

Pénzügykutató Rt

**KÖZÉP TÁVÚ KELET-EURÓPAI GAZDASÁGI
ELŐREJELZÉS (1998-2002)**

Budapest 1998 augusztus

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék	2
I. Bevezetés	4
II. A kelet-európai országok fő gazdasági folyamatai 1997-ben	6
II.1. Növekedés, infláció, munkanélküliség	6
II.2. Egyensúlyi folyamatok	13
III. Az egyes országok gazdasági helyzetének várható alakulása 2002-ig	17
III.1. Szlovákia	17
Makrogazdasági helyzet és kilátások.	17
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg.	20
Infláció	21
Államháztartás	22
Kamatok, monetáris folyamatok	24
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	25
III.2. Csehország	28
Makrogazdasági helyzet és kilátások	29
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg	31
Infláció	32
Államháztartás	34
Kamatok, monetáris folyamatok	35
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	37
III.3. Lengyelország	39
Makrogazdasági helyzet és kilátások	40
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg	41
Infláció	41
Államháztartás	42
Kamatok, monetáris folyamatok	44
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	45
III.4. Horvátország	48
Makrogazdasági helyzet és kilátások	49
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg	50
Infláció	51
Államháztartás	51
Kamatok, monetáris folyamatok	53
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	54
III.5. Szlovénia	57
Makrogazdasági helyzet és kilátások	58
Külkereskedelem	59
Infláció	59
Államháztartás	60
Kamatok, monetáris folyamatok	62
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	64

III.6. Románia	67
Makrogazdasági helyzet és kilátások	68
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg	69
Infláció	70
Államháztartás	71
Kamatok, monetáris folyamatok	74
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	76
III.7. Bulgária	78
Makrogazdasági helyzet és kilátások	79
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg	81
Infláció	81
Államháztartás	82
Kamatok, monetáris folyamatok	84
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	86
III.8. Ukrajna	89
Makrogazdasági helyzet és kilátások	90
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg	91
Infláció	92
Államháztartás	93
Kamatok, monetáris folyamatok	94
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	95
III.9. Oroszország	98
Makrogazdasági helyzet és kilátások	99
Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg.	101
Infláció	102
Államháztartás	103
Kamatok, monetáris folyamatok	106
Árfolyammutatók és árfolyam-politika	107
IV. Makrogazdasági folyamatok a kelet-közép-európai régióban	109
IV.1. Várható makrogazdasági tendenciák.	114
IV.2. A rövidtávú veszélyforrások	116
V. Az árfolyam-politika várható változásai a kelet-európai régióban	120

I. Bevezetés

Egyre több Magyarországon az olyan vállalat, pénzügyintézet és egyéb gazdasági szervezet amelyek sikeres működése szempontjából - hazánk alapvető EU-orientáltsága ellenére is - növekvő fontossággal bírnak a kelet-európai országok gazdasági folyamatai. A kelet-közép európai régió jelentőségét mutatja - a hazai külkereskedelemben játszott közel 20 százalékos részesedése mellett - a magyar vállalkozások növekvő befektetési aktivitása a környező országokban. Az 1996-97-es statisztikák egyre világosabban jelzik, hogy számos gazdasági szereplő esetében a tényezőkiadások és a piacszerzésen alapuló stratégiai megfontolások a tevékenység határokön átnyúló kiterjesztését eredményezik.

A térség szerepének ismételt felértékelődése készítette a Pénzügykutató Rt.-t arra, hogy a magyar gazdaság szempontjából lényeges országokra vonatkozó, középtávú, részletes makrogazdasági előrejelzést készítsen. Munkánk célja olyan konzisztens háttéranyag készítése volt, amely segíthet a kereskedelmi, pénzügyi és befektetési döntések orientálásában, az esetlegesen várható kedvező, illetve kedvezőtlen fordulatok számbavételében.

A prognózis az egyes gazdaságokra vonatkozó számszerűsített előrejelzéseken túlmenően részletes elemzést tartalmaz a gazdasági szereplőket érzékenyen érintő olyan kérdésekről, mint az árfolyam-politika és árfolyamrendszer alakulása, illetve a fontosabb makrogazdasági veszélyek.

A tanulmány első fejezete háttér információként mutatja be a kelet-európai térség főbb makrogazdasági folyamatait az elmúlt években, különöse tekintettel 1997-re. A második fejezet tartalmazza kilenc közép-kelet-európai gazdaságra vonatkozó számszerű és szöveges előrejelzést.

Az egyes országokat a prognózis egységes szerkezetben tárgyalja: először a fontosabb makrogazdasági folyamatokat tekintjük át és a bruttó hazai termék alakulására adunk prognózist. Ezt követően elemezzük az export és import dinamikáját, illetve a külkereskedelmi és folyó fizetési mérleg várható alakulását. A reálgazdasági vizsgálatot követően az államháztartási és monetáris szektorokra vonatkozó előrejelzések következnek. Ezek a tematikus részek tartalmazzák az

inflációval, az államháztartási és központi költségvetési egyenlegekkel, az árfolyammutatókkal, a monetáris politikával, illetve kamatlábakkal kapcsolatos várakozásainkat.

A tanulmány harmadik fejezete az országelemzések alapján megkísérel átfogó képet festeni a kelet-európai térség kedvező és kedvezőtlen makrogazdasági folyamatairól, a gazdaságokra leselkedő veszélyekről. Ennek során az előrejelzésünkben szereplő gazdaságokat három nagyobb csoportra osztjuk: a magas egy főre vetített GDP-vel rendelkező, a makrogazdasági stabilitás megteremtésében és a strukturális átalakulásban előrehaladott, az EU-val a csatlakozási tárgyalásokat részben megkezdő fejlettebb gazdaságok (Csehország, Lengyelország, Szlovákia, Szlovénia), az alacsonyabb fejlettségi szinttel, és/vagy bizonytalanabb makrogazdasági kilátásokkal rendelkező délkelet-európai országok (Bulgária, Horvátország, Románia) és a csak részleges mikroszintű reformokat végrehajtó, valamint súlyos makrogazdasági problémákkal küzdő kelet-európai gazdaságok (Ukrajna és Oroszország).

A tanulmány zárófejezete a lehetséges magyar befektetők és exportőrök számára kiemelten fontos makrogazdasági változó, az árfolyam és az árfolyampolitika várható változásait összegzi a prognózisban szereplő gazdaságok tapasztalatai alapján.

Az előrejelzés a Pénzügykutató Rt-ben az elmúlt években a kelet-európai régió kutatásával, előrejelzésével kapcsolatos tanulmányok, eredményeit felhasználva készült. Az előrejelzés szerzői Gáspár Pál és Ludányi Arnold köszönetet mondanak a Pénzügykutató Rt munkatársainak, valamint azoknak a hazai és külföldi kutatóknak, vállalatvezetőknek akik ötleteikkel, javaslataikkal segítséget nyújtottak a tanulmány elkészítésében, valamint hálásak lennének az Ön prognózisunkat érintő észrevételeiért.

II. A kelet-európai országok fő gazdasági folyamatai 1997-ben

II.1. Növekedés, infláció, munkanélküliség

A régió egészét tekintve 1997-ben is a növekedési tendenciák voltak meghatározóak, de a dinamizmus 1996-hoz hasonlóan tavaly is mérséklődött. A két időszak összehasonlításakor lényeges eltérés, hogy míg az 1996-os csökkenést elsősorban az EU-n belüli vártnál lassabb növekedéssel lehetett magyarázni, addig az 1997-es közepes teljesítmény sokkal inkább a térség egyes országainak speciális problémáihoz kapcsolható.

1. Táblázat A bruttó hazai termék alakulása 1989 és 1997 között (összehasonlító áron, előző év = 100 százalék)

Ország	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Index (1989= 100%)
Bulgária	0.50	-9.10	-11.70	-7.30	-2.40	1.40	2.50	-10.00	-7.50	63
Cseho.	1.40	-0.40	-14.20	-6.40	-0.90	2.60	4.80	4.20	1.30	98
Horváto.	-1.60	-8.60	-14.40	-9.00	-3.20	0.80	2.00	3.50	5.50	73
Lengyelo.	0.20	-11.60	-7.60	2.60	3.80	5.20	6.50	6.00	6.90	112
Magyaro.	0.70	-3.50	-11.90	-3.00	-0.90	2.90	1.50	0.50	4.00	90
Oroszo.	na	na	-5.00	-14.50	-8.70	-12.70	-5.00	-6.00	0.40	58
Románia	-5.80	-5.60	-12.90	-8.70	1.40	4.00	6.00	4.10	-6.60	83
Szlovákia	1.40	-0.40	-14.50	-7.00	-4.70	4.80	7.40	6.90	6.50	96
Szlovénia	-1.80	-4.70	-8.10	-5.40	1.30	5.50	3.90	2.50	3.00	98
Ukrajna	4.00	-3.00	-11.60	-13.70	-14.20	-23.00	-12.00	-7.00	-3.20	38

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

Az egyes gazdaságok konjunktúrája 1997-ben sokkal kevésbé mutat egységes képet, mint az előző évben. Csak az országok felében folytatódtak az 1996-os év tendenciái, a többi gazdaságban kisebb-nagyobb növekedési fordulatot hozott az elmúlt esztendő.

1996-hoz hasonlóan tavaly is a lengyel és a szlovák gazdaságot jellemezte a legerőteljesebb élénkülés, a GDP mindkét ország esetében 6 százalékot meghaladó mértékben bővült. Szlovéniában és Horvátországban 1997-ben a hivatalos adatok szerint tovább emelkedett a növekedési ütem, az előbbi esetében kettő, az utóbbinál

fél százalékkal. Ukrajnában tovább mérséklődött a kibocsátás csökkenése, de számos nemzetközi prognózisra rációfolva a növekedési fordulat továbbra is váratott magára.

A legjelentősebb ütemjavulás tavaly Magyarországon és Oroszországban figyelhető meg. Az 1995-96-os évek alacsony, illetve stagnálás közeli gazdasági teljesítménye után hazánk jelentősnek számító 4 százalékos gazdasági növekedést könyvelhetett el. Ehhez hasonló kibocsátás bővülésre legutóbb 1993-ban, azt megelőzően 1987-ben volt példa.

Szintén pozitív növekedési fordulat tanúi lehettünk Oroszországban, ahol 1997 az első év, amikor megállt a bruttó hazai termék zsugorodása. Bár a hivatalosan közölt 0,4 százalékos növekedés nyilvánvalóan jóval a statisztikai hibahatáron belül van, a trend egyértelmű javulást tükrözött, mivel 1996-ban még 6 százalékkal zsugorodott a kibocsátás.

A GDP-alakulást tekintve az 1997-es év vesztese a Cseh Köztársaság, valamint Románia és Bulgária. Csehországban a növekedés 1 százalék körülire esett vissza, Romániában és Bulgáriában pedig egyaránt 6-7 százalékkal csökkent a kibocsátás.

Már 1995 második felétől megfigyelhető volt a növekedési ütem negyedévenkénti mérséklődése, de valójában 1996 volt az első év Csehország esetében, amikor a fenti kétségek a makro adatokban is megjelentek. Az ország külső egyensúlyi pozíciója megrendült, a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg hiány figyelmeztető szintet ért el.

A cseh visszaesés természetét tekintve nem ciklikus jellegű: a gazdasági helyzet romlásáért nem a keresleti tényezők változása, hanem a megalapozatlan jövedelemkiáramlás és a strukturális változások halogatása okolható.

Bulgária és Románia esetében egyaránt 1996 második felében vált egyértelművé, hogy elkerülhetetlen a restriktív gazdasági intézkedések foganatosítása. Az 1997-es évet egyértelműen a megszorítások hatásai dominálták, melyek eredményeként mindkét gazdaságban körülbelül 7 százalékkal esett vissza a bruttó hazai termék. A válság Bulgária esetében tűnik mélyebbnek, mivel a GDP már 1996-ban is 10 százalékkal csökkent. Ezzel szemben a román hivatalos adatok tavaly előtt még növekedésről számoltak be.

A román és a bolgár dekonjunktúra és a bevezetett intézkedések több ponton hasonlóságot mutatnak. A visszaesést elsősorban a strukturális reformok hiánya és a túlzott lakossági fogyasztás váltotta ki.

Komoly privatizációs lépésekre egyik ország esetében sem került sor, a külföldi tőke mindkét gazdasággal szemben tartózkodó, több alapvető fontosságú törvény a mai napig nem lépett életbe, elsősorban a pénzügyi és tőkepiaci szabályozás területén. Ennek eredményeként nem jelentek meg azok a szereplők, akik a vállalati szektorban a változásokat tulajdonosi, illetve hitelezői oldalról kezdeményezhetnék.

A restriktív jövedelempolitikai intézkedések hatására tavaly mindkét országban jelentősen estek a reálkeresetek. Ilyen mértékű csökkenésre utoljára 1991-ben, a transzformációs válság mélypontjának számító évben volt példa.

Ha a kelet-európai országok 1997-es növekedését a keresleti tényezők szempontjából vizsgáljuk, hasonló képet kapunk, mint az előző két évben. Az átmenet korai szakaszában valamennyi kelet-európai ország jelentős visszaesést szenvedett el. A legtöbb gazdaság esetében ezt egy rövid, egy-két éves periódus követte, amelyet az exportorientált fejlődés jellemezett. Ezután fokozatosan nőtt a hazai kereslet, és 1995-96-ra ez vált a gazdasági növekedés legfontosabb meghatározójává a keresleti oldalon.

2. Táblázat A havi átlagkeresetek alakulása 1990-1997 (százalékos változás reálértéken)

Ország	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bulgária	5.3	-3.9	5.7	-8.7	-21.8	-7.3	-7.8	-25.4
Horvátország	na	na	-43.5	-0.5	14.4	40.2	6.3	12.4
Csehország	-5.7	-24.5	10.2	3.8	7.8	8.6	9.2	4.8
Magyarország	-3.7	-7.0	-1.4	-3.9	7.2	-12.2	-5.4	4.8
Lengyelország	-24.5	-0.1	-2.7	-2.9	0.5	3.0	5.7	6.2
Románia	5.6	-20.5	-12.7	-16.8	0.2	16.3	9.9	-24.6
Szlovákia	-5.9	-25.1	8.7	-3.6	3.0	4.4	6.2	7.6
Szlovénia	-26.5	-15.0	-2.9	14.4	6.0	4.6	3.8	3.7
Ukrajna	na	na	na	-54.7	-9.0	10.1	-5.1	-2.0
Oroszország	na	na	na	0.4	-8.0	-28.0	1.5	3.0

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

Az általános séma alól az egyetlen kivételt Magyarország jelenti. Hazánk esetében az export nagyobb, a lakossági kereslet 1997-ben is kisebb jelentőséggel bír a

konjunktúra szempontjából, mint a többi gazdaságban. A fenti táblázatból látható, hogy 1997-ben 1994 óta először következett be reálbér-emelkedés a magyar gazdaságban. Ezzel szemben a fejlettebbnek számító kelet-európai országokban az elmúlt 3-5 évben a reálkeresletek folyamatos emelkedése figyelhető meg.

A bruttó hazai terméken belüli részarányát tekintve, a belső keresleti tényezők közül a fogyasztási kereslet mellett a legfontosabb a beruházások alakulása. Az állóeszköz fejlesztések az 1990-es évek eleji látványos visszaesését a legtöbb gazdaságban a beruházások erős élénkülése követte. A növekedési ütem Csehország, Szlovénia és Románia esetében 1994-95-ben, Magyarországon 1994-ben, Szlovákiában 1996-tól, Lengyelországban pedig 1995-től kezdődően kétszámjegyű. Az 1997-ben is élénkülést jelző gazdaságok közül egyedül Horvátország, ahol a belső keresleti tényezők közül kizárólagosan a fogyasztásra épül a konjunktúra: a beruházási tevékenység az átalakulás eddig eltelt összes évében hanyatlott.

A negatív növekedési fordulat Csehország, Románia és Bulgária esetében a beruházási tevékenység visszaesésével járt együtt. Csehországban 1991, Romániában 1992 óta először csökkent a beruházások volumene.

3. Táblázat Bruttó állóeszköz beruházások alakulása 1991-1997 (százalékos változás reálértéken)

Ország	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Csehország	-32.5	16.6	8.0	16.9	22.3	8.6	-4.0
Magyarország	-12.1	-1.5	2.5	12.3	-5.3	5.2	8.0
Lengyelország	-4.1	0.4	2.3	8.2	17.1	19.2	21.9
Szlovákia	-27.3	9.2	2.3	1.1	9.4	30.0	14.5
Szlovénia	-14.8	-14.9	8.8	12.2	18.4	6.9	6.0
Bulgária	-19.9	-7.3	-17.5	1.1	10.5	-14.0	-25.0
Románia	-25.8	-1.1	8.4	26.4	10.5	4.5	-19.0
Horvátország	-40.0	-59.1	-32.1	16.1	-25.1	-15.0	na
Oroszország	-15.5	-39.7	-11.6	-24.0	-10.0	-15.0	-5.0
Ukrajna	-7.1	-36.9	-10.3	-22.7	-35.0	-25.0	-7.0

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

A GDP termelés kínálati tényezői közül a szerkezeti adottságok alapján kiemelt jelentőséggel bír az ipari termelés alakulása. A tavalyi évben Lengyelországon és Magyarországon emelkedett leginkább a bruttó ipari termelés volumenindexe. A növekmény mindkét esetben 10 százalék feletti volt.

4. Táblázat A bruttó ipari termelés alakulása 1992-1997 (előző év = száz százalék)

Ország	1992	1993	1994	1995	1996	1997	index 1997 (1989= 100%)
Bulgária	-15.0	-10.9	8.5	5.0	0.1	-10.0	49.8
Csehország	-7.9	-5.3	2.1	8.7	6.4	4.5	82.1
Lengyelország	2.8	6.4	12.1	9.7	8.3	10.8	112.6
Magyarország	-8.2	4.0	9.2	4.6	2.3	11.1	92.5
Oroszország	-18.0	-14.1	-20.9	-3.0	-4.0	1.9	48.5
Románia	-21.9	1.3	3.3	9.4	9.9	-5.9	49.0
Szlovákia	-9.5	-3.7	4.7	8.3	2.5	2.7	80.6
Szlovénia	-13.2	-2.8	6.4	2.0	1.0	1.3	73.5
Ukrajna	-6.4	-8.0	-27.3	-11.5	-5.1	-1.8	49.0
Horvátország	-14.6	-5.9	-2.7	0.3	3.1	5.5	na

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

Csehországban a dinamizmus csökkent Romániában és Bulgáriában pedig az előző három év élénkülését követően visszaesés következett be. Szlovákiában az 1996-os 30 százalékos rekordértékű beruházás-növekedés ellenére az ipari kibocsátás bővülése a 2-3 százalék közötti szinten maradt, ami arra enged következtetni, hogy a versenyszférán kívüli állami beruházások egyelőre nem fejtenek ki közvetlen pozitív hatást a kibocsátás alakulására.

A munkanélküliség 1994-1996 között a CEFTA-országokban (Lengyelország, Csehország, Szlovákia, Magyarország, Szlovénia)¹ nem mutatott szoros kapcsolatot a növekedési trendekkel. A teljesítmények javulását nem kísérte a foglalkoztatás bővülése. 1997 ebben a tekintetben eltérést mutat, mivel Lengyelország és Csehország esetében a mutató a gazdasági teljesítményekkel szinkronban alakult. A 2,5 százalékos lengyel javulás jelentősnek számít a fejlettebb kelet-európai országok körében. Ennek ellenére a munkanélküliek aránya a gazdaságilag aktív népességben belül még mindig 10 százalék feletti. Csehország esetében 1997 az első év, amikor a statisztikák a munkanélküliség határozott emelkedését jelzik.

¹ Románia csak 1997 július 1-től tagja a CEFTA-nak.

5. Táblázat A munkanélküliség rátája 1990 és 1997 között (százalékban)

Ország:	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bulgária	1.5	11.5	15.6	16.4	12.8	11.0	12.5	13.7
Csehország	0.8	4.1	2.6	3.5	3.2	2.9	3.5	5.2
Horvátország	na	na	12.9	16.9	14.8	15.1	15.9	17.6
Lengyelország	6.1	11.8	13.6	16.4	16.0	14.9	13.0	10.5
Magyarország	2.5	8.5	12.3	12.2	11.4	11.1	10.7	10.4
Oroszország	na	0.1	0.8	1.2	7.5	8.8	9.3	9.0
Románia	na	3.0	8.4	10.2	10.9	9.5	6.6	8.8
Szlovákia	1.5	7.9	11.0	14.4	14.8	13.1	12.8	12.5
Szlovénia	4.7	8.2	11.1	15.4	14.2	14.5	14.4	14.8
Ukrajna	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4	0.5	1.5	2.8

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

Tavaly Lengyelországban a reálbér-emelkedés és a munkanélküliség csökkenésének hatását felülmúlta az ipari kibocsátás bővülése. Ennek eredményeként a termelékenység az 1996-os 9.7 százalékot meghaladó mértékben, 11.9 százalékkal bővült. Magyarországon a lengyelhez hasonló nagyságrendű ipari kibocsátás-bővülés alacsonyabb reálbér-növekedéssel és stagnáló foglalkoztatással párosulva magasabb (13,5 százalékos) termelékenység javuláshoz vezetett.

6. Táblázat A munkatermelékenység alakulása az iparban 1991-1997 (előző év = 100 százalék)

Ország	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bulgária	-5.6	-1.9	0.0	15.2	7.8	5.0	-8.8
Csehország	-14.4	-2.3	-1.2	5.1	10.6	8.6	9.2
Lengyelország	-3.0	14.3	8.8	13.1	6.6	9.7	11.9
Magyarország	-6.2	3.8	13.4	15.7	10.2	9.4	13.5
Oroszország	-4.1	-17.6	-8.8	-14.4	5.4	3.8	na
Románia	-15.0	-13.4	9.0	14.7	13.7	13.4	0.2
Szlovákia	-14.3	-2.9	-10.4	8.0	6.8	4.1	5.1
Szlovénia	-1.1	-3.3	5.8	13.2	6.3	9.2	4.1
Ukrajna	-2.0	-4.1	-1.8	-20.3	-4.3	2.3	na

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

Csehországban a mutató további emelkedését elsősorban a reálbér-növekedés ütemének megfelelődése és a növekvő munkanélküliség magyarázhatja. Bulgária és Románia esetében tavaly megtorpant a termelékenység javulásának 3-4 éve tartó folyamata, az előbbi esetében 8-9 százalékos csökkenés az utóbbinál stagnálás volt megfigyelhető.

Az inflációs helyzet tekintetében tavaly folytatódtak - a már 1996-ban is növekvő árszínvonalú Bulgária és Románia esetében erősödtek - az 1996-ban tapasztalt tendenciák.

7. Táblázat A fogyasztói árszínvonal emelkedése 1990 és 1997 között² (12 havi átlag, előző év = 100 százalék)

Ország	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bulgária	26.0	338.5	91.3	72.9	96.2	62.0	123.1	1082.0
Csehország	9.7	56.7	11.1	20.8	9.8	9.5	8.8	8.5
Horvátország	609.0	123.0	665.0	1517	97.6	2.0	3.5	3.6
Lengyelország	550.0	70.3	43.0	35.3	32.2	27.8	20.0	14.9
Magyarország	29.0	35.0	23.0	22.5	18.8	28.2	23.6	18.3
Oroszország	5.3	92.6	1460.0	840.0	300.0	198.0	48.0	14.6
Románia	4.0	170.0	210.0	296.0	136.0	30.0	38.8	154.7
Szlovákia	10.6	61.2	10.0	23.2	19.8	9.9	5.8	6.1
Szlovénia	549.0	117.7	201.3	32.3	19.8	12.6	9.7	9.1
Ukrajna	4.8	91.2	1210.0	5371.0	891.0	377.0	80.2	15.9

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

Elsősorban az év elején bekövetkezett robbanásszerű áremelkedések hatására Bulgáriában 1997-ben hiperinfláció alakult ki. A román gazdaságban 1997 év elején szintén jelentős áremelkedéseket eredményezett a valuta gyengülése miatt dráguló import és az árliberalizáció, de a mérték elmaradt a Bulgáriánál tapasztalttól.

Az elemzésünkben szereplő két jugoszláv utódállamban az infláció az 1996-os alacsony szinten maradt.

1996-hoz hasonlóan tavaly is Oroszországban és Ukrajnában tapasztalható az infláció leglátványosabb csökkenése. A fogyasztói árszínvonal emelkedés mértéke mindkét országban 15 százalékra csökkent 1997-ben.

Annak ellenére, hogy tavaly Szlovákiában, Csehországban, Lengyelországban és Magyarországon a reálbér-kiáramlás erősödött, a termelékenység emelkedésének, illetve a látványos beruházási tevékenységnek köszönhetően 1997-ben nem jelentkezett erőteljes inflációs nyomás. Ennek eredményeként az alacsony cseh és szlovák infláció szinten maradt, a lengyel és a magyar ütem pedig körülbelül 5 százalékkal csökkent.

II.2. Egyensúlyi folyamatok

Az általánosan használt nemzetközi statisztikák alapján az egyes országok belső egyensúlyi helyzetével kapcsolatos elemzés tűnik a legbizonytalanabbnak. Egyrészt a központi költségvetésre vonatkozó adatokkal kapcsolatban gyakran megalapozottan merül fel a "kozmetikázás" gyanúja. Másrészt az államháztartás központi költségvetésén kívüli többi alrendszerre tág teret enged a kormányzatok számára, a jövedelemáramlás átcsoportosítására. Kiegyensúlyozott központi költségvetés mellett is jelentős hiány létezhet az elkülönített alapoknál, az önkormányzatoknál, illetve a társadalombiztosítás területén.

A trendváltás szempontjából fontos, hogy Csehországban az évek óta kiegyensúlyozott központi költségvetés 1997-ben először zárt deficittel. Ugyanez a jelenség figyelhető meg Szlovéniában, ahol az egyenlegromlást elsősorban a közszektor indokolatlanul magas bérkiáramlásával indokolják, valamint azzal, hogy a tervekkel ellentétben tavaly sem került sor az általános forgalmi adó bevezetésére.

Az elmúlt év folyamán a restriktív gazdaságpolitika mind Románia, mind Bulgária esetében a deficit GDP-hez viszonyított arányának javulását váltotta ki.

8. Táblázat A központi költségvetés egyenlege a GDP százalékában 1990-1997

Ország	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bulgária	-8.5	-3.0	-12.0	-11.0	-9.0	-6.0	-11.0	-6.0
Csehország	na	na	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	-1.8
Lengyelország	-1.0	-4.0	-8.0	-3.0	-3.6	-3.5	-2.8	-2.5
Magyarország	-0.3	-3.2	-6.9	-5.5	-8.3	-6.5	-3.3	-5.0
Oroszország	na	na	-30.9	-11.0	-10.0	-7.7	-6.0	na
Románia	-1.0	1.0	-3.6	-1.8	-2.5	-2.5	-5.7	-3.0
Szlovákia	na	na	na	-6.8	-4.0	-4.0	-4.0	-3.0
Szlovénia	na	na	na	0.5	-1.0	0.0	0.6	-1.2

Forrás: European Commission, WIIW, nemzeti statisztikák

Az 1997-es kereskedelmi folyamatokra vonatkozó várakozásokat azok a félelmek uralták, mely szerint az 1996-ban tapasztalt drasztikus egyenlegromlás folytatódik. (1996-ban a CEFTA országok összesített deficite több mint 80 százalékkal, 11 milliárd dollárral nőtt)

Ennek ellenére az 1997-es adatok alapján a cseh, magyar, lengyel, szlovák, szlovén együttes hiány valamelyest mérséklődött - 24,8 milliárd dollárról 23 milliárdra

² Szlovénia és Szlovákia esetében a kiskereskedelmi árindex szerepel.

csökkent. Ebben a körben növekedést egyedül a lengyel deficit mutat, a többi országban javult a mérlegegyenleg. Csehországban a deficit csökkenéséhez a leértékelés és az adminisztratív importkorlátozások vezettek. Szlovákia esetében az importletéti rendszer mellett a legfontosabb tényező, az ipari stagnálásból és a csökkenő beruházási ütemből fakadó alacsonyabb importigény.

Az Európai Unió tavalyi kedvező keresleti tendenciáit igazán csak az ipar dinamizmusát 1997-ben is megőrző Lengyelország és Magyarország tudta kihasználni. Szlovákia és Szlovénia esetében stagnált a kivitel, Csehország pedig csupán 3 százalékos körüli exportbővülést ért el 1996-hoz viszonyítva. A jelenségre Szlovákia esetében - a versenyképességi problémák mellett - magyarázattal szolgál az ország kereskedelmének orientációs szerkezete is: az EU részesedése a szlovák exportban körülbelül 20 százalékkal kisebb, mint a többi CEFTA-ország esetében. A legfontosabb kereskedelmi partner továbbra is Csehország maradt, a szlovák kivitel 31 százaléka itt talál piacra. Az aszimmetrikus külpiaci egymásrautaltságot mutatja, hogy a cseh exporton belül a Szlovákiába irányuló kivitel csak 14 százalékos súlyú.

Horvátországban a deficit tavaly 1,5 milliárd dollárral - a lengyel hiánnyal közel azonos mértékben nőtt. Figyelmeztető, hogy a hiány a kereskedelmi forgalmat jelentősen meghaladó mértékben emelkedett.

9. Táblázat A kereskedelmi mérlegek egyenlege 1992 és 1997 között (millió dollárban, folyó árfolyamon számolva, a vámstatisztikák alapján)

Ország	1992	1993	1994	1995	1996	1997	forgalom/ egyenleg (%)	
							1996	1997
Csehország	-1603	346	-716	-3605	-5810	-4443	-12	-9
Magyarország	-442	-3722	-3884	-2501	-3057	-2037	-10	-5
Lengyelország	-2726	-4691	-4329	-6154	-12696	-14148	-21	-23
Szlovákia	-124	-887	80	-192	-2292	-1471	-11	-8
Szlovénia	540	-418	-476	-1176	-1111	-982	-6	-5.5
Bulgária	-546	-1036	-200	-303	-497	300	-5	3
Románia	-1897	-1630	-958	-2368	-3350	-3000	-17	-15
Oroszország	10634	23122	28201	33230	41391	32214	31	23.5
Ukrajna	-622	-1828	2372	1166	-4141	-4600	-13	-13.5
Horvátország	136	-762	-969	-2877	-3276	-4782	-26	-35

Forrás: WIIW, EEM, nemzeti statisztikák

A folyó fizetési mérleg adatok szerint a kereskedelmi deficitet 1997-ben Lengyelország sokkal kevésbé tudta a mérleg egyéb tételeivel ellensúlyozni, mint az azt megelőző évben. Ennek eredményeként a hiány meghaladta a GDP 3 százalékát. A

deficit növekedése a valutatartalékok és a külső tőkebeáramlás magas szintje miatt nem jelent közvetlen problémát inkább a tendencia adhat aggodalomra okot.

A többi kelet-európai ország esetében 1997-ben a folyó fizetési mérleg egyenleg GDP-hez viszonyított aránya javult, de az 5-7 százalékos sávba eső cseh, román és szlovák mutató továbbra is jelentős viszonylagos külső egyensúlytalanságot jelez.

10. Táblázat Folyó fizetési mérlegek a GDP százalékában 1989-1997

Ország	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bulgária	-6.8	-12.5	-4.1	-9.3	-9.8	-0.2	0.4	-1.0	na
Csehország	1.9	-2.9	1.2	0.8	2.2	0.0	-3.7	-7.6	-6.3
Lengyelország	-2.7	1.1	-2.9	-0.3	-2.7	-1.1	-1.3	-1.0	-3.2
Magyarország	-5.0	0.4	0.8	0.9	-9.6	-9.5	-5.5	-3.0	-2.2
Románia	13.0	-7.9	-4.7	-8.8	-5.4	-1.3	-3.5	-7.2	-5.7
Szlovákia	1.9	-2.9	1.2	0.8	-5.4	5.7	2.2	-10.1	-6.8
Szlovénia	na	na	1.0	7.5	1.2	3.4	2.5	-0.15	0.4

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

A kereskedelmi és folyó fizetési mérleg tendenciák miatt továbbra is nagy jelentőséggel bír a működőtőke beáramlás. Az előzetes adatok alapján a kelet-európai befektetések tavaly kedvezően alakultak. Az általunk vizsgált országokba több mint 12 milliárd dollár értékű tőkebeáramlást regisztráltak, amely jelentős növekedést jelent az 1996-os 8.2 milliárdos volumenhez képest.

A külföldi tőkebefektetésekkel kapcsolatban hangsúlyoznunk kell az adatok bizonytalanságát mindenekelőtt azért, mert a számbavétel módszere nemcsak az egyes országok között, de az ugyanarra a gazdaságra vonatkozó különböző források közt is jelentősen eltérhet. Mindezek ellenére az alábbi idősorok a trendek szemléltetésére alkalmasak lehetnek.

11. táblázat Külföldi működőtőke befektetések a kelet-európai országokban 1994-1997 (millió dollárban)

Ország	1994	1995	1996	1997
Bulgária	214	164	283	600
Csehország	869	2562	1428	1100
Lengyelország	1342	2511	4000	5700
Magyarország	1300	4570	2100	2200
Románia	650	323	614	1000
Szlovákia	185	181	666	200
Szlovénia	377	414	190	600
Összesen:	4506	10230	8200	12481

Forrás: WIIW, nemzeti statisztikák

A legtöbb működődőkét tavaly Lengyelország vonzotta, a külföldi befektetések volumene az addig rekordévnek számító 1996-ot is meghaladta. A statisztikák szerint az átalakulás eddig eltelt időszakában összesen 17.7 milliárd dollár befektetés érkezett az országba, az illetékes nemzeti ügynökség a PAIZ ennél magasabb, 20 milliárdos adatot közöl. Akármelyik számot fogadjuk is el látható, hogy Magyarország vezető szerepe a kumulált befektetések tekintetében megszűnt. Lengyelország esetében a szilárd makrogazdasági környezet egyre inkább az ország méreteinek megfelelő részesedést biztosít a működőtőke-áramlásból. Az elmúlt két év kimagasló eredményei ellenére az egy főre eső befektetéseket tekintve azonban Varsó még mindig csak a harmadik Budapest és Prága mögött.

Az általános tendenciákkal szemben a tőkebeáramlás tavaly Csehországban és Szlovákiában csökkent. A Cseh Köztársaság esetében a visszaesést mindenekelőtt a kedvezőtlen növekedési folyamatokra és a politikai bizonytalanságra lehet visszavezetni. Szlovákia esetében a konjunktúra fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek, a politikai környezet és a külföldi befektetőkkel szembeni bizalmatlanság lehetnek az okok.

A bolgár és a román adatok azt mutatják, hogy a külföld mindkét ország stabilizációs erőfeszítéseinek bizalmat szavazott tavaly. A tőkebefektetések 1997-es volumene a gazdaságok igényeihez és lemaradásukhoz mérten elenyésző ugyan, de mégis a legmagasabb érték az átalakulás eddig eltelt időszakában.

III. Az egyes országok gazdasági helyzetének várható alakulása 2002-ig

III.1. Szlovákia

12. Táblázat: Az ország főbb adatai

Mutató	1997-es adat:	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	5.4	53%
Terület (e km ²)	49	53%
Főváros	Pozsony	na
Pénznem	korona	na
Árfolyam (USD)	33.6	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	262	91%
GDP (md USD)	19	43%
GDP/fő (USD)	3540	80%

A Szlovák Köztársaság lakossága 5,4 millió fő volt tavaly, az ország területe 49 ezer négyzetkilométer. A bruttó átlagfizetés és az egy főre eső - dollárban számolt - GDP valamelyest elmarad a magyar szinttől. Északi szomszédunk mind a lakosságszám, mind a GDP tekintetében körülbelül fele akkora piacot jelent mint Magyarország.

Makrogazdasági helyzet és kilátások.

A szlovák gazdaságot 1994 óta látványos konjunktúra jellemzi. Az 1995-1997 közötti időszakban a bruttó hazai termék évente 6-7 százalékkal emelkedett. Szintén kedvező képet mutat az infláció alakulása, mivel az áremelkedés üteme immár három éve egyszámjegyű. A kedvező makrogazdasági mutatók ellenére a szlovák gazdaság középtávú konjunktúra-kilátásait versenyképességi és egyensúlyi problémák veszélyeztetik.

A versenyképességgel kapcsolatos gondok elsősorban a privatizációs folyamat vonatosságából és átpolitizáltságából, a pénzügyi szektor hatékonyatlanságából, a külföldi tőkebeáramlás relatíve alacsony szintjéből és a különböző szabályozási hiányosságokból adódnak.

13. Táblázat. Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig³

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	6691	8579	8829	8789	8828	9015	9297	9974	10584
Import (mUSD)	6611	8771	10934	10257	10790	10798	10913	11247	11698
Külker. Forg. (mUSD)	13302	17350	19763	19046	19617	19814	20210	21220	22281
Külker. Egyenleg (mUSD)	80	-192	-2105	-1468	-1962	-1783	-1617	-1273	-1114
Export növ. (% év/év)	22.80	28.20	2.90	-0.45	0.44	2.12	3.12	7.28	6.12
Import növ. (%, év/év)	4.3	32.6	24.6	-6.1	5.1	0.0	1.0	3.0	4.0
Külker. Forg. Növ. (% év/év)	12.91	30.43	13.91	-3.63	3.00	1.00	2.00	5.00	5.00
Deficit/forg. (%)	0.60	-1.11	-10.60	-7.71	-10.00	-9.00	-8.00	-6.00	-5.00
Folyó fizetési mérleg (mUSD)	665	391	-2098	-1300	-1600	-1300	-1300	-900	-700
Folyó fizetési mérleg/gdp (%)	5.7	2.2	-10.1	-6.8	-9.0	-7.0	-7.0	-5.0	-4.0
Éves átlagos infláció (% év/év)	19.8	9.9	5.8	6.1	7.0	9.0	10.0	8.0	7.0
GDP reálvált. (%, év/év)	4.80	7.4	6.9	6.5	5.0	3.0	1.0	3.0	4.0

A szétválást követően a szlovák kormányzat szakított a cseh-mintájú "voucheres privatizációval". Ehelyett a közvetlen eladások technikáját alkalmazta. Az elmúlt évek tapasztalatai azt mutatják, hogy a magánosítást döntően politikai-hatalmi szempontok dominálták. A komolyabb gazdasági súllyal bíró vállalatok jelentős részét a kormánypárt (HZDS) saját klientúrájának juttatta:

- általában management-kivásárlások révén,
- a politikailag szükségesnek tartott vezetőcseréket követően,
- kedvezményes hitelkonstrukciók alkalmazására kényszerítve az állami bankokat.

(A fentieket jól példázza a Kassai Vasmű esete. Az óriásvállalatot, amely a szlovák GDP 9 és az export 12 százalékát állítja elő 40 százalékban a menedzsment

³ A tanulmányban szereplő adatok 1993/1994-1997 között tényadatok, míg 1998-2002 között előrejelzések. Az előrejelzések évei csillaggal vannak jelölve.

tulajdonolja. A cég jelenlegi vezérigazgatója a Meciar-kormány egykori közlekedési minisztere, aki jelenleg a HZDS kampányfőnöke és pénztárosa.)

A privatizációban a külföld nem vállalt jelentős szerepet. Ezt jelzi az is, hogy az 1990 óta eltelt időszakban a szlovák gazdaságba mindössze 1,5 milliárd dollár működőtőke befektetést eszközöltek. A tulajdonosváltás által létrehozott szerkezet legnagyobb hátránya, hogy sem pótlólagos tőkebevonásra nem került sor, sem a vállalatok hatékony vezetését és kontrollját nem teszi lehetővé. Mindezek eredményeként a termelői bázis átalakítása, a fölös kapacitások leépítése továbbra is csak vontatottan halad.

A vállalatok feletti ellenőrzést a túlnyomórészt állami kézben levő bankrendszer sem tudja pótolni, mivel a hitelek folyósításánál foglalkoztatási és iparpolitikai szempontok nagy súllyal jelennek meg. A hivatalos adatok szerint a követelések egynegyede volt a kétes kinnlevőség 1997-ben. A bankrendszer válságát jelzik az 1997-es bankcsődök és az állami bankok alacsony profitabilitása is. A kormányzati elképzelések szerint a bankok privatizációjának legkedvezőbb módja az lenne, ha a fő ügyfeleiknek számító iparvállalatok kezébe kerülhetnének.

A mikroszintű megalapozottság hiányában a szlovák konjunktúrát elsősorban a fiskális expanzió vezérli, amely egyrészt a lakosság javuló jövedelmi pozíciójában, másrészt a beruházások területén jelenik meg. A fejlettebb kelet-európai országokban (Cseh Köztársaságban, Lengyelországban, Magyarországon) a fejlesztéseken belül a magánszektor beruházási tevékenysége a domináns. Ezzel szemben Szlovákiában a beruházások többsége az energetika és az infrastruktúra területén és állami forrásokból valósul meg.

A szlovák bruttó külső adósság 1993-as 3.6 milliárd dolláros szintről évről-évre egyenletes ütemben növekszik és így 1997-ben elérte a 10.7 milliárd dollárt. Ennek eredményeként az külső adósságszolgálat 1998-ban megközelítheti a költségvetési kiadások 30 százalékát. Szintén kedvezőtlen tényként értékelhető, hogy 1997-ben a teljes szlovák külső adósság fele rövid-lejáratú volt.

A növekedés fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek megfogalmazására először az 1996-os kereskedelmi és folyó fizetési mérleg tendenciák készítették. Tavaly előtt a kereskedelmi mérleg 2 milliárdos hiánnyal zárt és a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított deficitje elérte a 10 százalékot. A külső

egyensúlytalanság kezelése céljából a szlovák kormányzat - Csehország példáját követve - importletéti rendszert vezetett be, amelyet 1997 második felében 7 százalékos import póttilletékkal váltott fel. Emellett az engedélyköteles import-termékek körének bővítésére és más adminisztratív korlátozások bevezetésére is sor került. A kiigazítás eredményeként az 1997-es kereskedelmi mérleg deficit kisebb lett a vártnál és így a deficit/teljes forgalom mutató -10,6 százalékról -7,7 százalékra javult és a folyó fizetési mérleg deficitje is 7 százalékra mérséklődött.

A makrogazdasági helyzet közép távú alakulására vonatkozó várakozásaink a következő feltételezésekre épülnek:

- a külső egyensúlytalanság kezelésére hozott intézkedések csak átmeneti javulást hoznak a kereskedelem területén,
- a fiskális expanzióra épülő növekedés tartalékai közép távon kimerülnek,
- a strukturális reformok elégtelensége, a versenyképességi problémák az előrejelzési időszak közepére a makrogazdasági mutatókban is számszerűsíthetővé válnak.

A számos területen tapasztalható hasonlóság miatt nem tartjuk valószínűnek, hogy Szlovákia elkerülheti egy Csehországhoz hasonló dekonjunktúra kialakulását (Ebben intézetünk előrejelzése eltér a legtöbb nyugati kutatóműhely várakozásánál, amelyek csak a GDP növekedési ütem mérsékelt csökkenését jósolják közép távon.)

A növekedési fordulatra 1999-2000-ben, a parlamenti választásokat követő időszakban kerülhet sor, amely stagnálás közeli állapotot jelenthet. 1998-ra még növekedést prognosztizálunk, de a dinamika mérséklődése valószínű. A gazdaság élénkülése 2001-ben indulhat újra, amely a szükséges reformlépések megtételét feltételezve (a fiskális megszorítások, a monetáris kiigazítás, valamint a mikroszintű modernizáció területén) az előrejelzési időszak végéig jellemző maradhat.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg.

A kereskedelmi folyamatokra vonatkozó előrejelzés számszerűsítéséhez azzal az előfeltevéssel élünk, hogy a forgalom bővülése 1998-ban és az azt követő két évben mérsékelt (1-2 százalék), azt követően magasabb ütemű (átlagosan 5 százalék körüli) lesz. 1998-ban a leértékelés ismételt elhalasztása miatt az 1996-os

kereskedelmi egyensúlytalanság újratermelődésére számítunk. Ennek következtében a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított deficitje újra megközelítheti az 1996-os kritikus szintet (10 százalék). A deficit forgalomhoz viszonyított relatív súlyának csökkenésével 1999-től kezdve számolunk. Amennyiben a gazdaságpolitikai kiigazítás sikeres lesz ez a tendencia folytatódhat az időszak végéig. A javulás ellenére - a deficit/forgalom arányra és a teljes kereskedelmi forgalomra vonatkozó prognózisunkat elfogadva - a hiány abszolút értéke minden vizsgált évben meghaladja az 1 milliárd dollárt.

Infláció

Előrejelzésünk szerint az elkövetkező periódusban megtörik a fogyasztói árszínvonal ütemjavulásának tendenciája. Az alacsony inflációban a szigorú monetáris politika mellett eddig szerepet játszott a rögzített árfolyam fenntartása és az árliberalizációs lépések halasztása. Ezen utóbbi tényezők erőteljes dezinflációs hatását azonban az elmúlt 3 évben már semlegesítették a jelentős reálbér növekedés és magas költségvetési deficit inflatorikus következményei.

Részben ennek tulajdonítható, hogy a dezinfláció folyamata az alacsony inflációs szint ellenére is megtorpant, mert miközben az infláció 1993-1994-ben 14 százalékponttal mérséklődött, addig 1995 óta alig 3,5-del. Az infláció további csökkenése több tényező miatt nem valószínű. Egyrészt a kereskedelmi mérleg problémák kezelése az infláció felpörgését eredményezheti - függően az ennek érdekében alkalmazandó árfolyam-korrekciónak mértékétől. Másrészt várhatóan tovább folytatódik és felgyorsul a szabályozott áras termékek és szolgáltatások körében az árliberalizálás (energia, lakbér stb.). Végezetül a gyorsan növekvő költségvetési hiány kiigazítása ellentétesen hathat az inflációra rövid- és középtávon: középtávon mérsékelheti a kisebb jegybanki finanszírozás nyomán, de rövidtávon átmenetileg erősítheti, mert a kiigazítás tartalmazhat átmeneti, inflatorikus hatású elemeket.

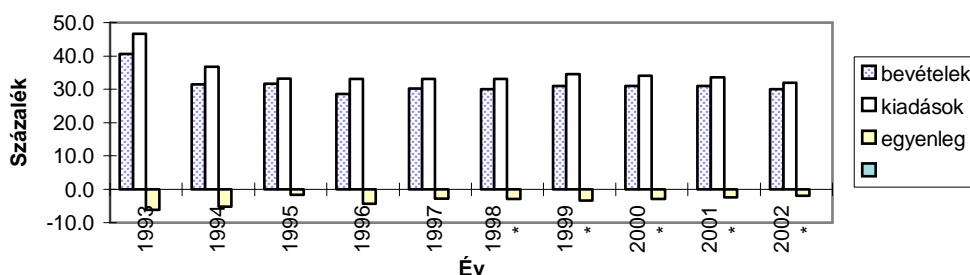
Mindezek következtében már 1998-ra is az infláció enyhe emelkedésével számolunk, amelynek mértéke elsősorban az árliberalizáció fokától függ. Az infláció 1999-2000-ben feltehetőleg ismét kétszámjegyű lesz, mivel erre az időszakra várható az árfolyam-politikai korrekció hatásainak érvényesülése. A fokozatos csökkenés az időszak végén 2001-2002-ben indulhat újra.

Államháztartás

Ahogy az alábbi grafikon is mutatja a központi költségvetésen belüli jövedelemcentralizáció és a redisztribúció szintje mérséklődött 1993 óta, amiben elsősorban a gyors reál GDP növekedés hatása érezhető. Ennek eredményeképpen a relatív mutatók gyorsan javultak. Mindemellett az állami elosztó rendszerek reformja - kelet-európai viszonylatban is - lassan halad. Emiatt számolni kell a jövőbeli finanszírozási terhek növekedésével. Mindezek ellenére a költségvetési problémáknak lehet kedvező hatása is, amennyiben a privatizációs folyamatban a bevételek maximalizálására irányuló törekvés, háttérbe szorítja a klientúraépítést célzó szándékokat.

1. grafikon

A központi költségvetés bevételei és kiadásai a GDP százalékában



Az állami újraelosztás visszaszorulásával párhuzamosan az utóbbi 3 évben jelentős romlás következett be a költségvetési és államháztartási egyensúlyban. Ennek elsőrendű oka a költségvetési politika expanzív jellegében keresendő: az elsődleges egyenleg folyamatos romlása nyomán a teljes államháztartási deficit is növekedett. A növekedés forrása elsősorban a kiadások növekedése volt, amelyet az erőteljes reálbér növekedés, valamint az erőmű- és autópálya építések miatt a tőkekiadások növekedése gerjesztett. Az utóbbi mutatja, hogy a tőkekiadások aránya Szlovákiában a központi költségvetésen belül három-négyszerese a Visegrádi államok átlagának.

Az egyenleg gyors romlása ráadásul amellet következett be, hogy magasabb a többi kelet-európai gazdaságnál az adóelvonás, illetve jelentős a költségvetési deficit

nem teljesen piackonform eszközökkel - elsősorban kedvezményes kamatozású jegybanki hitelekkel - történő finanszírozása.

A költségvetési egyenleg romlását az sem mérsékelte, hogy alacsony a konszolidált államadósság és az ebből eredő kamatszolgálati teher, illetve hogy jelentős volt a költségvetési hiány finanszírozásában a jegybanki hitelezés és privatizációs jövedelmek felhasználása. Ráadásul az állami tulajdonban lévő kereskedelmi bankok által felhalmozott kétes követelések növekedése előrevetíti egy esetleges bankkonszolidáció szükségességét, aminek fiskális hatásai a költségvetési egyensúly romlásában vagy az államadósság növekedésében is jelentkezhetnek.

A költségvetési, illetve tágabb értelemben a konszolidált államháztartás egyensúlyi pozícióját ronthatja továbbá, hogy a jegybank Szlovákiában - hasonlóan számos más kelet-európai gazdasághoz - a költségvetés helyett finanszírozott jelentős, kvázi fiskális kiadásokat, amelyek fedezetét részben a bankszektort terhelő jelentős elvonások biztosítják. Emellett a kedvező képet az is árnyalja, hogy az utóbbi időben - mint már utaltunk rá - jelentősen növekedett Szlovákia devizaadóssága és ezen belül az állami devizaadósság, amely szintén az egyensúlyi pozíció kedvezőtlenebb alakulására utal.

A hiány növekedése 1997-ben korrekciós lépéseket váltott ki - elsősorban a folyó fizetési mérleg kezelése érdekében is alkalmazott vámpótlék révén -, de a hiány a kiadások növekedése miatt nem mérséklődött, sőt a nettó deviza- és konszolidált államadósság gyors növekedése volt tapasztalható.

14. Táblázat Az államháztartási és a költségvetési egyenlegek a GDP százalékában

Mutató	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	-6,2	-5.2	-1.6	-4.4	-5.5	-4.5	-3.0	-3.0	-3.0	-2.0
Államháztartási egyenleg	-7.1	-1.3	0.1	-1.4	-4.9	-3.5	-3.0	-3.0	-3.5	-3.5

Várakozásaink szerint a szlovák államháztartási mutatókban 1998-ban nem várható jelentősebb javulás. Egyrészt választási év révén a költségvetési politika expanzív jellege fennmaradhat és a kiadások erőteljes növekedésére számítunk. Másrészt a jelentős jövedelemkiáramlást és a növekvő kamatterheket 1998-ban nem lesz képes a GDP gyors növekedése ellensúlyozni.

Középtávon azonban a költségvetési és államháztartási hiány csökkenésével számolunk. Egyrészt várakozásainak szerint még az idén sor kerülhet a szlovák korona jelentősebb leértékelésére és annak érdekében hogy ez ne párosuljon erőteljes inflációval, illetve ne kelljen még szigorúbb monetáris politikát alkalmazni, szükséges lesz a fiskális korrekció. Másrészt a jövedelemkiáramlás csökkenése, az állami tőkekiadások visszafogása, az esetlegesen felgyorsuló privatizáció segítheti a hiány csökkentését. Összességében az állami kiadások fokozatos visszaszorulását prognosztizáljuk a következő évekre, amellyel együtt járhat a bevételek kismértékű csökkenése is.

A kiigazítás eredményeképpen enyhén javulhat a költségvetés egyenlege, viszont várakozásainkban az is szerepel, hogy a korábbi évek gyakorlatával szemben a központi költségvetésen kívüli államháztartási alrendszerek inkább növelni fogják az államháztartási hiány mértékét. Mindezek következtében a költségvetési hiány a GDP 3 százaléka, míg az államháztartási hiány 3,5 százaléka lehet, és ez az arány csak a vizsgált időszak vége felé mérséklődhet.

Kamatok, monetáris folyamatok

Szlovákiában az elmúlt másfél évben jelentős változás következett be a monetáris politikában: a jegybank a korábbi expanzív, a reál pénzmennyiség növekedését eltűrő politikájával szemben, 1996 végétől kezdődően, restriktívebb irányba módosította politikáját. Ezt elsősorban a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésétől való félelem, illetve a külső deficit növekedését generáló tényezők, a belföldi reáljövedelmek növekedése és az erőteljes költségvetési expanzió indokolták.

A restriktív monetáris politika hozzájárult a kedvező inflációs eredményekhez, másfelől viszont a nominális és - az infláció csökkenésével párhuzamosan - a reálkamatlábak erőteljes növekedését eredményezte, aminek következtében a jegybank éles összeütközésbe került a Pénzügyminisztériummal, a költségvetési hiány finanszírozásának növekvő reálköltségei miatt. A restriktív monetáris politikának, a magas reálhozamoknak volt összességében köszönhető - a szlovák pénzügyi rendszer nemzetközi befektetők előtti erőteljes zártsága mellett - hogy a folyó fizetési mérleg hiánya eddig nem eredményezett a csehországihoz hasonló valutaválságot és árfolyam leértékelést.

15. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása százalékban

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A nominális betéti kamatlábak	8.02	9.32	9.01	9.30	13.44	15.00	14.00	12.00	10.00	10.00
A nominális hitelkamatlábak	14.41	14.56	16.85	13.92	18.65	21.00	18.00	18.00	14.00	12.00
A reál betéti kamatlábak	-15.18	-4.08	-0.89	3.50	7.34	6.00	4.50	3.00	2.50	2.50
A reál hitel kamatlábak	-8.79	1.16	6.95	8.12	12.55	12.00	8.50	9.00	6.50	4.50
Nominális kamatrés	6.39	5.24	7.84	4.62	5.21	6.00	4.00	6.00	4.00	2.00

Rövidtávon mindenképpen a szigorú monetáris politika fennmaradásával számolunk, függetlenül az 1998 őszi választásokat követő koalíció összetételétől és az általa követett általános gazdaságpolitikai iránytól. Ezt indokolják az említett fizetési mérleg feszültségek, valamint a szlovák koronára nehezedő leértékelési nyomás, amelynek a jegybank elsősorban a szigorú monetáris politikával tud ellenállni. A restriktív monetáris politika eredményeképpen a reál pénzmennyiség növekedése korlátozott lesz, és a nominális kamatlábak is messze az inflációs szint felett maradnak.

A magas nominális hitel- és betéti kamatlábakban a monetáris politika jellege mellett Szlovákia esetében megmutatkozik az alacsony privát és nemzetgazdasági megtakarítási hajlandóság, valamint a döntően állami tulajdonban lévő bankrendszer működési problémái (jelentős a felhalmozott kétes kinnlevőségek összege, amely nagymértékben rontja a szlovák bankok portfóliójának értékét, kedvezőtlen a kihelyezések szerkezete, jelentős a verseny hiánya).

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Szlovákiában az árfolyamrendszernek kitüntetett gazdasági - és bizonyos mértékig politikai - szerepe van: az előbbi elsősorban a dezinflációban, illetve a nominális változók (ezen belül is az árak) meghatározásában játszott szerepében nyilvánul meg. Ennek is tudható be, hogy Csehszlovákia felbomlását követően a szlovák gazdaságpolitika a cseh gazdasággal szemben kedvezőtlenebb szerkezeti adottságok, versenyképességi hátrányok és a rosszabb makrogazdasági mutatók ellenére is fenntartotta a közös állam által bevezetett rögzített árfolyamot.

A rögzített árfolyam-korrekciójára egy alkalommal került sor, amikor a korona középfolyamát 10 százalékkal leértékelték. A rögzített árfolyam, párosulva a megfelelő tulajdonosi kontroll és bérfejelem hiányát tükröző jelentős reálbér- és jövedelemkiáramlással, a szlovák korona reálárfolyamának nagymértékű felértékelődését eredményezte (mind áralapon, mind pedig a lassú termelékenység-növekedés következtében költségalapon számolva).

A reálárfolyam felértékelődése pedig a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésével párosult, ami ellen a gazdaságpolitika adminisztratív lépésekkel (importpótlék bevezetése) illetve a szlovák korona árfolyamának központi paritás körüli lebegési sávjának szélesítésével reagált, igyekezve elkerülni a korona leértékelését. A jegybank döntése természetesen az adott laza fiskális - és jövedelempolitika mellett logikus volt, hiszen a leértékelés önmagában megfelelő gazdaságpolitikai támogatás nélkül csak az inflációs nyomást erősítette volna.

Véleményünk szerint (és ebben egyetértünk más nemzetközi, illetve hazai kutatóintézetek prognózisával) a korona leértékelődése elkerülhetetlen, miközben a korrekció módjára két forgatókönyv vázolható fel, amely befolyásolja korrekció nyomán követhető árfolyam-politikát is.

Az egyik szerint nem következik be korrekció a fiskális és jövedelempolitikákban és a növekvő belföldi többletkereslet nyomán fenntarthatatlan fizetési mérleg hiány alakul ki. Ennek következtében a korona ellen irányuló spekulatív támadások miatt lesz kénytelen a jegybank a szlovák korona árfolyamának védését feladni és a koronát lebegtetni. Ebben az esetben a piaci árfolyam-korrekciót követően a cseh koronához hasonlóan irányított lebegésre térhet át a jegybank.

A másik esetben a korrekció a jegybanki döntések nyomán, ésszerű fiskális és jövedelempolitikai kiigazítással párosulva következik be, aminek következtében lehetőség lesz a fennálló árfolyamrendszer fenntartására a sávok szélességét és esetleg az árfolyam-korrekció módját érintő kisebb változtatásokkal. A korona nominális és reálárfolyamának alakulása szempontjából jelentős eltérések a két változat között nem mutathatóak ki. Összességében 1998-ban a választások utáni időszakra időzítve a korona jelentősebb leértékelődésével lehet számolni.

16. Táblázat A nominális és reál árfolyammutatók alakulása 1993-1997 között és prognózisuk 1998-2002-re

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Nemzeti valuta árfolyama US dollárban	30.80	31.93	29.71	30,68	33.60	41.10	43.10	45.30	47.10	49.00
A nominális árfolyam százalékos változása		3.669	-6.953	3,265	9.518	22.321	4.866	5.104	3.974	4.034
A reálárfolyam ahol előző év=100		94.16	87.20	100,53	106.31	115.58	98.64	99.31	99.62	99.67

Jelenlegi ismereteink alapján a második forgatókönyvnek nagyobb valószínűséget lehet adni, ami egyben az irányított árfolyamrendszer továbbélését is eredményezi. Abban az esetben, ha a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyenlegek nem alakulnak kedvezően és a gazdaságpolitika nem teszi meg az export és tágabb értelemben az egész gazdaság versenyképességének növelése érdekében szükséges szerkezeti reformokat, akkor elképzelhető a széles sávok mellett akár a központi sáv inflációs eltéréseket figyelembe vevő mértékű csúszása, vagy szélesedő sávok mellett a korona árfolyamának időszakos kiigazítása is. Mindezek következtében a következő években fokozatosan növekvő dollár árfolyammal számolunk, illetve a nominális árfolyam alakulása a korábbi éveknél erőteljesebb leértékelődést tartalmaz.

III.2. Csehország

17. Táblázat: Az ország főbb adatai

Mutató	1997-es adat	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	10.3	102%
Terület (e km ²)	78	84%
Főváros	Prága	na
Pénznem	korona	na
Árfolyam (USD)	31.7	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	324	112%
GDP (md USD)	52	118%
GDP/fő (USD)	5050	115%

A Cseh Köztársaság népessége megközelítőleg akkora mint hazánké, a területe valamivel kisebb. Az átlagos bruttó kereset és az egy főre eső GDP enyhén meghaladja a magyar szintet. Az alapvető mutatószámok alapján a cseh piac nagyságrendileg a magyarral megegyező méretű.

18 Táblázat. Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	14255	21647	21906	22547	23718	24932	26235	27999	30031
Import (mUSD)	14971	25252	27716	26990	28296	29683	31110	32214	33192
Külker. Forg. (mUSD)	29226	46899	49622	49537	52013	54614	57345	60212	63223
Külker. Egyenleg (mUSD)	-716	-3605	-5810	-4443	-4577	-4751	-4874	-4214	-3161
Export növ. (%, év/év)	na	51.86	1.20	2.93	5.19	5.12	5.23	6.72	7.26
Import növ. (%, év/év)	na	68.67	9.76	-2.62	4.84	4.90	5.95	3.55	3.04
Külker. Forg. növ. (%, év/év)	na	60.47	5.81	-0.17	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Deficit/forg. (%)	-2.00	-8.00	-12.00	-9.00	-8.80	-8.70	-8.50	-7.00	-5.00
Folyó fizetési mérleg (mUSD)	-745	-1362	-4292	-3300	-3200	-3000	-3100	-2500	-1800
Folyó fizetési mérleg/gdp (%)	-1.10	-1.50	-7.60	-6.30	-5.70	-6.00	-5.80	-4.50	-3.00
Éves átlagos infláció (%, év/év)	9.80	9.10	8.80	8.50	11.00	9.00	8.00	8.00	7.00
GDP reálvált. (%, év/év)	2.60	4.80	4.20	1.30	1.90	2.00	2.00	3.00	3.00

Makrogazdasági helyzet és kilátások

1997 nehéz évnek bizonyult a cseh gazdaság számára: a növekedési ütem jelentősen lelassult, elkerülhetetlenné vált a korona leértékelése és lemondásra kényszerült a Klaus-kormány. Ezt megelőzően 1996-ig a gazdasági átmenet fájdalommentes volt a Cseh Köztársaság számára. Az országot stabil politikai viszonyok, erős konjunktúra, kiegyensúlyozott költségvetés, növekvő reálkeresetek és alacsony munkanélküliség és infláció jellemezte.

Az első makroökonómiai problémák megjelenését a kereskedelmi deficit növekedése jelezte - már 1995-ben. A fő közvetlen kiváltóok a korona felülértékelttsége, az európai piacok lanyhuló kereslete és a magas belső jövedelemkiáramlás volt. A külkereskedelmi gondokkal kapcsolatban a cseh gazdasági vezetés vonakodott megtenni a szükséges intézkedéseket. Nem került sor a fogyasztás és ezzel együtt az import csökkentését célzó, fiskális és monetáris megszorításokra és az árfolyam-kiigazítás is elmaradt. Mivel 1996-ban a külső egyensúlytalanság tovább fokozódott, a gazdaságpolitikai intervenció 1997-re elkerülhetetlenné vált. Ennek eredményeként a konjunktúra megtört és felszínre kerültek a gazdaság strukturális problémái.

A Klaus-kabinet 1997 februárjában a várakozásoknál enyhébb stabilizációs programmal állt elő. Ennek fő elemei: importletéti rendszer bevezetése (20 százalék mezőgazdasági és fogyasztási cikkekre), a bér és nyugdíjjárulék reálnövekedésének visszafogása és az egyéb költségvetési kiadások csökkentése voltak. A többi kelet-európai gazdaság tapasztalatai alapján a kézenfekvő megoldás a korona leértékelése lett volna a külső egyensúlyi problémák kezelése céljából, de ettől az intézkedéstől Prága akkor még elzárkózott.

Az év eleji gazdaságpolitikai kiigazítás nem hozta meg a kívánt eredményt, 1997 első félévében a cseh gazdaságban a válság egyértelmű jelei mutatkoztak. A túlzott fogyasztási kereslet és a felülértékelt nemzeti valuta hatására a kereskedelmi mutatók tovább romlottak. Emellett az első félévi költségvetési hiány is jóval meghaladta a vártat. A fiskális gondokat tovább tetézték a júliusi árvízzel kapcsolatos kiadások, amelyek közel 3 milliárd dollárt tettek ki.

A kedvezőtlen tendenciák folytatódása miatt végül elkerülhetetlenné vált a korona leértékelése: a múlt év májusában a Cseh Nemzeti Bank bejelentette a korona

lebegtetését, melynek hatására az 1996-os 27 koronás átlagos éves dollárárfolyam 1997-ben közel 32 koronára módosult.

A gazdaság gyengélkedése és a Polgári Demokrata Párt privatizációs panamáinak napvilágra kerülése az év végére kormányválságot eredményezett. 1997 novemberében Vaclav Klaus távozott a miniszterelnöki székből. Ezt követően az országot 1998 nyaráig a parlamenti választásokig ügyvivő kormány irányította. Jelenleg a Milos Zeman vezette szociáldemokraták vannak hatalmon, de mivel a koalíciós tárgyalások nem vezettek sikerre, kénytelenek kisebbségben kormányozni. Az ehhez szükséges támogatást sajátos módon a legnagyobb politikai ellenféllel a jobboldali Polgári Demokrata Párttal kötött megállapodás jelenti.

A cseh visszaesés természetét tekintve nem ciklikus jellegű: a gazdasági helyzet romlásáért nem a keresleti tényezők változása, hanem a megalapozatlan jövedelemkiáramlás és a strukturális változások halogatása okolható. A legnagyobb "reform-adósságok" a vállalati és bankszektor esetében állnak fenn. A cseh privatizációs megoldás nem hozott létre átlátható és hatékony tulajdonosi viszonyokat, nem tette lehetővé a friss tőke bevonását és nem kényszerítette szigorú költséggazdálkodásra a vállalatokat. A kuponos értékesítések végeredményeként a cégek feletti ellenőrzés döntőrészt állami bankok által dominált befektetési alapokhoz került, melyek sem intézményileg nem voltak felkészülve, sem megfelelő motivációkkal nem rendelkeztek, hogy kezdeményezői legyenek a cseh ipar átalakításának.

A bankok tevékenysége jobbra a nagy vállalati ügyfelek folyamatos hitelezésére szorítkozik. Működésük során az üzleti megfontolások mellett gyakran jelennek meg szociális és iparpolitikai megfontolások. Megbízható átvilágítási eredmények hiányában jelenleg nem állnak rendelkezésre adatok a rossz kinnlevőségek arányáról, de gyanítható hogy a tervezett bankeladások egyik alapvető problémája lesz, ha kiderül a portfóliók valódi értéke. Helyi elemzők szerint nem valószínű, hogy a cseh pénzügyi rendszer a gondokat egyszerűen "kinövi" - a bankok tőkegondjai valószínűleg csak kormányzati közreműködéssel lesznek megoldhatók. Ez ismételten napirendre tűzi a konszolidáció feladatát.

A mikroszint strukturális problémái azt a véleményt erősítik, hogy a cseh privatizáció - a nyugati kutatóhelyek szinte osztatlan kezdeti helyeslése ellenére - nem

tekinthető a magánosítás hatékony, innovatív megoldásának, hanem hibának, egy olyan gazdaságpolitikai kísérletnek, amely végső soron az ország növekedési kilátásait veszélyezteti.

A tulajdonosi kontroll hiányát a prágai tőzsde sem tudta pótolni. A laza szabályozás és a megfelelő felügyeleti tevékenység hiánya nem kényszerítette a cégeket, hogy valós adatokat közöljenek gazdálkodásukról. A szabályozás gyengeségei nemcsak a hatékony információáramlást lehetetlenítették el, de tág teret engedtek a bennfentes kereskedelemnek is. A tervek szerint 1998-ra várható a tőzsdei szabályok szigorítása és egy megfelelő hatáskörrel rendelkező értékpapír-piaci felügyelet felállítása.

Figyelemmel arra, hogy a strukturális reformok csak hosszabb távon bírnak közvetlen hatással a makrogazdasági helyzetre alakulására, és arra, hogy a lakossági fogyasztás visszafogása a következő 1-2 évben is szükségesnek látszik, prognózisunk a GDP növekedésére a pozitív előfeltevések ellenére is visszafogott: a konjunktúra mértéke 1998-1999-ben 2 százalék körüli lehet, az előrejelzési időszak hátralevő részére pedig 3 százalékos átlagos ütem tűnik reálisnak.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg

A cseh kereskedelmi és konjunktúra kilátásokkal kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy megkezdődik a vállalati és bankszektor strukturális reformja, tisztázódnak a tulajdonviszonyok, nő a külföldi tőkebeáramlás és a szükséges racionalizálások végrehajtása növeli a cseh termelők versenyképességét. Ennek az optimista forgatókönyvnek a legnagyobb buktatója az lehet, ha felborul a politikai jobb és baloldal közötti törékeny egyezés és a szociáldemokraták - elsősorban a szakszervezetek nyomásának engedve - még inkább intervencióspolitikát fognak folytatni, mint azt az ultraliberális retorikába burkolózó, de gazdaságpolitikájára alapján etatistának tekinthető Klaus-kabinet.

A belső kereslet visszaesésének, az importletéti rendszer bevezetésének és a korona leértékelésének köszönhetően 1997-ben az export közel 3 százalékkal növekedett, miközben a dollárban számolt behozatal csökkent. Ennek eredményeként a külkereskedelmi és folyó fizetési mérleg hiányáért mérséklődött. A pozitív

tendenciák ellenére a 4 milliárdot meghaladó kereskedelmi mérleg deficit és a GDP 6 százalékát túllépő folyó fizetési mérleg hiány továbbra is figyelmeztetőnek tekinthető.

A kereskedelmi folyamatokra vonatkozó számszerű előrejelzésünkben 5 százalékos éves forgalombővüléssel számoltunk. Az 1998-2001 közötti időszakra a deficit relatív, forgalomhoz viszonyított súlyának csak mérsékelt javulását várjuk. Elsősorban amiatt, mert a mikroszintű reformok versenyképesség növelő hatása 2-3 éven belül még nem valószínű, hogy meghatározó lesz. Ebben az időszakban a külső egyensúlytalanság mérsékelt csökkenését főleg a belső kereslet visszafogása és az importletéti rendszerhez hasonló adminisztratív kereskedelem korlátozások válthatják ki. Elképzelhetőnek tűnik Magyarországhoz hasonlóan import póttilleték átmeneti bevezetése is.

Kereskedelmi előrejelzésünkben 2002-től kezdődően jelenítettük meg a vállalati szféra versenyképességének növekedését, amely az export és import növekedési ütemek közötti növekvő különbségében is tükröződik.

A kereskedelmi adatokat figyelembe véve a folyó fizetési mérleg a következő három évben 3 milliárd dollár körül alakulhat, amely nem teszi lehetővé, hogy a deficit a GDP 5-6 százalékánál alacsonyabb szintre csökkenjen. Jelentősebb javulás az előrejelzési időszak utolsó két évében következhet be, amely 3-4 százalékos GDP arányos hiányt jelent. A folyó fizetési mérleg deficit gazdaságpolitikai kezelhetőségét növeli, hogy a reformok következetes végrehajtását látva és a vállalatok, valamint a pénzintézetek reorganizációja során adódó lehetőségeket kihasználva feltehetően növekvő lesz a külföldi működőtőke-beáramlás és a gazdasági stabilitás és a tőzsdei intézmények reformja a pénzügyi befektetőkre is vonzó hatást gyakorolhat.

Infláció

A cseh gazdaságban az elmúlt 4 évben az infláció csökkenésének megtorpanása figyelhető meg. A kezdeti korrekciós inflációt és az 1993-as ÁFA bevezetést követően az infláció üteme 1994-1997 között mindössze 1,5 százalékponttal mérséklődött annak ellenére, hogy az időszak zömében a jegybank fenntartotta a rögzített árfolyamot. A lassú dezinflációban 3 tényező szerepe mutatható ki.

Egyrészt a cseh gazdaságban is - hasonlóan a térség többi gazdaságához - erőteljes reálbér és jövedelem növekedés bontakozott ki, ami az elmaradó szerkezeti reformok következtében nem párosult a termelékenység növekedésével. A növekvő reálbérek és egység munkaerőköltségek a belföldi kereslet növelésén keresztül a folyó fizetési mérleg hiány növekedése mellett a lassúbb infláció csökkenésben is jelentkeztek.

Ez utóbbi folyamat másik fontos tényezője a jelentős mértékű tőkebeáramlás, amelynek pénzkínálatra gyakorolt hatását nem mindig semlegesítette a cseh jegybank és ezért a reál pénzmennyiség növekedésének is volt addicionális inflációgerjesztő hatása. Végezetül a piaci indíttatású infláció részesedésének enyhe csökkenése mellett növekedett a pénzromlás adminisztratív tényezőinek szerepe: az árliberalizálás azonban időben elnyújtva érvényesült és így éves szinten kisebb de tartósabb inflációs következményekkel járt.

Az említettek mellett 1997-ben két további addicionális tényező is jelentkezett az infláció alakulásában: a rögzített árfolyamrendszerből történő kilépést követően bekövetkező nominális árfolyam leértékelődés és a korábbi szigorú költségvetési politikával szemben a költségvetési egyenleg romlása. Az 1997 májusi árfolyam leértékelődés inflációs hatása annak ellenére érvényesült, hogy az év folyamán a magas nominális és reálkamatlábak miatt bekövetkező tőkebeáramlás következtében az árfolyam felértékelődött és ismételten megközelítette a leértékelődés előtti árfolyamsáv felső szélét.

A nemzetközi kutatóintézetekhez hasonlóan 1998-ra mi is a fogyasztói árszínvonal ütemének emelkedését várjuk. Az 1998 első féléves magas hó/hó inflációs mutatók mellett az éves átlagos ütem emelkedése mellett szól, hogy ez év őszénél tovább már nem halogatható az energiaárak emelése. Emellett a cseh valuta árfolyamát is érintik az orosz és távol-keleti válságból a feltörekvő piacok valutáira gyakorolt negatív hatások és ez várhatóan a korona ismételt gyengülését eredményezi. (különösen figyelembe véve, hogy a korona kamatok is csökkentek).

Az infláció mindezek következtében eltér a jegybank által tervezett szinttől: a nettó (adminisztratív árak és adókiigazítások hatásaitól megtisztított) infláció nem esik a 6,5-8,5 százalékos sávba, hanem ennél magasabb lesz és a fogyasztói árindex emelkedése meghaladhatja a 10 százalékot.

Az infláció középtávon azonban ismételten mérséklődhet és 2000 után egyszámjegyű lehet. A kedvező inflációs prognózis alapja az, hogy jelentősen mérséklődik a cseh gazdaságban a nominális jövedelemkiáramlás, miközben a szerkezetátalakítás nyomán javul a termelékenység. A monetáris politika az egész időszakban restriktív marad, tekintettel az inflációs célkitűzések rendszerére és a folyó fizetési mérleg alakulására. A reál GDP növekedésének lassulása, valamint a költségvetési kiigazítás is megalapozza az infláció csökkenését. Emellett a cseh gazdaságban távolról sem alakultak ki más kelet-közép-európai gazdaságokhoz hasonló mértékben a visszatekintő várakozások (implicit indexálási gyakorlat) és ez is kedvező a dezinfláció szempontjából.

Államháztartás

Idén várhatóan nem változik a költségvetés egyenlege a tavalyihoz képest - a bevezetett fiskális szigorítások ellenére sem. Két tényező hatása semlegesítheti az elsődleges egyenlegben tervezett kiigazítást. Egyrészt a központi költségvetésnek kell finanszírozni a Konszolidációs Bank 10,4 milliárd koronás hiányát. Másrészt a reál GDP növekedésének lassulása nyomán elmaradó adóbevételek, illetve a növekvő munkanélküliség miatt emelkedő foglalkoztatási kiadások kedvezőtlen hatást gyakorolhatnak az egyenlegre. A költségvetési deficit mindezek következtében ismételten a GDP 1 százaléka körül alakulhat, míg az államháztartás hiánya ennél valamivel magasabb lehet a helyi önkormányzatok deficitje miatt.

19. Táblázat Az államháztartás és a költségvetés egyenlegek a GDP százalékában

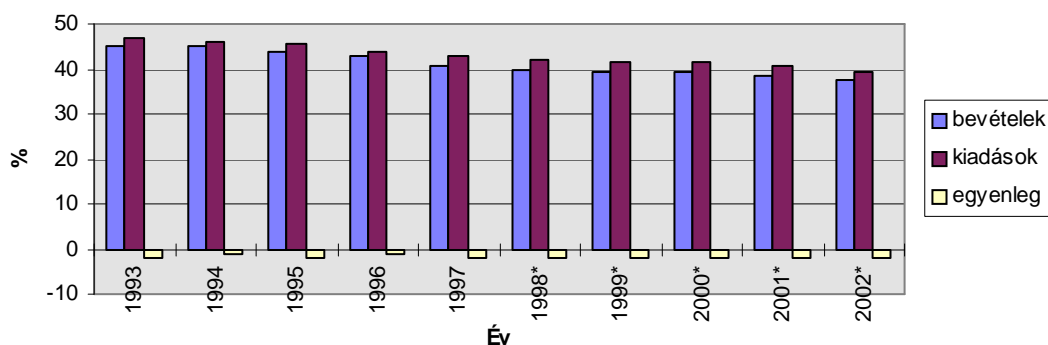
	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	2,7	0,8	0,4	-0,2	-1,8	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,0
Államháztartási egyenleg	-2,1	-1,2	-1,8	-1,2	-2,1	-2,0	-2,2	-2,0	-2,0	-2,0

Középtávon a hiány enyhe növekedése, majd ismételt csökkenése várható. A költségvetési egyenleg alakulását két ellentétes folyamat befolyásolja. Kedvezőtlenül érinti, hogy a korábbi évekkel szemben mérsékeltebb lesz a növekedés, a szerkezeti reformok hatására emelkedik a munkanélküliség és az államnak kell részben finanszíroznia a gyengélkedő cseh bankrendszer talpraállítását is. A költségvetésre

viszont kedvezően hat, hogy lassul a reálbérek növekedése, fokozatosan csökkennek a kamatlábak, illetve növekszik a privatizációs bevételek volumene. A két tényező közül eleinte még a recesszió, növekvő munkanélküliség fog dominálni, de 2000 után már az egyenlegek javulására lehet számítani.

2. grafikon

Az államháztartás bevételei és kiadásai a GDP százalékában



Az államháztartási redistribúció további csökkenése várható azt követően, hogy 1993-1997 között 5 százalékponttal mérséklődött a bevételek és kiadások GDP-hez viszonyított aránya. A közép-kelet-európai gazdaságok között a cseh újraelosztás közepes mértéket képvisel. A jelenlegi szint csökkenése várható a GDP növekedése és az államháztartást érintő szerkezeti reformok eredményeképpen.

Kamatok, monetáris folyamatok

Csehországban alapvető változások következtek be az elmúlt évben a monetáris politikában a májusi valutaválságot és a korábban követett rögzített árfolyamrendszer feladását követően. A legfontosabb változás a monetáris rendszerben állt be: a korábbi árfolyam-célkitűzéses rendszert, ahol a nominális árfolyam szintje jelentette a monetáris politika számára a referencia pontot felváltotta az 1990-es években számos fejlett gazdaságban (elsősorban Kanadában, Új-Zélandon, Nagy-Britanniában, Svédországban) már sikeresen alkalmazott inflációs célkitűzés, ahol a jegybank közvetlenül kívánja inflációs célját elérni, elsősorban a rövidtávú kamatlábak segítségével és nem alkalmaz sem monetáris, sem árfolyam horgonyt.

A monetáris rendszer változása befolyásolta a monetáris politika által alkalmazható eszközök körét, módosította a jegybank közvetlen és közvetett céljait és hatással volt a transzmissziós mechanizmusra is. A valutaválság nyomán bekövetkező másik fontos és középtávon is ható folyamat a monetáris politika restriktív jellegének felerősödése volt, amely már 1995 vége óta tapasztalható a növekvő folyó fizetési mérleg hiány és a reáljövedelem bővülés negatív következményeinek ellensúlyozása érdekében.

Mindezek eredményeképpen a pénzmennyiség mutatóinak növekedése lelassult és negatív értékű volt, magasabbak lettek a nominális kamatlábak elsősorban a hiteloldalon, mert a betétek esetében a reálhozamok változatlanul negatívak maradtak. A szigorodó monetáris politikát az is indokolta, hogy részben az árliberalizálási lépések, részben a korona erőteljes leértékelődésének tovagyrúzó hatása nyomán a tervezettnél erőteljesebb volt az infláció. A jegybank mozgásterét az előző évekkel szemben nemcsak az árfolyamrendszerben bekövetkezett változás növeli, de az is hogy 1997-1998-ban a nettó deviza-beáramlás elmaradt a korábbi évektől és így a cseh jegybanknak is kisebb mértékben kellett a tőkebeáramlások pénzmennyiség növekedésére gyakorolt hatását semlegesíteni a sterilizált intervencióval.

20. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása százalékban

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	7.00	7.07	6.96	6.79	7.71	11,00	10.00	8.50	9.50	9.00
A hitelkamatlábak éves szintje	14.07	13.12	12.80	12.54	13.20	16,50	16.00	14.00	12.00	11.00
A reál betéti kamatlábak	-13.80	-2.93	-2.64	-2.11	-0.79	0,00	0.00	0.50	1.50	2.00
A reál hitel kamatlábak	-6.73	3.12	3.20	3.64	4.70	.5.50	6.00	6.00	4.00	4.00
Nominális kamatrés	7.07	6.05	5.84	5.75	5.49	5.50	6.00	5.50	2.50	2.00

Rövidtávon nem várunk jelentősebb változást a monetáris folyamatokban és a jegybank monetáris politikájában. Noha az idei évre meghirdetett inflációs cél teljesítése nem tűnik valószínűnek, tekintettel az első félévben bekövetkezett tervezettnél magasabb ütemű pénzromlásra, a cél elérésére való törekvés további szigorítást igényelhet a cseh jegybank részéről. Azonban figyelembe kell venni, hogy az addicionális restriktió mértéke korlátozott lehet, mert a magas reálkamatlábak a monetáris politika szándékait keresztező mértékű tőkebeáramlásokkal járnának, illetve

mivel a belföldi kereslet - fizetési mérleg egyensúly javítása érdekében elkerülhetetlen -korlátozásában a fiskális politikának a monetárisnál nagyobb szerepe van.

Figyelembe véve a kedvező és fenntartható folyó fizetési mérleg pozíció elérésnek időigényességét, valamint az infláció várható alakulását, csak 2000 után várható a monetáris politika kisebb mértékű lazulása, ami kifejeződik a diszkont kamatlábak, illetve a piaci betéti és hitelkamatlábak várható alakulásában is. Az előrejelzési időszak első felében a reálkamatlábak enyhe növekedésével számolunk, mert a monetáris szigor kamatokra gyakorolt hatása erőteljesebb lesz, mint amit az árliberalizálás és az árfolyam-korrekciónak gyakorolt az inflációra.

Ugyanakkor a nominális kamatrés is növekedni fog, mert az elkövetkező időben a cseh bankoknak kihelyezéseik egy részét le kell írniuk és jövedelmezőségük helyreállítása érdekében növelni fogják a nominális hitel és betéti kamatok közötti rést.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Tavaly alapvető változás következett be a cseh árfolyam-politikában. A folyó fizetési mérleg hiány növekedése és a koronával szembeni spekuláció erősödése miatt fel kellett adni a cseh korona valutakosárral szembeni rögzítését. A rögzített árfolyamrendszer a cseh gazdaságot 1991 óta jellemezte és kedvező makrogazdasági eredményeket hozott, amely megmutatkozott az infláció letörésében, a reálbér növekedés kezdeti kontroljában, a monetáris és fiskális fegyelem erősítésében.

Az inflációs különbségek következtében azonban a reálárfolyam erőteljesen felértékelődött és emiatt romlott a cseh gazdaság ár versenyképessége. Az árversenyképesség romlása mellett kedvezőtlenül alakult a költség versenyképesség is a már jelzett lassú termelékenység növekedés következtében. A cseh korona leértékelését sem az 1997-es kiigazító lépések, sem az árfolyamsáv szélesítésére irányuló kísérletek nem tudták megakadályozni.

A leértékelési nyomás fokozódását és a rögzített árfolyam feladását követően a jegybank részére reális alternatíva csak a korona lebegtetése és ezzel párhuzamosan az inflációs célkitűzésre történő átállás volt. A kezdeti leértékelődést követően a korona árfolyama felértékelődött és megközelítette a rögzített árfolyamrendszer feladását megelőzően alkalmazott sáv szélső értékét.

21.Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A nemzeti valuta árfolyama USA dollárban	29.15	28.79	26.54	27.14	33.20	36.52	39.00	42.00	44.50	46.00
A nominális árfolyam százalékos változása		-1.23	-7.81	2.26	22.32	10.00	6.79	7.69	5.95	3.37
Reálárfolyam, ahol előző év-100	100.00	92.47	86.63	96.72	116.12	102.07	99.99	102.70	101.04	99.51

Hosszabb távon azonban nem számítunk jelentősebb felértékelődésre, tekintettel a folyó fizetési mérleg változatlanul magas - bár 1997-ben már csökkenő - hiányára, illetve a kamatlábak és kamatprémium mérséklődése miatt vélhetően csökkenő tőkebeáramlásra.

Mindezek következtében a nominális és reálárfolyam alakulásában azt prognosztizáljuk, hogy - a lebegő árfolyamrendszer jellegéből fakadóan - nagyobb időbeli szórás mellett a nominális árfolyam folyamatosan leértékelődik és a reálárfolyamban az 1997-et megelőzőnél jóval kisebb mértékű felértékelődésre kerül sor.

III.3. Lengyelország

22. Táblázat Az ország főbb adatai

Mutató	1997-es adat	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	38.6	382%
Terület (e km ²)	312	335%
Főváros	Varsó	na
Pénznem	zloty	na
Árfolyam (USD)	3.28	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	318	110%
GDP (Md USD)	133	302%
GDP/fő (USD)	3450	78%

A Lengyel Köztársaság lakossága 1997-ben közel 39 millió fő volt, területe több mint háromszorosa Magyarországnak. Mivel az egy főre eső GDP valamelyest elmarad a magyartól, a lengyel piac körülbelül háromszorosa a hazainak.

23. Táblázat. Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	17240	22895	24440	26600	29391	31910	35101	40643	45825
Import (mUSD)	21569	29049	37136	42800	46949	52064	57270	60965	65944
Külker. Forg. (mUSD)	38809	51944	61576	69400	76340	83974	92371	101609	111769
Külker. Egyenleg (mUSD)	-4329	-6154	-12696	-16200	-17558	-20154	-22169	-20322	-20118
Export növ. (% év/év)	21.9	32.8	6.7	8.8	10.5	8.6	10.0	15.8	12.8
Import növ. (%, év/év)	14.5	34.7	27.8	15.3	9.7	10.9	10.0	6.5	8.2
Külker. Forg. Növ. (% év/év)	17.7	33.9	18.5	12.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Deficit/forg.(%)	-11.2	-11.9	-20.6	-23.3	-23.0	-24.0	-24.0	-20.0	-18.0
Folyó fizetési mérleg (mUSD)	-944	5455	-1352	-4268	-3700	-4200	-4200	-3700	-3200
Folyó fizetési mérleg/gdp (%)	-1.10	5.00	-1.00	-3.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.4	-2.2
Éves átlagos infláció (% év/év)	32.0	28.0	20.0	15.0	13.0	11.0	10.0	8.0	8.0
GDP reálvál. (%, év/év)	5.2	6.5	6.0	6.9	6.0	6.0	5.0	4.0	4.0

Makrogazdasági helyzet és kilátások

1997 már az ötödik év volt, amikor a lengyel gazdaság jelentős konjunktúrát mutatott. A növekedés motorját az előző évekhez hasonlóan a belső keresleti tényezők - azon belül is a magánszektor beruházásai és a lakossági fogyasztás - jelentették. Az elmúlt esztendőben a magánberuházások reálértéken 22 százalékkal emelkedtek, amely nemzetközi összehasonlításban is kiugróan magas érték, míg a lakossági fogyasztás a bruttó hazai termékkel megegyező ütemben nőtt.

A fogyasztói árszínvonal emelkedésének üteme 1997-ben az előző évekhez hasonlóan tovább csökkent, de a régió fejlettebb országaihoz (Csehország, Szlovákia, Szlovénia, Horvátország) hasonlítva még mindig magas, éves átlagban 15 százalékos volt.

Az egyensúlyi jellemzőket figyelembe véve Lengyelország szintén egészséges gazdaság képét mutatja. A GDP-hez viszonyított költségvetési hiány immár négy éve 3-4 százalék körüli. Az 1998 márciusában bemutatott Kormányzati Közép Távú Pénzügyi Stratégia szerint a kiegyensúlyozott költségvetés - évről-évre javulást feltételezve - 2003-ban lesz megvalósítható. A külső egyensúly vonatkozásában 1997 első félévének növekvő külkereskedelmi egyensúlytalansága aggodalomra adott okot, de a második félévben az export növekedése már meghaladta az importét, amelynek eredményeként a folyó fizetési mérleg deficit ugyan 1 százalékról 3 százalék fölé nőtt a GDP-hez viszonyítva, de elmaradt a Lengyelországban már veszélyes mértékűnek tekintett 5-6 százalékos szinttől. 1998 első félévében az időarányos kereskedelmi és folyó fizetési hiány hasonlóan alakult az előző évhez képest. Ez egyelőre azt jelzi, hogy a konjunktúra importszükséglete jelentős ugyan, de az ebből adódó egyensúlytalanság nem jelent veszélyt a növekedési pályára, különösen akkor, ha figyelembe vesszük a tőkebeáramlás évről-évre növekvő mértékét.

A lengyel gazdaságra vonatkozó előrejelzésünk a fentiekből adódóan arra a feltevésre épül, hogy az évek óta tartó élénk konjunktúra 1997-től kezdődően kiszélesítette ugyan a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg hiányát, de az elkövetkező 4-5 évben nem válik a növekedési pálya jellemzőjévé a mélyülő külső egyensúlytalanság. A kezelhető folyó fizetési mérleg deficit és a fegyelmezett

költségvetési politika így lehetővé teheti, hogy a mikroszféra eddig halasztott reformjai (privatizáció gyorsítása, nehézipar és bányászat reorganizációja) felgyorsuljanak és ezzel tovább javuljanak a versenyképességi feltételek.

Nemzetközi és lengyel előrejelzések szerint a GDP jelenlegi növekedési üteme rövid és közép távon egyaránt tartható. Várakozásaink szerint a lengyel GDP 1998-99-ben 5-6 százalékkal bővülhet. 2000-2002-re ennél valamelyest kisebb növekedési ütemet prognosztizálunk. Ez utóbbi feltételezésünk egyrészt azon alapul, hogy a nemzetközi viszonylatban a fejlettebb országok esetében nem igen tapasztalható tartósan 5 százalék feletti konjunktúra, másrészt a kereskedelmi egyensúlytalanság csökkentése/szinten tartása érdekében olyan gazdaságpolitikai beavatkozás válhat szükségessé, amely valamelyest visszafogja a GDP bővülését. Ennek eszköze lehet például a jelenlegi monetáris gyakorlatban is alkalmazott kamatláb emelés és a kötelező banki tartalékráta növelése, de egyszeri árfolyam leértékelés, a lebegtetési sáv további bővítése és a lakossági kereslet korlátozása sem zárható ki.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg

A kereskedelmi és folyó fizetési mérlegre vonatkozó számszerű előrejelzésünkben lényegében a prognózis készítéshez alapfeltételezésként választott pozitív forgatókönyvet mutatjuk be. E szerint az időszak első három évében mind a kereskedelmi, mind a folyó fizetési mérleg esetében tartósan fennmarad az egyensúlytalanság 1997-ben kialakult relatív mértéke, és 2001-2002-ben is csak mérsékelt javulásra számíthatunk. A kereskedelmi deficit forgalomhoz viszonyított aránya 1998-2000-ben 23-24, 2001-2002-ben 18-20 százalékos lehet. A folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított hiánya az időszak első felében 3, a másodikban 2 százalék körül alakulhat.

Infláció

Az árszínvonal alakulására vonatkozó prognózisunkban nem valószínűsítjük, hogy az infláció 1991 óta tartó csökkenésének tendenciája 1998-ban megtörne. A többi kelet-európai ország tapasztalata alapján azonban az előző évekhez viszonyítva csak kisebb mértékű javulást tartunk reálisnak. Ezt elsősorban az indokolja, hogy az

alacsonyabb infláció az átmeneti országokban "ragadósabbnak" bizonyul: 20 százalék alatt az ütem csak kis lépésekben csökkenthető.

Ráadásul közvetlenül és áttételesen is addicionális inflációs nyomást gyakorolhat 1998-ban, hogy a korábbi éveknél szélesebb körben kerül sor a hatóságilag szabályozott termékek, közöttük az energia árának növelésére. Az infláció szempontjából további veszélytényezőként jelentkezik, hogy a gyors és tartós reál GDP növekedés magas reál bérnövekedést eredményezett 1996-1997-ben és hasonló tendencia várható 1998-ban is. A reálbérek növekedése és ennek a lakossági és a végső fogyasztás, illetve a folyó fizetési mérleg hiány bővülésére gyakorolt hatása továbbra is rendkívül szigorú monetáris politikát, magas reálkamatlábakat igényel, ami a tőkebeáramlásokat ösztönző tényező lesz a jövőben, ami szintén lassíthatja a dezinflációt. Az említett nehézségekkel szemben a dezinfláció szempontjából kedvező, hogy a költségvetési politika egyre szigorúbb annak érdekében, hogy a relatív árak kiigazítása zömében befejeződött és hogy az árfolyam alakulása kedvező.

Mindezek miatt 1998-ra 13 százalékos, 1999-2000-re 10-11 százalékos árszint emelkedést várunk. Az egyszámjegyű infláció elérését csak az előrejelzési időszak utolsó két évében tartjuk reálisnak.

Államháztartás

Az államháztartási stock és flow pozíciójának tartós javulása figyelhető meg 1994 óta: ez megnyilvánul az államháztartási hiány és a konszolidált államadósság látványos csökkenésében. Az államháztartási mutatók kedvező alakulása mögött részben a gyors reál GDP növekedés áll, amelynek pozitív hatása jelentkezik az elsődleges egyenlegre illetve a kamatkidadások és az adósság GDP arányos szintjére. A kedvező folyamatok mögött meghúzódó másik tényező a költségvetési politika jellegének az elmúlt évek során bekövetkezett fokozatos szigorítása, amely növekvő elsődleges többletekben nyilvánult meg. A szigorodó fiskális politikával is kívánja a kormány a magán fogyasztás és beruházások növekedésének folyó fizetési mérleg egyenlegre gyakorolt negatív hatását ellensúlyozni, illetve mérsékelni az államháztartás finanszírozás szükségletének szintjét, amely a rövidtávú spekulatív tőkebeáramlások egyik fő mozgatóereje.

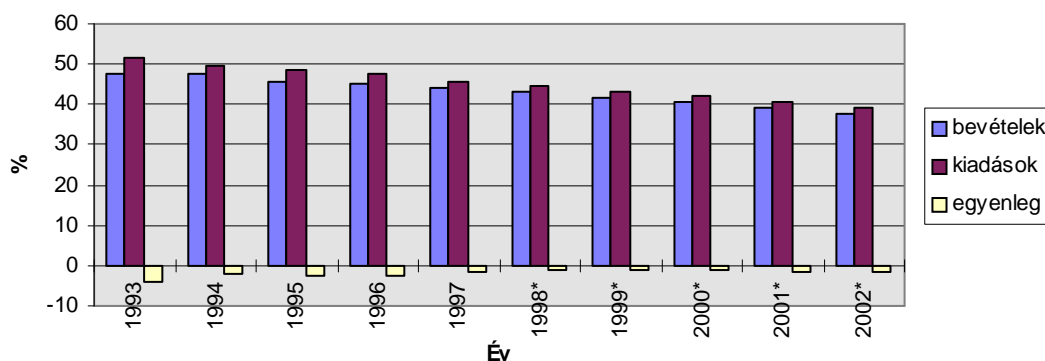
24. Táblázat Az államháztartás és a költségvetés egyenlege a GDP százalékában

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	-2.8	-2.7	-2.6	-2.5	-1.4	-1.2	-1.0	-1.0	-1.5	-1.5
Államháztartási egyenleg	-4.0	-2.0	-2.7	-2.5	-1.7	-1.3	-1.2	-1.2	-1.5	-1.5

Az államháztartási hiány és a konszolidált államadósság további csökkenésére számítunk a táblázatban mutatott dinamika alapján az előrejelzési időszakban. A csökkenéshez változatlanul hozzájárul a költségvetési politika restriktív jellege, valamint a dinamikus reál GDP növekedés kedvező hatása. Addicionális tényezőként jelentkezik az infláció fokozatos mérséklődése, amely mind az elsődleges egyenleg mind a nominális kamatkidadások alakulására kedvező hatású lesz.

3. grafikon

Az államháztartás bevételei és kiadásai a GDP százalékában



A költségvetés számára elsődleges terhet az elosztási rendszerek és ezen belül a nyugdíjrendszer reformja jelent, amelyre elengedhetetlenül szükség van, hiszen a kelet-európai országok között Szlovénia mellett Lengyelországban a legmagasabb a nyugdíjkiadások szintje, a GDP 15 százalékát is eléri. A reform átmenetileg növelheti az államháztartási hiányt, de hatása, jellegéből fakadóan, nem lesz erőteljes és tartós. A reform eredményeképpen várható, hogy fokozatosan mérséklődik az államháztartás redistribúciós és centralizációs részesedése, amely magasan tekinthető összevetve a többi kelet-európai gazdasággal. Az államháztartási kiadások és bevételek GDP arányos értékét a gyors reál GDP növekedés, az infláció és a konszolidált államadósság, valamint az adóterhek várható csökkenése mérsékli.

Kamatok, monetáris folyamatok

Lengyelországban tavaly kisebb változás következett be a monetáris politikában, amelynek elsődleges célkitűzésévé a folyó fizetési mérleg hiány további növekedésének és a cseh típusú valutaválság kialakulásának megakadályozása vált. A monetáris politikát determinálja az 1991 óta érvényes csúszó leértékeléses árfolyamrendszer, amelynek elsődleges célja többször változott az infláció és a versenyképesség között. Az árfolyamrendszerben a szélesebb sávok felé történő elmozdulás fő kiváltó oka a jelentős mértékű (eleinte a folyó fizetési mérleg többlete, majd 1995 óta a tökemérleg növekvő többlete miatti) deviza-beáramlás monetáris hatásainak csökkentése, és a beáramlás mérséklése volt.

A jegybank 1997-ben és 1998 első felében párhuzamosan igyekezett a dezinflációs célokat elérni, illetve mérsékelni a folyó fizetési mérleg hiány növekedésére ható tényezőket. Az első cél elérése érdekében mérsékeltek a havi leértékelés mértékét és szélesítették - a spekulatív tőkebeáramlások és ezek nem kívánt monetáris hatásainak korlátozása érdekében - az árfolyam lebegési sávját. A folyó fizetési mérleg célok teljesítéséhez a jegybank növelte a diszkont kamatlábakat, a megtakarítási hajlandóság és a kereskedelmi bankok által nyújtott kamatlábak növelése érdekében saját kötvény- és betétkonstrukciókat határozott meg, aktívan befolyásolva a piaci kamatlábak alakulását. A monetáris politika eredményes volt, mert erőteljesen csökkent - a növekvő tőkebeáramlások mellett is - a reál pénzmennyiség növekedési üteme, illetve a korábbi évekkal szemben pozitívak lettek a betéti reálkamatlábak.

25.Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	34.00	33.40	26.78	20.02	19.20	17.50	15.00	14.00	11.00	8.50
A hitelkamatlábak éves szintje	35.25	32.83	33.45	26.08	25.00	23.00	20.00	18.00	16.00	15.00
A reál betéti kamatlábak	-0.60	0.10	-1.32	0.22	4.30	4.50	4.00	4.00	3.00	1.50
A reál hitel kamatlábak	0.65	-0.47	5.35	6.28	10.10	10.00	9.00	8.00	8.00	8.00
Nominális kamatrés	1.25	-0.57	6.67	6.06	5.80	5.50	5.00	4.00	5.00	6.50

A monetáris feltételekben nem várható jelentős változás az előrejelzési időszakon belül. A monetáris politika változatlanul szem előtt tartja a minél erőteljesebb dezinflációt, illetve a folyó fizetési mérleg hiány mérséklését. A

fennmaradó csúszó leértékeléses árfolyamrendszer keretei között ezen célok elérésére a jegybanknak tág mozgásteret van. A monetáris politika restriktív marad, minden eszközt alkalmaz a pozitív reálhozamok fenntartása, a többi kelet-európai országhoz hasonlóan meglehetősen alacsony megtakarítási ráta növelése, illetve a várhatóan a jövőben is jelentős nettó deviza-beáramlás likviditást bővítő hatásainak semlegesítése érdekében.

A szigorú monetáris politikát jelzi, hogy az 1997-ben bekövetkezett emelkedésüket követően a jegybanki diszkont kamatok csak fokozatosan mérséklődnek és jóval az infláció szintje felett maradnak. Mivel ezen kamatoknak Lengyelországban erőteljes hatása van a piaci kamatok alakulására, ezért a nominális hitel- és betéti kamatok is csak fokozatosan mérséklődnek és a betéti és a hitel reálkamatlábak magasabbak lesznek az elkövetkező években, mint 1997 előtt.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Lengyelországban az 1991 májusig alkalmazott rögzített árfolyamrendszert követően áttértek a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer alkalmazására, amelyben a központi paritás leértékelésének ütemét váltakozva a folyó fizetési, illetve az inflációs célok határozták meg. Az 1996-ban, a hitelezőkkel megkötött megállapodást követően erőteljesen növekvő tőkebeáramlások korlátozása, a külföldi befektetők számára az árfolyamkockázat növelése érdekében, szélesítették a központi paritás körül alkalmazott lebegési sávot. A sáv a kezdeti +/- 2,25 százalékról több lépésben 1997 végéig +/-7 százalékra, majd 1998 elején +/-10 százalékra növekedett.

Az árfolyamrendszer sikeres volt a zloty reál felértékelődésének elkerülésében, mert a központi paritás leértékelődése kisebb eltérésekkel az inflációs eltéréseket követte és a zloty sávon belüli felértékelődésének hatását a munkatermelékenység növekedése semlegesítette. A sávon belül a zlotyra növekvő felértékelődési nyomás nehezedett eleinte a láthatatlan kereskedelemben keletkezett többlet beáramlása miatti deviza-beáramlás nyomán (1995-1996-ban), később a jelentős tőkebeáramlások következtében (1996-tól), amit a nominális jövedelemnövekedés korlátozása érdekében a jegybank által meghirdetett magas kamatlábak politikája nyomán, a zlotyban denominált befektetéseken kialakuló jelentős kamatfelár okozott.

Ugyanakkor az árfolyam-politika hozzájárult a dezinflációhoz is, mert az előre meghirdetett csökkenő mértékű leértékelés mérsékelte a kereskedelemben kerülő javak szektorában érvényesülő inflációt, illetve szigorú fiskális és monetáris politikát követelt meg.

Előrejelzésünk szerint az árfolyamrendszerben rövidtávon jelentősebb kiigazítás nem következik be. A csúszó leértékeléses rendszer fenntartása szükséges, figyelembe véve a folyó fizetési mérleg jelenlegi hiányát, illetve a gyors reál GDP növekedés nyomán 1999-2000-re megfogalmazott kilátásokat, valamint a lengyel és főbb kereskedelmi partnernek inflációs rátája közötti eltéréseket. Ugyanakkor a +/-10 százalékos lebegési sáv már kellően széles ahhoz, hogy a váratlan tőkeáramlásokat az árfolyamrendszer módosítása nélkül kezelni lehessen, illetve hogy a jegybank a korlátok módosulásának függvényében kellő rugalmassággal tudjon manőverezni az inflációs, illetve a folyó fizetési mérleg célok teljesítése között.

26. Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2002*
A nemzeti valuta árfolyama USA dollárban	1.81	2.27	2.42	2.70	3.50	3.75	4.05	4.40	4.83
Nominális árfolyam százalékos változása		25.41	6.60	11.57	29.62	7.14	8.00	8.64	5.00
Reálárfolyam ahol előző év-100	100.00	96.90	85.71	95.92	116.20	97.66	100.21	101.72	101.07

Az infláció mérséklődésével párhuzamosan a leértékelési ütem további csökkenésére lehet számítani, követve a havi leértékelésben idén bekövetkezett 0,2 százalékpontos mérséklődést. Figyelembe véve az inflációs prognózist 2000-2001-ig lehet szó a csúszó leértékeléses rendszer fenntartásáról, amit a minimálisra csökkenő lengyel-EU inflációs eltérések elérését követően felválthat az euroval szemben rögzített árfolyam alkalmazása és Lengyelország is beléphet az ERM-II árfolyam-mechanizmusba.

Az említett előfeltevések alapján csökkenő ütemű nominális árfolyam leértékelődésre számítunk, bár az egyes évek között a sávon belüli mozgás következtében nagyobb árfolyammozgások is elképzelhetők. Emellett tovább

folytatódik a zloty enyhe reálfelértékelődése, amelynek mértéke - figyelembe véve az inflációs eltérések csökkenését - nem fogja meghaladni a korábbi éveket.

III.4. Horvátország

27. Táblázat: Az ország főbb adatai

Mutató	Mutató	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	4.5	45%
Terület (e km ²)	56	60%
Főváros	Zágráb	na
Pénznem	kuna	na
Árfolyam (USD)	6.16	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	583	202%
GDP (md USD)	18	41%
GDP/fő (USD)	4243	96%

Az 56 ezer négyzetkilométer területű Horvátországban 1997-ben 4.5 millióan éltek. Az egy főre eső GDP megközelíti a magyar szintet, az átlagbér kétszerese a hazainak. A dollárban számolt GDP alapján a horvát piac nagyságrendileg a szlovákkal és a szlovénnal megegyező nagyságú.

28. Táblázat Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	4260	4633	4512	4341	4284	4331	4931	5247	5583
Import (mUSD)	5229	7510	7788	9123	9315	8996	8396	8746	9109
Külker. Forg. (mUSD)	9489	12143	12300	13464	13599	13327	13327	13993	14693
Külker. Egyenleg (mUSD)	-969	-2877	-3276	-4782	-5031	-4664	-3465	-3498	-3526
Export növ. (% , év/év)	9.10	8.70	-2.06	-3.07	-1.30	1.11	13.8	6.40	6.40
Import növ. (% , év/év)	12.00	43.00	3.07	17.01	2.10	-3.40	-6.7	4.10	4.10
Külker. Forg. Növ. (% , év/év)	10.72	27.97	1.29	9.46	1.00	-2.00	0.00	5.00	5.00
Deficit / forg. (%)	-10.20	-23.69	-26.06	-35.50	-37.00	-35.00	-26.00	-25.00	-24.00
Folyó fizetési mérleg (mUSD)		-1183	-881	-2200	-2100	-2000	-1200	-1100	-900
Folyó fizetési mérleg / gdp (%)			-7.06	-12.00	-9.09	-9.3	-6.0	-6.0	-5.0
Éves átlagos infláció (% , év/év)	97.60	2.00	3.05	3.06	4.00	6.0	10.0	7.0	6.0
GDP reálvál. (% , év/év)	0.80	2.00	3.05	5.05	5.00	3.0	3.0	4.0	4.0

Makrogazdasági helyzet és kilátások

Az elmúlt három évben a horvát gazdaság kiegyensúlyozott növekedést és pénzügyi stabilitást mutat. Közép távon a konjunktúra sebezhetőségét leginkább a növekvő külső egyensúlytalanság és a GDP keresleti oldalának szerkezete jelentheti.

A horvát növekedési pályára jellemző, hogy a beruházások folyamatos csökkenése miatt az élénkülés elsősorban a lakossági és állami keresletre épül. A beruházási trenddel kapcsolatban tapasztaltak ellentmondani látszanak annak a sokat hangoztatott feltevésnek, hogy az ország a háborút követően "újjáépítési periódusban" van. Egy, a témában készített elemzés rámutatott, hogy a háborús konfliktus relatíve kismértékben károsította az ország termelői bázisát és infrastruktúráját. Az ország 25 százalékát kitevő, szerbek által elfoglalt területek pedig, - ahol a pusztítás a legnagyobb volt - gazdaságilag jelentéktelennek számítanak. A jelenlegi számítások szerint a háború az ipari kapacitások 5-10 százalékát semmisítette meg fizikailag. A legnagyobb károkat viszont olyan nagyvállalatok (Sisak Vasmű, Djuro Djakovic Gépgyár) szenvedték el, amelyek egyébként is jelentős racionalizálás elé néztek. A növekedési tartalékok szempontjából az újjáépítési kereslet húzóhatásánál nagyobb szerepet játszhat Kelet-Szlavónia újraintegrálásának folyamata.

A belső keresletszabályozás tekintetében a következő évek legnagyobb kihívása a horvát kormányzat számára a bérkiáramlás visszafogása. A kérdés már 1996 óta napirenden van, de érdemi lépésekre nem került sor. A fogyasztást korlátozó intézkedések politikai feltételei szempontjából kedvezőtlen, hogy a közgondolkodás szerint az ország a háborús években már "megfizette az átalakulás árát", emiatt minden további áldozatvállalással szemben negatív az uralkodó hozzáállás.

A makrofolyamatok közül a külkereskedelem mutatja a legkedvezőtlenebb képet. A deficit 1995-ben indult jelentős emelkedésnek, amikor az előző évhez képest megháromszorozódott, és így megközelítette a 3 milliárd dollárt. 1996-ban a tendencia folytatódott és 1997-ben tovább gyorsult. Tavaly a kereskedelmi mérleg már 4,7 milliárd dolláros deficitet mutatott, amely mind a teljes forgalomhoz, mind az ország GDP-jéhez viszonyítva kritikus nagyságúnak számít. A kereskedelmi mérleg deficitjét a fizetési mérleg egyéb tételei a kedvező idegenforgalmi idény ellenére sem tudták ellensúlyozni. A mérleg GDP-hez viszonyított hiánya elérte a 12 százalékot, amely rekordnagyságúnak számít az átalakuló országok körében.

A makrogazdasági helyzet közép távú alakulására vonatkozó várakozásaink szerint a konjunktúra kisebb ingadozásokkal fennmarad. Ennek legfontosabb feltétele, hogy a kedvezőtlen kereskedelmi folyamatok kezelése céljából importkorlátozó intézkedések kerüljenek bevezetésre, illetve megvalósuljon a belső jövedelemkiáramlás korlátozása.

1998 tekintetében még nem körvonalazódik stabilizációs célú gazdasági fordulat. A tavalyi év fő makrogazdasági tendenciáinak folytatódása tűnik a legvalószínűbbnek: a növekedés fennmarad, de a külső egyensúly tovább romlik. Csehországhoz és Szlovákiához hasonlóan importletéti rendszer vagy átmeneti pótitelék bevezetése 1999-ben várható, de számottevő javulást igazán csak a kuna leértékelésétől várhatunk, amelyet 2000-re prognosztizálunk. E szerint a forgatókönyv szerint a kereskedelmi egyensúlytalanság kezelésének a Csehországban megfigyelt útját járja be Horvátország is: a probléma kezelésének halogatása, importkorlátozó intézkedések bevezetése, leértékelés és keresletkorlátozás.

A várható kereskedelmi kiigazítás és restriktív intézkedések a növekedési kilátásokat is befolyásolják. Azzal számolunk, hogy hatásuk számszerűsíthetően először az 1999-es GDP-mutatóban jelenik meg. Emiatt 1998-ra még a GDP növekedési ütemének változatlan javulását (5 százalék), 1999-2000-re viszont a növekedési ütem mérséklődését várjuk (3 százalék). 2001-ben a növekedési kilátások szempontjából a beruházási kereslet és a leértékelések hatására javuló exportteljesítmény lehet meghatározó. Emiatt erre és az ezt követő évre a növekedési ütem emelkedését prognosztizáljuk, melynek értéke ismét 4-5 százalék körül lehet.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg

A kereskedelmi folyamatokra vonatkozó előrejelzésünk szerint, a gazdaságpolitikai kiigazítás eredményeként 1999-től kezdődően a deficit forgalomhoz viszonyított súlya csökken. A jelenség az 1999-2000-ben enyhén csökkenő, illetve stagnáló, 2001-2002-ben pedig növekvő kereskedelmi forgalom mellett azt eredményezné, hogy a deficit 3 milliárd dollár közelébe csökkenhetne. A bemutatott szcenarió szerint a kereskedelmi deficit csökkenése a folyó fizetési egyenleg GDP-hez viszonyított arányában 6 százalékpontos javuláshoz vezetne.

Infláció

Az inflációs előrejelzés bázisadatai tekintetében fontos, hogy Horvátország a gazdasági transzformáció eddigi történetének legsikeresebb monetáris stabilizációját hajtotta végre. A horvát áremelkedési ütem - az 1994-es csaknem 100 százalékos inflációt követően - 1995 után 1996-ban és 1997-ben is a legalacsonyabb volt a régióban. 1998-ra az enyhe növekedési trend folytatódását várjuk, így az áremelkedés megközelítheti az 5 százalékot. (Ennél nagyobb inflációt indokolhatna a 22 százalékos kulcsú általános forgalmi adó 1998 januári bevezetése, de ez ellen a következtetés ellen szól, hogy az új adófajta bevezetésével párhuzamosan a forgalomhoz kapcsolt adók bonyolult rendszerét törölték el, amely összességében hasonló nagyságú adóterhet jelentett). Az infláció mérsékelt ütemének fennmaradásában döntő szerepet játszik a kuna rögzített árfolyama, valamint az árfolyamhorgonyt megtámasztó szigorú monetáris politika, amelyek hatását a fiskális problémák éleződése sem semlegesítette.

Az infláció jelentősebb emelkedésére a kuna várható leértékelésének hatására 2000-ben kerülhet sor. Ennek azonban nem várható tartós inflációgerjesztő hatása, mert a horvát gazdaságban nem alakultak ki erőteljes inflációs várakozások és mert a költségvetési és monetáris politika rendelkezik kellő mozgástérrel a leértékelés hatásainak kezelésére. Mindezek eredményeképpen az átmeneti gyorsulást követően az inflációs ütem fokozatos, lassú csökkenésével számolunk.

Államháztartás

Horvátország költségvetési és államháztartási egyenlege az elmúlt 5 évben kedvezően alakult, ami figyelemre méltó teljesítmény, ha tekintetbe vesszük hogy háborús körülmények között általában jelentős költségvetési hiány jellemzi a gazdaságokat. A költségvetési szigor alapvetően magyarázható az 1995 óta alkalmazott árfolyamalapú stabilizációs politikával, hiszen a rögzített árfolyam fenntarthatósága alapvetően függ a költségvetési szigortól.

Másfelől az árfolyamalapú stabilizációs politika makrogazdasági következményei - ezen belül elsősorban az alacsony infláció és a kedvező reál GDP növekedés - pozitívan befolyásolták a költségvetési egyenleget. Ráadásul Horvátország számos, a költségvetés kiadási oldalát mérséklő reformot hajtott végre (pl. a támogatások leépítése, illetve a nyugdíjrendszer reformja), miközben

ugyanakkor nem jelent meg a költségvetés kiadási oldalán a devizaadósság után teljesítendő kamatszolgálat.

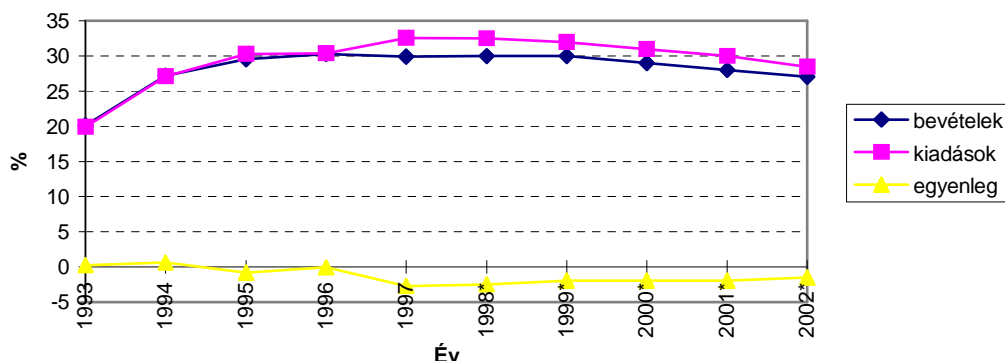
29. Táblázat Az államháztartási és költségvetési egyenlegek alakulása a GDP százalékában 1993-2002 között

Mutató	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	0.2	0.6	-0.8	-0.1	-2.7	-2.5	-2.0	-2.0	-2.0	-1.5
Államháztartási egyenleg	-0.7	1.7	-1.5	-1.0	-3.5	-3.5	-3.5	-3.0	-3.0	-3.0

A kezdeti sikerekkel szemben tavaly már a fellazulás jelei mutatkoztak a horvát költségvetésen belül. Ehhez hozzájárult a gazdaság élénkítésében a fiskális politika által betöltött szerep, ami elsősorban a tőkekiadások (háborút követő újjáépítés és autópálya építés) növekedésében jelentkezett, valamint a reáljövedelmek jelentős emelkedése, amely különösen érzékenyen érintette az államháztartást. Adicionális problémát jelent, hogy a bankrendszer által az elmúlt években felhalmozott problémák most jelentkeznek és a bankcsődök elkerülése érdekében elkerülhetetlen egyes bankok állami megsegítése. Mindezek nyomán az államháztartási hiány/GDP mutató nagysága a korábbi évek átlagosan 1 százalékaról 3,5 százalékra emelkedett.

4. grafikon

A központi költségvetés kiadásai és bevételei a GDP százalékában



A jövőben két ellentétes tényező alakítja majd a költségvetés és az államháztartás egyenlegét. A kuna árfolyamának fenntartása, valamint a folyó fizetési mérleg hiányának csökkentése szigorú fiskális politikát, a költségvetési és az

államháztartási hiány mérséklését igényli. Ehhez nincs szükség jelentős korrekcióra az elsődleges egyenlegben és a költségvetési politika jellegében, mert az alacsony államadósság következtében alacsonyak a költségvetés kamatkidadásai. Másfelől számos tényező jelentős nyomást gyakorolhat a költségvetési politikára: ezek közül a legfontosabbak a nyugdíjreform rövidtávú fiskális hatásai, a horvát bankrendszer konszolidálásával összefüggő terhek és az elosztásos technikák preferálása a privatizációban.

Feltevésünk szerint összességében az említett ellentétes tényezők hatására enyhén javul a költségvetés és az államháztartás egyensúlya, de a hiány várhatóan meghaladja a korábbi évekre jellemző szintet. Az állami újraelosztás ezzel szemben fokozatosan mérséklődik: ezt lehetővé teszi a reál GDP változatlanul erőteljes növekedése, valamint az államháztartási reformok kiadásokat csökkentő hatása.

Kamatok, monetáris folyamatok

A kuna márkához történő rögzítését követően - kihasználva a rögzített árfolyam monetáris politika hitelességét erősítő hatását, valamint közvetlen dezinflációs következményeit - meredeken csökkent az infláció és ennek megfelelően a nominális kamatlábak. A monetáris politika elsődleges célja az infláció mérséklése és a rögzített árfolyam fenntartása volt, amely nominális horgonyként irányította a jegybank lépéseit. A rögzített árfolyam fenntartása és a monetáris célok teljesítése könnyebb volt, mint számos más kelet-európai gazdaságban.

A jegybank dolgát egyszerűsítette, hogy a hiperinfláció rövid (bár a teljes jugoszláv háttérrel figyelembe véve már hosszabb) időszaka alatt nem alakultak ki erőteljes inflációs várakozások, hogy a fizetési mérleg tételek részleges konvertibilitása miatt korlátozott volt a nettó tőkebeáramlás. Mindezek következtében más kötött árfolyamrendszerrel rendelkező (kelet-európai) gazdasággal összevetve nem volt szükség széleskörű jegybanki intervenciókra.

A monetáris politika ezzel együtt szigorú maradt, nem engedte hogy a pénzmennyiség hiperinflációt követően elkerülhetetlen remonetizáláson túlmenő mértékben növekedjen. A jövőben is változatlanul szigorú monetáris politikával számolunk, sőt a restriktív jelleg erősödhet is. Ezt indokolja, hogy a gazdaságban már kritikus szintre emelkedett a folyó fizetési mérleg hiánya és ennek - illetve a belföldi

kereslet emögött meghúzódó növekedésének - kezelésére jegybanki lépésekre van szükség.

Másrészt a folyó fizetési mérleggel párhuzamosan gyorsan növekszik az államháztartási deficit is, és ennek inflációra, illetve külső egyensúlyra gyakorolt negatív hatása. Végezetül a jegybank az infláció gyorsulásával is számolhat, tekintettel az árliberalizálási lépésekre és a deficit növekedésére.

30. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	8.00	11.00	8.00	8.00
A hitelkamatlábak éves szintje	1443.00	22.91	20.24	22.52	15.47	18.00	18.00	20.00	15.00	14.00
A reál betéti kamatlábak	-91.85	3.75	2.25	2.15	-1.00	2.00	2.00	1.00	1.00	2.00
A reál hitel kamatlábak	-74.69	18.24	19.02	11.87	11.00	14.00	12.00	10.00	8.00	8.00
Nominális kamatrés	1437.25	17.16	14.49	16.77	9.72	12.00	10.00	9.00	7.00	6.00

Az említett makrogazdasági folyamatok, illetve monetáris politikai változások tükröződnek a kamatlábak és pénzmennyiség alakulásában is. Az elmúlt évek fokozatos csökkenését követően a nominális kamatlábak (elsősorban a hitelek, de kisebb mértékben a betétek esetében) növekedni fognak, jelezve a gyorsuló inflációt illetve a kuna várható leértékelése nyomán a piaci kamatok növekedését.

Az előrejelzési időszak vége felé az infláció mérséklődésével és az árfolyam stabilitás helyreállításával vélhetően ismételten mérséklődnek a hitel- és betéti kamatlábak. Az elkövetkező években a nominális kamatrés szűkülését valószínűsítjük figyelembe véve a már bekövetkezett, illetve folyamatban lévő bankprivatizációs lépéseket, valamint a külföldi bankok erősödő piaci jelenlétének versenyt növelő hatását.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Horvátország esetében az árfolyam-politika mozgásterét meghatározza az 1995-ben, a kuna német márkával szemben történt teljes körű rögzítésével végrehajtott árfolyamalapú stabilizációs program. A programban a kuna rögzített árfolyama kitüntetett szerepet játszott. Tekintettel arra, hogy az elsődleges cél a dezinfláció volt, ezért a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg hiányának növekedését a gazdaságpolitika tolerálta.

A rögzített árfolyam a költségvetési egyensúly romlásával, a felgyorsuló jövedelemkiáramlással, valamint a kereskedelemben kerülő javak szektorának alacsony versenyképességével párosulva szükségszerűen vezetett a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg hiányának kritikus szintre növekedéséhez. A folyó fizetési mérleg hiányának emelkedését eddig részben ellentételezte a tőkemérleg növekvő többlete, de az 1997-es jelentős hiány már nem volt finanszírozható a tőkebeáramlások segítségével.

Figyelembe véve a kuna árfolyamának említett kitüntetett szerepét nem valószínű, hogy rövidtávon a külső mérleg romlásának korrekciójára jelentősebb árfolyam kiigazítással kerülne sor. Ennél nagyobb az esélye, hogy az importkereslet növekedését fékező lépések kerülnek bevezetésre, amelyek részben az adminisztratív korlátozások alkalmazására, részben a reáljövedelmek gyorsuló ütemű növekedésének korlátozására irányulnak.

Figyelembe kell venni azonban, hogy a horvát gazdaság esetében nemcsak az egyenleg alakul kedvezőtlenül, de rendkívül alacsony a nyitottság mértéke is. Emiatt az export növelésére és ezáltal a kereskedelmi mérleg hiányának csökkentésére kisebb lehetőség van. Abban az esetben, ha ezen makrogazdasági lépések nem lesznek elégségesek a gyorsan növekvő folyó fizetési mérleg hiány csökkentésére, akkor elkerülhetetlenek lesznek árfolyam-politikai lépések is, amelyekre két ütemben kerülhet sor.

A kuna árfolyamának egyszeri leértékelését megelőzheti a rögzített árfolyam melletti árfolyamsávok szélesítése, amely anélkül eredményezheti az árversenyképesség javulását, hogy megszüntetné a kuna mint nominális horgony stabilizáló szerepét. A sávszélesítés azért is fontos Horvátország esetében, mert a folyó fizetési mérleg relatíve számottevő hiányára és a jelentős reálkamatlábak mellett a tőkebeáramlások további növekedésére kell a következő években számítani és erre árfolyam-politikai oldalról megfelelő reagálási alapot biztosíthat az árfolyamsáv szélesítése. A szélesítéssel egyben kezelhető lenne a leértékeléstől való ódzkodás fő tényezője, nevezetesen hogy ennek nyomán elveszik a gazdaságban a kitüntetett nominális horgony, hiszen változatlan központi paritás párosulna a szélesebb lebegési sávval.

Mivel azonban 1999-ig nem változik jelentősen a folyó fizetési mérleg egyenlege és dinamikája, illetve az export növekedési üteme, akkor elkerülhetetlen lesz a kuna leértékelése. Ez véleményünk szerint egyszeri korrekció lesz és nem fog a mai árfolyamrendszer feladásával jární. Abban az esetben, ha a leértékelést követően az infláció alacsony marad, szigorú pénzpólitika érvényesül és végrehajtnak a termelékenységét és versenyképességet javító mikrogazdasági reformok, akkor fennmaradhat a mai árfolyamrendszer és a jövőben időszakos korrekciókra kerülhet sor a fizetési mérleg problémák függvényében.

31. Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 közöttre

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Nemzeti valuta árfolyama US dollárban	3.59	6.00	5.23	5.43	6.30	6.43	7.39	7.53	7.90	8.31
A nominális árfolyam százalékos változása		67.113	-12.833	3.824	16.022	2.063	14.930	1.894	4.914	5.19
A reálárfolyam ahol előző év=100		87.11	88.02	103.32	115.35	98.24	109.60	97.17	101.94	103.18

Összességében az árfolyamrendszer az 1999-ben várható leértékelést követően fennmaradhat a mai rögzített módon, de várhatóan Horvátország is szélesíteni fogja a központi paritás körüli ma még jelentéktelen lebegési sávot.

III.5. Szlovénia

32. Táblázat: Az ország főbb mutatói

Mutató	1997-es adat	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	1.98	20%
Terület (e km ²)	20	22%
Főváros	Ljubjana	na
Pénznem	tollár	na
Árfolyam (USD)	159.7	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	888	307%
GDP (md USD)	17	39%
GDP/fő (USD)	8854	201%

Szlovénia a régió belül kis országnak számít. Hazánk mind a terület, mind a népesség tekintetében körülbelül ötször akkora. Az egy főre eső GDP viszont kétszerese, a bruttó havi átlagkereset pedig háromszorosa a magyar szintnek. A relatíve magas fizetőképes kereslet miatt Szlovénia körülbelül megegyező nagyságú piacot jelent, mint a kétszer akkora Szlovákia.

33. táblázat Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	6828	8316	8310	8371	8375	8747	9135	9592	10018
Import (mUSD)	7304	9492	9421	9353	9349	9863	10405	10926	11526
Külker. Forg. (mUSD)	14132	17808	17731	17724	17724	18610	19541	20518	21544
Külker. Egyenleg (mUSD)	-476	-1176	-1111	-982	-975	-1117	-1270	-1334	-1508
Export növ. (%, év/év)	12.20	21.70	-0.07	0.73	0.04	4.44	4.44	5.00	4.44
Import növ. (%, év/év)	12.40	29.90	-0.70	-0.70	-0.04	5.50	5.50	5.00	5.49
Külker. Forg. Növ. (%, év/év)	12.30	26.01	-0.43	-0.04	0.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Deficit/forg. (%)	-3.37	-6.60	-6.27	-5.54	-5.50	-6.00	-6.50	-6.50	-7.00
Folyó fizetésimérleg (mUSD)	600	-23	39	70	-50	-100	-150	-150	-170
Folyó fizetési mérleg /gdp (%)	3.40	-0.20	0.20	0.00	-0.30	-0.50	-0.70	-0.60	-0.70
Éves átlagos infláció (%, év/év)	20	13	10	9	9	8	8	7	7
GDP reálvál. (%, év/év)	5.50	3.90	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00	2.00	2.00

Makrogazdasági helyzet és kilátások

Szlovénia a makrogazdasági adatokat tekintve a régió legstabilabb és legfejlettebb gazdaságának számít. A fejlettségbeli előnyt jól mutatja, hogy 1997-ben az egy főre jutó GDP - mind vásárlóerő paritásos mind folyó árfolyamon számolva - a legmagasabb volt a rendszerváltó országok közül.

A bruttó hazai termék 1996-1997-ben egyenletesen 3 százalékos körüli mértékben bővült és eközben mind a külső, mind a belső egyensúlyt sikerült megőrizni. Mindez a növekedés fenntarthatóságát mutatja. A kereskedelmi mérleg az elmúlt három évben 1 milliárd dollár körüli deficitet mutatott, de ezt a fizetési mérleg egyéb tételeinek többlete szinte teljesen ellentételezte: a folyó fizetési mérleg egyenleg/GDP mutató folyamatosan -1 százalékos belül maradt. A kereskedelmi hiány relatív súlya a többi rendszerváltó ország mutatójához képest alacsony, az elmúlt három évben a hiány a teljes forgalom 5-7 százalékát tette ki.

A központi költségvetés 1995-1996-ban enyhe szufficitet jelzett. 1997-ben kis mértékű hiány képződött, amely a GDP 1,2 százalékával volt egyenlő. Az egyensúlytalanság - akár az érvényes EU kritériumok alapján is - bőven az elfogadható szinten belül van, a trend változása mégis figyelmeztető lehet. Emiatt az IMF tavaly határozottan felszólította Szlovéniát, hogy tegyen meg minden szükséges lépést a költségvetés kiegyensúlyozottá tételére. A kritika csak tüneti jelleggel vonatkozott a költségvetési folyamatokra, a háttérben a szerkezeti változásokkal kapcsolatos nemzetközi elégedetlenség húzódtott meg. A legfontosabb ezek közül a biztosítási és bankszektor reformja, a munkaerőpiac rugalmasabbá tétele és az ország megnyitása a külföldi verseny előtt, amelyhez nélkülözhetetlen a külföldi tőkebefektetések liberalizálása, elsősorban az olyan jelenleg stratégiai nyilvántartott és emiatt korlátozások alá eső szektorokban, mint a távközlés, energetika és a média.

A középtávú konjunktúra prognózis arra a feltevésre épül, hogy a kedvező egyensúlyi mutatók által teremtett gazdaságpolitikai mozgástér lehetővé teszi és az EU tagságra való felkészülésből fakadó nemzetközi nyomás pedig rákényszeríti Szlovéniát a szükséges strukturális reformok végrehajtására és a szabályozási hiányosságok pótlására. Mindezek miatt a szlovén gazdaság esetében az elkövetkezendő 5 éves időszakra reálisnak tartjuk a nagyobb megrázkódtatások nélkül fenntartható egyenletes növekedést.

A szlovén konjunktúra adatok vizsgálatánál fontos ismételt felhívni a figyelmet az ország régió belüli relatív fejlettségére. Emiatt Szlovénia esetében kisebb az esély olyan mértékű tartós kibocsátás növekményre, amely például a szlovák és a lengyel esetben tapasztalható 5-6 százalékos GDP javulást eredményezhetne. Az elkövetkező három évben továbbra is reálisnak tartjuk a 3 százalék körüli kibocsátás bővülést, ezt követően a GDP növekedése az EU átlag körüli 2 százalékos szinten stabilizálódhat.

Külkereskedelem

A kereskedelmi folyamatokat áttekintve látható, hogy a kereskedelmi mérleg romlása 1993-ban kezdődött: az 1992-es fél milliárd dolláros többletet követően fél milliárdos deficit alakult ki. 1994-ben a deficit változatlan maradt, 1995-ben viszont megduplázódott és azóta közel változatlan szinten stabilizálódott. A jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján nincs okunk feltételezni, hogy a tendencia megváltozna. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az 1997-től 2003-ig terjedő időszakban a kereskedelmi deficit teljes forgalomhoz viszonyított aránya az előző három évet jellemző 5-7 százalékos sávban fog alakulni, enyhe növekedési tendencia mellett. Ez azt jelentené - 1999-től egyenletes 5 százalékos forgalombővülést feltételezve - hogy a deficit dollárban számolva az előrejelzési időszak végére elérné a másfél milliárdos szintet. Az egyenletes konjunktúrára vonatkozó várakozások miatt a hiány abszolút növekménye ellenére a folyó fizetési mérleg deficit alacsony szinten marad.

Infláció

Szlovénia egyike azon kelet-európai gazdaságoknak, ahol az inflációt sikerült egy számjegyre mérsékelni az 1992-es hiperinflációt követően. Az infláció csökkenésében elsődleges szerepet a lebegő árfolyamrendszer fenntartása érdekében alkalmazott szigorú monetáris politika, illetve a kiegyensúlyozott költségvetési politika játszotta. Addicionális tényezőként jelentkezett a nominális és a reálárfolyam felértékelődése is, ami a folyó fizetési és tőkemérleg jelentős többlete nyomán tartós folyamatnak bizonyult.

Ugyanakkor a további dezinfláció megtorpant és a pénzromlás 10 százalék körüli maradt. Ehhez hozzájárult a reálbérek és jövedelmek erőteljes növekedése, illetve az átfogóan alkalmazott indexálási eljárások (amelyekkel éppen a gazdasági szereplőket védték az infláció reálhatásaitól). Ez utóbbiak esetében különösen káros volt a nominális bérek kiigazítására alkalmazott formula, amely meghatározó volt a termelékenység emelkedését meghaladó reálbér növekedésben. A képletet 1997-ben módosították (évente egyszeri és kisebb mértékű inflációs indexálásra áttérve) és ennek hatása érvényesült is a nominális és a reálbérek tavalyi változásában.

Az előrejelzési időszakon belül az infláció további fokozatos csökkenésére számítunk. A dezinflációra hatást gyakorol, hogy a 10 százalék körüli infláció mellett a piaci indíttatású árnövekedéssel szemben az utóbbi két évben végrehajtott árliberalizálás nyomán erősödött az adminisztratív árak korrekciója. Ez annyiban kedvező, hogy a liberalizációból eredő áremelkedés egyszeri jelenség lehet és a gazdaság a liberalizálás hatásának lecsengését követően könnyebben térhet vissza az alacsonyabb inflációs szintre a változatlan piaci indíttatású maginfláció mellett. Ugyanakkor rövidtávon a jelentősebb ütemjavulás ellen szól, hogy az elkövetkezendő időszakban további árliberalizációs lépések és az általános forgalmi adó bevezetése várható és a nagyfokú vállalati önállóság valamint a szakszervezetek ereje miatt (az 1997-es sikerek ellenére is) kérdéses milyen mértékben lesznek megvalósíthatók a központi bérszabályozási elképzelések.

Az infláció szempontjából meghatározó lesz a költségvetési egyenleg alakulása is, amely 1997-ben hosszú időszak után először mutatott hiányt. A dezinfláció fontos előfeltétele lenne a hiány mérséklése, amivel meg lehetne támogatni a monetáris politikát, amely változatlanul szigorú marad a fizetési mérleg és az árfolyamcélok teljesítése érdekében, segítve a dezinflációs politikát. A szigorú monetáris politika (és ezen belül a nettó deviza-beáramlás erőteljes sterilizálása, illetve mennyiségi korlátozása) különösen fontos hiszen a jövőben is jelentős deviza-beáramlás várható.

Államháztartás

Szlovénia egyike azon átalakuló gazdaságoknak, ahol hosszú távon is sikerült kedvező államháztartási és különösen költségvetési pozíciókat fenntartani, amihez több tényező együttes hozzájárulása volt szükséges. Kedvezően érintette a

költségvetési egyensúly alakulását, hogy a jugoszláv devizaadósság felosztásáig nem kellett a külső adósságot törleszteni, illetve a hitelezőkkel történt megállapodást követően mérsékelt szinten tartották a kamatkiadásokat, valamint hogy a függetlenséggel megszabadult az ország a korábbi Jugoszlávián belüli szövetségi költségvetésbe történő befizetésektől. .

A másik kedvező fejlemény a kezdeti magas infláció gyors letörése volt, amely pozitívan érintette a költségvetési bevételek és kiadások reálértékét. A kedvező költségvetési pozíció létrejöttében emellett természetesen szerepet játszott bizonyos reformlépések halogatása is, különös tekintettel a veszteséges vállalatok bezárására.

A reformok részleges elmaradását a fejezet végén látható grafikon is jól szemlélteti, amelyből kiderül, hogy a reál GDP dinamikus növekedése ellenére sem következett be a redisztribúciós és a centralizációs hányad mérséklődése 1993 és 1997 között.

34. Táblázat Az államháztartási és költségvetési egyenlegek alakulása a GDP százalékában 1993-2002 között

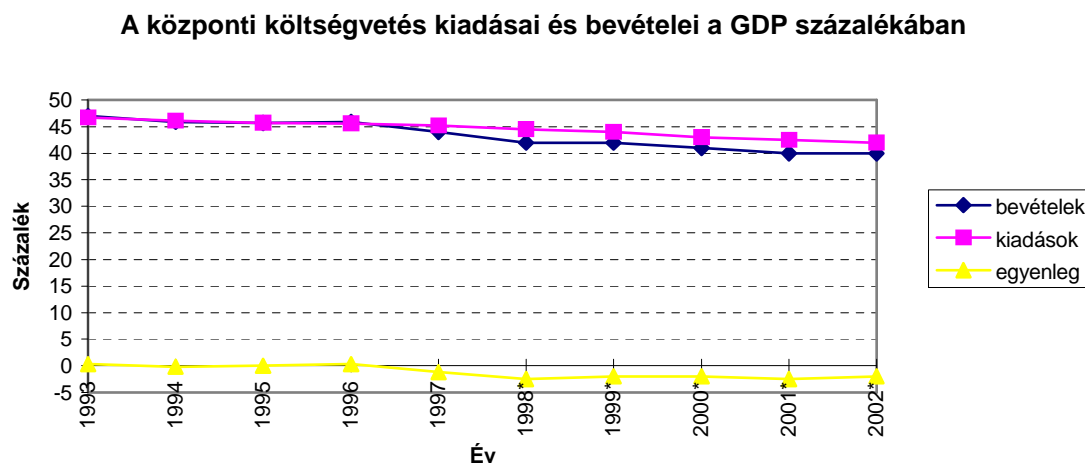
Mutató	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	0.3	-0.2	0.0	0.3	-1.2	-2.5	-2.0	-2.0	-2.5	-2.0
Államháztartási egyenleg	0.3	-0.2	-0.5	-0.2	-1.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.0	-2.0

A költségvetési egyensúly 1997-ben megfigyelt romlása részben ciklikus elemeknek, részben egyes kiadási tételek elszaladásának tudható be. Különösen kedvezőtlenül érintette az egyenleg alakulását a vámbevételek jelentős csökkenése, valamint a nyugdíjkiadások erőteljes növekedése.

A költségvetési és államháztartási egyensúly alakulásában a jövőben sem várható drámai változás, azonban a hiány enyhe növekedésére lehet számítani. Ebben szerepet játszhat - a bevételi és kiadási oldalakon egyaránt - a szerkezeti reformok felerősödése: így a bevételek esetében az adórendszer átalakítása, amely jelentősen mérsékelheti a korábbi szigorúan centralizált adóbehajtásból származó bevételeket, mivel a reform nyomán növekedhet a fizetés alól történő kibújás lehetősége. Az említett negatív hatásokat azonban ellensúlyozni fogja a reál GDP növekedése,

valamint az egyes elosztási rendszerek (elsősorban az egészségügy, illetve nyugdíjrendszer) reformjával elérhető megtakarítások.

5. grafikon



Összességében az egyensúlyi pozíció romlását nem ítéjük károsnak, különös tekintettel ha figyelembe vesszük azt a kényelmes helyzetet, amit az államadósság alacsony szintje nyújt, amely 1997-ben alig haladta meg a GDP 30 százalékát. Ugyanakkor a kedvező reál GDP növekedés, a bevételek és a kiadások reformja nyomán a jövedelemcentralizáció fokozatos mérséklődésével lehet a következő években számolni.

Kamatok, monetáris folyamatok

A szlovén monetáris folyamatokat erőteljesen meghatározza a jegybank által még 1991-ben választott lebegő árfolyamrendszer. Ennek közvetlen következménye, hogy a többi - elsősorban a kötött árfolyam valamelyik típusát alkalmazó - kelet-európai gazdaságokkal szemben viszonylag jelentős a monetáris politika autonómiája. Másfelől a monetáris politika mozgásterét és a monetáris folyamatok (pénzmennyiség, a monetáris bázis szerkezete, jegybank mérlege, illetve a nominális és reálkamatlábak) alakulását befolyásolta a fizetési mérleg jelentős többlete, amely a pénzmennyiség növekedéséhez vezetett volna.

Ennek elkerülése érdekében a szlovén jegybank 1993 óta az erőteljes sterilizált intervenció politikáját folytatja, amelynek keretén belül különböző eszközökkel (jegybanki értékpapírok eladásával, a kötelező tartalékok szelektív növelésével és magas szintjével) próbálta a deviza-beáramlás negatív monetáris következményeit semlegesíteni. Emellett a jegybank adminisztratív korlátozásokat (pl. kamatmentes letét elhelyezési kötelezettség bevezetése a kereskedelmi bankok számára) is alkalmaz a deviza-beáramlás mértékének csökkentése érdekében.

A sterilizált intervenció következtében - a jegybank által gátolt kamatesés, a magas kötelező tartalékok, illetve a kamatmentes letételhelyezés nyomán - sokkal lassúbb volt a betéti és a hitelkamatlábak csökkenése, mint az infláció mérséklődése és így magas reálkamatlábak alakultak ki. A magas reálkamatlábak mellett Szlovéniában csak lassan mérséklődik a nominális kamatrés is, amelyben a monetáris politikai lépések mellett szerepe van a szlovén bankrendszer állapotának is. Így lassú és korlátozott privatizáció és a monopolisztikus piaci szerkezet miatt csekély a verseny, miközben 1995-1996-ban kritikus szintre növekedett a kétéves kinnlevőségek nagysága, amit konszolidációs lépések követtek, amelyek a bankokat a kamatrés tágítására ösztönözték.

35. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	32.65	27.89	15.32	15.02	13.16	12.00	10.00	10.00	9.00	9.00
A hitelkamatlábak éves szintje	203.84	49.61	39.42	24.84	23.73	22.00	20.00	16.00	16.00	14.00
A reál betéti kamatlábak	0.35	6.89	1.82	5.12	4.06	3.00	3.00	2.00	2.00	2.00
A reál hitel kamatlábak	171.54	28.61	25.92	14.94	14.63	13.00	12.00	8.00	9.00	7.00
Nominális kamatrés	171.19	21.72	24.10	9.82	10.57	10.00	9.00	6.00	7.00	5.00

A monetáris politikában a szigor erősödésére számítunk. Annak ellenére, hogy a folyó fizetési mérlegen az elmúlt években nem történt deviza-beáramlás és a hiány enyhe emelkedése várható, a tőkemérleg többlete (részben éppen a magas szlovén kamatlábak által kínált vonzó befektetési lehetőségek miatt) jelentős marad és a deviza-beáramlás monetáris hatásainak kezelése további sterilizálási lépéseket kíván meg.

Ugyanakkor a monetáris szigor erősödése is várható, tekintettel az árliberalizálás és a tervezett adópolitikai lépések (pl. ÁFA bevezetése) pénzromlás ütemére gyakorolt negatív hatására, valamint az államháztartási deficit várható növekedésére. Mindezek következtében az infláció lassú csökkenése mellett fokozatosan mérséklődnek majd a nominális betéti és hitelkamatlábak is, de a reálkamatlábak hiteloldalon csak 2000 után lesznek 10 százaléknál alacsonyabbak.

A nominális kamatrés várhatóan fokozatosan mérséklődik, mert a konszolidációs és privatizációs lépések (illetve a szlovén bankrendszerben is felgyorsuló fúziók, átalakulások) nyomán erősödik a verseny a bankszektorban és javulhat a szlovén bankok jövedelmezősége is.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Szlovénia egyike volt a kelet-közép-európai gazdaságoknak, melyek az átalakulás kezdetén a lebegő árfolyamot választották (a gazdasági tanácsadók által javasolt nagy leértékelést követő árfolyamrögzítéssel szemben). A döntést egyértelműen a dinár-övezetből történő kilépés bizonytalansága, a csekély valutatartalékok és az egyensúlyi árfolyamtól való jelentős eltérés magyarázták.

A lebegő árfolyamrendszer a tollár 1992 októberi megteremtése óta fennmaradt bár jelentős módosuláson ment keresztül. Kezdetekben ugyanis a jegybank nem avatkozott be a szélsőséges kilengések megakadályozásán túlmenően az árfolyam alakulásába: ehhez sem a megfelelő tartalékok, sem a megfelelő eszközök nem álltak rendelkezésre. A szlovén gazdaság külső egyensúlyi helyzete kedvezően alakult, hiszen a nem csekély kereskedelmi mérleg hiányt a szolgáltatásokból származó fizetések többlete semlegesítette és ennek következtében a folyó fizetési mérleg alapvetően egyensúlyt mutatott.

Az árfolyam-politika számára azonban növekvő kihívást jelentett a tőkebeáramlások növekedése, aminek következtében 1993 óta egyre erőteljesebb felértékelési nyomás nehezt a tollárra. Ennek ellenére a jegybank nem kívánja a túlzott felértékelést engedni, félve kereskedelmi mérleg problémáktól és a szlovén áruk külpiazi versenyképességének csökkenésétől. Mindezek miatt a túlértékelttség - és az ezt kiváltó jelentős tőkebeáramlás - korlátozása érdekében a jegybank széles körűen sterilizált.

Eközben azonban az árfolyam-politika hangsúlya is enyhén módosult, mert a korábbi ritka beavatkozásokon alapuló lebegő rendszert felváltotta a gyakori jegybanki intervenciókon alapuló. A mai árfolyamrendszer nagyjából a célzónának felel meg, amikor a lebegő rendszeren belül a jegybank gyakori beavatkozásokkal egy előre meghatározott és mind az inflációs céloknak, mind a kereskedelemben kerülő javak szektorának versenyképességét figyelembe vevő sávon belül tartja a nominális árfolyamot.

A nominális árfolyam 1994 és 1997 közötti, viszonylag kismértékű leértékelődése következtében a reálárfolyam tartós felértékelődése következett be. A reálárfolyam felértékelődése azonban kisebb mértékű volt mint a rögzített árfolyamok valamilyen típusát alkalmazó kelet-európai gazdaságok esetében.

Az árfolyam-politika mozgásterét a következő 5 évben alapvetően három cél összehangolása adja meg. Az egyik a dezinfláció folytatása, amiben a korábbi időszaknál erőteljesebb lehet az árfolyam szerepe, különösen az árliberalizáció és az adóreform inflációs hatásának semlegesítése érdekében. Az árfolyam-politika ezért az inflációs célok elérése érdekében engedélyezni fogja a forint kisebb mértékű további reálfelértékelődését.

A mozgásteret befolyásoló másik tényező a változatlanul jelentős tőkebeáramlások kezelése, valamint a spekulatív típusú beáramlások korlátozása, ami a túlzott mértékű felértékelődés elkerülését célozza. Hasonló irányban befolyásolja az árfolyam-politikát a harmadik cél a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyenleg romlásának megállítása. Végezetül az árfolyam-politikát befolyásolja az Európai Unióval megkezdett csatlakozási tárgyalások, illetve ennek árfolyam-politikai vetülete is.

Mindezen korlátozó tényezőket figyelembe véve az árfolyamrendszerben jelentős változásokat nem várunk, várhatóan továbbra is fennmarad a mostani lebegő rendszer kiegészülve a jegybank jelentős intervenciók lépéseivel. Ugyancsak nem lehet kizárni, hogy az euro bevezetésével kialakuló ERM-II rendszer keretén belül a szlovén jegybank a korábbinál merevebb árfolyamrendszer kialakítására kényszerül. Ebben az esetben a jelenlegi irányított lebegést felválthatja egy rögzített árfolyamrendszer széles (kb.15 százalékos) sávval párosulva. Az alacsony infláció,

valamint a kedvező fizetési mérleg pozíció következtében a tollár árfolyamának relatív stabilitásával lehet számolni.

36. Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 közöttre

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Nemzeti valuta árfolyama USA dollárban	113.2	128.8	118.5	135.4	163.5	176.8	187.3	200.0	214.4	229.6
A nominális árfolyam százalékos változása		13.75	-7.99	14.22	20.78	8.13	5.94	6.78	7.20	7.09
A reálárfolyam ahol előző év=100		96.8	83.5	107.1	114.0	102.2	101.0	101.8	103.2	103.1

A fennálló inflációs különbségek, az adminisztratív árak kiigazítása, valamint a tollár nominális árfolyamának relatív stabilitás nyomán a reálárfolyam további felértékelődése valószínűsíthető. Ezt az említett tényezők mellett erősíti a tőkebeáramlások magas szintje, a tollárban eszközölt befektetéseken fennálló jelentős pozitív reálkamatlábak, valamint a tollár iránt megmutatkozó kereslet növekedése. A reálfelértékelődése azonban véleményünk szerint nem fogja kedvezőtlenül érinteni sem a kereskedelmi sem a folyó fizetési mérleg egyenlegét.

III.6. Románia

37. Táblázat Az ország főbb mutatói

Mutató	1997-es adat	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	22.5	223%
Terület (e km ²)	238	256%
Főváros	Bukarest	na
Pénznem	lej	na
Árfolyam (USD)	7167	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	105	36%
GDP (md USD)	37	84%
GDP/fő (USD)	1643	37%

Románia a lakosságszámot tekintve kétszer, a területet figyelembe véve két és félszer akkora, mint hazánk. 1997-es adatok alapján az egy főre eső GDP és az átlagos havi kereset egyaránt 36-37 százaléka volt a magyar szintnek. Mindezek miatt a nagyobb potenciális piac jelenleg még nem jelent fizetőképes keresletet a román GDP 16 százalékkal elmarad a magyartól.

38. Táblázat Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	6151	7910	8085	8400	8583	8800	9129	9702	10310
Import (mUSD)	7109	10278	11435	11400	11613	12405	13137	13677	14238
Külker. forg. (mUSD)	13260	18188	19520	19800	20196	21206	22266	23379	24548
Külker. egyenleg (mUSD)	-958	-2368	-3350	-3000	-3029	-3605	-4008	-3974	-3928
Export növ. (%, év/év)	25.7	28.6	2.2	3.9	2.2	2.5	3.7	6.2	6.3
Import növ. (%, év/év)	9.0	44.6	11.3	-0.3	1.8	6.8	5.9	4.1	4.1
Külker. forg. növ. (%, év/év)	16.17	37.16	7.32	1.43	2.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Deficit/forg. (%)	-7.22	-13.02	-17.10	-15.15	-15.00	-17.00	-18.00	-17.00	-16.00
Folyó fizetésimérleg (mUSD)		-1774	-2571	-2000	-2000	-2500	-2800	-2600	-2500
Folyó fizetési mérleg/gdp (%)	-1.3	-3.5	-7.2	-5.4	-5.0	-5.2	-6.0	-5.0	-4.0
Éves átlagos infláció (%, év/év)	136	30	38	155	45	35	25	18	15
GDP reálvált. (% év/év)	4.0	6.0	4.1	-6.6	0.0	2.0	2.0	3.0	4.0

Makrogazdasági helyzet és kilátások

1996-ban jelentős gazdaságpolitikai fordulat történt Romániában. A tavaly előtti novemberi parlamenti és elnökválasztásokon győztes demokratikus erők meghirdették az ország "második reformjának" szükségességét. Az új kormány helyzetelemzése szerint az Iliescu kabinet országlásának éveiben a gazdaság csődhelyzet közelébe jutott és emiatt elkerülhetetlenné vált egy sokterápia-jellegű beavatkozás.

A román események érdekessége, hogy a fontosabb makrogazdasági adatok alapján a gazdaságpolitikai fordulatot, nem sikerült előre jelezni. A statisztikákat tekintve Románia kiegyensúlyozottan növekvő, a válságot maga mögött hagyó gazdaság képét mutatta 1994-ben, 1995-ben - sőt még 1996-ban is.

Az 1997-es évre vonatkozó GDP-előrejelzések -3 és +3 százalék között mozogtak, amelyből látható a stabilizációs beavatkozás hatásainak megítélésére vonatkozó bizonytalanság. A tényadatok végül a legnegatívabb várakozásokra is rációfoltak: a bruttó nemzeti termék 6.6 százalékkal csökkent tavaly.

A román intézkedéscsomag legfontosabb elemei a monetáris és fiskális restriktió, az árak liberalizálása, az állami vállalatok limitár nélküli eladása, illetve - megfelelő érdeklődés hiánya esetén - bezárása voltak.

A stabilizáció komoly terheket jelentett a társadalom számára. Ezt egyértelműen jelzi a reálberek meredek csökkenése, valamint a hivatalosan megfigyelt kiskereskedelmi forgalom 30 százalékos zsugorodása és a növekvő munkanélküliség.

A monetáris restriktió látványos eredményeket elsősorban 1997 első felében hozott. Az év eleji jelentős áremelkedéseket követően ekkor elsősorban a béркиáramlás visszafogásának és az árfolyam stabilizálódásának hatására a fogyasztói árszínvonal növekedésének üteme mérséklődött, de az év második felében a béркиáramlás és szociális juttatások emelkedése monetáris expanzióhoz vezetett. Emellett további áremelésekre is sor került elsősorban bizonyos közszolgáltatások tekintetében, melyek eredményeként az átlagos havi infláció 5 százalék körül alakult és így a fogyasztói árindex éves szinten meghaladta a 150 százalékot.

A tavalyi fiskális restriktiót a monetárisnál egyértelműbben lehet pozitívnak nyilvánítani. A központi költségvetés hiánya a GDP 1996-os 5.6 százalékáról 3

százalékra csökkent tavaly. Az eredmény abból a szempontból is különösen jelentős, hogy az év folyamán komoly többletterhet jelentett a szociális jellegű kiadások közel 10 százalékos emelkedése és az, hogy az IMF készítésére az ipari és mezőgazdasági szubvenciók 1997-ben először kerültek a központi költségvetésben kimutatásra. (Ezeket a támogatásokat korábban a Nemzeti Bank és állami fejlesztési intézmények folyósították.)

A privatizáció és a nagyvállalati racionalizálás tekintetében nem történt áttörésszerű változás, de elindultak bizonyos kedvező folyamatok. A privatizációban fokozatosan nagyobb hangsúly helyeződik a folyamatok átláthatóvá tételére, a szabályozási hiányosságok pótlására és a külföldi befektetők számára vonzó kínálat és konstrukciók kialakítására. Az állami vállalatok körében a beígért bezárásokra nem került sor, de a munkanélküliség közel 2 százalékos növekedéséhez döntően ennek a vállalati körnek a racionalizálási lépései vezettek.

Konjunktúra-előrejelzésünk elsősorban arra a feltételezésre épül, hogy a reformok folytatásának politikai feltételei adottak lesznek a következő 2-3 évben. Megítélésünk szerint a szerkezet-átalakítás továbbvitelére, a monetáris és fiskális folyamatok kontrolálására a garanciát a jelenleg hatalmon lévő jobb-közép irányultságú politikai erők jelenthetik.

Előrejelzésünk szerint 1998-ra még nem következik be növekedési fordulat, de a GDP csökkenése lefékeződhet. Az ezt követő 2-3 éves periódusra egyensúlyorientált gazdaságpolitikát feltételezve csak mérsékelt növekedést tartunk reálisnak. Ennek indoka, hogy Romániában a GDP felhasználásán belül a fogyasztás 80 százalékos részarányú, amely magasabb a még elfogadhatónak tartott 70-75 százalékos szintnél. Így a konjunktúrát keresleti oldalról igazán csak a fajlagosan kisebb hatással bíró export és a beruházások ösztönözhetik. A fogyasztás relatív súlyának csökkenése az időszak végére lehetővé teheti, hogy a növekedés fokozottan támaszkodjon a belső kereslet dinamizmusára, amely az előző éveknél magasabb, 3-4 százalékos kibocsátás bővülést eredményezhet.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg

A kereskedelmi folyamatok tekintetében az 1997-es év enyhe javulást hozott. A deficit csökkenését a lej leértékelődése miatt javuló export teljesítmény valamint a

restriktív intézkedések hatására visszaeső import kereslet okozta. A tendencia folytatódása várható 1998-ra, mert a stagnálás közeli növekedés mellett a kereskedelmi forgalom bővülése viszonylag alacsony szinten marad és az export dinamikája 1997-hez hasonlóan felülmúlhatja az importét.

Az 1999-től kezdődő élénkülés éveiben a kereskedelmi forgalom növekedését prognosztizáljuk, amely az elhalasztott importfogyasztás realizálása miatt a kereskedelmi hiány abszolút értékét és forgalomhoz viszonyított relatív súlyát egyaránt növelheti 1999-ben és 2000-ben. Az egyenleg romlást ezt követően a strukturális reformok hatására javuló export-versenyképesség lassíthatja, illetve megállíthatja. A fenti kereskedelmi és konjunktúra folyamatok hatására a folyó fizetési mérleg/GDP mutató az elkövetkezendő 5 évben a (-4)-(-6) százalékos sávban alakulhat.

Infláció

Románia 1997-et megelőzően sem tartozott az inflációt sikeresen csökkentő kelet-európai gazdaságok közé, mivel a pénzromlás 1991-1994 közötti három számjegyű értéke 1995-1996-ra csak 32-28 százalékra mérséklődött. Az infláció további csökkenését két fontos tényező gátolta: a magas államháztartási hiány és az instabil folyó fizetési és devizapozíció miatti jelentős árfolyammozgások.

Az infláció tavaly ugrásszerűen gyorsult az évek óta halasztott árliberalizálási lépések, a nemzeti valuta drasztikus leértékelődése nyomán. A liberalizálási lépésekkel párhuzamosan bevezetett szigorú stabilizációs program eredményeképpen azonban a hó/hó alapú inflációs index kedvezően alakult és 1997 júniustól kezdődően a pénzromlás üteme mérséklődött, illetve 1998 február után 100 százalék alá csökkent. Annak ellenére, hogy a dezinfláció tovább folytatódik 1998-ban várhatóan az infláció nem fog 40 százalék alá csökkenni, és a következő években további szigorításokra lesz szükség a mérsékléséhez.

A változatlanul magas inflációnak három forrása van. Az egyik, hogy 1998-ban is sor került a korábban elmaradt és inflációs következményekkel járó gazdaságpolitikai lépések meghozatalára: a pénzromlás szempontjából elsősorban a további árliberalizálás, illetve az adók növelése fontos. Másrészt a szigorú stabilizációs program mellett is széleskörű indexálási mechanizmusok alakultak ki a

román gazdaságban, amelyek a költséginflációt erősítik, illetve fenntartják a piaci szereplők inflációs várakozásait.

Addicionális problémát jelent, hogy nem sikerült a pénzügyi fegyelem megteremtése az állami tulajdonú vállalatoknál, amelyek - azon túlmenően hogy a jövedelemkiáramlás fő csatornáit - jelentős adósságot halmoztak fel a központi költségvetéssel szemben adó- és egyéb járulék tartozás formájában. Ez növekvő problémát jelent a költségvetés számára, amely ráadásul a kiadási oldalon az államadósság gyors növekedése, illetve a magas kamatlábak miatt kamatkidásai gyors növekedésével szembesül, amelyek 1998-ban elérhetik a GDP 5 százalékát.

Mindez vagy elkerülhetetlenné teszi a költségvetési egyenleg romlását, vagy az elsődleges egyenlegben (a folyó bevételeket és kiadásokat érintő) jelentős korrekciót igényel, amelynek erőteljes politikai korlátjai vannak. Az infláció alakulása szempontjából kedvezőtlen ráadásul, hogy a romló költségvetési egyenleg 1998-ban a folyó fizetési mérleg hiányával párosul, amely GDP arányosan elérheti a veszélyesnek tekinthető 7 százalékot és erőteljes nyomást gyakorolhat a lei leértékelődésére.

Közép távon az infláció fokozatos csökkenésére számítunk. A folyamat viszonylag magas bázisról indulhat: az 1998-as év áremelkedési trendjére döntő befolyást gyakorol az 1997-es második félévi inflációs-hatás áthúzódása. Emiatt 1998-ra még 45 százalék körüli inflációt prognosztizálunk. Ezt követően az infláció mérséklődése fokozatos lesz, összhangban a többi kelet-európai ország tapasztalatával, viszont szemben a közép-kelet-európai országok zömével nem számolunk azzal, hogy az időszak végéig sikerül a pénzromlás ütemét 10 százalék alá csökkenteni.

Államháztartás

A román költségvetési és államháztartási egyenlegek tényleges hiánya az utóbbi években rendre meghaladta a statisztikákban szereplő mértéket a jegybank, illetve az egyes fejlesztési bankok költségvetést helyettesítő finanszírozása miatt. A tavaly meghirdetett stabilizációs program egyik központi eleme volt minden költségvetési jellegű kiadás és bevétel államháztartáson belül történő megjelenítése, amely eredményeképpen a hiány is növekedett.

1997-ben az egyenleg és a központi költségvetés kiadási és bevételi oldalának GDP arányos alakulására erőteljesen hatott a GDP szűkülése, valamint a kiadások visszafogása. Emellett az egyenleg alakulását befolyásolta az említett addicionális terhek beépülése, valamint a hirtelen megugró infláció egyenleget javító hatása. Az erőteljes korrekció eredményeképpen a költségvetési deficit 1997-ben a GDP 3,6 százaléka volt, ami alatta maradt az 1996-os eredménynek és az 1997-re tervezettnek is.

A további egyenleg javulás azonban a jelenlegi makrogazdasági körülmények között bizonytalanoknak tűnik. Az elsődleges egyenleg javulását nehezítik az említett politikai korlátok, az állami vállalatok felhalmozott jelentős tartozásai, amelyek leépítése időigényes folyamat. A kamatkidadások csökkenését nehezíti az infláció csökkentése, valamint a folyó fizetési mérleg hiány további növekedésének megakadályozása érdekében követett restriktív monetáris politika. Ráadásul akadozik a jegybank és a Pénzügyminisztérium közötti koordináció is, amely a monetáris és fiskális politikák összehangolását és a kamatterhek mérséklését lassítja.

A román költségvetés kiadási és bevételi oldalainak részesedése a GDP-ben meglepően alacsony arányt jelez a többi kelet-európai gazdasággal összevetve. Figyelembe kell venni azonban, hogy jelentős a költségvetésen kívüli - elsősorban a társadalombiztosításon keresztül történő - jövedelem újraelosztás, amely eredményeképpen az államháztartás elosztási arányai megközelítik, de még ezzel együtt sem érik el a többi kelet-európai gazdaságot jellemző szintet (40 százalék).

40. Táblázat Az államháztartási és költségvetési egyenlegek alakulása a GDP százalékában 1993-2002 között

Mutató	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	-1.7	-4.2	-4.1	-4.9	-3.6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.0	-3.0
Államháztartási egyenleg	-1.5	-1.9	-2.5	-3.9	-4.5	-4.5	-4.0	-4.0	-4.0	-3.5

A következő években az egyenleg alakulását meghatározzák a politikai folyamatok. Ha sikerül a jelenlegi Vasile-vezette koalíciónak hatalmon maradni és következetesen véghezvinni a meghirdetett gazdaságpolitikát, akkor esélye lehet

Romániának a jelenlegi "magas infláció-alacsony növekedés" csapdából kikerülni és kedvezőbb fejlődési pályára állni.

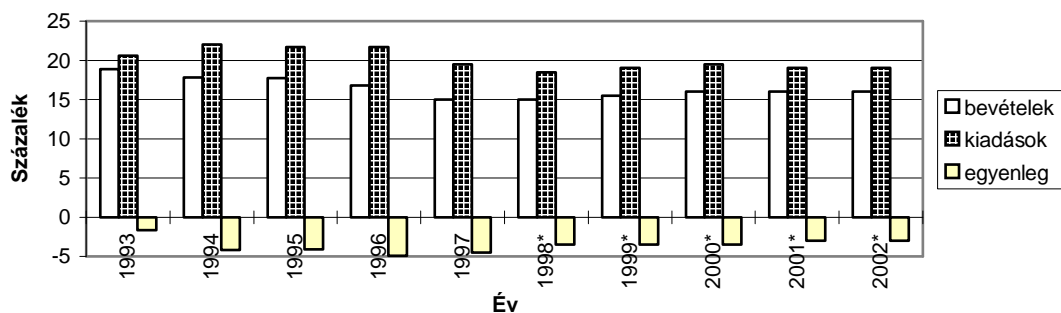
Ekkor lehetőség nyílna arra is, hogy ne csak a kedvezőbben alakuló makrogazdasági mutatók pozitív hatása érvényesüljön, de befejeződjenek, illetve elkezdődjenek a jelenlegi kormány által szorgalmazott szerkezeti reformok (pl. az adórendszer átalakítása, a támogatások leépítése, a nyugdíjrendszer reformja, stb.) is, amelyek a költségvetési redistribúció és egyensúly javulását eredményezhetik.

Ugyanakkor egy esetleges baloldali politikai fordulat és az ezzel együtt a strukturális reformok terén valószínűsíthető visszarendeződés a makrogazdasági folyamatok romlásához, az osztogatási hajlam erősödéséhez és ezzel együtt a költségvetési- államháztartási egyensúlyi pozíció romlásához vezethet.

Előrejelzésünkben az optimista scenáriót tekintettük kiindulási alapnak. Ugyanakkor az adatok arra is rávilágítanak, hogy ennek ellenére sem várható dinamikus javulás az egyenlegben. Figyelembe kell venni, hogy a reformok makrogazdasági költségeit részben az államháztartás fizeti, valamint hogy a kedvező scenárió mellett is bizonytalan a gyorsabb növekedéssel és alacsony inflációval jellemezhető pálya kialakulása. Emellett a szerkezeti reformok (pl. a deficit finanszírozásának piackonformmá tétele) is addicionális terhekkel járnak, amely lassítja a deficit csökkentését. Mindezek következtében a költségvetési hiány és az államháztartási deficit feltehetőleg nem fog az előrejelzési időszakban számottevően mérséklődni és csak lassú, fokozatos ütemű javulásra számíthatunk.

6. grafikon

A központi költségvetés bevételei és kiadásai a GDP százalékában



A költségvetési, illetve államháztartási hiány GDP-hez viszonyított 3-4 százalékos szintje, a román gazdaságpolitika számára nem jelent komoly korlátozó tényezőt, mivel mind a külső, mind a belső adósságállomány alacsony. A konszolidált belső államadóság 1996-ban csak a GDP 22 százalékát tette ki: ezzel az aránnyal Románia a térségünkön belül a legalacsonyabb államadóssággal rendelkezik Csehországot követően, megelőzve Szlovákiát és Szlovéniát. Forrásoldalról tehát a reformok finanszírozásának feltételei adottak, de ezzel együtt a kísértés is nagy a költségvetési szigor enyhítésére, esetleg felelőtlen költekezés megvalósítására.

Kamatok, monetáris folyamatok

Romániában az 1990-es években a monetáris politika mozgásterét meghatározta a lebegő árfolyamrendszer és az államháztartás pozíciójának alakulása. A magas államháztartási deficit a jegybank jelentős kvázi fiskális tevékenységével párosult, amelynek következtében a monetáris politika alárendelődött az államháztartás finanszírozási szükséglete alakulásának. A monetáris politika különösen 1993 és 1996 között volt expanzív, hozzájárulva a pénzromlás ismételt gyorsulásához, valamint a lei árfolyamának növekedéséhez.

A monetáris politikában 1997-ben a stabilizációs program révén következett be jelentős fordulat. Egyrészt a jegybank feladta a költségvetés korlátlan finanszírozását, jelentős előrehaladás történt a jegybanki függetlenség növelése és költségvetéstől való leválasztása irányába. Másrészt a korábbi évekkel szemben a jegybank rendkívül szigorú monetáris politikát folytatott annak érdekében, hogy az átfogó árliberalizálással kapcsolatos infláció átmeneti legyen és sikerüljön a lei árfolyamát stabilizálni. Az erőfeszítések nyomán - szemben a megelőző 4 esztendővel - tavaly a reál pénzmennyiség mutatók erőteljesen csökkentek, hozzájárulva a stabilizáció sikeréhez.

A monetáris politikában a közeljövőben nem várható változás, különösen annak fényében hogy a jegybanknak új kihívásokkal kell szembenéznie. Az egyik kihívás Románia esetében is a nettó tőkebeáramlások növekedése, amelyeket részben a relatív árfolyam-stabilitás, részben a privatizációs lépések, részben a román értékpapírokon (elsősorban állampapírokon) elérhető magas hozam indokol. A

jegybank már 1997-ben is sterilizálásra kényszerült és a sterilizálási szükséglet tartósan fennmarad, figyelembe véve a hozamok és árfolyamok alakulását.

A sterilizálást emellett az is indokolja, hogy a lei reálárfolyama ismételten felértékelődik, ami nehéz döntés elé állítja a jegybankot. A felértékelődés ugyanis részben elkerülhetetlen, mert az 1996-1997-es válság során a leértékelődés túlzott mértékű volt és ezért elkerülhetetlen kisebb korrekció. Ugyanakkor a jegybank el akarja kerülni a nagyobb mértékű és túlzottan korai felértékelődést, mert ez a folyó fizetési mérleg hiány növekedését és a szerkezetváltáson átesett exportszektor versenyképességét rontaná. Ezért a jegybank csak fokozatos reálárfolyam felértékelődést fogad el és törekszik a gazdaságba kerülő többletlikviditás semlegesítésére.

A monetáris politika jellegét természetesen a jövőben is erőteljesen befolyásolja, hogy miképpen sikerül megteremteni az összhangot a monetáris és fiskális politikák között. Az államháztartási és költségvetési egyenlegek javulása kedvező jel a monetáris politika számára. Ugyanakkor a román belső államadósság növekedése és ennek kamatterhei okozhatnak a kincstár és a jegybank között a jövőben feszültségeket.

40. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	36.0	42.5	35.5	33.5	62.5	35.0	30.0	25.0	20.0	15.0
A hitelkamatlábak éves szintje	52.0	81.5	49.5	53.5	85.5	55.0	45.0	35.0	25.0	20.0
A reál betéti kamatlábak	-220.0	-94.3	3.2	-5.3	-92.2	-10.0	-8.0	0.0	2.0	0.0
A reál hitel kamatlábak	-204.0	-55.3	17.2	14.7	-69.2	10.0	7.0	10.0	7.0	5.0
Nominális kamatrés	16.0	39.0	14.0	20.0	23.0	20.0	15.0	10.0	5.0	5.0

A nominális és a reálkamatlábak alakulása is tükrözi a monetáris politikával kapcsolatosan leírtakat. A monetáris politika expanzív jellege 1993-1996 között erőteljesen befolyásolta a reálhozamokat, amelyek mind a hitel- mind a betétek esetében alapvetően negatívak voltak (egyes években kiugró mértékben). Tavaly a kamatlábak nem követték az infláció megugrását és ezért jelentősen elmaradtak a pénzromlás mértékétől. Az alacsony reálkamatlábak ellenére az üzleti szektor

hitelezése erőteljesen visszaesett, mert a GDP és a belföldi kereslet csökkenése mérsékelte a hitelek iránti keresletet, míg két román bank csődje óvatosabbá tette a bankokat kihelyezéseikben.

Ugyanakkor 1998-tól kezdődően fordulatra lehet számítani a kamatlábak alakulásában: véleményünk szerint mérséklődésük alatta martad az infláció csökkenésének. Ebben szerepet játszik a monetáris politika restriktív jellege, valamint a román bankrendszerben felhalmozódott kétes követelések kezelése, amely tovább mérsékelheti a bankok hitelezési hajlandóságát. Mindezek következtében pozitív reál hitelkamatlábakra számítunk, míg a betéti kamatlábak esetében ez csak az előrejelzési időszak végére valósul meg.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Romániában a tavalyi gazdaságpolitikai fordulat nem eredményezett váltást az árfolyam-politikában, mivel fennmaradt a korábban alkalmazott lebegő árfolyamrendszer. Az irányított lebegés rendszere eleinte sikeresen működött, mert az infláció csökkenésével, a korábban kiterjedt valutahelyettesítés mérséklődésével járt együtt, miközben a reál GDP alakulása sem volt kedvezőtlen. Ugyanakkor a gazdaságpolitika és ezen belül is a fiskális politika egyre inkább fellazult. Ez az infláció fokozatos mérséklődése ellenére is kiváltotta a lei árfolyamának tartós növekedését. A lei leértékelődését tovább erősítette a politikai bizonytalanság is.

A lebegő árfolyamrendszer véleményünk szerint a következő időszakban is fennmarad. Ezt valószínűsíti, hogy a román infláció csökkenése a térségen belül a leglassúbb lesz és ez - figyelembe véve a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg hiányát - nem teszi lehetővé a merevebb rendszer felé történő elmozdulást. Másfelől a folyó fizetési mérleg magas hiánya, illetve a kereskedelemben kerülő javakat előállító szektorok alacsony nemzetközi versenyképessége nem engedélyezi, hogy az inflációs célokat előtérbe helyező árfolyamrendszert alkalmazzon a jegybank. A jegybank nem engedheti meg a dezinflációs szempontokat előtérbe helyező árfolyam-politikát, mivel a privatizáció, az állami vállalatok átszervezésének hatásai csak 1-2 év múlva fognak érvényesülni a jelenleg gyakorlatilag stagnáló munkatermelékenységre.

41. Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*

Nemzeti valuta árfolyama US dollárban	760.1	1655.1	2033.3	3082.6	7625	9500	11310	14000	17850	21850
A nominális árfolyam százalékos változása		117.7	22.8	51.6	147.3	24.5	19.0	23.7	27.5	22.4
A reálárfolyam ahol előző év=100		94.70	95.60	112.50	100.00	82.70	87.40	98.00	105.06	100.80

Ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy az elkövetkező időben erősödni fog - erre egyértelmű jelek voltak már 1997-ben is- mind a közvetlen tőkebefektetések, mind a portfólió beruházások területén a tőkebeáramlás. Ez a lei iránti kereslet növekedését eredményezi. A fentiek miatt arra lehet számítani, hogy két ellentétes irányú folyamat fogja a lei nominális árfolyamának alakulását befolyásolni.

A lei iránti kereslet növekedését és ezzel felértékelődését a tőkebeáramlás, míg a lei leértékelődését az inflációs különbségek és a folyó fizetési mérleg hiányának magas szintje eredményezheti. Összességében azt gondoljuk, hogy a lei piaci árfolyamának nominális leértékelődése alatta marad az inflációs különbségeknek Románia és a főbb kereskedelmi partnerek között, ami a reálárfolyam tartós felértékelődéséhez vezet.

III.7. Bulgária

42. Táblázat Az ország főbb mutatói

Mutató	1997-es adat	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	8.3	82%
Terület (e km ²)	110	118%
Főváros	Szófia	na
Pénznem	leva	na
Árfolyam (USD)	1681	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	74	26%
GDP (md USD)	10	23%
GDP/fő (USD)	1200	27%

A lakosságszámot és a területet figyelembe véve Bulgária Magyarországhoz hasonló méretű ország. A kedvezőtlen gazdasági viszonyok miatt ugyanez nem mondható el a piacméretre. A bolgár GDP 1997-ben a magyar mutató egynegyedét sem érte el.

43. táblázat Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	3985	5355	4654	5000	4898	5087	5281	5531	5781
Import (mUSD)	4185	5658	5151	4700	4996	5401	5836	6364	7066
Külker. Forg. (mUSD)	8170	11013	9805	9700	9894	10488	11117	11895	12847
Külker. Egyenleg(mUSD)	-200	-303	-497	300	-99	-315	-556	-833	-1285
Export növ. (% év/év)	7.00	34.40	-13.10	7.40	-2.10	3.90	3.80	4.80	4.50
Import növ. (% év/év)	-12.00	35.20	-8.90	-8.70	6.30	8.10	8.00	9.00	11.00
Külker. Forg. növ. (% év/év)	-3.60	34.80	-10.90	-1.00	2.00	6.00	6.00	7.00	8.00
Deficit/forg. (%)	-2.45	-2.75	-5.07	3.09	-1.00	-3.00	-5.00	-7.00	-10.00
Folyó fizetési mérleg (mUSD)		-26.00	16.00	500.00	0.00	-50.00	-100.00	-300.00	-600.00
Folyó fizetési mérleg/gdp (%)	-0.20	-0.40	-0.20	5.00	0.00	-0.10	-0.20	1.00	2.00
Éves átl. infláció (%, év/év)	96.00	62.00	123.00	1082.00	35.00	18.00	15.00	12.00	12.00
GDP reálvált. (%, év/év)	1.40	2.50	-10.00	-7.50	2.00	3.00	4.00	4.00	4.00

Makrogazdasági helyzet és kilátások

Bulgária 1996-1997-ben a kelet-európai gazdasági átmenet második felének legmegrázóbb válságát élte át. Az ország csödközei állapotba jutott tavaly előtt. Kaotikus politikai és gazdasági állapotok alakultak ki, amelyek eredményeként a GDP 1996-ban 10 százalékkal, 1997-ben további 7 százalékkal zsugorodott. Különösen drasztikus volt a kibocsátás csökkenés az iparban és az építőiparban. A válság elsősorban az állami nagyvállalatokat és azokat a cégeket sújtotta, amelyek főleg hazai piacra termeltek. A belföldi kereslet "befagyása" jól látszik a reálkeresetek tavalyi 25 százalékos csökkenésén is.

Az 1996-1997-es gazdasági hullámvölgy tekintetében - Romániához hasonlóan - elmondható, hogy a válságot nem sikerült előre jelezni. A nemzetközi kutatóműhelyek 3-4 százalékos növekedést jósoltak 1996-ra. Tették ezt az 1994-95-ös időszakban jelentősen javuló inflációs, külső és belső egyensúlyi mutatók, valamint növekedést jelző GDP adatok alapján.

A makrogazdasági előrejelzések más természetű bizonytalansága a nehezebben számszerűsíthető strukturális változások állásában rejlik. A bolgár és román tapasztalatok megerősítik azokat az elemzéseket, amelyek a mikroszintű strukturális reformok szükségességét hangsúlyozzák a sikeres és visszafordíthatatlan piacgazdasági átmenet szempontjából. Bulgária esetében a legnagyobb közvetlen gondot a bankrendszer állapota okozta. A hitelválság, a körbetartozások 1996-ra lényegében ellehetetlenítették a pénzügyi közvetítést.

A kibocsátás csökkenése nemcsak a kereskedelmi bankok, hanem a teljes monetáris rendszer mély válságával párosult. 1996-ban a fogyasztói árak 123 százalékkal emelkedtek, 1997-re pedig 1000 százalék feletti hiperinfláció alakult ki. Az 1997-es árrobbanást elsősorban a hatósági áras termékek körének szűkítése, az árak liberalizálása váltotta ki. A kezdeti áremelkedések után a negatív folyamatok öngerjesztökké váltak. Az infláció növekedését látva a lakosság elvesztette bizalmát a nemzeti valutában, az emberek megszüntették leva-betétjeiket és megtakarításaikat dollárra konvertálták. A Nemzeti Bank sikertelenül interveniált a devizapiacra - a valutatartalékok jelentős csökkenése és a kamatláb emelések ellenére sem tudta

megállítani a nemzeti valuta jelentős árfolyamesését. A leva 1996 december és 1997 március között 500 százalékkal értékelődött le a dollárral szemben. A valutatartalékok csökkenése miatt ahhoz, hogy az ország törleszteni tudja külső adósságát elkerülhetetlenné vált készenléti-hitel megállapodás megkötése az IMF-el.

Annak ellenére, hogy az éves GDP és az inflációs adatok valóban lehangolóak, 1997 második felére mind a növekedés, mind az áralakulás területén pozitív folyamatok bontakoztak ki. Az év közepére a politikai helyzet konszolidálódott és megszűnt a lakosság és a vállalati szféra "pánikhangulata". Az éves szinten 7 százalékos GDP csökkenés teljes egészében az első félév reálfolyamatainak tulajdonítható. 1997 második félévében már stagnálás volt tapasztalható az előző év hasonló időszakához képest.

A hiperinflációt szintén az év első felének folyamatai váltották ki. 1997 harmadik negyedévében az árszínvonal-emelkedés üteme 13,5 százalékra mérséklődött, a negyedik negyedévben pedig 2,5 százalékra csökkent. A kedvező inflációs tendencia és az árfolyam stabilizálódása mindenek előtt a valutatanács júliusi bevezetésének tulajdonítható, amely a kötött árfolyam-gazdálkodás megteremtésével helyreállította a lakosság bizalmát a nemzeti valutában.

A bolgár növekedési kilátásokkal kapcsolatban a központi feltételezés, hogy a pénzügyi stabilizáció és a nemzetközi intézetek támogatások fejében támasztott reformkövetelményeinek hatására elindul az ipar szerkezetében a modernizáció és megvalósul a bankrendszer stabilizálódása. Az 1997-es adatok azt mutatják, hogy a válság nem egyformán érintette a feldolgozóipar állami és magántulajdonú vállalatait. Az utóbbiak esetében a visszaesés kisebb volt és a növekedési fordulat is hamarabb következett be. Ez alátámasztja azt az érvelést, amely szerint a konjunktúra folyamatok tartós fennmaradásához nélkülözhetetlen a privatizációs folyamat és a külföldi működőtőke beáramlás gyorsítása, a tartósan veszteséges nagy állami vállalatok eladása, illetve bezárása.

Várakozásaink szerint 1998-ban újra megindulhat a növekedés. 1999-ben az ütem javulhat, de 3-4 százalékos szintnél magasabb reál GDP növekedés a 2000-2002 közötti időszakra sem látszik valószínűnek, mivel a GDP felhasználásán belül a végső fogyasztás aránya rendkívül magas: 90 százalékos. Emiatt a növekedés fenntarthatósága megköveteli a restriktív jövedelempolitika alkalmazását.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg

A bolgár kereskedelmi és fizetési mérleg egyenlegében 1997-ben javulás következett be, mivel az import 1996-hoz hasonlóan 8-9 százalékkal csökkent, de az export teljesítmény az előző évi 13 százalékos visszaeséshez képest 7 százalékkal javult. A kedvező fordulat döntő részt annak tulajdonítható, hogy a leértékelések miatt javuló árversenyképességet a cégek bizonyos köre képes volt kihasználni és értékesítését a szűkülő hazai piacról külföldre irányítani.

A következő évekre a gazdaság élénkülésével párhuzamosan a kereskedelmi forgalom növekedése valószínű. Az árfolyam rögzítése és a magas modernizációs kereslet miatt az import dinamikáját minden vizsgált évben a kivitelénél magasabbra prognosztizáljuk, amely a kereskedelmi mérleghiány és ezzel együtt a folyó fizetési mérleg deficit növekedéséhez vezet.

Infláció

A bolgár gazdaság 1994 óta egyre gyorsuló inflációs pályára került, ami 1997-ben a pénzromlás elszabadulását, egyes hónapokban hiperinflációs mértéket megközelítő és összességében az 1000%-ot meghaladó inflációt eredményezett. Az infláció okai elsősorban fiskális jellegűek voltak: a fennálló államadósság után teljesítendő kamatszolgálat és a folyó kiadási többlet finanszírozása érdekében a költségvetés növekvő mértékben támaszkodott jegybanki hitelekre és az ebből eredő inflációs adóbevételekre. Az inflációs nyomást tovább erősítette a privatizáció elmaradása miatt a jövedelempolitikai korlát hiánya, mert az állami tulajdonú vállalatok széleskörűen indexálták áraikat és béreket is.

A valutatanács bevezetése a nemzetközi tapasztalatoknak és várakozásoknak megfelelően gyorsan mérsékelte a pénzromlást, hiszen a fix árfolyam és a pénzteremtési korlát bevezetése jelentős dezinflációs tényezőként hatott, különösen hogy szigorú jövedelem- és fiskális politikával társult. Az infláció már 1997-ben hónapról hónapra csökkent és ez a folyamat idén tovább erősödik. Összességében az inflációs folyamatok tekintetében látványos javulásra lehet számítani és az árszínvonal emelkedés ütemének jelentős visszaesését várjuk az idei évre nézve. A változatlanul szigorú költségvetési politika, a privatizáció és más vállalati reformok által erősített

pénzügyi fegyelem mellett ezt alátámasztják más olyan országok tapasztalatai is, amelyek az árfolyam befagyasztása mellett döntöttek.

A csökkenő inflációnál azonban figyelembe kell venni, hogy ez a gazdasági aktivitás erőteljes csökkenése mellett következett be és bizonytalan hogy a reál GDP kedvezőbb alakulása miképpen érinti majd a pénzromlás ütemét. Másfelől figyelembe kell venni, hogy a kedvező jövedelem és fiskális politikák mellett addicionális inflációs tényezők is hatnak: a kedvezően alakuló folyó fizetési és tőkemérleg nyomán a tőkebeáramlások növekedése okozhat monetáris feszültségeket, illetve a korábbi években elmaradt árliberalizálások is inflációs hatásokkal járhatnak.

Ezzel együtt azt gondoljuk, hogy az infláció lassú fokozatos csökkenésére lehet számítani, amennyiben a reálgazdaság folyamatai várakozásoknak megfelelően kedvezően alakulnak és nem feszítik szét a valutatanácson alapuló fix árfolyamrezsim kereteit.

Államháztartás

Bulgária egyike azon kelet-európai gazdaságoknak, amelyek tartós fiskális problémákkal küzdenek. A gondok egyik forrása a gazdaság magas devizaadóssága, amelynek kamatterhei az 1990-es években a jegybank devizatartalékainak és a költségvetés kiadásainak növekvő hányadát emésztették fel. A magas kamatkidásokat magyarázza a komoly mértékű devizaadóssággal párosuló jelentős konszolidált államadósság is, amely 1996-ban a GDP 64 százaléka volt. (Ez az államadósság relatív szintjét tekintve a magyar mellett a legmagasabb érték térségünkben)

A fiskális problémák kiéleződéséhez vezetett, hogy a valutatanács bevezetését megelőzően a kormányok nem hajtották végre azokat az elemi lépéseket sem, amelyeket az átalakuló gazdaságok többségében korábban már megvalósítottak: a támogatások leépítése, a piacgazdasági adórendszer főbb elemeinek bevezetése, stb. Az adóreform elmaradása, a vállalati szektor növekvő fizetési késedelme nyomán meredeken csökkentek 1992-től a költségvetés bevételei, amelyek a GDP-hez vetítve a legalacsonyabbak az előrejelzésben szereplő gazdaságok között. A reformok halogatása a költségvetési kiadások esetében felelőtlen fiskális expanzióval párosult, amely az egyenleg kézben tartását lehetetlenné tette.

Ezen túl további teherként nehezedik a jelenlegi kormányra, hogy a bankrendszer kétes követeléseinek elmaradt kezelése, az állami vállalatok felhalmozódó kötelezettségei, és a nyugdíjrendszer növekvő hiánya nyomán egyre nagyobb az implicit adósságállomány, amelynek leépítése már rövidtávon is addicionális fiskális terheket fog jelenteni. A terhek részleges leépítése a jegybank által végzett finanszírozási feladatok, az úgynevezett kvázi fiskális tevékenységek átvállalásával már megtörtént, de további lépésekre is szükség van.

A valutatanács bevezetése Bulgária esetében is komoly fiskális korrekciót igényelt. Ez megnyilvánult mind az eddig a központi költségevésen kívül finanszírozott kiadások költségvetésbe történő beépítésében, illetve a kiadások lefaragásának szükségességében. Annak ellenére, hogy a reál GDP visszaesése a bevételeket is kedvezőtlenül érintette a tavalyi évben jelentős siker volt, hogy a hiány 11,4 százalékról a GDP 3,6 százalékára mérséklődött.

A kiigazítás teljes egészében a költségvetési kiadások drákói megszorításával valósult meg: miközben a bevételek/GDP is csökkent 2,5 százalékponttal 1997-ben, addig a kiadások esetében a visszaesés 13 százalékpontos volt. A kiadásokat 1997-ben és idén is a folyó költségek drákói lefaragása, illetve a korábban rendkívül magas kamatlábak csökkenése mérsékelte: a rövidtávú kincstárjegyek éves hozama 1997 elejének közel 700 százalékos szintjéről 1998 közepére 10 százalék alá csökkent, jelentősen mérsékelve a nominális és reálkamat kiadásokat is.

44. Táblázat Az államháztartási és költségvetési egyenlegek alakulása a GDP százalékában 1993-2002

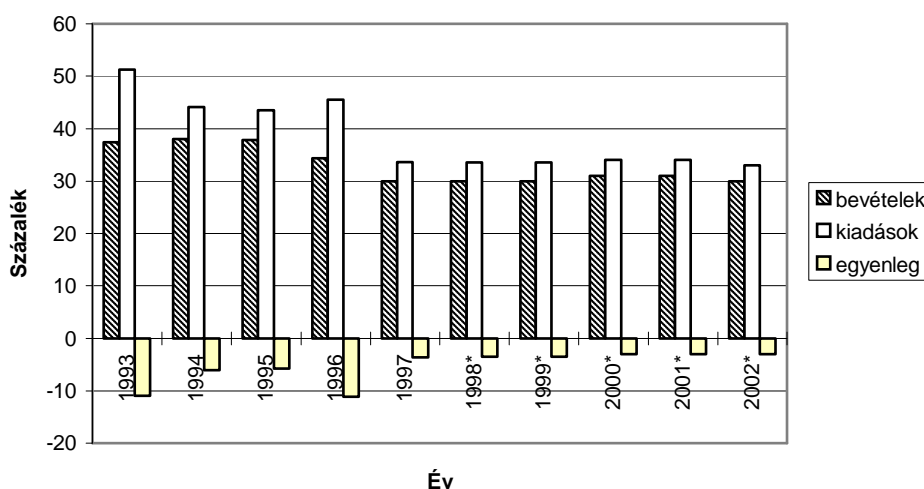
Mutató	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg a GDP %-ban	-11.0	-6.3	-6.7	-11.4	-3.6	-3.0	-2.5	-3.0	-3.0	-3.0
Államháztartási egyenleg a GDP %-ban	-10.9	-5.8	-5.7	-8.0	-5.5	-3.5	-3.0	-3.5	-4.0	-3.5

Várakozásaink szerint a reformok sikeres megvalósítása mellett sem lesz könnyű feladat a kedvező 1997-es egyenleget fenntartani. Ezt alátámasztja Bulgária magas devizaadóssága és ezek után teljesítendő kamatszolgálat, amely az

adósságrendezést követően sem mérséklődött. A másik nehézség, hogy a gazdaság a "mérsékelt infláció - szerény növekedés" pályáján mozog és ez nem kedvez a gyors egyensúlyjavulásnak.

7. grafikon

A központi költségvetés bevételei és kiadásai a GDP százalékában



Ezzel szemben kedvezően érintheti a költségvetési egyensúly alakulását a privatizáció felgyorsulása, a közvetlen tőkebefektetések növekedése, a készpénzes értékesítési technikák erősödése a privatizációban, valamint az adórendszer hatékonysági tartalékainak mobilizálása. Mindezek alapján 2-3,5 százalékos költségvetési és ennél 0,5 százalékponttal magasabb államháztartási deficitet prognosztizálunk, stagnáló centralizáció és jövedelem újraelosztás mellett.

Kamatok, monetáris folyamatok

Bulgáriában a korábbi lebegő árfolyamrendszer feladásával és a valutatanács bevezetésével alapvetően módosultak a monetáris politika eszközei, céljai és mozgásteret. A jegybankot felváltó monetáris hatóság döntő feladatává a devizatartalékok nemzeti valutára történő konvertálása és a bankrendszer prudens működésének biztosítása vált.

Az elmúlt években a monetáris politika alárendelődött a fiskális politikának és a költségvetés, illetve a költségvetésen kívüli kiadások finanszírozása nyomán

rendkívül expanzív volt. Az expanzív monetáris politika hatott a kamatlábak alakulására, amelyek az elemzett időszakban - különösen a betéti, de egyes években hiteloldalon is - negatívak voltak. A rendkívül alacsony reál betéti kamatlábakat emellett a bolgár bankok felhalmozódó kétes kinnlevőségei, az ezek kezelésére született konszolidációs programok kudarca, valamint a bankokkal szorosan összefonódó vállalatok alacsony kamatozású hitelekkel történő finanszírozása (és ennek megteremtése érdekében a betéti kamatlábak mesterségesen alacsony szinten történő tartása) okozták.

45. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	42.60	51.10	35.90	74.70	3.50	3.00	3.00	3.00	2.50	2.50
A hitelkamatlábak éves szintje	59.47	72.58	58.98	123.48	15.00	12.50	12.00	12.00	12.00	11.00
A reál betéti kamatlábak	-30.30	-44.90	-26.20	-48.30	-1078.70	-32.00	-17.00	-12.00	-9.50	-9.50
A reál hitel kamatlábak	-13.43	-23.42	-3.12	0.48	-1067.20	-22.50	-8.00	-3.00	0.00	-1.00
Nominális kamatrés	16.87	21.48	23.08	48.78	11.50	9.50	9.00	9.00	9.50	8.50

A monetáris politikával és folyamatokkal kapcsolatos előrejelzést meghatározza, hogy várhatóan Bulgária nem fog az előrejelzési időszakban kilépni a valutatanács rendszeréből és ennek megfelelően szigorú monetáris politika fog érvényesülni. A monetáris szigor szempontjából kényszerű adottságként fennálló rögzített árfolyamrendszer és teljes körű devizakonvertibilitás mellett kedvező lesz, hogy az államháztartás pozíciója lényegesen jobb az 1990-es éveknél, illetve hogy a bankok pénzügyi helyzete is kedvezőbb, ami mérsékli a pénzügyi rendszer érdekében eszközölendő monetáris beavatkozások valószínűségét és kockázatát.

A nominális kamatlábak alakulása szempontjából a monetáris rendszer mellett a fiskális politika szerepe fontos. A tavalyi erőteljes fiskális korrekció, illetve az infláció csökkenése lehetővé tette a kincstárjegyek kamatszínvonalának csökkenését, amit a piaci kamatok esése is követett. Ugyanakkor rövidtávon további csökkenéssel nem lehet számolni, mert a deficit vélhetően az elért szint körül stabilizálódik és növekszik a bolgár állam belső adóssága.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Bulgáriában az átmenet kezdetétől a lebegő árfolyamrendszert alkalmazták, aminek egyik kiváltó oka az átalakulás kezdetén rendkívül alacsony jegybanki tartalékok voltak, amelyek a magas adósságállomány után teljesítendő jelentős adósságszolgálattal párosultak. Emellett a lebegő árfolyam alkalmazását indokolta, hogy jelentős exportösztönzésre és szerkezeti-földrajzi reorientációra volt szükség a külkereskedelemben az orosz gazdaságtól való függőség csökkentése érdekében. A lebegő árfolyamrendszer addig volt fenntartható, ameddig a fiskális és monetáris politika kellőképpen szigorú volt és biztosította a leva iránti kereslet növekedését.

A gazdaságpolitika azonban két súlyos hibát követett el, aminek közvetlen árfolyam-politikai következményei voltak. Egyrészt a makrogazdasági mutatókhoz, illetve a gazdaság fejlettségéhez viszonyítva túl korán és jelentősen liberalizálták a devizaműveleteket, ami széleskörű lehetőséget teremtett a külföldi devizák iránti kereslet kielégítésére és a levával szembeni spekulációra. Másrészt a fiskális és monetáris politika súlyos hibákat követett el: a jegybank felelőtlenül hitelezte a fiskális expanziót, átvállalt számos költségvetésen kívül kiadást és ezzel az inflációs nyomást erősítette.

A folyamat 1996 végére vált kezelhetetlenné. A hiperinfláció letörése és a felelőtlen jegybanki hitelpolitika kiigazítása érdekében bevezetésre került a valutatanács, amelynek központi eleme hogy a jegybank csak (folyó fizetési mérleg többlet, illetve nettó tőkebeáramlás esetén növekvő) devizatartalékai erejéig növelheti a pénzkínálatot, önállóan pénzt nem teremthet.

A horvát- és a szlovák árfolyamrendszerrel és árfolyam-politikával szemben úgy véljük, hogy Bulgária esetében nem várható a vizsgált időszakban jelentős változás: az 1997-ben bevezetett valutatanács intézménye tartósan fennmarad. Ezt indokolja, hogy az ország változatlanul magas, bár csökkenő mértékű inflációval küzd. A kelet-európai gazdaságok zömével szemben a relatív árak szerkezetének átrendeződése, az adminisztratív árak felszabadítása kisebb mértékű volt Bulgáriában. Ez még hiteles és szigorú jegybanki és fiskális politika mellett is elhúzódó inflációs nyomással fenyeget.

Emellett figyelembe kell venni, hogy a valutatanácsot megelőző évek lebegő árfolyamrendszerében jelentős árfolyam-korrekciók történtek, az árfolyam leértékelődésének fontos szerepe volt az infláció megugrásában, és erőteljesek az árfolyam-korrekcióhoz kapcsolódó inflációs várakozások is. Ezeknek a várakozásoknak a kezelése önmagában is indokolhatja a valutatanács hosszabb távú fenntartását.

A valutatanács fennmaradása szükséges annak érdekében is, hogy a monetáris hatóságok hitelessége (amelyet az 1990-es évek felelőtlen monetáris és pénzpolitikája -pl. a bankrendszer irányába- erőteljesen csökkentett) erősödjön. A valutatanács által biztosított pénzügyi szigor kényszerítheti ki emellett, hogy a költségvetési és a jövedelempolitika ne lazuljon fel a politikai követelések nyomán és az elmúlt két év erőteljes korrekcióit követően, változatlanul összhangban alakuljon a rögzített árfolyam által megkívánt feltételekkel.

A valutatanács feladása ellen szól továbbá, hogy a privatizáció felgyorsulása, és a portfólió befektetések gyarapodása ellenére Bulgária nem számolhat a többi kelet-európai gazdaságban megfigyelt mértékű tőkebeáramlással, ami az inflációs célok elérése érdekében az árfolyamrendszer rugalmasságának növelését kívánná meg. Sőt éppen a valutatanács által biztosított pozitív reálkamatlábakra van szükség annak érdekében, hogy fokozni lehessen a tőkebeáramlást, amire a gazdaságnak égető szüksége lehet ha az adósságszolgálati kötelezettségeket, valamint a kereskedelmi mérleg egyenlegének alakulását vesszük figyelembe.

A valutatanács rendszerének fennmaradása azonban nem jelent változatlan árfolyamrendszert, hiszen Bulgáriának is alkalmazkodni kell a márka euroval történő felváltásához. A felváltás nyomán az euro átveszi a márka szerepét mint kulcsvaluta, bár ennek nem lesz hatása magára az árfolyamrendszerre. A valutatanács fennmaradása egyben azt is jelenti, hogy a dollárban vett nominális árfolyam alakulását alapvetően a márka és dollár, illetve 1999 után az euro és a dollár keresztárfolyamának alakulása határozza meg, miközben a az inflációs különbségek fennmaradása miatt a leva további felértékelődése várható.

46.Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Nemzeti valuta árfolyama US dollárban	27.65	54.25	67.17	175.82	1717.7	1750	1735	1717	1750	1785
A nominális árfolyam százalékos változása	18.400	96.203	23.816	161.754	876.965	1.880	-0.857	-1.037	1.922	2.000
A reálárfolyam ahol előző év=100		103.10	78.67	120.89	85.11	77.73	85.09	88.63	93.73	93.807

A reálfelértékelődés várhatóan nem lesz olyan mértékű mint a valutatanács bevezetését megelőző években volt, továbbá a reálárfolyam felértékelődése fokozatos folyamat lesz, amelyben elmaradnak a hektikus mozgások, amelyek 1992-1996 között megfigyelhetők voltak.

III.8. Ukrajna

47. Táblázat Az ország főbb adatai

Mutató	1997-es adat	A magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	50.5	500%
Terület (e km ²)	603	648%
Főváros	Kijev	na
Pénznem	hrivna	na
Árfolyam (USD)	1.87	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	82	28%
GDP (md USD)	48	109%
GDP/fő (USD)	897	20%

Ukrajna a lakosságszámot és az ország területét tekintve egyaránt ötször akkora, mint Magyarország. Az egy főre eső GDP viszont csak ötöde a bruttó havi átlagkereset pedig csak 28 százaléka a hazainak. Annak ellenére, hogy az ország mérete jelentős jövőbeni piaci potenciált jelent, jelenleg a bruttó hazai termék alapján az ukrán piac nagyságrendileg a magyarral megegyező.

48. táblázat Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	10304	12595	14062	14700	15530	16119	17937	20153	23899
Import (mUSD)	7932	11429	18203	19300	20171	21366	23297	27266	33003
Külker. Forg. (mUSD)	18236	24024	32265	34000	35700	37485	41234	47419	56902
Külker. Egyenleg (mUSD)	2372	1166	-4141	-4600	-4641	-5248	-5360	-7113	-9104
Export növ. (%, év/év)	-4.90	22.20	11.60	4.50	5.60	3.70	11.20	12.30	18.50
Import növ. (%, év/év)	-37.30	44.00	59.20	6.00	4.50	5.90	9.00	17.00	21.00
Külker. Forg. növ. (%, év/év)	-22.43	31.74	34.30	5.38	5.00	5.00	10.00	15.00	20.00
Deficit/forg. (%)	13.00	4.85	-12.80	-13.50	-13.00	-14.00	-13.00	-15.00	-16.00
Folyó fizetési mérleg egyenleg (mUSD)		1152	-1181	-2200	-1800	-1700	-1900	2500	-3000
Folyó fizetési mérleg/GDP (%)			-2.70	-4.60	-4.60	-4.80	-4.60	-5.50	-6.00
Éves átlagos infláció (%, év/év)	891	377	80	16	20	30	30	25	25
GDP reálvál. (%, év/év)	-23.00	-12.00	-7.00	-3.20	-2.00	1.00	3.00	3.00	4.00

Makrogazdasági helyzet és kilátások

Ukrajnában 1997-ben sem tört meg a hét éve tartó recesszió. Sem a beruházások, sem a lakossági fogyasztás, sem az ipari, sem mezőgazdasági termelés, területén nem tapasztalhatóak a növekedés jelei. Tavaly minden második cég veszteséggel zárta az évet. 1995-ben még csak minden ötödik vállalkozás volt deficités.

Ukrajnában bevett gyakorlattá vált, hogy a vállalatok a vám és adókötelezettség kikerülése céljából csak egy két hónapig, hétig, esetleg napig létező álcéget alapítanak. Főleg erre vezethető vissza, hogy tavaly a csődeljárások száma megkétszereződött.

Az önálló nemzetállam létrejötte óta folyamatosan növekszik a feketegazdaság és az ország elmaradottabb területein a gazdasági élet demonetizációja és ezzel együtt az önellátási tendenciák erősödése és a reciprocitáson alapuló tranzakciók terjedése figyelhető meg. Tavalyi becslések az illegális tevékenységek arányát a bruttó nemzeti termék 40-50 százalékára teszik, amely kiugróan magas adatnak számít még Kelet-Európában is.

A statisztikailag megfigyelt legális gazdasági ágazatok közül egyedül a hadipar maradt működőképes a Szovjetunió széthullása után. Ukrajna ma a világ első tíz fegyverexportőre között van. Jelenleg 17 országba szállít hadipari cikket, melyek közül a legjelentősebb vásárlók Kína, India, Pakisztán és Banglades.

A reformok a mikroszférában kezdeti stádiumban vannak. A privatizáció gyakorlati eredményeket nem hozott, a külföldi befektetések nagysága abszolút értelemben, de különösen az ország méretéhez viszonyítva elenyésző. 1997-es adatok szerint Ukrajnában a függetlenné válás óta összesen 1,6 milliárd USD külföldi tőkét fektettek be, töredékét az ötöd akkora Magyarországra érkezett volumennek.

A gazdasági élet minden szegmensében komoly méreteket öltött a korrupció, amely a közbiztonság és az infrastruktúra állapotaival együtt gátat jelent a legtöbb vállalkozói kezdeményezés előtt, illetve csak azoknak ígér sikert akik képesek alkalmazkodni a sajátos körülményekhez.

Makrogazdasági szinten az ország igazán csak az áremelkedés megfékezése területén mutathat fel jelentős eredményt: 1996-ban az infláció először lett kétszámjegyű az 1990-es évek eleje óta, elsősorban az új nemzeti valuta a hrivna

bevezetésének következtében, amikor is jelentősen felértékelték a nemzeti valutát és rögzítették az árfolyamát.

Az ismételten baloldali győzelmet hozó 1998 március végi parlamenti választások nem hoztak jelentős változásokat a gazdaságpolitikában. Tényleges reformokra az egyetlen esélyt közép távon abban látjuk, hogy az ország növekvő külső finanszírozási igénye egyre nagyobb teret enged a nemzetközi hitelintézeteknek, hogy nyomást gyakoroljanak Ukrajnára elsősorban a központi költségvetés és az államháztartás nagy elosztó rendszereinek átalakítása területén, valamint az állami nagyvállalatok reorganizációja és privatizációja, a mezőgazdaság és a szénbányászat szerkezet-átalakítása tekintetében.

Az 1997-es statisztikákban még nem fedezhetők fel azok a jelek, amelyek 1998-ra valószínűsítik a transzformációs válság végét. A legtöbb nyugati kutatóintézet már 1995-re a növekedési fordulat bekövetkeztét valószínűsítette és azóta évente ismétlődnek az ilyen jellegű jóvendölések.

Az 1980-as évek vége óta tartó visszaesés mértékét figyelembe véve nem kizárt, hogy 1999-re már stagnálás közeli állapot alakul ki, de csak 2000 lehet az első év, amelyben egyértelművé válhat a növekedés. Ez 2-3 százalékos bővülést jelenthet, bár 2001-2002 tekintetében nem kizárt, hogy a GDP kissé magasabb mértékben fog nőni elsősorban az elhúzódó válság alatt kirívóan alacsonnyá vált bázisadatok miatt. Az esetleges növekedési tendenciák ellenére a szerkezeti adottságok és a halogatott reformok miatt Ukrajna számára az előrejelzési időszak végén is nyitott kérdés marad, hogy mennyiben életképes az ország, mint önálló nemzetállam és mint önálló gazdaság.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg

Ukrajna kereskedelmi idősorait áttekintve látható, hogy az 52 millió lakost számláló ország méreteihez képest a forgalom alacsony. Különösen igaz ez a fejlett ipari országok relációjában, mivel az ukrán import körülbelül harmada a FÁK tagországaiból - első sorban Oroszországból - származik és az ukrán export körülbelül 40 százaléka FÁK - tagállamaiban talál piacra. Az orosz import közép távon is valószínűleg magas marad, elsősorban az ország egyoldalú energiafüggősége miatt.

A kereskedelmi forgalom növekedése 1995-től kezdődően figyelhető meg, addig a stagnálás illetve a visszaesés volt a jellemző. A forgalombővülés különösen látványos 35 százalékos volt 1996-ban elsősorban a behozatal közel 60 százalékos emelkedésnek köszönhetően. Ezzel párhuzamosan az ukrán export csak 11 százalékkal nőtt, amely az 1995-ös aktívumot követően jelentős kereskedelmi mérleg hiányhoz vezetett. 1996-ban a deficit teljes forgalomhoz viszonyított aránya is jelentőssé vált: megközelítette a 13 százalékot. 1997-ben ezek a tendenciák folytatódtak a deficit relatív súlya és dollárban kifejezett abszolút nagysága egyaránt nőtt. Ez szintén arra utal, hogy a jelenlegi árfolyamon az ukrán termékek nemzetközileg nem versenyképesek.

1998-ra még változatlan külgazdasági egyensúlytalanságot prognosztizálunk. Az ezt követő évekre nézve viszont nem valószínű, hogy GDP-növekedés beindulásával az importot jelentősen vissza lehetne fogni. Emiatt 1999-2002-re a kereskedelmi egyensúlytalanság növekedése válhat meghatározó tendenciává. Az egyetlen kivétel a 2000-es év lehet, amikor az export dinamikája a kényszerű leértékelés hatására felülmúlhatja a behozatal növekedésének ütemét.

Évről-évre javuló ütemű forgalombővülést feltételezve, elsősorban a kereskedelmi folyamatok hatására a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított deficitjének enyhe növekedését várjuk az elkövetkező években.

Infláció

A dezinflációs trend 1996-1997-ben tapasztalt látványos folytatódása nem tűnik megalapozottnak, mivel a kedvező monetáris folyamatok a reálgazdasági megalapozottság hiányában csak egyre komolyabb áldozatok árán valósíthatók meg. Erre utal az is, hogy az ukrán kormány a közszektorban dolgozók bérkifizetéseinek több hónapos késleltetését és a takarékpénztári kifizetések korlátozását is alkalmazza az áremelkedések elleni küzdelemben.

A költségvetési deficit növekedése és finanszírozásának problémái is az infláció gyorsulását eredményezhetik. Továbbá inflációs trendváltozást válthat ki, hogy a gazdaság alacsony teljesítőképessége aláássa a jelenlegi árfolyamszintet, illetve a rubel árfolyamának mélyrepülése nyilvánvalóan kihat majd a hrivna árfolyamára és az árfolyam várható leértékelődése inflációs következményekkel jár.

Mindezek következtében idén a korábbi dezinflációs trend megtörésére és a pénzromlás ütemének gyorsulására számítunk, amely 1999-ben is érvényesül majd. Figyelembe véve a folyó fizetési mérleg és költségvetési problémák inflációs következményeit, a magasabb infláció tartósan fennmaradhat és az előrejelzési időszak végére sem csökken 25 százalék alá.

Államháztartás

Ukrajna egyike azon átalakuló gazdaságoknak, ahol nem sikerült tartósan 5 százalék alá szorítani az államháztartás hiányát és a fiskális feszültségek ismételt felhalmozódnak. Az államháztartási hiány alakulására természetesen hatottak a fontosabb makrogazdasági folyamatok, elsősorban a GDP tartós és jelentős visszaesése és a magas infláció. Ugyanakkor a tartós egyensúlyi problémákban szerepe van annak, hogy a költségvetési kiadások reformja alig haladt előre, miközben súlyos feszültségek keletkeztek a nyugdíj- és egészségügyi rendszerben, a támogatások területén, kiváltva a kiadások növekedését.

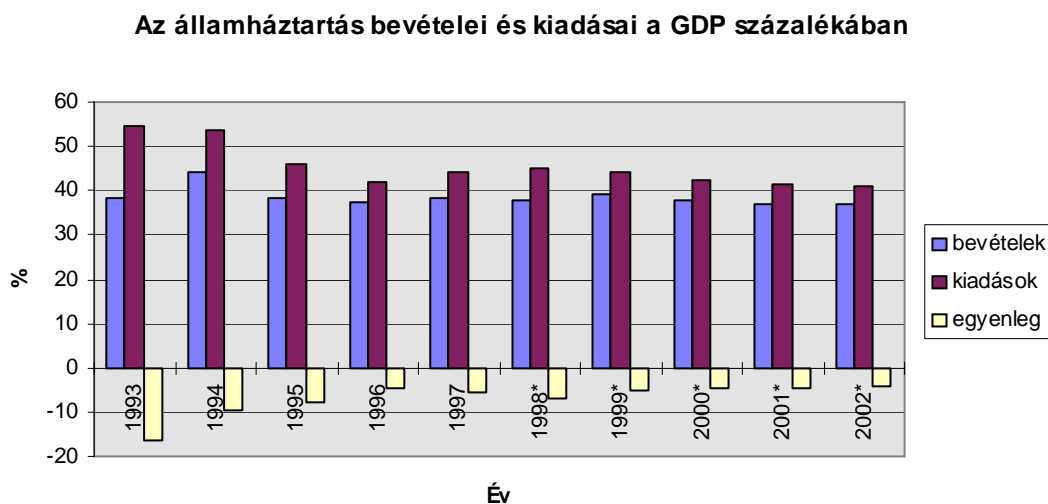
Emellett ha Oroszországnál kisebb mértékben, de Ukrainára is jellemző, hogy a központi kormányzat képtelen az adóbázis védelmére és az adóbevételek hatékony behajtására: a kinnlevőségek növekedését jelzi, hogy a GDP erőteljes csökkenése ellenére az államháztartási bevételek aránya fokozatosan mérséklődik, miközben a kiadásoké alig változik, illetve esetenként növekszik.

49. Táblázat A költségvetési és államháztartási egyenleg a GDP százalékában 1993-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	-16.2	-7.8	-4.9	-3.2	-4.5	-6.0	-4.5	-4.0	-4.0	-3.0
Államháztartási egyenleg	-16.3	-9.5	-7.6	-4.5	-5.6	-7.0	-5.0	-4.5	-4.5	-4.0

Idén az egyensúly további romlásával számolunk a kedvezőtlen külső és belső makrogazdasági folyamatok, a magas nominális kamatszint kiadásokat növelő hatása miatt. Az államháztartási deficit növekedését valószínűsíti a politikai fordulat is, hiszen a választásokon nyertes pártok a korábbinál lazább fiskális és gazdaságpolitika hívei.

7. grafikon



A deficit csökkenésére csak 1999-től számíthatunk, elsősorban a GDP kedvezőbb alakulása, valamint az elmaradt adóbevételek korábbiaknál hatékonyabb behajtása miatt. Ennek ellenére az államháztartási hiány magas marad az előrejelzési időszakban, nem fog 4 százalék alá mérséklődni, ami feszültségeket okozhat a monetáris és árfolyam-politika számára.

Az állami újraelosztás alakulásában nem várható jelentősebb változás az elkövetkező időszakban. A bevételek esetében változatlanul az adó-és az egyéb járulékok bevételek behajtásának hatékonysága a legbizonytalanabb tényező és gyors javulásra nem lehet számítani. A kiadások esetében a legfontosabb kérdés, hogy sikerül-e a nyugdíjrendszerben felhalmozott feszültségeket a felosztó-kirovó rendszer folyamatban lévő reformjával (korhatár emelése, jogosultságok csökkentése, stb.) mérsékelni, illetve a támogatások növekedését megakadályozni. Előrejelzésünk szerint a kiadások és bevételek GDP arányos részesedésében nem várható jelentősebb változás, de a kiadások mérséklődése valamivel erőteljesebb lesz, lehetővé téve az időszak végére a deficit jelzett, kisebb mértékű csökkenését.

Kamatok, monetáris folyamatok

Ukrajnában a monetáris politikát meghatározta a hiperinfláció csökkentése, illetve az egymást követő kormányzatok kudarcra a költségvetési deficit csökkentésében és a költségvetési fegyelem megteremtésében. Mindezek

következtében a monetáris politika hektikus volt, ahol egymást váltották a restriktívebb, illetve expanzívabb időszakok annak függvényében hogy sikerült-e a minimális költségvetési konzisztenciát megteremteni.

A monetáris politika volatilitása a kamatlábakra is hatott, különösen a hiperinfláció időszakában. Összességében a nominális és reálkamatlábak alakulása a volatilitás mellett az ukrán bankrendszer elmaradó reformját is mutatja: a rendkívül magas nominális kamatrés, valamint reál hitelkamatlábak, illetve a betéteseknek nyújtott mélyen negatív reálhozamok ezt jól tükrözik.

50. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	148,63	208,63	70,29	33,63	18,21	30	24	24	22	22
A hitelkamatlábak éves szintje	184,25	250,28	122,7	79,88	49,12	45	40	40	35	30
A reál betéti kamatlábak	-5222,37	-682,37	-306,51	-46,57	0,41	-2	-2	-2	-2	-2
A reál hitel kamatlábak	-5186,75	-640,72	-254,1	-0,32	31,32	20	10	10	10	5
Nominális kamatrés	35,62	41,65	52,41	46,25	30,91	22	12	12	12	7

A kamatlábak alakulása a jövőben sem változik számottevően: véleményünk szerint a vizsgált előrejelzési időszak zömében magas reálkamatlábakra és az időszak utolsó két esztendejét leszámítva negatív reál betéti kamatlábakra lehet számítani. A nominális kamatrés vélhetően csökken, jelezve hogy az infláció - várható gyorsulása ellenére is - a korábbi magas szint után a mérsékelt tartományban marad, illetve hogy hatnak a bankreform első lépései a bankok viselkedésére.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

Ukrajna is a lebegő árfolyamrendszert alkalmazott, ami figyelembe véve az inflációs teljesítményt és a devizatartalékok szintjét megalapozott volt. Ugyanakkor az ország nem tudta a lebegő árfolyamrendszerben rejlő előnyöket kiaknázni, mert a rendszer nem biztosította a túlzott mértékű volatilitás elkerüléséhez szükséges fiskális és jövedelempolitikai fegyelmet, miközben a monetáris politika a jegybanki függetlenség hiányában teljes mértékben alárendelődött a költségvetési expanzió finanszírozásának.

Ennek a következménye a nominális árfolyam táblázatban jól látható jelentős volatilitása, valamint a reálárfolyam tartós felértékelődése ami a nominális árfolyam-

korrekciónál nagyobb inflációs eltérések fennállását mutatja. A sikertelen stabilizációt és a zuhanó devizaárfolyamokat tükrözi a kiterjedt párhuzamos piac, valamint a feketepiaci árfolyamon realizálható jelentős prémium.

A helyzet kisebb mértékben javult 1997-ben, amikor sikerült a hrvna dollárral szembeni árfolyamának növekedését mérsékelni, elsősorban a sikeres antiinflációs politika eredményeképpen. Ennek az ára azonban a reál GDP és a külső egyensúly alakulásában jelentkező feszültség volt.

51.Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Nemzeti valuta árfolyama US dollárban	0.0479	0.0317	1.473	1.83	1.88	2.49	3.20	4,20	5.47	6.70
A nominális árfolyam százalékos változása		-33.82	4546.68	24.23	2.73	32.44	28.51	31.25	30.23	22.48
A reálárfolyam ahol előző év=100		6.87	1003.79	71.01	89.82	109.13	101.82	103.99	107.31	100.92

Az árfolyam várható alakulásában eltérő tényezők játszanak meghatározó szerepet rövid- illetve középtávon. Rövidtávon a hrvna árfolyamának alakulását elsősorban a rubel árfolyammozgása determinálja, ami elkerülhetetlené teszi a hrvna leértékelődését. Az urán gazdaság sem tudja kivonni magát ugyanis az orosz gazdasági válság tovagyrűző hatásai alól, különösen annak fényében hogy az egyensúlyi mutatók és a növekedési kilátások sem kedvezőbbek az oroszországinál.

Emellett a rubel leértékelődése azért is kedvezőtlen a hrvnára nézve, mert Ukrajna legjelentősebb kereskedelmi partnere Oroszország és a rubel árfolyamának csökkenése versenyképességi hátrányba hozza az ukrán gazdaságot, a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorokat. A folyó fizetési mérleg hiányának további növekedését megakadályozandó elkerülhetetlen lesz a hrvna addicionális leértékelődése.

Az árfolyam alakulására középtávon meghatározó jelentősége van annak, hogy folytatódik-e a jelenlegi gyakorlat, vagy fordulat eredményeképpen a korábbtól eltérő gazdaságpolitika valósul meg. A hangsúlyeltolódást nagy valószínűséggel fel lehet

tételezni és ez véleményünk szerint a még populistább típusú gazdaságpolitikai célok megvalósításának irányába.

Ennek szükségszerű következménye lesz, hogy a dezinfláció folyamata megakad, és az infláció felgyorsul, aminek következtében további jelentősebb korrekcióra kerülhet sor a nominális árfolyamban, ahogy ezt a táblázat mutatja. Mindezek nyomán a dollár ára több mint kétszeresére emelkedhet az előrejelzési időszak végére.

III.9. Oroszország

52. Táblázat Az ország főbb adatai

Mutató	1997-es adat	a magyar adat százalékában
Lakosság (m fő)	147.4	1459%
Terület (e km ²)	17075	18360%
Főváros	Moszkva	na
Pénznem	rubel	na
Árfolyam (USD)	5785	na
Átlagos havi bruttó kereset (USD)	162	56%
GDP (md USD)	462	1050%
GDP/fő (USD)	3137	71%

Oroszország a vizsgált országok összesített GDP-jének több mint felét adja, és a régió lakosságának közel 50 százalékát mondhatja magáénak. Annak ellenére, hogy az egy főre eső GDP 30 százalékkal kisebb a magyarnál, Oroszország piaca a magyarnak több mint tízszerese.

53. Táblázat Külső egyensúly, infláció, növekedés: 1994 és 1997 közötti tényadatok és előrejelzés 2002-ig⁴

Mutató	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Export (mUSD)	66862	79910	87629	84753	88526	92203	96813	100827	104133
Import (mUSD)	38661	46680	46238	52539	54258	57720	60606	64463	69422
Külker. Forgalom (mUSD)	105523	126590	133867	137292	142784	149923	157419	165290	173554
Külker. Egyenleg (mUSD)	28201	33230	41391	32214	34268	34482	36206	36364	34711
Export növ. (% ,év/év)	12.9	19.5	9.6	-3.2	4.4	4.1	5.0	4.1	3.28
Import növ. (% ,év/év)	7.2	20.7	-0.9	13.6	3.2	6.3	5.0	6.3	7.6
Külker. Forgalom Növ(% ,év/év)	10.8	19.9	5.7	2.5	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Deficit/forgalom(%)	26.7	26.2	30.9	23.4	24.0	23.0	23.0	22.0	20.0
Folyó fizetési mérleg egyenleg. (mUSD)		8046	11706	10000	9500	9000	9000	8500	8000
Folyó fizetési mérleg/GDP (%)		1.50	2.70	1.90	1.60	1.40	1.40	1.30	1.00
Éves átlagos infláció (% ,év/év)	300	198	48	15	40	35	30	25	25
GDP reálvált. (% ,év/év)	-12.7	-4.1	-4.9	0.40	-4.00	-2.00	0.00	2.00	3.00

⁴ Az exportra, importra, kereskedelmi és folyó fizetési mérlegre vonatkozó statisztikák nem tartalmazzák a Független Államok Közösségén belüli kereskedelmi folyamatokat.

Makrogazdasági helyzet és kilátások

Oroszország Ukrajnához hasonló fejlődési pályát járt be az elmúlt hét évben, azzal az eltéréssel, hogy a GDP visszaesése 1997 végére megállt: a statisztikák enyhe, 0,4 százalékos növekedést mutattak. A transzformációs válság mélységét jelzi, hogy a GDP, évről-évre csökkenve, az 1989-es szint felére zsugorodott 1997-re.

Ami az Ukrajna és Oroszország közötti összehasonításban az utóbbi mellett szól az elsősorban az a növekedési potenciál, amelyet az orosz energiahordozó- és ásványvagyon jelent, valamint az hogy az Szovjetunió belüli munkamegosztásban Oroszország a jövőbeli növekedési kilátások szempontjából kedvezőbb szerepet töltött be, mint az „összeszerelő üzemként” funkcionáló Ukrajna és Belorusszia.

Másrészt a piacgazdasági reformok területén is előrébb jár Moszkva, mint nyugati szomszédja, aminek a jele a privát szektor dinamikus növekedése, valamint az, hogy az ország nemzetközi megítélése (a kormányzati és magánhitelezőkkel aláírt átütetési megállapodások, az IMF készenléti hitel szerződése) az 1998 nyár végi pénzügyi krízist megelőzően kedvezően változott.

Kínálati oldalról a tavalyi mérsékelt konjunktúrát elsősorban az ipar élénkülése váltotta ki. Egyértelmű növekedési tendenciák jelentek meg a nem fém ásványi termékek előállítására és a vegyipar területén. A többi ipari ágazat 1997-ben továbbra is hanyatlott, illetve stagnált. Ez alól egyetlen kivétel a gépiparon belül a személygépkocsi-gyártás növekvő kibocsátása.

Az orosz ipar egészére igazoltnak tűnik az a hipotézis, mely szerint a válság során elszenvedett visszaesés annál nagyobb, minél nagyobb a végtermék feldolgozottság foka. Az egyenlőtlen ütemű ágazati recesszió miatt a GDP-n belül folyamatosan nő az alacsony feldolgozottság fokú termékek részaránya (energiahordozók, nyersanyagok, ásványi anyagok).

Keresleti oldalról a visszaesés lefékeződését a lakossági fogyasztás emelkedése segítette elő, amely a reálbérek 1996-os 1,5 százalékos és 1997-es 3 százalékos növekedésében tükröződik. A beruházások 1997-ben is csökkentek, bár az előző évinél kisebb mértékben.

A restriktív monetáris és fiskális politikának köszönhetően a rubel árfolyama viszonylag stabil maradt és az inflációs ütem 1996-os látványos mérséklődése 1997-

ben is folytatódott. Ellentmondásosnak tűnhet, hogy az infláció jelentős csökkenésével párhuzamosan az elmúlt év folyamán a pénzkínálat 30 százalékos bővülése következett be (elsősorban a rövid távú, spekulatív, külföldi tőkebefektetések első félévi felfutásának köszönhetően). Az inflációs hatás elmaradása annak tulajdonítható, hogy a pénzkínálat növekedése ellenére az orosz gazdaság monetizáltságának fokára továbbra is alacsony (az M2/GDP mutató csak 0,15 százalék volt 1997-ben).

A kedvező makrogazdasági háttér és a térségen belül viszonylag gyors szerkezeti reformok mellett 1998 nyarán súlyos valutaválság alakult ki a gazdaságban, amelyben két fő tényező hatása volt kimutatható. Az egyik a költségvetési deficit magas szintje és ennek megfelelően az államadósság növekedése volt. A deficit növekedése az orosz állam bevételszerző képességének romlását tükrözte, miközben az ebből, valamint a rubel árfolyamának és a politikai helyzet instabilitásából eredő kockázatok miatt az államadósság átlagos lejárata rendkívül rövid, reálhozama pedig magas volt.

Amikor a befektetők elveszítették bizalmukat az állam fizetőképességét illetően, megkezdődött a rubel pozíciók felszámolása és a rubelből történő menekülés, ami a rubel árfolyamának mélyrepülését eredményezte. A válsághoz hozzájáruló másik tényező a bankok felelőtlen külső eladósodása, romló lejáratú és megtérülési szerkezetű eszköz/forrás pozíciójuk volt, ami a feltörekvő piacok többségéhez hasonlóan felkészületlen és tapasztalatlan bankfelügyelettel párosult. Mindezek következtében a valuta- és államadósság válság bankkrízissel is összekapcsolódik, ami nehezíti a válságból történő kilábalást.

A valutaválság nyomán várható hogy a bankrendszer számos szereplője csődbe megy, mert forrásaikat olyan vonzó államkötvényekbe fektették, amelyek törlesztését az állam felfüggesztette. A bankok csődje vélhetően jelentős szerkezeti átrendeződéshez vezet a vállalati szektorban is, elsősorban azoknál a vállalatoknál ahol jelentősebb volt a külső források aránya tevékenységük finanszírozásában.

Előrejelzésünk szerint a visszaesés 1997-es lefékeződését követően 1998 második felében a kedvező első félévi folyamatok után a GDP jelentősebb csökkenésével lehet számolni. Ez összességében a teljes évet tekintve a GDP ismételt csökkenését jelenti. A felgyorsuló infláció és az elkerülhetetlen fiskális restrikciónak miatt az aggregát kereslet erőteljes csökkenése várható, amit a nettó export - erőteljes

reálleértékelődés miatt - bekövetkező növekedése sem semlegesíthet. A visszaesést a bankrendszer válsága tovább mélyíti.

Ahhoz, hogy a gazdaság kilábaljon az ismételt recesszióval és felpörgő inflációval együtt járó helyzetből számos strukturális reform felgyorsítása lenne szükséges. Így elkerülhetetlen az átfogó adóreform (beleértve a különböző szintű fiskális rendszerek áttekinthetővé tételét és az adószedés hatékonyságának emelését), a költségvetési kiadások racionalizálása, a megfelelő jogi háttér megteremtése és a procedurális feltételek biztosítása a fizetéseképtelenség és a csődhelyzetek megfelelő kezeléséhez, a privatizációs programok folytatása, a bankrendszer átszervezése és a bank és tőkepiaci felügyeleti tevékenység erősítése.

Az előrejelzési időszak első felében - a reformok következetes végrehajtása mellett is - csak a visszaesés lassulására, ezt követően -2001-2002-ben - mérsékelt, 2-3 százalékos GDP növekedésre számítunk. A tényleges konjunktúra mutatókat a gazdasági nehézségek mellett nagy mértékben befolyásolhatják az 1999-es parlamenti és a 2000-es elnökválasztások: az ország politikai stabilitásának megőrzése legalább annyira előfeltétele a növekedés beindulásának, mint a strukturális reformok.

Külkereskedelem és folyó fizetési mérleg.

A kelet-európai országok közül Oroszország az egyetlen, amely kereskedelmi mérlegét az átalakulás egész eddig eltelt időszakában jelentős többlet jellemzi. Mindez elsősorban az ország természeti kincsekben való gazdagságának köszönhető.

A kereskedelmi szufficit az összes forgalom százalékában is jelentős 1993 és 1995 között 25 százalék körüli értéken alakult, 1996-ban pedig elérte a 30 százalékot. 1997-ben a kereskedelmi folyamatokban fordulatot jelentett, hogy 1993 óta először mutatott csökkenést a kivitel, miközben az import dinamikája 13 százalékos volt. Ennek eredményeként a kereskedelmi többlet 9 milliárd dollárral lett kisebb, mint 1996-ban.

A visszaesés csak részben írható az energiaárak csökkenésének számlájára. A kereskedelmi többlet zsugorodásának másik fontos kiváltója, hogy egyre inkább éreztetik hatásukat az elmúlt évek elhalasztott ipari beruházásai. Közép távon a kereskedelmi egyenleg alakulását ez a fejlesztési hiány határozhatja meg.

Az elkövetkezendő öt évre továbbra is jelentős, de mind abszolút értékében, mind a forgalomhoz viszonyított arányában csökkenő szufficitet várunk. A szufficit csökkenése elsősorban annak köszönhető, hogy mérséklődni fog a nyersanyagok kiviteléből származó bevétel, miközben fokozatosan emelkedik a gazdaság importigényessége. A kereskedelmi folyamatok eredményeként a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított arányában 1 százalékos csökkenés következhet be 1997 és 2002 között, de az egyenleg továbbra is pozitív marad.

Infláció

Az infláció fokozatosan mérséklődött Oroszországban az elmúlt években elsősorban a kezdeti árliberalizációs lépések lecsengése, valamint a szigorú monetáris és a hiteles - a nominális árfolyamot az előre bejelentett célzónán belül tartó - árfolyam-politika eredményeképpen. Azonban az 1998 nyári valutaválság valószínűleg felemészti az elmúlt években elért dezinflációs sikereket, mert az inflációra is erőteljesen hat a rubel zuhanása és az államadósság törlesztésének felfüggesztése.

A rubel árfolyamának mélyrepülése nyomán 1998-ban megtörik az elmúlt években tapasztalt fokozatos dezinfláció és a pénzromlás ütemének növekedésére lehet számítani. Annak ellenére, hogy az orosz gazdaság zártabb az előrejelzésben szereplő többi kelet-európai gazdaságnál, az árfolyam erőteljes leértékelődése az áremelkedés gyorsulását eredményezi.

A rubel iránti bizalom gyengülése, a lakossági megtakarítások várható csökkenése, a költségvetési problémák fennmaradása, illetve a korábbi éveknél várhatóan expanzívabb monetáris politika nyomán már 1998-ban az infláció emelkedésével számolunk. Várakozásainak szerint a jelzett árfolyam - és fiskális gondok nem teszik lehetővé az infláció gyors csökkentését az ezt követő esztendőben sem és a pénzromlás üteme tartósan az 1990-es évek második felében megfigyelt értékek felett marad. Figyelembe véve viszont az árliberalizálás és támogatás leépítés területén elért eredményeket, valamint a dezinflációs sikereket 1996-1997-ben, a valutaválságot követően nem számolunk ismételt hiperinflációval, mert a jegybank monetáris és árfolyam-politikájával képes lesz az árnövekedést korlátozni és 1999-től az infláció fokozatos, lassú ütemű csökkentését ismételtelen folytatni lehet.

Államháztartás

A költségvetési és különösen az államháztartási egyenleg pontos kimutatása rendkívül nehéz feladat. Oroszországban ugyanis rendkívül kiterjedtek a helyi és a regionális államháztartási egységek, amelyek az adók és a kiadások döntő hányadát realizálják. Mivel alapvető érdekellentét áll fenn a helyi és a központi kormányzatok között, ezért rendkívül magas az adó- és jövedelemeltitkolás, amely szinte lehetetlenné teszi az állami redisztribúciót, valamint a tényleges államháztartási egyenlegek kimutatását.

Az egyenleg számbavételét nehezíti az is, hogy az orosz központi költségvetés jelentős (elsősorban bér- és bérjellegű) kifizetések elmaradásával adós, és így a kiadások szintje és az egyenleg - ténylegesen az implicit kötelezettségek figyelembevételével együtt - a táblázatban kimutatottnál magasabb.

Az adatok pontatlansága ellenére is kijelenthető, hogy az államháztartási egyensúlyzavarok állnak az orosz makrogazdasági problémák mögött. Az államháztartás hiánya a különböző kormányok szándékai ellenére sohasem mérséklődött a GDP 6%-a alá, ami súlyos terhet jelentett mind az államadósság kezelése, mind a monetáris politika számára. Az államháztartás ismételten komoly deficittel zárt tavaly, amely elérte a GDP 7,5 százalékát. A kamatfizetések nélküli elsődleges egyenleg pedig a GDP 4 százalékát tette ki.

A hiány elsősorban a várt bevételek elmaradása miatt keletkezett. Az adófizetési kötelezettség teljesítésének kikényszerítése évek óta meglévő és egyre komolyabb problémát jelent a kormány számára annak ellenére, hogy az elmúlt években kisebb előrehaladás történt. A központi költségvetés hiányának csökkenésében szerepet játszott, hogy az utóbbi 3 évben sikerült a minisztériumok költséghatékosságát mérsékelni, a vállalati és bankszektor növekvő mértékű privatizálásával együtt visszaesett a támogatások kiáramlása. Ráadásul a GDP visszaesése enyhült és az inflációt is sikerült a szigorodó monetáris és hatékony árfolyam-politika révén a mérsékelt tartomány alsó részébe leszorítani, ami jótékony hatással volt az egyenleg alakulására is.

Emellett azonban a hiány növekedésében egyre inkább jelentkezett a növekvő belső államadósság kamatkiadásokat növelő hatása, amelyek az államháztartás összköltségeinek gyorsan növekvő részét teszik ki. Továbbá azt is figyelembe kell

venni, hogy a deficit és az államadósság növekedésén túlmenően egyre jelentősebb az állam implicit adóssága elsősorban a ki nem fizetett bérek, nyugdíjak és járandóságok formájában. Végezetül a központi költségvetés kedvező egyenlegével szemben a helyi és területi kormányzatok költségezése jelentősen növekedett és meghatározó szerepe volt az államháztartási hiány növekedésében.

54. Táblázat A költségvetési és államháztartási egyenleg a GDP százalékában 1993-2002 között

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Költségvetési egyenleg	-4.6	-10.3	-3.0	-4.2	-4.1	-4.5	-4.0	-3.5	-3.5	-3.0
Államháztartási egyenleg	-18.4	-10.4	-5.8	-9.5	-7.5	-7.5	-6.0	-5.0	-4.5	-4.5

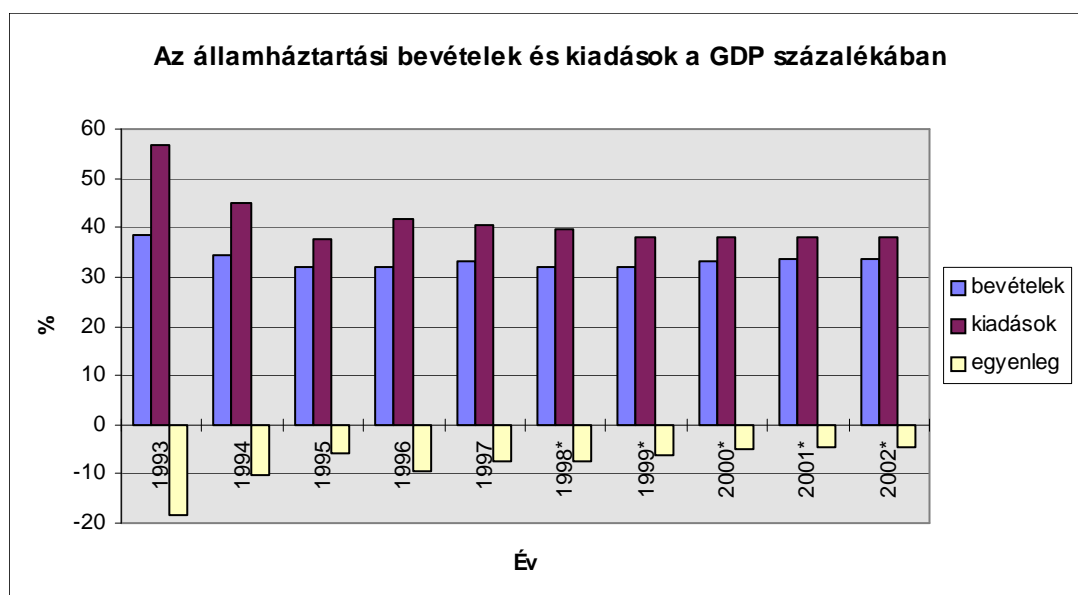
A magas államháztartási hiány, ennek rövidülő lejáratú és növekvő reálhozamú állampapírokkal történő finanszírozása az államadósság és az államháztartás kamatkiadásainak robbanásszerű növekedését eredményezték. Az államháztartás kiadásai között a kamatkiadások aránya 1998 nyarára elérte a 30%-ot és ez a bevételek csökkenése mellett fenntarthatatlanná tette a költségvetési politikát.

A válság nyomán ugyan az orosz állam mentesült a kamatkiadások egy részének törlesztésétől, de a kamatfizetés felfüggesztése középtávon az államháztartás finanszírozása, a gazdaságpolitika hitelességének alakulása szempontjából kedvezőtlen változásokat eredményez. Az államháztartási egyenleget - a kamatkiadások egy részére vonatkozó adósságtörlesztési moratórium ellenére - az elsődleges egyenleg alakulása fogja meghatározni 1998-1999-ben.

A válság nyomán vélhetően erősödni fog a törekvés az elmaradt államháztartási bevételek behajtására és ez az államigazgatás fennálló szervezeti hiányosságai ellenére is az egyenleg javulását hozhatja. Ezzel szemben a válság a bankrendszer nehézségeire, a vállalati kör növekvő likviditási és jövedelmezőségi problémáira, illetve az árfolyam szintjére gyakorolt hatása kedvezőtlenül érinti az egyenleg alakulását. Véleményünk szerint 1998-ban mindenképpen ezen utóbbi hatások dominálnak, míg 1999-ben a kormányzat lépések nyomán az államháztartási egyenleg kisebb javulása várható.

A költségvetési egyensúly alakulása attól függ, hogy a jövőben a kedvező növekedési kilátások hatása, vagy a helyi és központi költségvetések közötti érdekelletétek, illetve egyes nagyhatalmú, jelentős kiadási programokat koordináló minisztériumok befolyása érvényesül-e. A költségvetési egyensúly alakulása a többi kelet-európai országnál is nagyobb mértékben függvénye az igen kiszámíthatatlan politikai folyamatok. Várakozásunk szerint az átlagos, relatív költségvetési hiány az utóbbi 3 évben megfigyelthez közel alakul, kisebb éves ingadozások mellett. Az előrejelzési időszak egészében azonban az államháztartás GDP arányos hiánya nem mérséklődik 4,5 százalék alá és a költségvetése sem 3 százalék alá.

8. grafikon



Az államháztartáson keresztüli redisztribúció és centralizáció ellentétes tényezők hatására változott az elmúlt években. A centralizáció csökkenését elsősorban a meghatározó állami vállalatok elmaradó adóbefizetései és növekvő járuléktartozásai, valamint a feketegazdaság bővülése okozta. A kiadásoknál az 1994-1995-ben elsősorban a magas infláció hatására bekövetkezett csökkenést követően ismételt növekedés volt, elsősorban a fontosabb kiadási reformok elmaradása, a kamatkidadások és a belső államadósság növekedése miatt.

Annak ellenére, hogy a következő időszakban az orosz kormány nagyobb hangsúlyt fektet majd az adóbevételek növelésére nem számítunk látványos

növekedésre, bár a bevételek GDP arányosan kissé emelkedni fognak. Jelentős mértékű emelkedés azonban nem várható részben a feketegazdaság kiterjedtsége, részben a nagy adóbefizető vállalatok ellenállása és politikai súlya miatt. Ráadásul várhatóan tovább növekszik majd a helyi és területi kormányzatok adóvisszatartása, ami szintén mérsékelheti a központi kormányzat adóbevétel növelő törekvéseinek eredményességét.

A kiadások esetében a jelenlegi szint fennmaradásával számolunk, mert az elsődleges kiadások kisebb mérséklődését ellensúlyozza majd a kamatkiadások - mostani adósság átütemezéstől függetlenül várható - további növekedése.

Kamatok, monetáris folyamatok

Az orosz monetáris politikát az elkövetkező időszakban meghatározza az, hogy milyen lépésekkel sikerül a rubel iránti bizalmat helyreállítani és az infláció felpörgését megakadályozni. A monetáris politika mindezek következtében restriktív marad és ez visszatükröződik a reál betéti és hitelkamatlábak alakulásában is. Véleményünk szerint a betéti kamatlábak az előrejelzési időszakban enyhén pozitívak, míg a hitelkamatlábak erőteljesen (bár a korábbi éveknél kisebb mértékben) pozitívak lesznek.

55. Táblázat A reál és nominális kamatlábak alakulása

	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
A betéti kamatlábak éves szintje	101,96	55,05	16,42	36	32	28	25	25
A hitelkamatlábak éves szintje	319,45	146,81	46,15	58	45	42	35	32
A reál betéti kamatlábak	-95,44	7,25	1,82	-4	-3	-2	0	0
A reál hitel kamatlábak	122,05	99,01	31,55	18	21	12	10	7
Nominális kamatrés	217,49	91,76	29,73	22	13	14	10	7

A bankrendszer az elkövetkező időszakban mélyreható átalakuláson fog keresztül menni, amelyre a csődök és ezzel párhuzamosan a fúziók sorozata lesz jellemző. Ez véleményünk szerint kedvezően fogja érinteni a bankok hitelezési politikáját, a reál betéti és hitelkamatlábakat, valamint a bankok által meghatározott nominális kamatrés mértékét is.

Árfolyammutatók és árfolyam-politika

A rubel árfolyamának alakulása jól elkülöníthetően két markáns időszakra bomlik az 1993 és 1997 közötti periódusban. Eleinte a rubel árfolyama meredeken zuhant a dollárral szemben, amiben a magas infláció, a monetáris politika gyakori hangsúlyváltásai, a jelentős tőkekiáramlás és tőkemenekítés teremtette deviza iránti túlkereslet, valamint a politikai bizonytalanság miatt is magas dollarizálódás játszott döntő szerepet.

Emellett a jegybank politikája is arra irányult, hogy a piaci körülmények határozzák meg az árfolyamot, aminek következtében alig interveniált a lebegő árfolyamrendszer keretén belül a rubel árfolyamának megtámasztása érdekében.

A második időszakban az árfolyam mozgások annyiban változtak, hogy a jegybank az előre definiált célzónán belül kívánta tartani a rubel árfolyamát és ennek megfelelően aktívan beavatkozott. A rubel árfolyamát erősítette emellett, hogy a korábbi évekkel szemben jelentősen növekedett a folyó fizetési mérleg többlete, illetve hogy jelentős eredményeket realizált a gazdaság a makrogazdasági mutatók javításában.

Mindezek nyomán 1995 és 1997 között kevesebb mint 10 százalékkal értékelődött le a rubel, bár ezt jelentős évközi ingadozások közepette valósult meg. Ugyanakkor ez egyben a reálárfolyam korábbinál jelentősebb felértékelődésével párosult tekintettel az inflációs eltérések fennmaradására.

56. Táblázat Az árfolyammutatók alakulása és prognózisuk 1998-2002 közöttre

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*
Nemzeti valuta árfolyama US dollárban	927.4	2204	5559	5121	5940	13500	16200	19450	25300	30300
A nominális árfolyam százalékos változása		137.63	152.22	-7.8	15.99	127.25	20.00	20.00	30.00	20.00
A reálárfolyam ahol előző év=100		59.84	87.35	64.19	104.25	162.31	88.88	88.88	104.00	96.00

Az 1998-as valutaválság nyomán a rubel árfolyama meredeken emelkedett. A válság rövidtávú következményeként vélhetően túljutott a piaci egyensúlyi szinten, azaz túlzott mértékben értékelődött le. A pánikhangulat elmúlásával, az

elkerülhetetlen kiigazítási lépések meghozatalával párhuzamosan fokozatosan erősödhet a mélyen alulértékelt szintről a rubel, amit számos valutaválsággal kapcsolatosan Latin-Amerikában, Távól-Keleten szerzett tapasztalat is megerősít.

Ezzel együtt a rubel éves szintű leértékelődése 1998-ban minden korábbi elképzelést meghaladó lesz és ennek nyomán jelentős reál leértékelődés is bekövetkezik, mert az infláció felpörgése a leértékelésnél kisebb mértékű lesz. A következő években további fokozatos rubel leértékelődésre számítunk, azonban ennek mértéke az ideinél kisebb lesz és a reálárfolyam kisebb felértékelődésével párosulhat eleinte. Ez összhangban áll azzal, hogy a jelenleginél alacsonyabb szinten van a rubel értéke mint amit a makrogazdasági fundamentumok meghatároznak. Eleinte 1999-2000-ben ezért arra számítunk, hogy függetlenül az árfolyamrendszer alakulásától, a rubel árfolyama kisebb mértékben értékelődik le az inflációs eltéréseknél és így a reálárfolyam felértékelődése várható. Ezt követően ismételten hektikusabb lehet az árfolyam alakulása - függően a politikai folyamatoktól, a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulásától és a dezinfláció terén elért eredményektől.

IV. Makrogazdasági folyamatok a kelet-közép-európai régióban

A kelet-közép-európai gazdaságok között jelentős eltérések tapasztalhatók makrogazdasági teljesítményük, az intézményi- és szerkezeti reformokban elért eredményeiket illetően. Miközben minden csoportosítás önkényes, a gazdaságok állapota, valamint a várható makrogazdasági folyamatok értékelhetőségének javítása érdekében a vizsgált gazdaságokat három jelentősebb csoportra lehet bontani.

Az első csoportba tartozónak tekinthetjük azokat a gazdaságokat, amelyekkel az Európai Unió a csatlakozási tárgyalásokat elkezdte és amelyekben a stabilizációs politikák eredményeképpen kiegyensúlyozott makrogazdasági környezet és jelentős - bár az egyes gazdaságok között már jelentősen eltéréseket mutató - szerkezetváltás és intézményi fejlődés történt. Ezekre a gazdaságokra mérsékelt ütemű infláció, 2-3 éve tartós és egyes esetekben kiugróan magas reál GDP növekedés, a lakossági jövedelmek és fogyasztás növekedése jellemző, miközben a magánszektor adja a GDP és a foglalkoztatás több mint 70 százalékát.

Az első csoportba tartozó gazdaságok között természetesen nem csekélyek az eltérések sem: vannak gazdaságok, amelyekben a pénzügyi intézményrendszer fejlettsége, a vállalati szerkezet átalakulása, a kereskedelemben kerülő javak nemzetközi versenyképessége erőteljesebb (pl. Magyarország és kisebb mértékben Lengyelország), míg másutt az ebben mutatkozó lemaradást részben kompenzálja az alacsonyabb infláció és kevésbé merev inflációs várakozások, az államháztartás kedvezőbb flow és stock pozíciója (pl. Csehország és Szlovénia), miközben egyéb makrogazdasági mutatók tekintetében a helyzet itt is kedvezőtlenül alakulhat (pl. a folyó fizetési mérleg deficit Csehország esetében).

A második csoportba tartozó gazdaságokban a makrogazdasági környezetet még rendkívül bizonytalannak lehet tekinteni annak ellenére, hogy a jelenlegi makrogazdasági eredmények kedvezőek (néhány esetben még az első csoportba tartozó gazdaságoknál is jobbak). Az ebbe a körbe tartozó Horvátország, Szlovákia és Oroszország esetében azonban figyelembe kell venni, hogy a makrogazdasági eredmények részben tartósan fenn nem tartható gazdaságpolitikai eszközök alkalmazásából (pl. a nominális árfolyam rögzítése a kulcs/kosárvalutákkal szemben,

az árkiigazítások elhalasztása, külső eladósodás stb.) származnak, részben nem párosultak erőteljes mikrogazdasági - elsősorban a vállalati szektor és a bankrendszer átalakulását érintő - reformokkal. Emiatt ezekben a gazdaságokban a kibontakozó kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok (pl. a növekvő folyó fizetési mérleg deficit Horvátországban és Szlovákiában, illetve gyorsan bővülő államháztartási hiány és államadósság Oroszországban, az ebből fakadó árfolyamkockázatok) kezelése időigényes és jelentős gazdaságpolitikai irányváltást követelő feladat.

A harmadik csoportba soroltuk azokat a gazdaságokat, amelyek jelenlegi makrogazdasági helyzete a legkedvezőtlenebb annak következtében, hogy az utóbbi 3-4 évben nem hajtották végre az elkerülhetetlen szerkezeti és intézményi reformokat, illetve felelőtlen fiskális és monetáris politikát folytattak. Annak ellenére, hogy Romániában, Bulgáriában és Ukrajnában is tavaly a korábbi gazdaságpolitikai kurzustól eltérő és a gazdaság stabilizálását szolgáló gazdaságpolitikai változás következett be, két területen ezek a gazdaságok jelentősen elmaradnak a többi országtól. Egyrészt a vállalati és pénzügyi szektor privatizálása, a gazdaság liberalizálása, az adórendszer és államháztartás reformja tekintetében változatlanul azok a kihívások a döntőek, amelyekkel az első két csoportban tartozó országok a 90-es évek elején kerültek szembe. Másrészt a korábbi években felhalmozott egyensúlyi feszültségek kezelése jelentős inflációs és foglalkoztatási költségekkel jár és a késlelteti a fenntartható növekedés elindulását. Ez különösen annak fényében igaz, hogy a kezdeti lendületes stabilizációs lépések megtorpantak (elsősorban Romániában és Ukrajnában) és ma a vártnál sokkal nehezebbnek és költségesebbnek tűnik a makrogazdasági korrekció megvalósítása.

A harmadik csoportba sorolt gazdaságokat leszámítva a közép-kelet-európai gazdaságok túljutottak az átmenettel összefüggő kezdeti GDP összeomlás időszakán és eltérő mértékű **GDP növekedés** bontakozott ki. A növekedésben szembetűnő, hogy jelentős a lakossági fogyasztás növekedése elsősorban amiatt, hogy a korábbi évekkel szemben jelentős reálbér javulás következett be és a jövedelmek növekedésével a lakossági megtakarítások stagnáltak. A növekedés másik forrása számos gazdaságban a közösségi fogyasztás bővülése, amely azokban a gazdaságokban is rontotta az államháztartási egyenleget (pl. Szlovákia, vagy Csehország), amelyekre korábban az erőteljes fiskális fegyelem volt a jellemző. A végső fogyasztás növekedése részben a gazdaságpolitikai szigor enyhülésének a jele, részben a gazdaságok korlátozott

nemzetközi versenyképessége miatt a nettó export növekedésének hiányát kompenzálja.

Más gazdaságokban (elsősorban Lengyelországban és Magyarországon) a konjunktúra fő húzóereje a beruházások és a nettó export növekedése, bár a gazdaságpolitikák megszorító jellegétől függően a lakossági fogyasztás emelkedése is tapasztalható: A GDP - a tartós és erőteljes növekedése ellenére - még csak Lengyelországban haladta meg az 1990-es szintet, bár az összehasonlításnál figyelembe kell venni az árrendszer, a termelési szerkezet átalakulása által okozott változást, ami az összevethetőséget korlátozza.

A makrogazdasági folyamatok másik fontos - és a GDP növekedése szempontjából meghatározó - eleme az *infláció alakulása*. Az infláció a kelet-közép-európai térségen belül jelentősen mérséklődött 1997-1998 folyamán és a gazdaságok többsége a mérsékelt infláció 10-25 százalékos sávjába került és számos gazdaságban 10 százalék alá esett a pénzromlás üteme. Az infláció csökkenésével párhuzamosan - összhangban a nemzetközi tapasztalatokkal - nehezebbé vált a további dezinfláció és növekedtek a dezinflációval együtt járó makrogazdasági terhek és költségek is. Az összes gazdaságban - kisebb kivétel Lengyelország jelenthet - az elért inflációs szint fennmaradása, a hátratekintő inflációs várakozások és indexálási gyakorlat felerősödése jellemző.

Számos gazdaságban korlátozza a dezinflációs politika mozgásterét, hogy csak részleges volt az adminisztratív árak kiigazítása, illetve a relatív árszerkezet átrendeződése (pl. Csehországban, Horvátországban vagy Szlovákiában). A korábban elhalasztott lépések meghozatala mindenképpen fékezi a dezinfláció sebességét, bár a gazdaságpolitika sokat tehet annak érdekében, hogy ezen lépések ne épüljenek be az inflációba és inflációs várakozásokba hanem egyszeri korrekciót jelentsenek csak. Ebben az esetben az árliberalizálásból eredő addicionális inflációs nyomás gyorsan, csekély költségek mellett kezelhető.

Másutt a dezinfláció fontos akadály a kereskedelembe kerülő javak szektora ár versenyképességének árfolyam-politikai eszközökkel történő fenntartása, vagy az államháztartás változatlanul jelentős finanszírozási szükséglete. További közös vonás a térségen belül, hogy - a növekvő folyó fizetési mérleg hiányokra tekintettel - a korábbi éveknél sokkal kiegyensúlyozottabban kell a dezinflációs és versenyképességi

célokat érvényesíteni az árfolyam-politikában és egyre kisebb mértékben lehet a monetáris politikának az árfolyam szintre mint nominális horgonyra támaszkodni. Mindez addicionális inflációs tényezőként jelentkezik és nehezíti a dezinflációs célok elérését.

A kelet-európai gazdaságok makrogazdasági teljesítményét erőteljesen befolyásoló tényező a **tőkebeáramlások növekedése** és a jelentős tökemérleg többlet kialakulása. A tőkebeáramlások gyorsulását elsősorban az állami tulajdon értékesítése, a pénzügyi intézményrendszer fejlődése és ezen belül a tőzsdei kapitalizáció gyors növekedése, a kiegyensúlyozott árfolyam-politikáknak köszönhetően mérsékelt árfolyamkockázatok és ezzel párosuló jelentős belföldi kamatprémium eredményezte.

A növekvő tőkebeáramlások kedvező növekedési feltételeket is generálnak, mert kiegészítik az alacsony belföldi megtakarításokat, elősegítik a növekvő magán- és államháztartási beruházások finanszírozását, lehetővé teszik a gazdaságoknak a megnövekedett folyó fizetési mérleg hiány - és az e mögött álló többlet belföldi felhasználás - finanszírozását. Ugyanakkor a tőkebeáramlások növekedése - hasonlóan a többi közepesen fejlett, úgynevezett feltörekvő (elsősorban latin-amerikai és távolkeleti) gazdaság tapasztalatához - jelentős makrogazdasági feszültségeket és alkalmazkodási terheket is okoz a fogadó gazdaságokban. Ezek között meg kell említeni, hogy mindenütt jelentős sterilizálási erőfeszítéseket kellett a jegybankoknak tenni annak érdekében, hogy elkerüljék a növekvő tőkebeáramlások pénzkínálatra, és inflációra gyakorolt kedvezőtlen hatásait. Mindezek miatt növekedett a kelet-európai gazdaságok pénzügyi sebezhetősége, és nőtt a külső sokkok tovagyrúzásának a valószínűsége. Ez utóbbira jó példa az 1998 augusztusi oroszországi válság hatása a magyar, cseh, lengyel tőke- és bankközi devizapiacokra.

Más részről a tőkebeáramlások kezelése érdekében tett lépések mérsékeltek a kamatlábak csökkenését, jelentős fiskális és kvázi-fiskális terheket jelentettek az államháztartások számára, valamint a jelentős tőkebeáramlások következtében a gazdaságok többségében növelni kellett az árfolyamrendszer rugalmasságát.

A tőkebeáramlások növekedése és az ebből származó devizatöbblet részben a jegybanki, illetve nemzetgazdasági megtakarítások növekedését, részben azonban a növekvő folyó fizetési mérleg hiányokat finanszírozta az országok többségében. A

folyó fizetési mérleg hiánya sok gazdaságban elérte, illetve meghaladta a szakértők, és hitelminősítők által kritikus küszöbnek tartott 7-8 százalékos GDP arányos szintet.

A folyó fizetési mérleg deficitiek növekedésében részben a felgyorsult GDP növekedés külső egyensúlyt rontó hatása jelenik meg. Különösen igaz ez azokban a gazdaságokban ahol a növekedés elsődleges forrása a lakossági és közösségi fogyasztás és kevésbé a beruházások és az export növekedése. További forrása a folyó fizetési mérleg hiány növekedésének a reálárfolyamok felértékelődése és ennek következtében az árversenyképesség számottevő gyengülése elsősorban Csehországban, Horvátországban, valamint Szlovákiában.

Az árversenyképesség gyengülése ráadásul éppen ezekben a gazdaságokban egybekapcsolódik a költség versenyképesség romlásával, illetve stagnálásával, amit az egység munkaerőköltség alapján számított reálárfolyam indexek felértékelődése is mutat. Ennek az elsődleges oka a munkatermelékenység lassú növekedése ezekben a gazdaságokban, amiben megjelenik a lassú vállalati reorganizáció, a korlátozott privatizáció hatása is. Ezek a gazdaságok a termelékenység kezdeti - elsősorban a felesleges munkaerő elbocsátásából eredő - növekedését nem tudták fenntartani és ez a versenyképesség és ezen keresztül a folyó fizetési mérleg egyenleg tartós romlásához vezetett.

A folyó fizetési mérleg hiányának növekedése egyes gazdaságokban valutaválságot eredményezett (Csehország), míg másokban szigorúbb gazdaságpolitikát kényszerített ki (pl. Szlovákiában és Lengyelországban rendkívül magas reálkamatlábak alkalmazását és Lengyelországban addicionális államháztartási hiány mérséklést tett szükségessé). A magas folyó fizetési mérleg hiány - különösen annak következtében, hogy a régió gazdaságainak többségében jelentkezik felerősítve az esetleges válság tovagyrűzésének veszélyét - fokozza a nemzeti valuták leértékelésére gyakorolt nyomást, és a jegybankoktól a belföldi kereslet növekedését korlátozó reálkamatlábak elérését követeli meg, valamint jelentős volatilitást eredményezhet a piaci befektetők várakozásainak alakulása fényében a tőzsdei árakban és a tőkeáramlás irányában és mértékében. Annak ellenére, hogy a folyó fizetési mérleg deficitiek nagysága és okai, valamint a valutaválság kirobbanásához szükséges tényezők (pl. a tőkeáramlások liberalizáltsága és a spekulatív tőke

volumene) is eltérőek az egyes gazdaságokban, jelenlétük jelentős makrogazdasági korlátot és veszélyforrást jelent a gazdaságoknak.

IV.1. Várható makrogazdasági tendenciák.

1. / A közép-kelet-európai régióban a makrogazdasági teljesítmények további differenciálódását várjuk a fentiekben megjelölt csoportok mentén. Feltételezhető, hogy a megjelölt csoportok fejlődési kilátási és eredményei jelentősen eltérnek egymástól és nem várható hogy rövidtávon egyes országokat (Horvátország, Szlovákia) leszámítva jelentős változás lenne a csoportok között. Azok a gazdaságok, amelyek előnyre tettek szert a kedvezőbb induló állapot vagy a sikeresebb gazdaságpolitika révén gyorsabb gazdasági növekedésre számíthatnak: így az egyes csoportok között inkább az eltérések növekedése, mint a konvergencia lesz a jellemző. Ugyanakkor nem lehet kizárni, hogy az egyes csoportokon belül is lesz differenciálódás az egyes gazdaságok között: egyesek sikeresebbek lesznek az EU-hoz történő alkalmazkodásban (pl. Lengyelország), vagy hamarabb hajtják végre az elkerülhetetlen szerkezeti reformokat (pl. Bulgária vagy Horvátország).

2./ Az előzőekkel összhangban a GDP növekedésében erőteljesebb differenciálódás várható, mint az elmúlt 3-4 évben tapasztalható volt. Egyes országok megteremtették már a kiegyensúlyozott és tartós GDP növekedés makrogazdasági és kínálati hátterét, miközben más gazdaságokban elkerülhetetlen a makrogazdasági egyensúlyzavarok korrigálása és időigényesebb a szerkezeti reformok (privatizáció, bankrendszer átalakítása, pénzügyi mélyülés előmozdítása) végrehajtása is. Az első országcsoportba tartozó Lengyelország, Magyarország, Szlovénia esetében hosszabb távon is fenntarthatónak tűnik a mai dinamikus konjunktúra (sőt Szlovénia és kisebb mértékben Magyarország esetében még gyorsulhat is), feltéve ha a gazdaságokban nem következik be ésszerűtlen gazdaságpolitikai fordulat és nem érik őket erőteljes külső sokkok.

Ezzel szemben a második csoportba tartozó gazdaságokban kettős scenárió várható: azok a gazdaságok, amelyek rövidtávon határozott lépéseket tesznek a jelzett gondok kezelésére, átmeneti megtorpanást követően gyorsan növekedhetnek. Ezzel szemben az országok egy másik csoportjában (ide sorolható Ukrajna, esetleg Románia) ahol súlyosabbak a feszültségek, a reformok nehézkessége, a

keresztülevickélés (muddling-through) forgatókönyv valószínűbb - összességében lassúbb és nagyobb szóródású növekedési eredményekkel.

3./ A lakossági kereslet további növekedésével számolunk a következő időszakban. Elsősorban amiatt, mert a megtakarítási hányad növekedését számos tényező korlátozza és így a rendelkezésre álló jövedelmek növekedése a lakossági fogyasztás növekedésében csapódik majd le. Ezzel szemben a közösségi fogyasztás növekedése a fiskális korlátok, a kiigazítási programok, valamint a közösségi szektor reformjai nyomán kisebb mértékű lehet, mint az előző időszakban volt. Ezzel párhuzamosan a közösségi költségek szerkezeti változása is várható: inkább a tőkejellegű kiadások növekedése valószínűsíthető.

4./ A térség gazdaságaiban a beruházások további növekedésére számítunk, amit a változatlanul alacsony beruházási ráta emelkedése, a gyorsabb tőkeképződés, valamint a vállalati szektor átalakulása és jövedelmezőségének növekedése ösztönözhet. A beruházások növekedésében a folytatódó tőkebeáramlásnak és a közösségi beruházásoknak is fontos szerepe lehet. Korlátként a pénzügyi rendszer fejlettségét, a tőkebeáramlások mértékét és a beruházások növekedésének folyó fizetési mérleg egyenlegre gyakorolt hatását kell megemlíteni.

5./ Változatlanul jelentős tőkebeáramlás várható a térség országaiba, amely a legkülönbözőbb formában valósulhat meg. Számottevőek maradhatnak a nem adósságeneráló áramlások (közvetlen tőkebefektetések és a tulajdonosi hitelek), de növekedhetnek a portfólió befektetések, valamint a spekulatív tőkeáramlások is. Mindebben fontos szerepe van az intézményrendszer fejlődésének, amely felerősítheti a gyors pénzügyi liberalizálásnak és a mérséklődő kockázat mellett is jelentős kamatfelárnak a tőkevonzó hatását. A tőkebeáramlások vélhetően tartósak maradnak különösen a vezető kelet-európai gazdaságokban, bár a beáramlások volumene mérséklődhet az 1995-1997-es időszakhoz képest.

6./ A folyó fizetési mérleg hiánya vélhetően csökkenni fog az elkövetkező időszakban a gyorsuló export növekedése, a lazább árfolyamrendszerek által a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok növekvő versenyképessége, valamint egyes gazdaságokban a belső jövedelmek növekedésének visszafogása miatt. A korrekció azonban fokozatos lesz figyelemmel a jelentős hiányra, a túlértékelt árfolyamokra, valamint a szerkezetváltás fokozatosságára.

7./ További csökkenésre számítunk az infláció különböző mutatóiban is. Elsősorban a szigorú makrogazdasági politikák, és az árliberalizálással összefüggő egyszeri áremelkedések kisebb mértéke nyomán. Az infláció alakulásában azonban inkább a konvergencia lesz jellemző a tanulmányban szereplő gazdaságok között: azokban a gazdaságokban ahol eddig alacsony, egyszámjegyű pénzromlás volt, ott ennek az üteme enyhén felgyorsul, míg a mérsékelt inflációjú gazdaságokban további dezinflációs eredmények várhatók.

IV.2. A rövidtávú veszélyforrások

Az előző részben megállapítottuk, hogy a kelet-közép-európai térség egyik közös vonása - Magyarországot és természetesen a jelentős kereskedelmi mérleg többlettel rendelkező Oroszországot leszámítva - a *folyó fizetési mérleg hiányának* erőteljes növekedése.

A folyó fizetési mérleg hiány mérséklése több gazdaságban a fogyasztási kereslet visszafogását, az államháztartás többletkeresletének csökkentését, valamint a kereskedelembe kerülő javak szektorának versenyképességét növelő szerkezeti reformok végrehajtását tenné szükségessé. A magas folyó fizetési mérleg hiányból származó legfontosabb kockázat az árfolyamrendszereket érinti: a kilencvenes évek számos példát mutattak arra, mekkora szerepe volt a fizetési mérleg deficit fenntarthatatlan növekedésének a valutaválságok kialakulásában.

A valutákkal szemben jelentkező nyomás következményei a magasabb nemzeti inflációkban, az ebből eredő fiskális és monetáris költségekben jelenhetnek meg. A fizetési mérleg deficittek további negatív hatása az árfolyamrendszerekre abban nyilvánulhat meg, hogy egyre kevésbé lehet alkalmazni az árfolyam-politikát mint nominális horgonyt a dezinfláció erősítésére és az inflációs várakozások kézben tartására.

A folyó fizetési mérleg hiányokból eredő további veszélyforrás, hogy ha nem történik meg a gazdaságpolitikai alkalmazkodás, akkor a piaci korrekció gyors lesz és ez tartósan ronthatja a kelet-közép-európai gazdaságok növekedési kilátásait. A folyó fizetési mérleg kedvezőtlen alakulása továbbá negatívan befolyásolhatja az egyes gazdaságok hitelminősítők általi besorolását, ami egyrészt a hitelfelvétel költségeit növeli, másrészt visszafogja a nem adóssággeneráló tőkebeáramlásokat.

A kelet-európai gazdaságok növekedési és további stabilizációs, ezen belül dezinfláció kilátásait is kedvezőtlenül érintheti, hogy a lakossági és nemzetgazdasági **meztakarítások alacsonyak**, különösen ha az implicit és explicit felhalmozási kereslettel vetjük őket össze. A meztakarítási hajlandóság csökkenése a korábbi kényszer-meztakarítások megszűnésével a kilencvenes években kezdődött és ennek eredményeképpen a meztakarítási ráta a régióban a GDP 20 százaléka körül alakult.

Az alacsony meztakarítási rátában szerepet játszik az elhalasztott fogyasztási kereslet megjelentése, a jövedelmek növekedésével párhuzamosan emelkedő fogyasztási hajlandóság, az alacsony, gyakran negatív reálkamatlábak és a jövedelmek lekötésére hivatott pénzügyi intézményrendszer viszonylagos fejletlensége az egyes országokban.

Az alacsony meztakarítási ráta számos problémát okozhat a kelet-európai gazdaságoknak. Egyrészt tartósan rá lesznek utalva a növekvő beruházási kereslet finanszírozásában a külső meztakarításokra, és ennek megfelelően tartós tőkemérleg többlet fenntartására kell berendezkedniük. Miközben természetesen jogos, hogy az alacsonyabban fejlett és ennek megfelelően nagyobb növekedési potenciállal és tőkekereslettel rendelkező gazdaságok tartósan a külső meztakarítások importőrei legyenek, figyelembe kell venni, hogy ennek elérése szigorú makrogazdasági feltételeket igényel, illetve a tőkebeáramlások többlete gyakran jelentős makrogazdasági költségekkel is párosul.

Az alacsony meztakarítási ráta továbbá kínálati oldalról korlátozhatja a gazdaságok növekedését, mert nem biztosít megfelelő fedezetet a beruházásokhoz. Harmadrészt a nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a nyitott, liberalizált tőkepiacokkal és devizagazdálkodással rendelkező gazdaságok között csak azokban lehetett elkerülni a külső sokkok, megrázkódtatások negatív makrogazdasági hatásait, amelyekben a lakossági és nemzetgazdasági meztakarítási ráták magasak voltak.

A régió országai számára fontos veszélyforrást jelenthet a jövőben, hogy jelentős **asszimétria van a devizagazdálkodás liberalizálásában**, a nemzeti pénzügyi rendszerek megnyitása, és a tőkeáramlások globalizálódása valamint **a nemzeti pénzügyi rendszerek fejlettsége** között. A közép-kelet-európai gazdaságokban a tőkeáramlások liberalizálása rendkívül gyors folyamat volt, különösen ha figyelembe vesszük a gazdaságok fejlettségét, a liberalizálás más hasonló fejlettségű gazdaságban

megfigyelhető időigényességét. A gyors liberalizálásban a tőkehiány mellett a gazdaságpolitikára gyakorolt fegyelmező hatás is szerepet játszott.

A gyors liberalizálás azonban nem párosul(t) a nemzeti pénzügyi rendszerek fejlődésével: számos gazdaságban jelentős, illetve meghatározó az állami tulajdonú pénzügyi közvetítők szerepe. A bankrendszerben magas, illetve növekvő a rossz hitelek állomány, kedvezőtlen a hitelezési portfólió szerkezete és alacsony a bankok jövedelmezősége (ez alól szinte az egyetlen kivételt Magyarország jelenti). A közel jövő nagy kérdése, hogy az egyes országok pénzügyi rendszerei képesek lesznek-e hatékonyan elosztani a tőkebeáramlások növekedésével bővülő finanszírozási forrásokat, és az hogy a tőkebeáramlások növekedése nem eredményez-e olyan kedvezőtlen folyamatokat, mint amelyek most kerültek felszínre a távol-keleti gazdaságokban.

További bizonytalanságot eredményező tényező, hogy a gyors tőkeliberalizálás miatt a gazdaságok ki vannak téve a külső megrázkódtatásoknak. Mivel a befektetők nem tesznek rövidtávon különbséget az egyes régiókon belül a nemzetgazdaságok között, ezért a kedvezőtlen külső sokkok erőteljes tovaryűrítő hatásokkal bírhatnak a kisebb közép-kelet-európai gazdaságokra. Ezért azokban a gazdaságokban, ahol sem a makrogazdasági fegyelem, sem a pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége nem megfelelő mértékű, ott jelentős költségeket eredményezhet egy külső negatív sokk.

A külső pénzügyi megingásokhoz tartozó fontos kérdés az árfolyamrendszerek alakulása, illetve a korábbi *árfolyam-stabilitás mérséklődése*. A kelet-európai gazdaságok növelni kénytelenek az árfolyamrendszereik rugalmasságát, hogy jobban tudják a növekvő tőkemobilitás időszakában a versenyképesség és deflációs célok közötti választást kezelni, illetve sikeresebben alkalmazkodjanak a nagyobb nyitottság miatt erőteljesebb és gyakoribb külső megrázkódtatásokhoz. A növekvő árfolyam rugalmasság számos előnnyel jár a gazdaságpolitika és a makrogazdasági folyamatok szempontjából: bővíti a monetáris politika mozgásterét, mérsékelheti a spekulatív jellegű tőkebeáramlásokat. Ugyanakkor a rugalmasság elkerülhetetlen növekedése felerősítheti a külső sokkok hatását, a korábbinál is szigorúbb makrogazdasági politikákat igényel, és a deflációs célok érdekében új nominális horgony alkalmazását teszi szükségessé, a vállalatok számára pedig a nagyobb árfolyamkockázattal történő együttélés elfogadását igényli.

A kelet-európai gazdaságok számára addicionális veszélyforrás és a befektetők számára beruházásaik régióon belül országok között történő eloszlását motiváló tényező az államháztartási egyensúlyok alakulása. Az államháztartási egyenleg és a konszolidált államadósság a kelet-európai gazdaságok többségében kedvezőbb mint a fejlett EU-államok esetében, ennek ellenére számos kritikus tényezőt kell figyelembe venni.

Egyrészt sok gazdaságban a kedvező állapot ellenére az államháztartási hiányok és a nettó deviza, illetve konszolidált államadósság növekedése tapasztalható (így pl. Szlovénia esetében a deficit, míg Csehország és Szlovákia esetében a deficit és az adósság növekedése egyaránt veszélyes). Emellett a kelet-európai gazdaságok többségében jelentős implicit adósságok gyűltek fel többek között a nyugdíjrendszerekben, a bankrendszerekben, illetve a közösségi tulajdonban lévő vállalatoknál. Ezen implicit adósságok elkerülhetetlenül a folyó egyenleg és az adósság növekedéséhez vezethetnek. Emellett a nemzetközi versenyképesség növelése miatt elkerülhetetlen az átlagos adószintek csökkentése, amely további kiadásoldali korrekciót igényel és/vagy nagyobb hiányt eredményez. Végezetül az államháztartás számára fejletlen pénzpiacok, az államháztartási hiány finanszírozásának magas reálköltségei, a jegybanki függetlenség növekedése is addicionális terhet jelent.

V. Az árfolyam-politika várható változásai a kelet-európai régióban

Az árfolyamrendszerek választása és változása. A nominális és reálárfolyam, illetve az árfolyam-politika elemzése kiemelt fontosságú mind a makrogazdasági folyamatok, mind a befektetői döntések meghozatala szempontjából. Az árfolyam köti ugyanis össze a belső makrogazdasági folyamatokat a nemzetközi reál- és pénzügyiekkel és ennek megfelelően befolyásolja az infláció - és tágabb értelemben általában a nominális változók (árak, bérek, nominális és reálkamatlábak) - alakulását, a folyó fizetési és tökemérleg egyenlegét valamint időbeli változását, a monetáris és fiskális politika jellegét és a kettő közötti összhang fennállását, illetve a gazdaságpolitikával és a fontosabb makrogazdasági változókkal kapcsolatosan a gazdasági szereplőkben kialakuló várakozásokat. A befektetők szempontjából az árfolyam alakulása ex ante jelzést ad az adott valutában történő befektetések kockázatosságára, míg ex post befolyásolja a befektetések nemzetközi tartalékvalutában meghatározott realizált értékét.

A térségünkben alkalmazott árfolyam-politikákat vizsgálva megállapítható, hogy az 1990-es évek első felében az országokat két jól elkülöníthető csoportra lehetett bontani. Az országok egyik része a kötött árfolyamrendszerek különböző formáit alkalmazta annak érdekében, hogy az árfolyam-politikával közvetlen nyomást gyakoroljon a nominális változók kiigazítására, az infláció ütemére, illetve hogy az árfolyamrendszer által megtestesített korlát fegyvelmező erőként szolgáljon a fiskális és monetáris politikák részére. A kötött árfolyamrendszerek merev formáját alkalmazza Horvátország, Csehország, Szlovákia, míg lazább formáját Lengyelország és Magyarország.

A gazdaságok másik csoportjában (Bulgária, Románia, Oroszország, Szlovénia, Ukrajna) az antiinflációs prioritások előző csoporttal azonos szintje mellett is lebegő árfolyamrendszer alakult ki. Ezekben a gazdaságokban a lebegő árfolyamrendszer választását indokolta a devizatartalékok alacsony szintje, a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok relatíve alacsony nemzetközi versenyképessége, valamint a kezdeti egyensúlyi szinthez közelítő és ezáltal a rögzítés alapjaként elfogadható árfolyamszint megállapításának nehézségei. Ráadásul ezekben

a gazdaságokban - Szlovéniát leszámítva - a makrogazdasági stabilizáció részleges és/vagy sikertelen volt és a magas és jelentős éves ingadozással jellemzett infláció miatt nem is lehetett rögzíteni az árfolyamot.

A kezdeti eltérések az árfolyamrendszerben az 1990-es évek második felében is megmaradtak, azonban számos tényező hatására a rögzített és a rugalmas árfolyamrendszerek közelíteni kezdtek egymáshoz. Ez abban nyilvánult meg, hogy a kötött árfolyamrendszereket flexibilizálták a - vagy rögzített vagy előre bejelentett mértékben leértékelődő - központi paritás körüli (és ezen sávon belül szabad lebegést biztosító) árfolyamsáv meghatározásával. Miközben a rugalmas árfolyamrendszerekben a kezdeti szabad lebegés és csekély jegybanki intervenciót felváltotta az irányított lebegés, illetve Oroszország esetében a célzó⁵ alkalmazása.

Az árfolyamrendszerekben bekövetkezett általános változás legfőbb kiváltóoka, hogy régiókban is kiderült milyen erőteljes átváltások állnak fenn a versenyképesség növelése és ezen keresztül a kereskedelmi és a fizetési mérleg egyenlegének javítása, valamint az infláció csökkentése között. Az árfolyam-politikák nem alkalmazhatták kizárólagosan az egyik meghirdetett célt anélkül, hogy ez a másik mutató kedvezőtlenebb alakulásában ne jelentkezett volna.

A kiutat - természetesen az új árfolyamrendszerek fenntartásához szükséges monetáris és fiskális fegyelem fenntartása, illetve ahol erre szükség volt megteremtése mellett - részben az jelenthette, hogy az új árfolyamrendszerek ötvözni próbálták a rugalmas és rögzített árfolyamrendszerek főbb vonásait és előnyeit.

A változás másik kiváltó oka az volt, hogy a kelet-európai gazdaságokba az 1992-1993-tól a korábbi jelentős tőkekiáramlást felváltotta a tőkemérleg növekvő és egyes gazdaságokban igen jelentős mértéket elérő többlete. Mindezek nyomán a kelet-európai gazdaságok új kihívással kell hogy szembenézzenek: miképpen kezeljék a megnövekedett tőkebeáramlást, ennek monetáris hatásait anélkül hogy ehhez akár a devizaliberalizálás korlátozására, akár az infláció, illetve a folyó fizetési mérleg romlása társulna.

A megoldást a rögzített árfolyamrendszereket alkalmazó gazdaságok esetében a sávok bevezetése, míg a lebegő gazdaságokban a tőkeáramlás által felerősített

⁵ A célzó keretén belül a jegybank az árfolyam azon alsó és felső értékeit határozza meg, amelyen belül szeretné az árfolyamot tartani.

nominális árfolyam-ingadozás mérséklése érdekében az irányított lebegés jelentette. A tőkeáramlás növekedése ezzel együtt számos gazdaság esetében jelentős terheket, az árfolyamrendszerben nagyfokú alkalmazkodást (pl. Lengyelország) jelentett, illetve gyakran a fennálló árfolyamrendszer felborulását eredményezte (pl. Csehország).

Az általános folyamatokon belül természetesen egyes gazdaságok eltérő problémákkal szembesültek és erre a leírtól eltérő árfolyam-politikai választ kellett adniuk. Csehországban a folyó fizetési mérleg kedvezőtlen alakulása, az e mögött részben meghúzódó erőteljes korona reálfelértékelődés a rögzített árfolyamrendszer irányított lebegéssel történő felváltását igényelte, miközben Bulgáriában a gazdaság szétzilálódása, a hiperinfláció kialakulása a korábbinál is szigorúbb és kisebb gazdaságpolitikai autonómiát engedélyező rendszer, a valutatanács bevezetését tette szükségessé tavalý.

Az árfolyamrendszerekben bekövetkezett folyamatok mellett jelentős hasonlóság van az egyes gazdaságokban a reálárfolyamok alakulásában. A reálárfolyamok jelentősen felértékelődtek az utóbbi 8 év alatt, bár a felértékelődés dinamikája, mértéke, valamint a felértékelődésében szerepet játszó tényezők eltérnek az egyes gazdaságok között. A reálfelértékelődés a legerőteljesebb az 1993-as bázishoz viszonyítva Csehország, Horvátország és Szlovákia esetében, de jelentős volt valutatanács bevezetését megelőzően Bulgáriában is, míg kisebb mértékű általában az irányított lebegést alkalmazó gazdaságokban (az általunk elemzett gazdaságok közül különösen Szlovéniában) illetve a kötött árfolyamrendszerek rugalmasabb változatát alkalmazó gazdaságokban (Lengyelország és Magyarország).

A nominális és reálárfolyamok alakulása a térségben. A reálfelértékelődésben minden gazdaságban három jelentősebb tényezőcsoport játszott szerepet, amelyek súlya az egyes gazdaságokban természetesen jelentősen eltért:

- az árfolyam-politika antiinflációs célokra történő alkalmazása,
- az alkalmazott árfolyamrendszerrel inkonzisztens és nem kellőképpen fegyelmező jellegű monetáris és fiskális politika,
- valamint a versenyképesség/termelékenység relatív javulása a fejlett gazdaságokkal szemben.

A reálfelértékelődés a legerőteljesebben a kötött árfolyamrendszereket alkalmazó gazdaságokban következett be, de a magas infláció, illetve inflációs különbségek nyomán a lebegő árfolyamokat alkalmazó gazdaságokban is jelentős volt esetenként.

Az árfolyamrendszerekre ható tényezők. Milyen tényezők fogják az általunk elemzett időszakon belül befolyásolni az árfolyamrendszerek választást, valamint az árfolyam-politika jellegét és céljait? Az egyik fontos tényező a makrogazdasági adottságok, körülmények jelentős változása a térségen belül. A kelet-európai gazdaságok többségében sikerült az átalakulással összefüggő reál GDP visszaesését megállítani és a gazdasági növekedés pályájára állni. Másfelől sikerült a korábbi jelentős inflációt a mérséklet (15 és 40 százalék közötti) sávba szorítani, sőt egyes gazdaságokban az egyszámjegyű inflációt is elérni és mindeddig fenntartani.

Emellett ezek a gazdaságok is jelentős, bár eltérő mértékű lépéseket tettek a fiskális fegyelem megerősítése, az államadósság és a költségvetési deficit lefaragása, a monetáris politika függetlenségének megteremtése érdekében.

Másfelől azonban új makrogazdasági feszültségek kialakulása tapasztalható a régióon belül. Ide tartozik a belföldi jövedelmek termelékenység emelkedését meghaladó növekedése, ezzel párhuzamosan a GDP növekedésében a belső keresleti elemek - és ezen belül is a fogyasztás - erőteljes bővülése, valamint mindezek nyomán - illetve egyes gazdaságokban az elégtelen mikrogazdasági átalakulással párosulva - a folyó fizetési mérleg hiányának jelentős növekedése.

A folyó fizetési mérleg deficit növekedése ugyanakkor éppen akkor következik be, amikor erre növekvő mértékben figyelnek oda a nemzetközi befektetők, valamint pénzügyi intézmények, okulva az 1990-es évek valutaválságainak tapasztalatiból. Hasonlóképpen az árfolyam-politika számára részben problémaként, részben egzogén adottságként jelentik meg, hogy kelet-európai régió változatlanul a tőkebeáramlások növekedésének területe lesz, mert a befektetések országonként eltérő kockázatát meghaladják a befektetésekből realizálható jövedelmek.

Emellett a kelet-európai gazdaságok esetében is érvényesülni fog a jövőben a Walters-tétel, mely szerint a nemzetközinnél magasabb infláció (és ehhez kapcsolódóan a nemzetközi szintet meghaladó kamatlábak) és részben irányított árfolyamrendszerek mellett elkerülhetetlen a tartós tőkebeáramlás.

Az árfolyam-politika mozgásterét befolyásoló másik tényező a fontosabb makrogazdasági célok. Ezek közül kiemelten fontos marad az infláció mérséklése a jelenlegi közepes szintről az alacsony infláció sávjába. Ezért várhatóan az árfolyam-politikát is igénybe veszik a kormányok az inflációs cél elérése érdekében, annak ellenére, hogy az említett folyó fizetési mérleg problémák valamint a tőkemérleg jelentős többletének kezelése ezzel ütközhet.

A harmadik tényező, amely erőteljesen befolyásolja majd az árfolyam-politikákat a régió országaiban az európai monetáris unió megteremtése és ennek kihatásai. Az EMU létrejötte közvetlen árfolyam-politikai döntéseket igényel pl. azokban a gazdaságokban ahol az árfolyam részben vagy teljes egészében a német márkához van kötve. 1999-től át kell alakítani a kosarat euróra és tekintettel arra, hogy márka és az euro a szándékok ellenére sem lesz két teljesen ekvivalens valuta ennek lesznek árfolyam-politikai következményei.

Az EMU létrejötte további erőteljes közvetett hatásokat fog generálni: befolyásolja a kelet-európai gazdaságok lehetőségeit a devizaadósság kezelésére és az új finanszírozási igények elhelyezésére. Az euro és dollár keresztárfolyamának várható változása befolyásolhatja a kereskedelmi mérleg egyenlegét. Tekintettel arra, hogy a kelet-európai gazdaságokban a dollárban számolt energia-behozatal miatt jelentős a dollár aránya az importban miközben a kivitel erőteljes EU orientációja miatt az exportban inkább márka és schilling (jövőben euro) szerepel.

Az EMU létrejötte azonban a legnagyobb hatást kétségtelenül az alkalmazott árfolyamrendszerekre gyakorolhatja majd. Az EMU kialakulásával párhuzamosan felmerül ugyanis annak a kérdése miképpen fognak az EMU-ból kimaradó gazdaságok az eurohoz kapcsolódni. Erre a megoldást az ERM-II-ként ismert árfolyam-mechanizmus adja majd, melynek keretében a kimaradó országok valutái az euroval szemben megállapított központi paritás körül plusz/mínusz 15 százalékos sávban lebeghetnek.

Ez a mainál sokkal nagyobb mértékű rugalmasságot visz be az árfolyamrendszerekbe, megnöveli a külső sokkok, árfolyam-volatilitás lehetőségét és ennek megfelelően jelentős árfolyam-politikai, illetve tágabb értelemben gazdaságpolitikai alkalmazkodást igényel az egyes gazdaságoktól. Különösen érvényes ez annak fényében, hogy a jelenlegi elképzelések szerint az Európai

Központi Jegybank nem adna - szemben az európai monetáris rendszer 1979 óta érvényes kétoldali beavatkozás gyakorlatával- támogatást az árfolyamparitás védelmében és ennek teljes terhe a kelet-európai gazdaságokra hárulna.

Végezetül az árfolyam-politikák számára fontos tényezőként jelenik meg, hogy a jövőben folytatódik, illetve egyes gazdaságokban felgyorsul a tőkeműveletek szabályozásának liberalizálása, aminek eredményeképpen várhatóan fokozatosan korlátozottakká válnak, esetenként teljes körűen leépülnek a tőkeáramlásokat korlátozó devizális, illetve intézményi korlátok. Mindennek az árfolyam-politikára gyakorolt hatása abban jelenik meg, hogy ez felerősítheti a tőkebeáramlásokat, valamint a tőkeáramlások volatilitását, a külső sokkok kelet-európai gazdaságokba történő begyűrűzését.

Árfolyamrendszerek változási irányai. Mindezek alapján melyek a várható főbb folyamatok a régióban az árfolyamrendszerek és az árfolyam-politika alakulását tekintve? A legfontosabb változás véleményünk szerint a kelet-európai árfolyamrendszerekben az lesz, hogy növekedni fog az árfolyamrendszerek rugalmassága. Ezt elsősorban az indokolja, hogy mint említettük változatlanul fontos szerepet ad az árfolyamnak az infláció mérséklésében, miközben a tőkebeáramlások növekedése, a folyó fizetési mérleg egyenlegek kezelése, a tőkeműveletek széleskörű liberalizálása is erőteljesen fog hatni.

A növekvő rugalmasság elsősorban az egyre szélesebb árfolyamsávok alkalmazásában fog érvényesülni, miközben a jelenleg lebegő árfolyamot alkalmazó gazdaságokban is előtérbe kerülhet az irányított lebegés, esetleg a formálisan is bejelentett célzó alkalmazása. A növekvő rugalmasság makrogazdasági következménye a monetáris politika autonómiájának növekedése, az egymással részben ellentmondó árfolyam-politikai célok részleges elérésnek biztosítása.

A befektetők szempontjából a rugalmasság növekedése természetesen a volatilitás növekedését, az árfolyam kiszámíthatóságának csökkenését és nagyobb árfolyamkockázatot jelent.

A másik fontos folyamat a jövőben is a reálárfolyamok fokozatos felértékelődése lesz. Ezt eredményezi a fennálló inflációs különbségek, az árfolyam-politika antiinflációs célok érdekében történő alkalmazása, valamint a jelentős tőkebeáramlás, illetve a fejlett országokhoz történő felzárkózás során érvényesülő

hatások. A reálárfolyam felértékelődése emellett a fejlett gazdaságok reál GDP növekedését összességben meghaladó gazdasági növekedés szükségszerű következménye is.