szerepet játszott a dezinfláció lassulásában, míg közvetve a magánszektoron belül is növelte a bérköveteléseket, aminek a jelentős termelékenység növekedés ellenére is volt inflatorikus hatása.

Végezetül az árfolyamalapú stabilizációs (és általában a dezinflációs) programok egyik fontos nehézsége, a gazdaságpolitika elégtelen hitelessége is szerepet játszott a dezinflációs ütem lassulásában. A monetáris politika és árfolyamrendszer hitelessége erősödött 1996-1997-ben, amit jelzett az országhoz tartozó prémiumok és a kamatfelár mérséklődése. Ugyanakkor a hitelességet rontotta és a dezinflációs célok elérését nehezítette, hogy az inflációs célok rendre nem teljesültek és hogy monetáris politika nem helyezett megfelelő súlyt célfüggvényében az eltérés korrigálására és az alacsonyabb inflációs cél elérésére. Ez a versenyképességi cél követésével volt összefüggésben, de negatívan hatott a dezinfláció szempontjából fontos hitelességre, valamint a dezinfláció lehetséges áldozati rátájának mértékére. A gazdaságpolitika hitelességét tovább rontotta, hogy a költségvetési egyenleg alakulása 1997-ben már nem volt összhangban a leértékelés mértékének csökkenésével.

### ***III.5. A reálkamatlábak alakulása***

Az ERBS-programok sikerességének és nehézségeinek is egyik mutatója a reálkamatlábak alakulása, amely - szemben a pénzkínálat visszafogását tartalmazó és ezért a reálkamatlábakat növelő pénzalapú stabilizációs programokkal - bizonytalan és előre nem meghatározható. Egyes stabilizációs programok nyomán növekedtek a reálkamatlábak, amiben elsősorban a dezinflációs céllal és a meghirdetett árfolyampálya fenntartása érdekében alkalmazott restriktív monetáris politika, valamint a tőkebeáramlások monetáris hatásait részben semlegesítő jegybanki sterilizálás játszott döntő szerepet. Ellenben ott ahol a reálkamatlábak a program következtében mérséklődtek, ott alakulásuk elsősorban a növekvő tőkebeáramlás likviditást növelő hatását, valamint a fokozatosan mérséklődő inflációt tükrözte.

A reálkamatlábak alakulásában három összevetés érdemel figyelmet. Egyrészt célszerű megnézni miképpen alakultak és milyen tényezők mozgatták a reálkamatlábakat 1995-1997 folyamán. Másfelől elemezni kell miképpen alakultak a forint befektetések valutakosárban mért reálhozamai a külföldi befektetők által külföldön realizálható reálkamatokhoz viszonyítva. Az így létrejövő kamattérítés az egyik mozgatóereje ugyanis a nettó tőkeáramlások és az ebből eredő makrogazdasági folyamatoknak. Végezetül

---

<sup>20</sup> Az MNB adatai szerint míg 1996-ban a költségvetési szférában a bruttó átlagkereset növekedése 14,6%, az állami vállalatoknál 22,7%, a nem állami vállalatoknál 23% volt, addig a megfelelő ütemek 1997-ben 23,2%, 21,5% és 21,9%-ra változta. (MNB(1998)).

szükséges összevetni, hogy időben miképpen változtak a forintban illetve a devizakosárban a forint kosárral szembeni leértékelődését figyelembe véve a reálkamatlábak, mert ezek befolyásolják a hazai megtakarítások megoszlását és időbeni dinamikájának alakulását.

A hazai azokhoz az árfolyamalapú stabilizációs programokhoz áll közelebb, amelyekben a reálkamatlábak a stabilizációs programot követően középtávon mérséklődtek. A reálkamatlábak csökkenése egyértelmű az aktuális, visszatekintő inflációval történő deflálást alkalmazva, de az előrevetítő és az inflációs várakozásokat közelítő inflációt alkalmazva is érvényesül<sup>21</sup> Az ERBS-programot megelőzően a reálkamatlábak növekedése volt megfigyelhető 1994-ben, amire a leértékelési várakozások erősödése és ennek kompenzálására a befektetők által igényelt növekvő reálhozamok hatottak (miközben a reálhozamokat a mérséklődő infláció is növelte). Ezt követően 1995-ben a reálkamatlábak átmenetileg tovább növekedtek, ami jelezte a piaci szereplők igényét a meglepetés infláció által okozott reálveszteségek kompenzálására, az árfolyamrendszerrel és általában a gazdaságpolitikával kapcsolatos kedvezőtlen várakozásokat, valamint a fennálló makrogazdasági feszültségeket. Ez utóbbiak között kiemelten fontos volt az államháztartás rendkívül magas és 1995-ben tovább növekvő finanszírozási szükséglete, valamint a megtakarítás-beruházás egyenlegben a fenntartható folyó fizetési mérleg pálya elérése érdekében szükséges korrekció.

A reálkamatlábak a kezdeti megugrást követően 1996 első negyedétől kezdődően folyamatosan mérséklődtek mind a visszatekintő mind az előretekintő deflátor alkalmazása mellett, amiben számos tényező játszott szerepet. Meghatározó szerepe volt a fiskális korrekciónak: az egyenlegek között a reál kamatlábszínvonal alakulásában elsősorban a teljes finanszírozási hiány mérséklődése fontos, mert ez csökkenti az államháztartás szűk körű hazai megtakarítások iránt generált keresletét. A finanszírozási szükséglet 1996 első negyedében a privatizációs bevételek realizálását követően mérséklődött jelentősen, amivel egybeesett a reálkamatlábak csökkenése is.

Az államháztartás egyenlegmutatóinak javulása szerepet játszott - az ikerdeficit jelenségének 1993-1996 között kimutatható erőteljes érvényesülése (Gáspár(1998)) miatt - a folyó fizetési mérleg hiányának csökkenésében, a nettó külföldi megtakarítások bevonásának mérséklődésében is. A folyó fizetési mérleg egyenlege az 1993-1994-essel összevetve fenntartható pályára került, aminek szerepe volt a kockázati prémium mérséklődésben, a kedvezőbb hazai megtakarítói pozíció kialakulásán át a reálkamatlábak fokozatos csökkenésében.

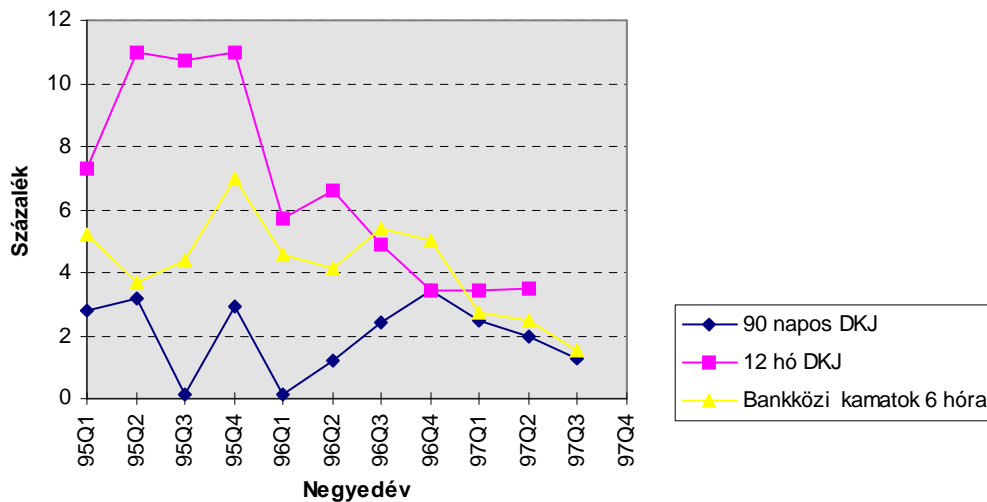
A reálkamatlábak csökkenésében szerepet játszott az infláció ellentétes alakulása is. Egyfelől az aktuális infláció szintje és az infláció varianciája is mérséklődött 1991-1994-ig összevetve, ami mérsékelte az inflációs várakozásokat és bizonytalanságot. Ennek hatására viszont kisimítottabb lett a kamatlábak alakulása is és a bizonytalanság mérséklődése csökkentette a nominális kamatlábak reálkamat tartalmát is. A reálkamatlábak mérséklődésének ugyanakkor volt az infláció alakulása szempontjából másik vetülete is: a dezinfláció dinamikájának lassulása. A nominális kamatlábak csökkenése erőteljes maradt, miközben az aktuális és a várt infláció mérséklődése lelassult és ennek következtében a reálkamatlábak is csökkentek.

---

<sup>21</sup> Itt azonban az 1995-ben érvényesülő meglepetés infláció miatt a különböző lejáratokon eltérően érvényesül ez megfigyelés: minél hosszabb lejáratokat veszünk figyelembe annál kevésbé érvényes 1995-re a megfigyelés, bár középtávon ( 1996-1997-re ) itt is fennáll.

## 5. Grafikon

A várt inflációval számított reálkamatlábak



A kamatprémium változásában két tényező hatása mutatható ki, amelyek hozzájárulása az 1995 és 1998 közötti időszakban eltérő mértékű volt. Az egyik tényező az árfolyam leértékelés és hazai infláció közötti eltérés, amely a külföldi befektetők számára devizában jelentős reálhozamot eredményezhet ha a leértékelés mértéke tartósan a belföldi infláció alatt van. Ebben az esetben ugyanis - ha a belföldi kamatlábak meghatározása liberalizált - a belföldi nominális kamatszínvonal alkalmazkodik a hazai inflációhoz és ez a külföldi befektetők számára jelentős devizában mért reálhozam realizálását eredményezi. A kamatprémium másik eleme nem az inflációs és leértékelési ütem különbségével, hanem a hazai reálkamatláb szintjével és az ezt - részben az infláció mértékétől függetlenül is - meghatározó tényezőkkel van kapcsolatban. A hazai reál kamatláb szintjének módosulása ugyanis változatlan reálárfolyam mellett is jelentős reálhozam realizálását eredményezheti a külföldi befektetők számára.

A jelentős kamatprémium kialakulásában 1995-ben elsősorban a magas reál kamatszínvonal és az ezt alakító tényezők játszottak szerepet. Miközben az infláció és forintleértékelési ütem közötti eltérés nem haladta meg a 2 százalékpontot, addig az éves befektetéseken a várt inflációval számolva 11%-os, az aktuálissal számítva 6,5 %-os reálhozamot lehetett realizálni. A magas reál kamatszínvonalat a már elemzett tényezők, míg a leértékelési és inflációs ütem csekély eltérését elsősorban az erőteljes egyszeri árfolyamkorrekció és ennek árakba történő részleges beszivárgása (exchange rate passthrough) okozták. Ezt követően 1996-ban a két tényező hozzájárulása a kamatprémium kialakulásához módosult, mert a leértékelés és inflációs eltérés 5 százalékponttal növekedett az erősödő inflációs merevségek valamint az egyszeri árfolyamkorrekció hatásának elmaradása nyomán, miközben a Ft-ban számított reál kamatszínvonal közel 5 százalékponttal mérséklődött. A növekvő nettó tőkebeáramlás, a fizetési mérleg célok teljesítésével megerősített árfolyam hitelesség nyomán a kamatprémium 1996 első felében meredeken (közel 6 százalékponttal), majd azt követően fokozatosan csökkent, amihez még hozzájárult az említett tényezőkön túl a hazai nettó megtakarítások növekedése, az államháztartás finanszírozási szükségletének mérséklődése is.



A következő évben ismét csökkent az infláció és árfolyamleértékelés közötti rés 3 százalékpontra, miközben a forintban számított reál kamatszínvonal is az 1996-os felére mérséklődött. Mindezek nyomán a kamatprémium átlaga 1997-ben 3,5% volt szemben az 1996-os 4,5%-kal és az 1995-ös 7,5%-kal.

Összességében a kiváltó tényezők időbeli változásától függetlenül jelentős kamatprémium mutatható ki a forintban illetve a valutakosár összetétele alapján eszközölt befektetések között az előbbiek javára. A számottevő kamatfelár a forintkereslet erősítette és hozzájárult a devizabetétek konverziójához és a jelentős nettó tőkebeáramláshoz, ami az általa okozott monetáris nehézségek mellett is szerepet játszott az árfolyamrendszer megszilárdításában és hitelességének növelésében.

A kamatprémium alakulásával és az ERBS- alapú stabilizációs programokkal összhangban jelentős eltérés volt a valutakosár- és a forintalapon számított reálkamatlábak között. A hazai infláció és a devizakosárral szembeni leértékelési ütem eltérése nyomán a hazai befektetések után devizában számított reálkamatlábak jelentősen meghaladták a Ft-ban számítottakat. A legnagyobb eltérés 1996-ban volt annak következtében, hogy az inflációban erőteljesen érvényesült az előző évi leértékelések begyűrűző hatása (passthrough), valamint a non-tradable árak korrekciója.

A forintban és devizában számított reálhozamok eltérése az exogén adottságként szereplő kötött árfolyamrendszer mellett elsősorban a monetáris és az árfolyampolitikák számára okozott nehézséget. Ugyanis ha változatlan reál kamatszínvonalat és a hazai inflációt követő nominális kamatlábakat tételezünk fel, akkor a kamatpolitikát a hazai megtakarításokat ösztönző illetve a külföldi tőkebeáramlás számára túlzott prémiumot nem biztosító nominális kamatszínvonal között kellett alakítani. A monetáris politika számára az jelentett nehézséget, hogy a hazai megtakarítások növelése és a belföldi kereslet korlátozása olyan nominális kamatszínvonalat igényelt, ami devizában jelentős tőkebeáramlást eredményező hozamot biztosított a befektetőknek. Hasonló probléma jelentkezett az árfolyam-politika számára is: az alacsony forint kamatszínvonal a devizakeresletet növelte volna a folyó fizetési mérleg hiányán át, miközben a magas kamatok a tőkemérleg többletén keresztül a forintkeresletet erősítették.

A forint- és deviza reálhozamok közötti eltérés kialakulása elkerülhetetlen addig, amíg jelentős eltérések vannak a tradable és non-tradable infláció között. Ugyanakkor az árfolyam- és monetáris politikák számára okozott feszültségek kisebbek lehetnek volna ha időben módosítják az árfolyamrendszer fontosabb paramétereit( elsősorban a sávszélességet), valamint erőteljesebb dezinflációs hangsúlya lett volna a fiskális és jövedelempolitikának.

### ***III.6. Az államháztartás stock és flow pozíciójának alakulása***

Az árfolyamalapú stabilizációs programok fenntarthatóságát, valamint makrogazdasági következményeit meghatározza, hogy miképpen alakul az államháztartás egyenlege és az államadósság, a költségvetési kiigazítás mértéke és szerkezete. A hazai ERBS-típusú programban a költségvetési korrekció féloldalas volt mind az egyenlegek alakulása, mind a kiigazítás szerkezeti vonásait illetően: ennek megfelelően csak részben

érvényesülhettek az első fejezetben említett Alesina-Perotti-típusú kiigazításokból származó előnyök.

A kiigazítás szerkezeti vonásait illetően Alesina-Perotti-típusú a kiigazításon belül az államháztartási redisztribúció erőteljes csökkenése ( a konszolidált államháztartás elsődleges kiadásai 1994 és 1997 között a GDP 52,7%-ról 38,9%-ra mérséklődtek), az államháztartási kiadások reálértékének tartós mérséklődése, valamint hogy a kiadások lefaragása részben a szerkezeti reformok eredménye.<sup>22</sup>Másfelől a fiskális korrekció hosszú távon nem fenntartható lépéseket is tartalmazott: jelentős szerepe volt a finanszírozási szükséglet mérséklésében az átmeneti bevételek növekedésének, az adósságállomány lefaragásában a privatizációs bevételeknek, valamint a kiadások mérséklésében a tőkekiadások erőteljes csökkentésének a folyó kiadások javára. Mindezek nyomán csak korlátozottan érvényesültek az Alesina-Perotti- típusú kiigazítás előnyei is: a privát beruházások és megtakarítások növekedésére, valamint a GDP növekedésre pozitívan hatott a hiány csökkenése és az ebből eredő kisebb kockázat, de már nem érvényesülhetett a várt adóterhelés csökkenésének, a rendelkezésre álló jövedelmek növekedésének pozitív hatása.

Az államháztartási egyenlegek alakulásában a fiskális politika jellege mellett egyéb tényezők is szerepet játszottak. Fontos tényező volt ebben a tartósan magas tőkebeáramlások és ezek erőteljes sterilizálása a jegybank által, amely kedvezőtlenül érintette mind az elsődleges egyenleget, mind a kamatkiadásokat a növekvő folyó kamatkiadások, valamint az átlagos és marginális államadósságon fennálló kamatlábak lassúbb csökkenésével.

#### 4. Táblázat Az államháztartás pénzforgalmi hiánya és elemei a GDP százalékában

	1994	1995	1996	1997
<b>1. Költségvetés egyenlege</b>	-6,4	-5,5	-2	-4,1
Elsődleges egyenleg	0,1	2,9	4,5	3,8
Kamategyenleg	-6,5	-8,4	-6,5	-7,9
<b>2. Egyéb alrendszerek egyenlege együttesen</b>	-2,1	-1,2	-1,1	-0,7
<b>3. Államháztartás egyenlege</b>	-8,4	-6,7	-3,1	-4,7
Elsődleges egyenleg	-2,7	1,6	4,2	3,4
Operacionális egyenleg	-5,5	-2,1	0,6	-0,1

A költségvetési politika jellege (amit elsősorban az elsődleges egyenleg illetve a teljes és/vagy ciklikusan igazított keresleti hatás mutat) eltérően változott a vizsgált időszakban. A kiigazítás erőteljes megszorítással indult: az elsődleges és operacionális egyenlegek javulását is meghaladta az úgynevezett holland mutatóban jelentkező javulás (MNB(98)). Ennek az volt az oka, hogy 1995-ben a GDP növekedése visszaesett 1994-hez képest és a növekedési tényező kedvezőtlen hatása miatt a tényleges költségvetési kiigazítás jelentősebb volt az elsődleges és az operacionális egyenlegek által jelzetttnél.

A következő évben az elsődleges és az operacionális egyenlegek további javulása mellett a holland mutató már csökkent: az elsődleges és az operacionális egyenlegek javulása nem az addicionális fiskális kiigazítás, hanem az 1995-nél kedvezőbb reál GDP

<sup>22</sup> A kiadások csökkenését eredményező legfontosabb reformok az önfinanszírozó egységek államháztartásról történő leválasztása, a kincstár létrehozása, a közösségi szektorban foglalkoztatottak körének erőteljes csökkentése, valamint a nyugdíjrendszer reformja volt.

növekedés eredménye volt. Ezt követően 1997-ben már - és az elsődleges és operacionális egyenlegekben bekövetkezett romlást meghaladó mértékben - romlott a holland mutató, ami jelzi hogy a fiskális politika jellegében jelentős elmozdulás következett be a korábbi restriktívról az expanzívabb irányba<sup>23</sup>. A gyorsabb reál GDP növekedés miatt kedvezőbb ciklikus hatásoktól megtisztítva a holland mutató a fiscal stance jelentős változását jelzi 1997-re.

Összességében a tényleges megszorítás csak 1995-ben érvényesült, miközben 1996-ban az elsődleges és az operacionális egyenlegmutatók javulásában az 1995-nél kedvezőbb reál GDP növekedés hatott, míg 1997-ben már jelentős korrekció következett be a fiskális politika jellegében, amit csak részben semlegesített a gyorsabb reál GDP növekedés kedvező ciklikus hatása.

A kiigazítás féloldalas jellegét mutatja az adósság és az államháztartási egyenleg mutatók eltérő dinamikája is: miközben az államadósság folyamatosan csökkent, addig az egyenlegmutatók a kezdeti jelentős javulást követően 1997-ben már romlottak. Az eltérésben a technikai tényezők hatása (elsősorban a jegybank és a költségvetés közötti 1997-es adósságcsere, amely semleges volt a konszolidált államadósságra, de növelte a központi költségvetés hiányát) mellett a költségvetési politika illetve a költségvetési folyamatokra ható makrogazdasági folyamatok eltérő stock és flow hatás mutatható ki. Így különbözően hatott az államháztartási egyenleg és adósságmutatókra az elsődleges egyenleg csökkenő többlete: a kisebb elsődleges többlet rontotta a fiskális egyenleg mutatókat, viszont a változatlan többlet mellett javult az államadósság/GDP mutató.

Az eltérés másik oka a privatizációs bevételek kezelésében volt, amelyek az államadósságot mérsékeltek, de felhasználásuk jellegéből adódóan nem javították az államháztartás flow pozícióit. Az eltérést magyarázó harmadik tényező a konszolidált államadósság csökkenésével párhuzamosan bekövetkező szerkezeti átrendeződése és a forintadósság arányának növekedése a devizaadósság rovására. Miközben a forintadósság növekedése mérsékelte a konszolidált államadósság utáni reál kamatkiadásokat (mert a forintadósság nominális kamattartalma 1997-ben már kisebb reál kamattartalommal bírt, mint a devizaadósságé), addig a forint és a devizainfláció közötti jelentős eltérés következtében növekedtek az államháztartás nominális kamatkiadásai és ennek eredményeképpen a hiánymutatói is romlottak.

Az államadósság GDP arányos értékének csökkenésében több tényező eltérő súllyal járult hozzá. A konszolidált államadósság csökkenésében a legfontosabb a privatizációs bevételek adósságtörlesztésre történő felhasználása volt, amely a csökkenés közel kétharmadát tette ki. A korrekció másik fontos eleme az elsődleges egyenlegben 1994-1996 között bekövetkezett GDP arányosan 6,9%-os javulás volt. Végezetül az államadósság csökkenésében szerepet játszott az infláció hatása is, amely növelte az államháztartás pénzteremtésből eredő bevételeit és ezzel javította az elsődleges egyenleget, másfelől a nominális GDP gyors növekedésével javította az adósság/GDP arányt.

A konszolidált adósság csökkenésénél azonban figyelembe kell venni, hogy a magas sterilizálás nyomán növekedett a jegybank feltételes adóssága a repoállomány gyors növekedésével. Tekintettel arra, hogy a passzív repo állomány a privát szektor konszolidált

---

<sup>23</sup> Ezt a flow mutató alakulása mellett az államháztartás által vállalt de a folyó egyenlegben még nem jelentkező elkötelezettségek növekedése is mutatta (Pénzügykutató Rt (1998))

állammal szembeni követeléseként jelentkeznek, és csökkenése részben az államadósság (és ezen belül az állami devizaadósság csökkentésére szánt eszközök mellékhatását kezelte), indokolt ezt is mint a konszolidált állam adósságát figyelembe venni. Abban az esetben ha a konszolidált államadósságot korrigáljuk a jegybankkal szembeni követelést megtestesítő passzív repoállománnyal és egyéb követelésekkel, akkor a konszolidált bruttó államadósság/GDP 64,7%-ról 75,8%-ra emelkedik.

Az államadósság csökkenése nyomán jelentős változás következett be a konszolidált államadósság devizaszerkezetében, átlagos reál kamatterhekben, valamint lejáratban. A devizaszerkezetben belül növekedett a forintban denominált adósság nagysága és ezzel párhuzamosan rövidült az államadósság átlagos lejáratát a hazai valutában denominált adósság rövidebb lejáratát miatt. Ugyanakkor a lejárat rövidülését részben kompenzálta a konszolidált államadósságon fennálló reálkamatláb szint mérséklődése: a hazai adósság reál kamattartalma a devizaadósság alá csökkent.

A fiskális korrekció féloldalas jellege a hazai ERBS-program számos makrogazdasági következményének jobb megértését eredményezi. Az államháztartás magas hiánya, a közösségi szektoron belüli erőteljes jövedelemnövekedés 1997-ben szerepet játszott a dezinfláció folyamatának megtorpanásában. Az államháztartás magas finanszírozási szükségletének fennmaradása hozzájárult a magas kamatprémium fennmaradásához és ezáltal ösztönözte a tőkebeáramlások növekedését. A hatás sajátos módon kettős volt: egyfelől a stock pozíció javulása nyomán mérséklődött a hazai államadósság tartásának kockázata és ez ösztönözte a külső befektetőket a hazai állampapírok megvételére. Másfelől viszont a flow pozíció romlása magas szinten tartotta az államháztartás külső megtakarítások iránti keresletét. A tőkebeáramlás államháztartás finanszírozásában játszott fontos szerepét mutatja, hogy 1996-1997-ben az államháztartás nettó megtakarítói pozíciója nem javult, miközben a lakossági megtakarítások növekedését teljes egészében felszívta a vállalati szektor növekvő megtakarítási hiánya.

Az államháztartási korrekció féloldalas jellege az árfolyam- és monetáris politikára is hatást gyakorolt. Az árfolyamrendszer hitelességét erősítette a konszolidált államadósság és ezzel a csőd-kockázat csökkenése. Másfelől a magas államháztartási hiány, az inflációs adóra történő erőteljes támaszkodás szűkítette az árfolyam-politika mozgásterét: a növekvő államháztartási deficit nem volt konzisztens a csúszó leértékelés mértékének mérséklésével és egyik fő oka volt a jegybank ebben a tekintetben túlzottan óvatos politikájának. Továbbá közzismert, hogy az államháztartási kiadások és hiány növekedése inkább a non-tradable javak szektorának inflációját növeli, hozzájárulva a tradable javak szektorára versenyképességének romlásához. Ezért a hiány növekedése ebben a tekintetben is lassította a központi paritás leértékelésének csökkentését 1996-ban és 1997-ben.

Az államháztartás féloldalas korrekciója a monetáris politika jellegére is hatott. Az egyik csatorna a hiány tőkebeáramlásokat ösztönző hatásán keresztül érvényesült, mert ez a jegybankot az inflációs és árfolyamcélokkal konzisztens pénzmennyiség növekedés érdekében a pénzmennyiség forintkomponensének fokozatos csökkentésére kényszerítette. A monetáris politika önállósága amúgy is rendkívül a szűk volt az árfolyamhorgony alkalmazása mellett a növekvő tőkemobilitás és szűk árfolyamsáv nyomán. Az államháztartás magas és növekvő hiánya tovább erősítette azokat a makrogazdasági folyamatokat (tőkebeáramlás, forintkereslet növekedése), amelyek az árfolyamhorgony mellett mérséklék a monetáris politika önállóságát. Ráadásul az adott monetáris politikai keretek mellett jelentős konfliktust okozott a kamatpolitika számára: miközben a növekvő

belső finanszírozási szükségletek a kamatesés mérséklését igényelték a megtakarítások oldaláról, addig a fiskális terhek szempontjából a csökkenés ütemének fenntartását.

### ***III.7. Az árfolyam alakulása***

Az ERBS-programokban az árfolyamrendszer és fontosabb paraméterei alakulása határozzák meg, hogy milyen mértékben képes az árfolyam betölteni a nominális horgony szerepét és befolyásolni a dezinfláció sebességét és költségét, mennyire erősíti a monetáris politika hitelességét a jegybank kezeinek megkötése az előre bejelentett árfolyamrendszer révén, mennyire képes a kötött árfolyampálya a feladásából származó magas makrogazdasági és hitelességi veszteségek miatt fegyelmező hatást gyakorolni a jövedelem- és fiskális politikákra. Az árfolyammutatók (a nominális árfolyam helyzete a sávon belül, a reálárfolyam alakulása) alakulása 1995-1997 között részben a hazai csúszó leértékeléses árfolyam rendszer paramétereinek alakulását, részben az ERBS-típusú stabilizációs programok szokásos hatásait tükrözte.

Az előre bejelentett pályán mozgó árfolyamrendszert meghatározza a központi paritás kiigazításának mértéke és gyakorisága, a kötött árfolyampályát megteremtő kezdeti árfolyam leértékelés mértéke és időzítése, a központi paritás körüli sáv szélessége, valamint a sáv és a paritás védelme érdekében eszközölt jegybanki beavatkozás jellege.

A kezdeti egyszeri árfolyam leértékelés és a leértékelési ütem időbeni alakulása azt mutatja, hogy Magyarországon a kötött árfolyamrendszeren belül eleinte erőteljesebb hangsúly tevődött a folyó fizetési mérleg és kisebb az inflációs cél teljesítésére. Miközben 1995-ben az árfolyam leértékelés üteme közel azonos volt a fogyasztói árindex növekedésével, addig az infláció átlagos 5 százalékpontos mérséklődése mellett az árfolyam leértékelődése 1996-ban az infláció csökkenését meghaladó, majd 1997-ben attól kissé elmaradó mértékben csökkent. A csúszás csökkentését és ennek időzítését elsősorban a külső egyensúly alakulása, a kereskedelemben kerülő javak szektorában elért termelékenység-növekedés és versenyképesség javulás határozta meg, míg az inflációs céloknak kisebb szerepe volt.

A leértékelés mértékét 1997-ben hamarabb és nagyobb mértékben lehetett volna csökkenteni, figyelembe véve a nemzetgazdasági termelékenység és az egység munkaerőköltségek alakulását, az erőteljesebb dezinfláció termelékenység növekedésére gyakorolt pozitív hatását, valamint a folyó fizetési mérleg javuló és fenntarthatósági kritériumokkal konzisztens egyenlegét. Ezen tényezők egyben a reálárfolyam kisebb mértékű egyensúlyi felértékelődését is lehetővé tették volna.

A központi paritás folyó fizetési mérleg céloknak alárendelt kiigazítása mellett az árfolyamrendszer másik sajátossága a központi paritás körüli árfolyamsáv szűk jellege volt. A szűk sáv tartós fennmaradását is részben a reálárfolyam szélesebb sávon belül - a fedezetlen kamatparitás megsértése miatt fennálló kamateltérések és a nominális felértékelődés miatti tökenyeresség által ösztönzött tökebeáramlás nyomán kialakuló - vélt esetleges felértékelődésétől való félelem és ennek a kereskedelemben kerülő javak szektorának árversenyképességére gyakorolt hatása indokolta. Ugyanakkor a szűk

árfolyamsáv fenntartása (a kezdeti hitelességi, várakozások befolyásolásához kapcsolódó előnyök mellett) összességében több makrogazdasági költséggel mint haszonnal járt.

Egyrészt a szűk árfolyamsáv és az árfolyamkockázat hiánya a meglévő - bár időben mérséklődő - kamatprémium mellett a tőkebeáramlást is gerjesztette és az ehhez történő alkalmazkodás döntő eszközévé a jegybanki - költséges és újabb beáramlásokat is generáló - sterilizálás vált. Másrészt a szűk árfolyamsáv erőteljesen korlátozta a monetáris politika autonómiáját, mérsékelte a jegybanki kamatdöntések hatásosságát (pl. a kereslet szűkítése, a monetáris visszafogás érdekében), nehezebben meghatározhatóvá tette a pénzkeresleti függvény alakulását. Az árfolyamsáv kiszélesítésétől várt és a növekvő tőkebeáramlásban jelentkező hatások éppen a szűk árfolyamsáv - és ebből fakadóan a fedezetlen kamatparitás megsértéséből eredő ösztönzést semlegesíthető árfolyamkockázat hiánya - mellett jelentek meg és vezettek addicionális tőkebeáramláshoz és a monetáris politikai problémákhoz.

Harmadrészt a szűk árfolyamsáv az árfolyam-politika rugalmasságát is erőteljesen korlátozta: a hitelesség és a rugalmasság közötti standard átváltás itt kedvezőtlen formában valósult meg: a szűk árfolyamsávtól addicionális hitelességi előny nem származott a csúszó árfolyamrendszer pénzügyi fegyelmet, jegybanki politika hitelességét erősítő hatásain túlmenően, miközben a rugalmasság feladásából eredő költségek jelentkeztek.

Az árfolyamsáv szélességéhez is kapcsolódik, hogy a nominális árfolyam - kisebb ingadozásokat leszámítva - sáv alsó széléhez tapadt hozzá<sup>24</sup>. A forint sávon belüli felértékelődésének egyik oka természetesen a reálkamatlábak korábban már elemzett alakulása, a fedezetlen kamatparitás megsértése volt.

Az árfolyam sáv alsó széléhez történő tapadásban az is szerepet játszott, hogy asszimetrikus hatása volt a privát szektor tőkebeáramlásának és az állami szektor nettó devizaadósság leépítésével összefüggő tőkekiáramlásának a devizapiacokra. A privát szektor nettó tőkebeáramlása azonnali konverziós keresletként jelentkezett a devizapiacokon, miközben a nettó állami devizaadósság leépítése nem, mert a költségvetés devizakötelezettségei teljesítésének devizális háttérét közvetlenül a jegybanktól szerezte meg, aminek révén nem támasztott a privát szektor devizakonverziójából eredő többlet devizakínálatot (részben vagy egészben) semlegesíteni képes devizakeresletet. Miközben - jelezve a nettó privát és állami devizaadósság változásának eltérő irányát - a rekord mennyiségű privatizációs bevétel eredményező 1995-öt leszámítva 1996-1997-ben kiegyensúlyozott volt a tökemérleg, addig az említett asszimetria miatt ennek jelentős hatása volt a devizakonverzió mértékére és a forint iránti reálkereslet növekedésére.

Végezetül az árfolyam sáv alsó szélére történő tapadásában szerepet játszott, hogy a program bevezetését követően rohamosan mérséklődő árfolyamkockázat alacsony szinten stabilizálódott. Az alacsony árfolyamkockázat a kedvezően alakuló makrogazdasági fundamentumokkal (a költségvetési és a folyó fizetési mérleg, az infláció, a pénzállomány), a nominális árfolyam ezen változók aktuális és várt értékével konzisztens alakulásával és a szűk árfolyamsávval volt összefüggésben. Mindezek következtében az árfolyam misalignment valószínűsége és kockázata rendkívül csekély volt.

---

<sup>24</sup> A sáv széléről befelé történő elmozdulásra ritkán került sor és két tényező motiválta: részben a külső exogén sokkok (pl. a távol-keleti valutaválság tovaryűző hatása), részben a hazai politikai és gazdaságpolitikai sokkok árfolyamkockázatra gyakorolt hatása (ld. Postabank botrány).

A szűk árfolyamsáv, az ennek nyomán korlátok közé szorított monetáris politikai autonómia mellett csekély volt az árfolyam sávon belüli mozgásának valószínűsége is, különösen annak fényében hogy a hazai kereslet növekedésének korlátozása, a lakossági forint megtakarítások növelése érdekében alkalmazott jegybanki kamatpolitika fenntartotta a forint befektetések relatív hozamelőnyét. A tartós konverziós kereslet nyomán a forint relatív megerősödése a sávon belül hosszú távon érvényesült, és a fő kiváltó oka volt az alacsony árfolyamkockázatnak.

### ***III.8. A reálárfolyam alakulása***

Az elméleti megfontolások és a nemzetközi tapasztalatok is jelzik, hogy az ERBS-programok fontos tulajdonsága bevezetésüket követően a reálárfolyam felértékelődése. A felértékelődés mértéke és sebessége - és ennek megfelelően a követett árfolyamrendszer fenntarthatósága - függ az árfolyam nominális horgonyként való alkalmazását megelőzően kialakult reálárfolyam szinttől, az alkalmazott keresleti megszorítás mértékétől és időzítésétől, valamint a dezinfláció illetve versenyképességi szempontok jegybanki célfüggvényben elfoglalt súlyától. A reálárfolyam felértékelődésének főbb okai az inflációs eltérések fennmaradása a nemzetközi árszínvonalhoz lassabban konvergáló non-tradable infláció, valamint az ERBS-programok reálárfolyam felértékelődését eredményező mellékhatásai. (jelentős tőkebeáramlások, a fedezetlen kamatparitás megsértése, az importkereslet növekedése, stb.).

Magyarországon a reálárfolyam alakulása rövidtávon kevésbé, középtávon inkább mutatott hasonlóságot a nemzetközi tapasztalatokkal. A programot megelőzően és bevezetését követően is a reálárfolyam leértékelődése volt megfigyelhető, és a részben elkerülhetetlen felértékelődés csak 1996-tól és ekkor sem minden téren érvényesülve jelentkezett.

A hazai reálárfolyam alakulás sajátossága, hogy szemben az ERBS-programok zömével a reálárfolyam a program bevezetését közvetlenül megelőzően (legalább is 1994-ben) nem romlott, hanem leértékelődött. Az ERBS-típusú programokat megelőzően - hacsak bevezetésüket nem hiperinfláció előzte meg, ahol a vásárlóerő paritás erőteljesebben érvényesül és ezért semleges marad a reálárfolyam - általában a reálárfolyam felértékelődött a jelentős inflációs eltérések, a folyó fizetési mérleg deficit növekedése miatt.

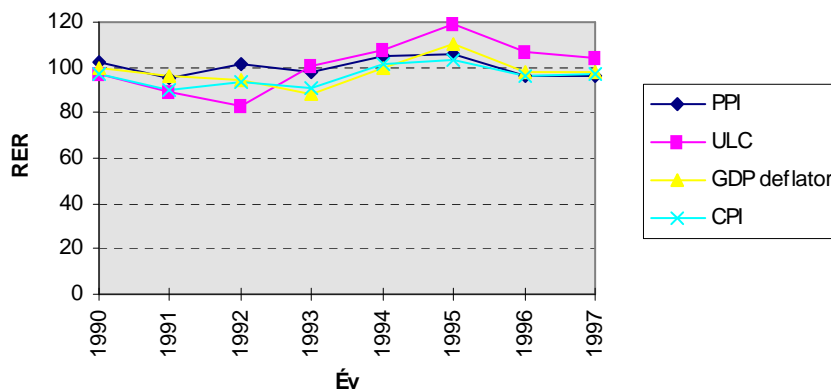
Magyarországon 1994-ben ezzel szemben a reálárfolyam mutatók javultak. Az ár versenyképesség erőteljesen javult, mert a felgyorsuló nominális leértékelődés mellett az infláció (az adminisztratív árak növekedésének elhalasztása, a szigorúbb monetáris politika nyomán) 1990 óta a legalacsonyabb szintre mérséklődött és a leértékelés inflációs hatása is megkétszerezte jelentkezőt. Emellett 1990 óta először javult a költség versenyképesség is, mert a reál GDP növekedése a foglalkoztatás csökkenésével valamint a munkatermelékenység erőteljes növekedésével és ennek eredményeképpen a fajlagos munkaerőköltségek csökkenésével párosult. Ezzel együtt 1990-hez vetítve a reálárfolyam alakulása mind a költség-, mind az ár versenyképesség esetében jelentős romlást jelzett, kivéve a külföldi és a belföldi értékesítési árak hányadosaként meghatározott reálárfolyam mutatót, amely a belföldi termelői árak lassú növekedése miatt leértékelődést mutatott. A reálárfolyam javulása 1994-ben ugyanakkor természetesen nem volt képes ellensúlyozni a folyó fizetési mérleg hiányára ható erőteljes makrogazdasági tényezőket.

A csúszó leértékeléses árfolyamrendszerre történő átállás évében a reálárfolyam mutatók erőteljesen javult. Az áralapú reálárfolyam leértékelődése és az árversenyképesség javulása a nominális leértékelésnek és a leértékelés részleges inflációs hatásának (exchange rate passthrough) volt köszönhető. Az infláció gyorsulása ellenére a leértékelődés hatása a tradable inflációra nem teljes volt és a non-tradable infláció ebben az évben még alatta maradt a tradablenek. Emellett a reálárfolyam leértékelődését ösztönözte a cserearányok csekély mértékű javulása is.

A költség versenyképesség javulásában a nominális árfolyam-korrekció mellett elsősorban a jövedelempolitikai megszorításnak volt szerepe, mert ez tette lehetővé, hogy a munkatermelékenység gyors növekedése mellett az egység munkaerőköltségek jelentősen mérséklődjen, javítva a tradable szektor versenyképességét.

## 6. Grafikon

A reálárfolyam indexek változása, ahol előző év =100



A kezdeti reálleértékelődést követően 1996-1997-ben eltérően alakult a költség- és ár versenyképességi mutatók. A költség versenyképesség alapján számított reálárfolyam mutatók tartós reálleértékelődést mutatnak, a hazai és főbb kereskedelmi partnerek közötti munkatermelékenység növekedés különbségei miatt. A termelékenység növekedése elsősorban a kereskedelembe kerülő javak szektorában érvényesült, magyarázva a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg kedvező alakulását, de hatott a kereskedelembe nem kerülő szektorok esetében is. Miközben az egység munkaerőköltség felhasználásával számított a reálárfolyam index leértékelődést jelez, addig a különböző árindexekkel számított felértékelődést. Az ár versenyképesség romlása mögött egyértelműen a hazai infláció és ezen belül a non-tradable infláció lassú mérséklődése áll: mindezek következtében nálunk is érvényesült a dezinfláció nehézségek miatti reálfelértékelődés hatása. Az áralapú reál árfolyammutatók felértékelődése azonban nem volt jelentős mértékű, még abban az esetben ha bázisnak az 1994.-es reál leértékelődést már figyelembe vevő 1995 elejét tekintjük, ami konzisztens a külső egyensúly utóbbi 3 évben megfigyelt alakulásával.

Milyen tényezőkkel magyarázható a reálárfolyam árfolyamalapú stabilizációs programok mintáját csak részlegesen követő viselkedése? A nominális árfolyam egyszeri erőteljes leértékelése rendkívül fontos tényezőnek bizonyult, mert a leértékelési pálya



meghatározása 1995-1997 között elsősorban a folyó fizetési és kisebb mértékben a dezinflációs célokat vette figyelembe. Annak ellenére, hogy a leértékelési ütem mérséklésével a jegybank közvetlenül a tradable infláció befolyásolásával és közvetve az inflációs várakozások alakításával is segítette a dezinflációt, a leértékelés üteme - az ERBS programokkal szemben - nem előzte meg az infláció mérséklődését. A leértékelési ütem - különösen 1996-1997-ben megfigyelhető - óvatos csökkenése a reál árfolyammutatókat kedvezően alakította, de ennek költsége a mérsékelt ütemű dezinflációban jelentkezett.

A jelentősebb árfolyam korrekció mellett a reálfelértékelődés elkerüléséhez hozzájárult a gazdaságpolitika is, amely nem engedte hogy a szokásos módon érvényesüljenek az ERBS programok makrogazdasági hatásai. A reálfelértékelődés elkerülésében meghatározó volt, hogy a jegybank a tőkebeáramlások növekedéséből fakadó nettó devizaeszköz állomány növekedésnek átlagosan 75%-át sterilizálta 1995-1997-ben. Mindezek eredményeképpen elkerülhetőek voltak a tőkebeáramlások növekedésének pénzkínálatra, inflációra és ezen keresztül a reálárfolyam felértékelődésére gyakorolt standard hatásai.

A reálfelértékelődés elkerüléséhez hozzájáruló további tényező a belföldi aggregált kereslet növekedésének korlátozása volt. Az ERBS-programokban a belföldi kereslet növekedése a nettó export csökkenésén keresztül értékeli fel a reálárfolyamot és téríti el az aktuális árfolyamot az egyensúlyi szinttől. A fiskális és jövedelempolitika 1995-1996-ban a belföldi kereslet növekedését szigorúan kordában tartotta, megakadályozva a külső egyensúly romlását. A keresleti fékek elengedését követően 1997-ben azért nem következett be a reálárfolyamot felértékelő mértékű egyensúlyromlás, mert a jövedelmek növekedése részben a felhalmozás bővülésében csapódott le, részben mert a kereskedelemben kerülő javak szektorának növekvő versenyképessége mellett az export-import növekedési rés nem tágult.

A reálárfolyam csekély mértékű felértékelődéséhez az is hozzájárult, hogy a stabilizációs programot követően nem volt jelentősebb eltérés a kereskedelemben kerülő és nem kerülő javak átváltozása között. Miközben 1995 után is folytatódott a relatív árak szerkezetének átalakulása, ez a folyamat kisebb mértékű volt, mint 1995 előtt és nem kísérte a kereskedelemben nem kerülő javak szektorában a tradable szektort meghaladó mértékű árnövekedés. Ráadásul a stabilizációs program számos intézkedése ( többek között pl. a vámpótlék bevezetése illetve az energiaárak emelése) egyformán érintette mind a tradable mind a non-tradable inflációt. A két szektor árait 1995-öt követően nagyjából szimmetrikus sokkhatások érték és ennek fontos szerepe volt a jelentősebb reálfelértékelődés elkerülésében.

Miközben az elmúlt 3 évben nem érvényesült a reálárfolyam jelentősebb felértékelődése, a helyzet változhat a jövőben. Egyrészt a jegybank célfüggvényében - a megfelelő fiskális és jövedelempolitikai peremfeltételek mell- eltolódás következhet be a dezinflációs cél javára a folyó fizetési mérleggel szemben,<sup>25</sup> ami szükségszerűen a korábbinál jelentősebb reálárfolyam felértékelődés tolerálását eredményezheti. Másrészt a tartósan javuló és a főbb kereskedelmi partnereket meghaladó termelékenység növekedés következtében az egyensúlyi reálárfolyam is felértékelődhet és ezt követheti az aktuális

---

<sup>25</sup> Ezt erősítheti a folyó fizetési mérleg tartósan kedvező és fenntarthatósági küszöb alatti alakulása, a nettó devizaadósság és ebből eredő jövedelemkiáramlás mérséklődése, a kereskedelemben kerülő javak szektorának növekvő versenyképessége.

reálárfolyam felértékelődése. A termelékenység növekedése mellett ebbe az irányba mutat, hogy a közvetlen tőkebefektetések illetve tágabb értelemben a jelentős tőkebeáramlás módosíthatta a gazdaság egyensúlyi paramétereit és ezért az aktuális reálárfolyam tartós felértékelődése lehetséges a külső egyensúly romlása nélkül.<sup>26</sup>

### ***III.9. A tőzsdei árindex alakulása, a vagyoneszköz infláció mértéke és szerepe***

Az árfolyamalapú stabilizációs programok egyik sajátossága a vagyoneszköz árak gyors növekedése (asset price inflation), ami megnyilvánul mind a tőzsdei árindexek gyors emelésében, mind az ingatlan és lakáspiaci fellendülésben és árnövekedésben. A vagyoneszköz infláció szorosan kapcsolódik az ERBS-programok korábban már elemzett makrogazdasági következményeihez. Fő kiváltó okai a külföldi tőke beáramlása (és ezen belül sok ország esetében a korábban kimenekített tőkék repatriálása) és ezen keresztül a hazai vagyoneszközök iránti kereslet növekedése, a reálárfolyam felértékelődésével a hazai vagyoneszközök relatív alulértékeltisége, az átfogó stabilizációs programokat gyakran kísérő szerkezeti és intézményrendszeri reformok (az állami vállalatok privatizálása, a devizagazdálkodás liberalizálása, stb.):

A tőzsdei árindex növekedésének mértéke is függ azonban a stabilizációs program sikeréről, a tőkeáramlások irányának fenntarthatóságától: a sikertelen programokban ezen tényezők kedvezőtlen alakulása, valamint a várt árfolyam leértékelés a tőzsdei árindexek átmeneti de hosszú távon nem fenntartható növekedését eredményezték.

Magyarországon a tőzsdei árindex erőteljes növekedése következett be, részben a stabilizációs program következményeként. Az árindex emelkedésében meghatározó szerepet játszott a tőkemérleg többletének növekedése és ezen belül a portfólió befektetések erősödése. A növekedést ösztönözték a már említett makrogazdasági tényezők mellett intézményiek is, mint a tőzsde fejlődése, a privatizáció felgyorsulása és a devizagazdálkodás liberalizálása. A tőkebeáramlásokon keresztül érvényesülő külső megtakarítás többlet mellett a hazai lakossági illetve privát megtakarítások, valamint jövedelmek növekedését követően is fennmaradó megtakarítási hajlandóság 1997-ben is fontos tényezője volt az index növekedésének.

A tőzsdei árindex gyors növekedése kétséges hatást gyakorolt a dezinfláció folyamatára. Egyfelől vélhetően elősegítette azáltal, hogy a kedvező befektetési hozamok következtében a megtakarítási hajlandóság növekedett és a jövedelmek növekedése kisebb mértékben bővítette az aggregát keresletet. Másfelől a tőzsdei árindex növekedése fenntartotta az inflációs nyomást, mert a befektetések értékének növekedése a reálvagyon növekedését és ezen keresztül a jövőbeni fogyasztás növekedését is eredményezheti. Figyelembe véve a tőzsdei árindex időbeli alakulását, valamint a megtakarítások és fogyasztás változását eddig inkább az első hatás érvényesült erőteljesebben, de idővel a fogyasztást bővítő hatás relatív felerősödésére lehet számítani.

---

<sup>26</sup> A felértékelődés és a külső egyensúly fenntarthatósága természetesen nagymértékben függ a felértékelődést kiváltó tényezőktől, valamint annak mértékétől. Ez utóbbiról ld. Oblath (1997) véleményét.

### ***III.10. A megtakarítási ráta alakulása***

Az árfolyamalapú stabilizációs programok fenntarthatósága szempontjából kiemelkedően fontos miképpen alakul a nemzetgazdasági megtakarítási ráta, amely az empirikus tapasztalatok alapján jelentősen eltért az egyes országokban és több tényező alakulásától függött. Egyrészt attól, hogy a stabilizációs program nyomán beinduló és a megtakarításokra ható exogén folyamatok mint a tőkebeáramlás növekedése, a folyó fizetési mérleg hiányának bővülése milyen erőteljesek és milyen mértékben eredményezik a megtakarítási hajlandóság csökkenését. A megtakarítási hajlandóság alakulása függ attól is, hogy a stabilizációs program eredményeképpen miképpen alakulnak a főbb makrogazdasági változók, beleértve a nominális és reálkamatlábakat, a GDP időbeli változását és az ezt meghatározó kereslet elemeket.

Magyarországon az árfolyamalapú stabilizációs program a megtakarítási ráta és a nemzetgazdasági megtakarítások jelentős növekedésével párosult miután a nemzetgazdasági megtakarítások már 1994-ben is növekedtek az 1993-as mélypontról. A megtakarítási ráta növekedésében három jelentősebb tényezőcsoport játszott szerepet.

Egyrészt a stabilizációs program fenntarthatósága, valamint a makrogazdasági fundamentumok kedvező alakulása a megtakarításokat ösztönző várakozásokat teremtett, növelte a hosszú távú befektetések jövedelmezőségét. Az államadósság csökkenése, a hozamok kiszámítható alakulása, a hozamgörbe inverz jellegének felerősödése kedvezően érintette mind a megtakarítási ráta, mind a megtakarítások átlagos lejáratának alakulását.

Másrészt a gazdaságpolitikának sikerült kiküszöbölni az árfolyamalapú stabilizációs programok azon vonásait, amelyek a megtakarítási hajlandóság csökkenését eredményezik. Kiemelkedő volt ebből a szempontból a pozitív reálkamatok fenntartása, a reáljövedelmek csökkenésével párhuzamosan a megtakarítók döntéseiben az óvatossági elemek erősödése (precautionary savings), a tőkebeáramlások általában megtakarítási hajlandóságot mérsékelő hatásainak semlegesítése, valamint az inflációs és leértékelési várakozások összességében kívánt mederbe terelése és ennek hatására a gazdaságpolitika hitelességének növekedése. Az inflációs várakozások csökkenésével párhuzamosan az aktuális infláció mérséklődése, a negatív hozamgörbe is a megtakarítások növelését, a növekvő jövedelmeken belül a fogyasztási kiadások mérséklését ösztönözte.

A megtakarítási hajlandóság növekedéséhez hozzájárult a fiskális konszolidáció is, részben az államháztartási megtakarítások növelésével, részben a stabilabb fiskális pozíció nyomán az inflációval, reálhozamokkal, az államháztartás fenntarthatóságával kapcsolatos várakozások stabilizálásával.

## IV. Miben hasonlított és miben tért el a hazai árfolyamalapú stabilizációs program a nemzetközi tapasztalatoktól?

Az 1995-öt követően Magyarországon alkalmazott árfolyamalapú stabilizációs program jellege és makrogazdasági következményei több ponton eltértek azoktól az árfolyamalapú gazdaságpolitikára jellemző általános trendektől, amelyeket a tanulmány első fejezete foglalt össze. A következő táblázat összeveti a hazai árfolyamalapú stabilizációs program főbb makrogazdasági következményeit az elmélet által az árfolyam- és pénzalapú programokra meghatározott stilizált tényekkel.

**Táblázat. Az árfolyam- és a pénzalapú stabilizációs programok stilizált tényeinek összevetése az 1995 utáni Magyarországiakkal**

	Árfolyamalapú stabilizációs program	Pénzalapú stabilizációs program	Hazai stabilizációs program
<b>Reál GDP</b>	növekedés	csökkenés rövidtávon	átmeneti stagnálás után erőteljes növekedés
<b>Infláció</b>	Lassú dezinfláció	Gyors dezinfláció	Lassú, költséges dezinfláció
<b>Tőkemérleg egyenlege</b>	javul és pozitív	javul és pozitív	javul és pozitív
<b>Folyó fizetési mérleg</b>	romlik	javul	javul
<b>Költségvetési egyenleg, államadósság</b>	kérdéses alakulásuk	általában javul stock és flow pozíció	javulás stock mutatókban, mérséklet eredmény flowban
<b>Reálárfolyam</b>	reálárfolyam eltérő mértékű felértékelődése	Nem változó reálárfolyam	Nominális leértékelődés enyhe reál felértékelődéssel
<b>Reálkamatláb</b>	kérdéses alakulásuk iránya	növekednek	Bizonytalan alakulásuk iránya
<b>Reálpénzmennyiség</b>	kérdéses	csökkenés	csökkenés
<b>Tőzsdei vagyoneszközök árindex, árnövekedése</b>	igen	kérdéses	igen

Az árfolyamalapú stabilizációs programokra meghatározott makrogazdasági következmények eltérően érvényesültek Magyarország esetében. A fontosabb tényezőket érvényesülésük mértéke alapján három nagyobb csoportra lehet osztani. Ezek között jól érvényesültek az elmélet feltételezte hatások a recesszió nélküli (sőt a reál GDP növekedés rövidtávon történő bekövetkezése melletti) stabilizációval kapcsolatosan, valamint a stabilizáció monetáris és tőkeáramlásokkal kapcsolatos következményei: a tőkemérleg többletének növekedése, a tőzsdei árindex erőteljes emelkedése, az infláció fokozatos és magas költségek melletti mérséklődése, a reálkamatlábak enyhe csökkenése és összességében bizonytalan alakulása). A makrogazdasági mutatók másik körébe azok tartoznak, amelyek alakulása részben megfelel az árfolyamalapú stabilizációs programok során megfigyelttel: ide tartoznak a költségvetési deficit és az államadósság, illetve a reálárfolyam alakulása. A reálárfolyam esetében az ERBS-programokban megfigyelhető de kisebb mértékű felértékelődés jellemző, míg a költségvetési egyensúly esetében a fejlett

országokban végrehajtott programokhoz hasonló jellegű és mértékű költségvetési korrekcióra került sor.

A mutatók harmadik csoportjának alakulása Magyarországon eltért az elmélet és az empirikus tapasztalatok alapján várttól: sajátos volt a reál GDP növekedés keresleti forrásának szerkezete, valamint a reál GDP növekedés folyó fizetési mérleg hiányára gyakorolt hatása és az utóbbi egyenleg tartós javulása. Milyen tényezőknek tulajdonítható, hogy ilyen mértékű eltérés volt az árfolyamalapú stabilizációs programok különböző makrogazdasági hatásainak érvényesülésében?

A reál GDP visszaesése nélkül, az erőteljes növekedési pályára történő ráállás mellett végrehajtott stabilizálás legfontosabb oka, hogy Magyarországon is hatottak a fiskális kiigazításból, az árfolyam-politikai bizonytalanság megszűnéséből eredő kedvező növekedési hatások.<sup>27</sup> Az elsődleges és a teljes államháztartási hiány korrekciója nyomán ismételen alárendelődött a költségvetési politika a fenntarthatósági kritériumnak, megszűnt a megfelelés hiánya miatt generálódott kedvezőtlen inflációs és leértékelési várakozások hatása, valamint jelentősen mérséklődtek az államcsóddal kapcsolatos kockázatok, illetve a hozamok és kockázatok kedvezőbb eloszlása nyomán módosult a tőkeáramlások iránya is. Ugyanakkor a privát szektor beruházási (és 1997-től kezdődően fogyasztási) kereslete kisebb időbeli késéssel de erőteljesen reagált a bekövetkezett jövedelemátcsoportosításra valamint a termelékenység növekedésére és ez addicionális ösztönzőnek bizonyult a GDP növekedés keresletoldali megalapozásában. Másfelől a versenyképesség javulása, a szerkezeti reformok a gazdaság kínálati reagáló képességét is javították, ami a növekedési hatások mellett a külső egyensúly alakulására is kedvezően hatott.

Az árfolyamalapú stabilizációs programok következményei jól érvényesültek a monetáris változók alakulásában is. A tőkebeáramlások és a tőzsdeindexek erőteljes növekedése az ERBS programok szükségszerű következménye és a gazdaságpolitika hitelességének növekedése, az árfolyam-politikai kockázatok mérséklődése, valamint a fedezetlen kamatparitástól való eltérés Magyarországon is a más programokban megfigyelt folyamatokat eredményezte. Ugyanakkor a monetáris politika célfüggvényében a külső egyensúly fenntartására, a reálfelértékelődés elkerülésére és a nemzetgazdasági megtakarítások növelésére fektetett hangsúly nyomán a hatások még erőteljesebben is érvényesültek, hiszen a fenti céloknak alárendelt sterilizálás is erősítette a tőkebeáramlások dinamikáját.

A dezinfláció fokozatossága és azt okozó tényezők is összhangban állnak a nemzetközi tapasztalatokkal. A fokozatosság egyik oka a fiskális konszolidálás megtorpanása 1996 után, valamint a jövedelempolitikai nyomás felerősödése, amelyek számos árfolyamalapú stabilizációs programban erősítette az infláció tehetetlenségi elemeit. Ezen hatások nálunk 1995-1997 között a relatív árak szerkezetének erőteljes átrendeződésével párosult, ami tovább erősítette az infláció tehetetlenségi és várakozásbeli vonásait. A tehetetlenségi elem növeli az infláció mérséklésével együtt járó output költségeket, valamint lassítja a dezinfláció sebességét.

---

<sup>27</sup> A költségvetési kiigazítás és növekedés kedvező makrogazdasági hatásairól ld. Giavazzi-Pagano (1990) már idézett műve mellett Alesina-Perotti(1995) tanulmányát, és áttételesen a Bruno-Easterly (1997) tanulmányt. Az árfolyamrendszer és ezen belül a reálárfolyam bizonytalanság növekedésre gyakorolt negatív hatásairól lásd Isard (1995), Edwards(1989) műveit.

A felemásan érvényesülő makrogazdasági folyamatok között kiemelt jelentősége van a reálárfolyam és a fiskális egyensúly alakulásának. A stabilizációs program és a kötött árfolyamrendszer fenntarthatóságát meghatározza, hogy sikerült az erőteljes reálfelértékelődést elkerülni, amiben a folyó fizetési mérleg cél monetáris politika célfüggvényében játszott súlyának döntő szerepe van, mert a monetáris politika ennek érdekében sterilizálta a beáramlásokat, mérsékelte a nominális kamatszínvonal csökkenését<sup>28</sup>. A kedvező reálárfolyam alakulásban emellett szerepet játszott a kezdeti erőteljes nominális árfolyam korrekció, valamint az ennek révén is bekövetkező jövedelemátcsoportosítás is.

A fiskális mutatók alakulása azért felemás, mert miközben eleinte jelentős volt a korrekció e az elsődleges egyenlegben valamint az államháztartás finanszírozási szükségletében és mérséklődött a konszolidált államadósság is, addig 1996-tól kezdődően a fiskális politika egyre kevésbé tartja be a nominális árfolyam pálya által diktált kereteket. Ez megnyilvánul a költségvetési deficit növekedésében, a költségvetési keresleti hatásának erősödésében, valamint a költségvetés pénzteremtésből származó számottevő bevételei fennmaradásában. A költségvetési politika lazulása éppen akkor következett be, amikor az exogén, ciklikus feltételek kedvezőbbekké váltak, illetve amikor a csúszás mértékének erőteljesebb csökkenése és a dezinfláció felerősödése további addicionális fiskális korrekciót igényelt volna. Ráadásul figyelembe kell venni, hogy bizonytalan miképpen alakul az egyszerű tőkebevételek elmaradása és a gyorsabb reál GDP növekedés egymással ellentétes hatása a konszolidált államadósságra.

Az árfolyamalapú stabilizációs program makrogazdasági hatásai között Magyarországon nem érvényesült a folyó fizetési mérleg egyensúlyának romlása. Ennek egyik oka a monetáris politika célfüggvényében keresendő, amely a tőkebeáramlások növekedése ellenére sem engedte a folyó fizetési mérleg pozíció romlását, okulva a valutaválságok tapasztalataiból illetve a magas nettó devizaadósság folyó mérlegre gyakorolt exogén hatásaiból. További fontos szerepet játszott a kereslet csökkenése, a belföldi megtakarítások növekedése, amely mérsékelte a nettó külső megtakarítások iránti keresletet. A folyó fizetési mérleg felontása az elsődleges és kamategyenlegre arra is rávilágít, hogy a teljes egyenleg javulásában döntő szerepe volt az elsődleges és ezen belül is a kereskedelmi mérleg egyenleg javulásának a kereskedelembe kerülő javak szektorának növekvő nemzetközi versenyképessége, a reál GDP növekedésében a nettó export növekvő súlya nyomán.

A folyó fizetési mérleg hiány csökkenéséhez hozzájárult, hogy az általános ERBS-tapasztalatokkal szemben Magyarországon a magánszektor fogyasztási hajlandósága mérséklődött. Ebben a jövedelemkorrekció mellett szerepet játszott a megtakarítások növekedése, amely az 1997-től meginduló jövedelemnövekedés jelentős részét elszívta, valamint a pénzügyi közvetítőrendszer fejletlensége, amely nem tette lehetővé, hogy növekedjen a lakosság fogyasztási hitelállománya. Ez utóbbi tényező viszont a latin-amerikai és nyugat-európai árfolyamalapú stabilizációs programokban egyik döntő eleme volt a lakossági fogyasztás erőteljes növekedésének.

---

<sup>28</sup> Ebben a tekintetben jelentősen eltért a hagyományos ERBS-programok során alkalmazott monetáris politikáktól, amelyekre inkább az alkalmazkodó jelleg volt jellemző, amelynek során a jegybankok erőteljesebben engedték a pénzkínálat növekedését a tőkebeáramlások felerősödésével, kisebb mértékben semlegesítették a nettó devizaeszköz állományuk növekedését a hazaiak csökkenésével.

Végezetül az ERBS-programok stilizált tényeinek ellentmondva Magyarországon a reál pénzmennyiség mérséklődése figyelhető meg. Ebben szerepe játszott az említett aktív sterilizálási politika mellett az is, hogy az aktuális infláció jelentősen meghaladta a vártat és ez a reál pénzmennyiségi mutatók csökkenésével járt együtt.

## **V. Milyen következtetések vonhatóak le az árfolyamalapú stabilizációs programot meghirdető gazdaságoknak a hazai tapasztalatokból?**

1. Annak ellenére, hogy az elmúlt 10 évben fokozatosan háttérbe szorulnak a rögzített/kötött árfolyamrendszerek a rugalmasak javára a közepes jövedelmű gazdaságokban (ld. IMF (1997), (1998)), valamint hogy előtérbe kerül a monetáris rendszer választásakor a monetáris és inflációs célkitűzés az árfolyam célkitűzéses rendszerrel szemben, a kötött árfolyamrendszerek alkalmazására széles körben kerülhet sor a jövőben is a mérsékelt vagy magas inflációk megfékezése érdekében. A hazai árfolyamalapú stabilizációs politika is szolgál számos tapasztalattal azon gazdaságok számára, amelyek a jövőben a kötött árfolyamrendszert mint a stabilizációs/makrogazdasági politika alappillért kívánják alkalmazni.

A hazai tapasztalatok is megerősítik azokat az elméleteket, amelyek szerint megfelelő előfeltételek teljesülése esetén a kötött árfolyamrendszer hatékony eszköze lehet a gazdaságpolitikának számos fontos makrogazdasági cél elérésében. A kötött árfolyamrendszer hozzájárulhat a mérsékelt infláció alacsony szintre történő csökkentéséhez, a dezinfláció időigényességének és költségeinek mérsékléséhez. A kötött árfolyam rendszer szerepet játszhat a makrogazdasági politika elveszített hitelességének helyreállításában, a hitelesség fenntartásához szükséges pénzügyi fegyelem megteremtésében (különösen a fiskális politika monetáris politika alá rendelésében), a monetáris és fiskális politika közötti kapcsolatban a monetáris dominancia megteremtésében (Canzoneri-Diba(1996)). A kötött árfolyamrendszer alkalmazása a megfelelően kompetitív reálárfolyam és a tradable javak szektora versenyképességének növekedése mellett hozzájárulhat a tőke- és a folyó fizetési mérleg egyenlegek kedvező alakulásához.

2. A kötött árfolyamrendszerek révén elérhető kedvező makrogazdasági eredményeknek azonban fontos előfeltételei vannak, amelyekre a hazai program szintén rávilágított. Az egyik, hogy fokozatosan enyhíteni kell a program alkalmazása során az árfolyamrendszer kezdetben hitelességi megfontolások miatt választott merevségén és rugalmasabb árfolyamrendszerek irányába kell elmozdulni. Ebben szerepet játszanak a kötött árfolyamrendszereket alkalmazó stabilizációs programok szükségszerű makrogazdasági következményei (nettó tőkebeáramlások növekedése, erőteljes inflációs nyomás), valamint a tőkeáramlások felerősödésének és a tőkémérleg átfogó liberalizálásának monetáris következményei.

A kötött árfolyamrendszer alkalmazására alapuló stabilizációs program másik fontos előfeltétele a folyó fizetési mérlegre és a költségvetésre vonatkozó fenntarthatósági kritériumok teljesítése. A kötött árfolyamrendszer alkalmazása megteremti a fenntarthatósági kritériumok betartásának makrogazdasági kényszerét, de ha a kormányzat

ezt nem tekinti hosszú távú célkitűzésnek, abban az esetben rontja az árfolyamrendszer hitelességét és alkalmazásának előnyeit. Ha a költségvetési politika nyomán nem teljesülnek a fenntarthatósági feltételek, akkor az árfolyamrendszer inkonzisztens lesz a deflációs és egyéb makrogazdasági célokkal.

Harmadrészt az árfolyamalapú stabilizációs programok sikeréhez elkerülhetetlen az exogén sokkok kezelése, amelyek a választott árfolyamrendszer miatt felerősödve hathatnak a gazdaságra. Az exogén sokkok között kiemelt feladat a nettó tőkebeáramlás növekedéséhez és a pénzkínálat bővüléséhez történő alkalmazkodás, valamint a nettó nemzetgazdasági megtakarítások csökkenésének semlegesítése. A gazdaságpolitikának természetesen mérlegelni kell a rögzített árfolyamok fenntartásából illetve az említett exogén sokkok kezeléséből eredő előnyöket és költségeket annak meghatározására, hogy meddig tartsa fenn a kötött árfolyamrendszert.

3. A hazai árfolyamalapú stabilizációs program arra is rámutat, hogy nem szükségszerű, elkerülhetetlen következményei az árfolyamalapú stabilizációs programoknak a folyó fizetési és tökemérleg, a pénzmennyiség, valamint a nemzetgazdasági megtakarítások alakulásával kapcsolatos tapasztalatok. Azokban a gazdaságokban ahol ezen tényezők kedvezőtlen alakulása a stabilizációs program feladásához vezetett, ott ezt elsősorban nem a kötött árfolyamrendszer alkalmazása, hanem az ezzel inkonzisztens fiskális, monetáris és jövedelempolitika eredményezte. Abban az esetben ha a gazdaságpolitika alkalmazkodik ezen exogén sokkokhoz és nem engedi az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok újratermelődését, akkor nem kell a stabilizációs program sikerét korlátozó kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokkal számolni.

4. A hazai árfolyamalapú stabilizációs program is rámutatott arra, hogy eredményessége a költségvetés flow és stock pozíciója alakulásának függvénye. Az árfolyamrendszer fenntarthatósága és az árfolyamalapú stabilizációs programokhoz kapcsolódó kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok ( folyó fizetési mérleg hiányának növekedése, bizonytalan reálkamatláb alakulás, erőlejes nettó tőkebeáramlás növekedés) elkerülése érdekében szükséges az államháztartás folyó és állomány mutatóinak javulása, a költségvetési politika rugalmasságának növelése.

Az államadósság alakulása legalább annyira fontos, mint a költségvetési deficit alakulása, mert ez befolyásolja a leértékelési várakozások alakulását, a piaci szereplőknek a meglepetés infláció lehetséges alkalmazásával kapcsolatos várakozásait, a reálkamatlábak és ezen keresztül a folyó fizetési mérleg alakulását. Számos esetben a kedvező fiskális egyenleg magas, kedvezőtlen devizadenomináltság és lejárat szerkezetű államadóssággal párosult és végül is az államadóssági problémák vezettek el a stabilizációs program feladásához<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> A mexikói 1994-es valutaválságban az államháztartás pozitív elsődleges egyenleg és mérsékelt hiánya magas GDP arányos államadóssággal párosult, amiben kiugróan magas volt a rövidlejáratú. Illetve a deviza és a dollárhoz indexált peso adósság aránya. Az államadósság megújításával kapcsolatos kedvezőtlen várakozások döntő szerepet játszottak abban, hogy kedvezőtlen spekulatív várakozások alakultak ki a peso árfolyamának jövőbeli alakulását illetően és ez a piaci szereplőket peso pozícióik felszámolására készítette, ami végül is az árfolyam drasztikus leértékelődését és az árfolyamalapú gazdaságpolitika feladását és a peso lebegtetését eredményezte.



5. Az árfolyamalapú stabilizációs programok egyik fontos vonása a reál GDP kedvező alakulása stabilizációs programot követően. A magyar makrogazdasági mutatók alakulása azt is jelzi, hogy - függően a kiinduló makrogazdasági helyzettől, az orthodox keresletkorlátozó elemek súlyától a stabilizációs programcsomagban és a gazdaság kínálati reagálásának alakulásától - az ERBS-programok nem csak a magas, hiperinflációt stabilizáló gazdaságokban, de mérsékelt infláció stabilizálása mellett is eredményezhetnek kedvező növekedési hatásokat. Magas infláció stabilizálását követően a növekedés forrása a gazdaság dezorganizáltságának megszűnése, a reáljövedelmek és a reálpénztartás növekedése, a korábbi széleskörű indexálási klauzulák megszűnése és ennek eredményeképpen a tényezőpiaci rugalmasság növekedése. A mérsékelt infláció stabilizálása mellett növekedési forrás lehet a fiskális konszolidálás, a jelentős tőkebeáramlás, a kedvező reál árfolyampálya és a nominális árfolyamstabilitás.

6. Az árfolyamalapú stabilizációs program és a reál GDP növekedés fenntarthatóságának fontos előfeltétele, hogy sikerül-e GDP növekedés keresleti elemeit módosítani, az aggregát keresletben szerkezeti átrendeződést elérni. Abban az esetben ha a GDP növekedés forrása a közösségi és magánfogyasztás növekedése, vagy a várható árfolyamleértékelés miatt a rövidtávú privát beruházások fellendüléssel akkor elkerülhetetlen a folyó fizetési és fiskális egyensúlyzavarok miatt a reál GDP növekedés megtorpanása és a program feladása. Azonban ha a rögzített árfolyam által biztosított kényszerítő erő és ösztönzés lehetőséget ad arra, hogy a nettó export és a felhalmozás növekedése legyen a reál GDP növekedés forrása, akkor az árfolyamalapú stabilizációs programok fenntartósága és növekedési hatás is kedvezőbben alakul.

## **VI. Milyen tanulságokkal szolgálnak a jelenlegi makrogazdasági problémák kezelésére az ERBS-program következményei Magyarországon?**

Az árfolyamalapú stabilizáció makrogazdasági következményei, valamint a kötött árfolyamrendszernek alárendelt gazdaságpolitika vonásai számos következtetés/ajánlás levonását teszik lehetővé a hazai gazdaságpolitika számára.

1. Az egyik legfontosabb kérdés amit az árfolyamalapú stabilizációs program nyomán értékelni kell a kötött árfolyamrendszer fenntarthatóságához kapcsolódik, nevezetesen hogy meddig lehet alkalmazni. Elméletileg erre eltérő válaszok születtek és az empirikus tapasztalatok is különbözőek.

Calvo (1996) szerint az árfolyamalapú stabilizációs programot átmenetileg kell alkalmazni a magas infláció letörésére és az inflációs várakozások mérséklésére, majd fokozatosan a monetáris rendszernek az árfolyamcélról a monetáris célkitűzésre kell áttérni és ezzel párhuzamosan a kötött árfolyamot fel kell hogy váltsa a rugalmasabb árfolyam. A váltást szerinte az árfolyamalapú programok szükségszerű makrogazdasági következményeinek (tőkebeáramlások növekedése, folyó fizetési mérleg hiány növekedése) kezelése indokolja, mai nem lehetséges kötött árfolyamrendszeren belül.

Leiderman-Burman (1996) szerint viszont a kötött árfolyamrendszer által teremtett hitelességi és gazdaságpolitikát fegyelmező előnyök összeegyeztethetők az említett

makrogazdasági fezsültségek kezelése által megkívánt nagyobb rugalmassággal a kötött központi paritás mellett bevezettet széles árfolyamsávok segítségével. Az empirikus tapasztalatok is ellentmondóak, mer miközben Argentína és Chile huzamosabb ideje tart fenn különböző szigorú monetáris rendszerekkel körülbástyázott kötött árfolyamrendszereket, addig ezen rendszerek alkalmazása még a rugalmasság növelése mellett is valutaválságot eredményezett a távol-keleti gazdaságokban illetve Csehországban.

Milyen tényezők határozzák meg azt, hogy meddig előnyös makrogazdaságilag a kötött árfolyamrendszerek fenntartása Magyarországon és mikor célszerű alternatív árfolyam- és monetáris rendszerre történő átállás? Az egyik tényező a kötött árfolyamrendszer fegyelmező ereje és hitelességi előnyei illetve a rugalmasság hiányából fakadó makrogazdasági költségek közötti átváltás. Ameddig az előnyök meghaladják a költségeket addig célszerű a kötött árfolyamrendszer fenntartása.

A másik választásban támpontot adó tényező az alternatív monetáris rendszerek közötti választás, amely során arról kell dönteni, hogy a monetáris, árfolyam vagy inflációs (előrejelzés) cél szerepeljen-e a monetáris politika végső célját meghatározó közbülső céljaként. Végezetül a gazdaság szerkezeti adottságai, a makrogazdasági mutatók alakulása, a reál- és pénzügyi sokkoknak történő kitettség, valamint a külső exogén adottságok (pl. az EU és EMU hatása ) is befolyásolják a közbülső célok és ezáltal az árfolyamrendszerek közötti választást.

Mindezen szempontok értékelése és ennek alapján a rövidtávon a szerző által célszerűnek tekintett árfolyamrendszerről ld. többek között Gáspár-Várhegyi (1997) és Gáspár (1998) elemzéseit. Ezek konklúziója - és ezt az ERBS-program hazai elemzése is megerősíti - hogy a főbb makrogazdasági mutatók (elsősorban az infláció és a költségvetési egyensúly) alakulása, az alternatív monetáris rendszerek közötti választás szempontjai, valamint az exogén tényezők és sokkok figyelembe vétele is azt indokolja, hogy Magyarországon rövidtávon a gazdaságpolitika alapját változatlanul a kötött árfolyamrendszer jellemezze és a monetáris politika közbülső célja az árfolyam maradjon. Az infláció erőteljes mérséklődése, a monetáris politika és a jegybank hitelességének javulása, a költségvetési konszolidáció előrehaladása idővel lehetőséget teremthet az árfolyam rögzítésére és/vagy az inflációs célkitűzésre történő átállásra.

2. Ugyanakkor a kötött árfolyamrendszer keretén belül elkerülhetetlen az árfolyampolitika rugalmasságának növelése a lebegési sáv szélesítésével. A sáv szélesítése növeli a monetáris politika mozgásterét, a korábbiakban leírtakkal összhangban nem növeli hanem mérsékli a tőkebeáramlásokat, valamint ennek kezelésével kapcsolatos költségeket, felgyorsítja a leértékelési ütem csökkentését és mérsékli az exogén sokkokra történő reagálás költségeit.

A kötött árfolyamrendszer alkalmazása mellett a gazdaságpolitikának figyelembe kell vennie, hogy a gazdaságot érő külső reál- és pénzügyi sokkok felerősödve jelentkeznek és a kamatlábak, a cserearányok és a tőkeáramlás mértékének és irányának módosulásában nyilvánulnak meg legerőteljesebben. A külső sokkok és ezekre történő gazdaságpolitikai reagálását a kötött árfolyamrendszer mellett a devizasabályozásban és a tőkeműveletek konvertibilitásában az elmúlt években bekövetkezett erőteljes liberalizálás is befolyásolja.

3. Az árfolyamalapú stabilizációs program makrogazdasági eredményei mutatják a kiegyensúlyozott és középtávú fenntarthatósági kritériumokkal konzisztens fiskális politika szerepét. A költségvetési egyensúlynak meghatározó szerepe van a dezinfláció és különösen a kereskedelembe nem kerülő javak szektorában bekövetkező árváltozások mértékének befolyásolásában, a kötött árfolyamrendszer és ehhez kapcsolódó monetáris politika fenntarthatóságának és hiteleségének alakításában, valamint a monetáris politika árfolyamrendszer és tökemérleg nyitottsága által bekorlátozott mozgásterének befolyásolásában. A kiegyensúlyozatlan fiskális politika kötött árfolyamrendszer mellett addicionális monetáris feszültségek forrása lehet: növelheti a folyó fizetési mérleg hiányát és a tökemérleg többletét, ezen belül a rövidtávú tőkebeáramlásokat és a devizaadósság utáni átlagos és marginális kamatokat.

Mindezek következtében elengedhetetlen, hogy tovább mérséklődjön az államháztartás hiánya és biztosítva legyen a konszolidált államadósság további csökkenése azt követően hogy kimerültek a tőkebevételek realizálásból és mérséklődnek az infláció csökkenése nyomán a pénzteremtésből az adósságállomány csökkentésére felhasználható források. Az államadósság és az államháztartás finanszírozási szükségletének mérséklődése is azt igényli, hogy tovább ne csökkenjen az elsődleges egyenleg többlete és a GDP 3 százaléka körül maradjon fenn.

Az államadósság GDP arányos mutatójának további csökkenése várható ebben az esetben - még ha a reál GDP növekedése és a konszolidált államadósságon fennálló átlagos reál kamatszínvonal nem is tér el jelentősen - és az államadósság csökkenése további forrásokat szabadíthat fel a magánszektor beruházásainak növelésére, valamint erősítheti a fiskális politika fenntarthatóságával kapcsolatos várakozásokat. Hasonlóképpen a GDP arányosan 3 százalék körüli elsődleges többletre van szükség a finanszírozási szükséglet érezhető mérséklésére: nem lehet ez utóbbit kizárólag az infláció mérséklődésével várhatóan csökkenő nominális kamatkidadásokra bízni. Egyrészt azért nem, mert az infláció csökkenésében önmagában az államháztartás mérséklődő finanszírozási szükségletének is nagy szerepe van, másrészt mert a konszolidált állam nominális kamatkidadásait nyitott gazdaságban a költségvetési politikától független tényezők is növelhetik (pl. az esetleges sterilizálási kiadások növekedése a tőkebeáramlások megugrását követően).

4. A dezinflációs politikának figyelembe kell venni, hogy a mérsékelt infláció csökkentése - bármilyen árfolyamrendszer mellett- költséges és időigényes folyamat. A dezinfláció előnyinek és költségeinek megoszlása az inflációs szint csökkenésével kedvezőtlenebbül alakul (egyre kisebb ösztársadalmi előnyöket lehet egyre magasabb költségek mellett realizálni szemben a magas inflációkkal, amelyek csökkentésének költségei alacsonynak de előnyei jelentősek), bizonytalanabbakká válnak az inflációt okozó tényezők.

A dezinfláció időigényességénél azt is figyelembe kell venni, hogy miközben a piacgazdaságra történő átállással összefüggő jelentős átrendeződések a relatív árszerkezetben lezárultak, a kereskedelembe nem kerülő javak árának nemzetközi szintre történő konvergálása a fejlett országok inflációs átlaga felett tarthatja a hazai áremelkedés ütemét. Ennek figyelembe vételével kell erősíteni a gazdaságpolitika dezinflációs irányát, amelyben kulcsfontosságú a fiskális hiány mérséklése, a reálberek nemzetgazdasági termelékenységű növekedéssel konzisztens növekedése, az adminisztratív szabályozott árváltozásokban és nominális bérszerződésekben az előrettekintő várakozások előtérbe helyezése a hátratekintőekkel szemben.

5. A makrogazdasági egyensúlyzavarok kiújulásának elkerüléséhez elengedhetetlen a megtakarítási hajlandóság és a nemzetgazdasági megtakarítási ráta növelése. A megtakarítások maga szintje lehetővé teszi a növekvő privát beruházások finanszírozását, elkerülhetővé a belföldi felhasználás növekedésével a folyó fizetési mérleg hiány ismételt növekedését, valamint a gyorsabb reál GDP növekedés nettó külföldi tőkebeáramlásokkal történő finanszírozását. A megtakarítási ráta növelése azért is fontos, mert a közeljövőben számos tényező mérsékelheti: a lakossági fogyasztás (részben jövedelmek növekedéséből, részben a korábban elhalasztott fogyasztás realizálásából táplálkozó) növekedése, a tőkémérleg változatlan többletének nemzetközileg megfigyelt negatív hatása a privát és nemzetgazdasági megtakarításokra, a banki hitelezésen belül a lakossági hitelállomány növekedése. A megtakarítási ráta növelésében fontos szerepe van a már jelzett fiskális korrekciónak és a közösségi szektor negatív nettó megtakarítási rátája csökkentésnek, a megfelelő reálhozamot eredményező kamatpolitikának, valamint a lakossági szektor megtakarítási hajlandóságát növelő további intézményi (elsősorban az államháztartási szolgáltatások körét és finanszírozását érintő) reformoknak.

6. A nemzetközi tapasztalatok különösen erőteljesen hívják fel a figyelmet a túlzott mértékű jövedelemkiáramlás növekedés veszélyére, ami számos kötött árfolyamrendszerű gazdaságban okozott a kezdeti sikereket követően ismételt makrogazdasági egyensúlyzavarokat (elsősorban az inflációs nyomás és a folyó fizetési mérleg hiány növekedését). A jövedelemkiáramlás tekintetében különösen problematikus a kereskedelembe nem kerülő javak szektorában kibontakozó erőteljes bérnövekedés és relatív bérkiegyenlítődési törekvés a jelentős termelékenység eltérések mellett is amelyek a két szektor között fennállnak.

A bérnövekedés ebben a szektorban azért veszélyes, mert a tradicionális Balassa-Samuelson hatással összhangban a reálárfolyam felértékelődéséhez vezethet, rontva a kereskedelembe kerülő javak nemzetközi versenyképességét. A gazdaságpolitikának kettős eszközzel kell a jövedelemkiáramlást kordában tartani és a nemzetgazdasági termelékenység növekedéssel összhangba hozni. Az egyik a költségvetési szigor, amely gátat szab a túlzott mértékű és fenntarthatatlan bérnövelési törekvéseknek a közösségi szektorban. A másik eszköz a jövedelempolitika alkalmazása, amellyel a nemzetgazdasági szintű bérnövekedés is keretek között tartható, valamint befolyásolhatók a gazdasági szereplők várakozásai is.

7. A monetáris politikához kapcsolódóan és figyelembe véve az utóbbi évtized valutaváltságainak tapasztalatát, amelyek elsősorban a kötött árfolyamrendszerrel rendelkező gazdaságokat érintették, fontos a pénzügyi sérülékenység elkerülése. A pénzügyi sérülékenység foka a gazdaság külső pénzügyi sokkoknak történő kitettségének mértékét mutatja, amikor akár egészséges makrogazdasági környezet miatt az exogén sokkok súlyos makrogazdasági problémákat eredményezhetnek. A pénzügyi sérülékenység elkerülése tág a bankrendszer és a makrogazdasági mutatók prudens szabályozását jelenti, különös tekintettel az M2/RES mutató, a rövidtávú tőkebeáramlások és a reálárfolyam túlzott mértékű felértékelődésének elkerülését. A pénzügyi sérülékenység a gazdaság erősödő pénzügyi nyitottsága nyomán a gazdaságpolitikától függetlenül is erősödik, és a gazdaságpolitikának csökkenteni kell a rossz makrogazdasági mixből eredő veszélyeket és költségeket. Az említett fenntarthatósági kritériumok mellett ez a jegybanki függetlenség tiszteletben tartását és a gazdaságpolitika választott nominális horganynak történő alárendelését jelenti.

8. Az árfolyamalapú stabilizációs politika kedvező reál GDP következményei rámutattak arra, hogy mekkora szerepe van a gazdaságpolitikában a makrogazdasági kereslet szabályozása mellett az aggregált kínálati görbét jobbra eltoló lépéseknek. A szerkezeti és az intézményrendszeri reformok, a termelési lehetőségek javulását eredményező gazdaságpolitikai lépések fenntarthatóvá teszik a reál GDP növekedést, valamint mérséklék az ezzel együtt járó egyensúlyi zavarokat is. A kínálatösztönző lépések fő csoportját az elmúlt években a privatizáció, a bankrendszer átalakulása és a külföldi tőkebeáramlások növekedése jelentette. A közeljövőben ezek változatlan hatása mellett az államháztartási elvonások és kiadások szerkezetében, a közösségi szektor tőkekiadásainak mértékében és a közösségi szektor szolgáltatásaiban kellenek ezekhez hasonló mélységű változások.

## Hivatkozások

**Alesina A.- Perotti R.(1995)** :” Fiscal adjustment: fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries” *NBER Working Papers 5214*,

**Ball (1996):** “ What determines the sacrifice ratio?” *NBER Working Papers 4306*,

**Barabás Gy. - Hamecz I.- Neményi J. (1998):** A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése. *MNB Füzetek 1998/5*.

**Begg D.(1996)** : ”Monetary policy in transition economies” *IMF WP 1996/108*, Washington, *IMF*

**Bruno M. (1993):**” Stabilization and the macroeconomics of transition - how different is Eastern Europe?” *Economics of Transition 1993/1*.

**Bruno M.- G. di Tella - Fischer S.(1988):**Inflation stabilization. *MIT Press*.

**Calvo G.(1986)** :” Temporary stabilization: predetermining exchange rates” *Journal of Political Economy 1986/6*

**G. Calvo-Carlos Vegh (1993)** : Exchange rate based stabilisation under imperfect credibility. In. *Worgotter: Open Economy Macroeconomics (1993)*, 3-27 p.

**Calvo G,- Leiderman L.- C. Reinhardt (1993):** “Capital inflows to Latin-America the role of external factors” *IMF Staff Papers 1993, vol. 40*,

**Calvo G,- Leiderman L.- C. Reinhardt (1995):** Inflows of capital to developing countries in the 1990s causes and effects” *Economic Perspectives 1995/2*

**Cukierman A.- M. Kiguel- N. Liviatan (1994):**”How much to commit to an exchange rate rule: balancing credibility and flexibility” In; *Siklos P.: Varieties of Monetary Reforms. 1994*.

**Drazen A.-Helpmann (1987):**”Stabilization with Exchange Rate Management” *The Quarterly Journal of Economics 1987/november*.

**Edwards S.(1988)** : Real Exchange Rates, Devaluation, Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries. **MIT Press. Cambridge**

Fernandez-Arias, E.- p. Montiel (1996):”The Surge in Capital Inflows to Developing Countries” *The World Bank Review 1996/10, 51-77p*.

**Gáspár (1998):** Az ikerdeficit a magyar gazdaságban. *Pénzügykutató Rt*.

**Giavazzi F.-Pagano M.(1990):** "Can Severe Fiscal Contractiosn be Expansionary? Tales of Two Small European Economies" *NBER Macroeconomics Annual 1990*

**Giavazzi F.- Pagano M(1995):** "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience" *NBER Working Paper 5332*.

**A. Haldane(1997) :** Designing Inflation Targets. *In : Philip Lowe: Monetary Policy and Inflation Targeting. Proceedings of a Conference Alken Press Australia*

**Isard (1995):** Exchange Rate Economics. *Cambridge University Press, 1995*

**Jakab M. Z. - Szapáry Gy. (1998):** A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. *MNB Munkafüzet 1998/6*

**Khan -Reinhart (1995):** Capital Flows in the APEC Region. *IMF Occasional Papers No.122,*

**Kiguel M.- Liviathan N.(1992) :**"The Business Cycle associated with Exchange Rate-Based Stabilisations" *The World Bank Economic Review 1992/2*

**Kornai J. (1996):** Kiigazítás recesszió nélkül. *Közgazdasági Szemle 1996/7-8*

**Leidermann L.- Bufman G.(1996):**"Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands". *In: R. Hausmann- H. Reisen: Securing Stability and Growth in Latin America. OECD. 1996*

**Matolcsy Gy. (1997):** Kiigazítás recesszióval. *Közgazdasági Szemle 1997/9*

**Mellár T. (1997):** Egyensúly és/vagy növekedés? *Közgazdasági Szemle 1997/6*

**Mishkin (1997) :** Strategies for Controlling Inflation in : *Philip Lowe: Monetary Policy and Inflation Targeting. Proceedings of a Conference Alken Press Australia 1997*

**MNB (1998):** Éves Jelentés 1997. Budapest, *MNB 1998*.

**Oblath (1997):** Capital inlows to Hungary in 1995-96. Composition, effects and policy responses. *Kopint-Datorg Discussion Papers 49*

**Pénzügykutató Rt (1998):** Hegymenetben. *Pénzügykutató Rt. Budapest 1998*

**P. Kiss Gábor (1998):** Az államháztartás szerepe Magyarországon . *MNB Füzetek 1998/4*

**Roldos J.(1995) :**"Supply-Side Effects of Disinflation Programs" *IMF Staff Papers 1995/42,*

**Schadler S.-Carkovic M.- Benett A.- Kahn R.(1993):** Recent Experiences with Surges in Capital Inflows. *IMF Occasional Paper NR. 108, Washington D.C. 1993*

**Várhegyi-Gáspár (1997):** A tőke mozgások szabadsága- az Európai Unió kihívásai.  
*Budapest, Perfekt Rt.*