



International Center for Economic Growth  
Európai Központ

# *Vélemény* Nr. 12

**GÁSPÁR PÁL:**

**FORINTVÁLSÁG:  
OKOK, KÖVETKEZMÉNYEK ÉS KIUTAK**

**2003. DECEMBER**

## TARTALOM

<i>Tartalom</i>	2
<i>Bevezetés</i>	3
<i>I. Válság van-e?</i>	3
<i>II. Az okok</i>	5
<i>III. A lehetséges alternatívák</i>	9
<i>IV. A válság makrogazdasági hatásai</i>	12
<i>V. A kilépési stratégia</i>	13
<i>VI. A válság pozitív hatásai</i>	14
<i>Hivatkozások</i>	15

## **BEVEZETÉS**

1. Az elmúlt időszakban bekövetkezett jelentős forintgyengülés 2003-ban a hazai valuta rövid időn belül bekövetkezett harmadik jelentősebb értékvesztése volt. A forint egyszer már jelentősen gyengült idén júniusban, majd átmeneti erősödést követően ismételten október-november folyamán. A mostani támadás azonban eltért a korábbiaktól várható makrogazdasági hatásait, a piaci szereplők jövőbeli várakozásait, valamint a lehetséges gazdaságpolitikai lépéseket illetően. A támadással és következményeivel kapcsolatosan eltérő vélekedések születtek, amelyek az okok között a sajátos piaci viszonyok mellett a gazdaságpolitikát, egyesek pedig az alkalmazott árfolyamrendszert hibáztatták. A rövid elemzés elsősorban arra keresi a választ, hogy mi állhat a forinttal szembeni sorozatos támadások mögött, melyek a mostani forintgyengülés tartós makrogazdasági hatásai és milyen forgatókönyvek képzelhetőek el a mostani helyzetben.

## **I. VÁLSÁG VAN-E?**

2. Elsőként meg kell említeni, hogy önmagában a valuta gyengülése nem tekinthető minden körülmény között válságnak. Idén a forint a januári csúcs és a mostani szint között körülbelül 15 százalékkal értékelődött le és a múlt heti támadás során 5 százalékkal gyengült. Más valutákat vizsgálva, számos ennél jelentősebb, gyakran rövidebb időszak alatt bekövetkezett leértékelődést is találunk. Így a dollár az euróval szemben 2003. április és június között 11,3 százalékkal értékelődött le (1,06-ról 1,18-ra erősödött az euró jegyzése), majd ezután egy hasonló időszakon belül 2003. szeptember és december között átmeneti erősödést követően további 12,9 százalékkal (1,08-ról 1,22-re). Hasonló mértékű (12,5%-os) volt a font gyengülése az euróval szemben 2003. január és június között (0,64-ről 0,72-re erősödött az euró jegyzése a fonttal szemben).

A magyar gazdasággal azonos helyzetű, illetve közelítő fejlettségű országokban is a hazainál erőteljesebb árfolyam-leértékelődést figyelhettünk meg 2003-ban különösebb válságjelenségek nélkül. A lengyel nemzeti valuta az euróval szemben az év eleje óta, nem csekély volatilitás mellett, 17,5 százalékot gyengült (4 PZL/euró árfolyamról 4,71-re), míg a török líra szeptember és december eleje között 16,6 százalékkal értékelődött le az euróval szemben (1.500.000 Lira/Euró árfolyamról 1.750.000-re). Az említett árfolyam-folyamatok egyike sem tekinthető válságnak a valuták jelentős értékvesztése ellenére sem.

## A VÁLSÁGMUTATÓK

A válságirodalommal foglalkozó elméletek között különböző megközelítések vannak arról, hogy mikor lehet bizonyos makrogazdasági folyamatokat valutaválságnak tekinteni. Az egyik Frankel-Rose szerzőpáros (Frankel-Rose (1996)) megközelítésére alapozó definíció szerint akkor beszélünk valutaválságról, ha a valuta értékvesztése egy éven belül meghaladta a 25%-ot, illetve magas inflációjú gazdaság esetében az előző évhez képest 10 százalékkal gyorsul. Az Eichengreen-Rose-Wyplosz (1995) szerzőhármas szerint azonban nem csak az árfolyam meghatározott érték feletti gyengülése tekinthető a valuta elleni támadásnak, hanem az is, ha az árfolyam védelme érdekében a jegybanknak jelenősen emelnie kell a kamatszintet, illetve devizatartalékait fel kell áldoznia a devizapiaci műveletek keretében az árfolyam stabilitásának biztosítása érdekében. Az általuk meghatározott ERW mutató akkor jelez válságot, ha az árfolyam, a devizatartalékok és a jegybanki kamatok átlagtól való eltéréseinek súlyozott összege meghalad egy kritikus szintet (ami általában az átlagtól való szórás több mint kétszerese). Ebben az esetben ugyanis vagy az árfolyam értékelődik le egy küszöbérték feletti mértékben, vagy a kamatok emelkednek illetve a devizatartalékok csökkennek ilyen nagyságban, vagy a három folyamat valamilyen kombinációja következik be. Az ERW megközelítés kiemelt figyelmet fordít arra, hogy a kamatok és a devizatartalékok alakulását is a válság egyik jelzéseként kell értékelni.

Miközben nem minden árfolyamgyengülés tekinthető valutaválságnak, a valuta elleni nyomás abban is megnyilvánulhat, hogy az árfolyam egy ideig nem változik jelentősen és a piaci nyomás a jegybanki kamatok, illetve a devizatartalékok alkalmazkodásában kerül levezetésre (ld. a rövid keretes írást). Természetesen ebben az esetben a devizapiaci nyomásnak kettős kimenetele van: vagy kimerülnek a jegybank devizatartalékai és kamatemelési lehetőségei, és kénytelen lesz alávetni magát a piaci nyomásnak és engedni a valuta leértékelődését, vagy pedig sikerül megállítani a hazai valuta elleni támadást. Ezért a valuta válságát nem önmagában az árfolyam gyengülése mutatja, hanem az árfolyam, a kamatok és a devizatartalékok együttes mozgása: így ha az árfolyamot csak hosszútávon fenntarthatatlanul magas kamatokkal vagy folyamatos tartalékvesztéssel lehet fenntartani, az is válságnak tekinthető, és előbb-utóbb a három mutató (árfolyam, kamat és devizatartalék) közül egyben vagy akár kettőben is jelentős korrekciónak kell bekövetkeznie.

3. Az említetteket figyelembe véve azt kell mondani, hogy 2003 végén Magyarországon valutaválság bontakozik ki. Erre utal az, hogy a december első hetében bekövetkezett forintgyengülés a nemzeti valuta idén már harmadik jelentősebb értékvesztése volt, miközben a nyugodtabb időszakokon belül is nagy volt az árfolyam volatilitása. Másrészt az előző pontban és a keretes táblában írtakkal összhangban az árfolyam gyengülése mellett a válságra utal, hogy jelentősen emelkedett a kamatlábszint<sup>1</sup>, illetve a devizapiaci intervenciók nyomán jelentősen mérséklődtek a jegybanki devizatartalékok. Magyarországra elvégezve az ERW mutató alapján a számításokat, a mutató értéke messze meghaladja a kritikus értéket

<sup>1</sup> A jegybanki kamatemelés hatására ma már az összes jelentősebb közepes jövedelmű, feltörekvő gazdaságot meghaladó kamatfelár van a hazai kamatszintbe beépítve, és az eltérés kiugróan magas a fejlett és a többi csatlakozó országgal összevetve.

és arra mutat, hogy válság következett be, amely eddig az árfolyam gyengülésén és a kamatok emelkedésén/devizatartalékok csökkenésén keresztül érvényesült.

Harmadrészt a válságra utal, hogy egyre kisebb a monetáris hatóság befolyása a piaci folyamatokra: a nyári kamatemelés még képes volt a forint árfolyamát átmenetileg stabilizálni és a végbefektetőket a forintpiacon tartani, azonban a mostani, minden korábbi mértéket meghaladó kamatemelés hatása 1-2 napon belül megszűnt. Végezetül azt is a válság jelenként kell értékelni, hogy a devizapiaci folyamatok mögött a makrogazdasági fundamentumok jelentősen romlottak 2003-ban és komoly egyensúlyi problémák alakultak ki az év második felében.

## II. AZ OKOK

4. Ha elfogadjuk, hogy itt válságról van szó, akkor érdemes meghatározni, hogy mi vezetett el ehhez a helyzethez és a forint elleni múlt heti támadáshoz. Elsőnek írjuk le, hogy vélhetően mi nem okozta a válságot, noha egyes elemeinek lehet szerepe a forint árfolyamának alakulásában, a rövidtávú devizapiaci mozgásokban. Egyrészt biztos, hogy nem külső piaci fertőzés okozta a forint elleni múlt heti támadást, noha vannak régióknk más országaiban is a csatlakozó országok árfolyamait gyengítő folyamatok. (Ellenkezőleg, esetleg éppen a hazai árfolyamgyengülésnek lehet majd rövid- és középtávon tovaggyűrűző hatása a térség valutáinak árfolyamára.)

Másrészt önmagában nem a rossz piaci kommunikáció, az egymásnak ellentmondó nyilatkozatok okozzák a forint gyengülését, bár rövid időszakokon belüli árfolyammozgások esetén tetten érhetők a rossz kommunikáció hatásai. Harmadrészt nem technikai elemek, a piacok sajátos működése okozta a válságot: volt, de nem meghatározó szerepe a gyengülésben annak, hogy az év vége felé már csökken a befektetési alapok aktivitása, alacsony a piac likviditása, illetve hogy ennek következtében 1- 2 közepes méretű piaci szereplő képes az árfolyam befolyásolására. A befektetési alapok passzivitása inkább szerencsének tekinthető, míg a közepes méretű szereplők piacbefolyásolási képessége jelzi a helyzet nagymértékű instabilitását és a mögöttes problémák meglétét.

5. A válság mögött három, eltérő síkon és idődimenzióban jelentkező probléma mutatható ki, amelyek külön-külön is, de együttesen elkerülhetetlenül vezettek el a forint elleni folyamatos támadásokhoz. Az egyik ilyen tényező a *makrogazdasági fundamentumok* régóta tartó, de 2003-ban sok szempontból felgyorsuló romlása. A másik meghatározó jelentőségű tényező azon *gazdaságpolitikai inkonzisztenciák* és hibák, amelyek minimálisra csökkentették az árfolyam- és monetáris rendszer hitelességét. A harmadik általánosabb jellegű probléma a *választott árfolyamrendszerben* található, amely bizonyos körülmények mellett szükségszerűen alakít ki spekulatív támadásokat az ezt alkalmazó gazdaságokban.

6. Annak ellenére, hogy korábbi elemzéseinkben (ICEG EC: *A magyar beteg, 2003 augusztus*) már hónapokkal ezelőtt felhívtuk a figyelmet a makrogazdasági fundamentumok romlására és a gazdaságpolitikai inkonzisztenciákra, röviden célszerű ezeket áttekinteni. Miközben a gazdaság növekedése a kedvezőtlen ciklikus tényezők hatása ellenére úgy tűnik, hogy túljuthatott a mélypontra, és erősödött az ipari termelés és a vállalati beruházások dinamikája, komoly külső és belső egyensúlyi problémák halmozódtak fel. A 2001-2002-es fiskális expanzió 2003-ban alig módosul<sup>2</sup>, ami összekapcsolódva a szerkezeti problémákkal (pl. lakásfinanszírozás növekvő terhei) jelentős államháztartási hiányhoz vezetnek. Így 2003-ban az államháztartás hiánya és keresleti hatása alig csökken, az államadósság pedig kissé emelkedik.

A hazai gazdaság tartósan romló költség-versenyképessége mellett 2003-ban alig mérséklődik a jövedelemkiáramlás és a reálbérek növekedése közel 10%-os lesz, messze meghaladva a reál GDP és a termelékenység növekedését. Immár harmadik éve tart a jelenleginél 2-2,5-szer gyorsabb gazdasági növekedés mellett sem fenntartható jövedelemkiáramlás, miközben főbb exportpiacaink (Németország) és versenytársaink (Szlovákia, Lengyelország, távol-keleti exportőrök) a költség- és ár-versenyképesség javításával próbálnak alkalmazkodni a nemzetközi dekonjunktúrához. Ennek az ellentétes pályának nem egyszeri, hanem tartós, éveken keresztül érvényesülő negatív hatása van a hazai kereskedelemben kerülő javakat előállító (*tradable*) szektor versenyképességére.

A jelentős jövedelemkiáramlás, a lakossági hitelezés felpörgése, a lakossági szektor likviditási korlátjának mérséklődése, valamint a lakásfinanszírozási rendszer jellege miatt drasztikusan csökkent a lakosság bruttó és nettó megtakarítási rátája is. A lakosság és az államháztartás nettó hitelfelvevői pozíciója szükségessé teszi a külső megtakarítások növekvő bevonását, ami a folyó fizetési mérleg hiány növekedésében testesül meg. A folyó fizetési mérleg hiány túllépte a piaci szereplők által kritikusként tekintett szintet, miközben a hiányt meghatározó mértékben rövidlejáratú, kamatkülönbözetek által fenntartott devizabeáramlás finanszírozza. A romló finanszírozási szerkezet a jegybanki devizatartalékok csökkenésével párosult és ez számottevően növelte a hazai gazdaság pénzügyi sérülékenységét<sup>3</sup>. Mindeközben a defláció folyamata is megfordult 2003-ban és további romlás várható 2004-ben.

---

<sup>2</sup> Az államháztartás első tizenegy hónapja alatt az államháztartás helyi önkormányzatok nélkül számított hiánya elérte a GDP 6,5%-át. Abban az esetben, ha az utolsó hónapban a központi költségvetés jelentős többlettel is zár és a helyi önkormányzatok nem halmoznak fel jelentős hiányt, az éves deficit elérheti a GDP 5,8%-át, ami csak 0,7%-kal marad el a tavalyi, egyedi kiadásoktól megtisztított mutatótól. A hiány mértéke és az adósság/GDP növekedése változatlanul kifejezetten expanzív fiskális politikára utal.

<sup>3</sup> Az összes pénzügyi sérülékenységet jelző mutató (a rövidlejáratú adósság/GDP, a rövidlejáratú adósság aránya a teljes adósságban, a folyó fizetési mérleg lefedettsége közvetlen tőkebefektetésekkel, az M2/ jegybanki devizatartalékok) romlik 2003-ban.

7. A magyar gazdaság komoly egyensúlyi problémákat halmozott fel: az egyensúlyi mutatók, a pénzügyi sérülékenység foka érzékelhetően romlott a korábbi évekkel, a többi csatlakozó állammal és a maastrichti illetve a főbb fenntarthatósági kritériumokkal összevetve. A romló fundamentumok elsősorban közvetlenül (pl. a magas folyó fizetési mérleg és az államháztartás finanszírozási szükséglete a magas devizakereslettel) hatnak az árfolyam alakulására. Ennél erőteljesebb a gazdaságpolitikai hibák és inkonzisztenciák forint árfolyamára gyakorolt hatása, amelyek elsősorban a piaci szereplők jövővel kapcsolatos várakozásain és azok visszacsatolásán keresztül befolyásolják az árfolyamot.

8a. Három egyszerre érvényesülő inkonzisztenciára kell felhívni a figyelmet, amelyek egyenként is elvezettek volna a forint válságához. Az első alapvető inkonzisztencia az euró 2008-as bevezetése és a makrogazdasági fundamentumok alakulása között van. Az euró-zónába történő belépés időpontjának megnevezése egy olyan makrogazdasági pályát implikál, amelyen haladva a bejelentést megtevő ország a makrogazdasági mutatóit közelíti a konvergencia-kritériumokhoz. A dátumra és a makrogazdasági pályára alapozva a konvergencia-spekulánsok növelhetik a hazai valuta iránti keresletet, az árfolyam erősödése és a bejelentés hitelességének fenntartása segítheti a dezinflációt és a fiskális korrekciót. Magyarországon azonban ezek a hatások szükségszerűen az ellenkező irányba érvényesülnek.

Egyrészt az euró 2008-as bevezetésének és a kritériumok 2006-os teljesítésének már a bejelentés pillanatában is csekély realitása volt, különösen nem változatlan gazdaságpolitika és romló fundamentumok mellett. Másrészt a csatlakozás bejelentésének időzítése és célja is súlyos hiba volt, mert elsősorban a forint iránt nyáron megrendült bizalmat igyekezett erősíteni: fiskális kiigazítás és gazdaságpolitikai váltás helyett egy hiteltelen céllal igyekezett bizalmat teremteni a forint iránt. Amint a fundamentális problémák kiderültek, illetve nyilvánvalóvá vált, hogy a gazdaságpolitika nem vállalja a cél elérése érdekében szükséges áldozatokat, a hitelességet és eltökéltséget megtestesítő cél egyre inkább hiteltelenséget, negatív várakozásokat váltott ki.

Ráadásul a cél érdekében olyan eszközök kerültek alkalmazásra (így a kamatok emelése, a kívánatos inflációs pályához rendelt árfolyamcél követése), amelyek éppen a várttól ellentétes hatást érik el. Bár hiteles és fenntartható pálya mellett a befektetőknek mindegy, hogy az ország 2008-ban vagy 2009-ben, netán 2010-ben csatlakozik az euró-övezethez, de az már nem irreleváns sem számukra, sem a csatlakozási stratégia hitelessége számára, hogy ez milyen növekedési áldozattal, illetve milyen makrogazdasági pálya mentén valósul meg.

8b. A második inkonzisztencia a monetáris rendszerben található, abban, hogy a meghirdetett inflációs célkitűzéssel szemben inflációs célokkal kombinált árfolyam-célkitűzés érvényesül. Az inflációs célkitűzéses rendszerben az infláció lehet a

kizárólagos közbülső célja a monetáris hatóságnak, amelynek eléréséhez bármilyen árfolyamszint tartozhat. Az inflációs célkitűzés alkalmazásának egyik nemzetközi tapasztalata, hogy nem lehet együttesen árfolyam és inflációs célt alkalmazni még úgy sem, hogy az árfolyamcéljal próbáljuk az inflációs célt elérni. Az árfolyam és inflációs cél ugyanis gyakran ellentmondásba kerülhet egymással, az árfolyamcél megléte sértheti a jegybank inflációs célját és deflációs elkötelezettségét. Ráadásul nálunk ez a konfliktus eddig nem a széles (+/-15 százalékos), hanem az inflációs cél eléréséhez kívánatosnak vélt szűk belső árfolyamsáv és az inflációs cél között érvényesül. A monetáris hatóság saját mozgásterét korlátozta azzal, hogy egy közbülső szűk sáv lététől tette függővé inflációs célját, kamatpolitikáját, vállalva ezáltal a szélesebb sávon belüli deviza- és kamatintervenció szükségességét.

Mivel Magyarországon nem tiszta inflációs célkitűzés van, hanem egyfajta keveréke az árfolyam és inflációs célkitűzésnek, ebből a vegyes rendszerből – összhangban a nemzetközi tapasztalatokkal - inkább a kedvezőtlen elemek érvényesülnek. A két cél megléte inkonzisztencia, vonzza a valuta ellen spekulálókat különösen a jelenlegi helyzetben, hiszen az erős sávszélen a probléma kezelhető korlátlan devizavásárlással és kamatcsökkentéssel, de a gyengébb szélen csak átmenetileg lehet a piaci folyamatoknak ellenállni kamatemeléssel és devizaeladással.<sup>4</sup>

8c. A harmadik inkonzisztenciát változatlanul a monetáris és fiskális politika alakulásában, a *policy mix*-ben lehet felfedezni. Korábbi elemzéseink felhívták a figyelmet a szigorú monetáris és a laza jövedelem- és fiskális politika tarthatatlanságára, különösen az adott árfolyamrendszer keretein belül. Azóta a helyzet sokat romlott: a monetáris politika kényszerből tovább szigorodott, a fiskális és jövedelempolitika pedig 2003-ban érdemben nem változott. A keresletszabályozó gazdaságpolitikai eszközök nem csak a 2008-as, de a rövidtávú inflációs és árfolyamcélokkal is teljesen inkonzisztensen alakulnak, és a *policy mix*en belüli összhang hiánya visszahat az árfolyam alakulására is.

Az említett inkonzisztenciákat tetézték azok a súlyos gazdaságpolitikai hibák, amelyek árát előbb-utóbb meg kell fizetni. Ilyennek bizonyult a sáveltolás, az euró-bevezetés elsiertett bejelentése, a 2004-re meghirdetett költségvetési politika jellege, a jegybank és kormányzat közötti hiteles koordináció hiánya, vagy akár ennek példaként a kialakuló válságra adott 300 bázispontos kamatemelés.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Azzal – az egyébként valós – érveléssel sem lehet a két cél meglétét támogatni, hogy nálunk az árfolyamcsatorna a legerőteljesebb és a monetáris transzmisszió többi csatornája nem vagy alig működik. A hozzánk sok szempontból hasonló pénzügyi rendszerrel és fejlettséggel rendelkező Lengyelországban és Csehországban egyaránt sikeresen lehetett alkalmazni az inflációs célkitűzést és deflálni bármilyen közbülső árfolyamcél nélkül.

<sup>5</sup> A jegybank egyedüli szereplőként kényszerből tette a kamatok emelését és valószínűleg más választása az adott helyzetben nem volt. A lépés azonban nem optimális, hiszen nem eredményezte a bizalom növekedését, a magas kamatfelár középtávon a bizalom helyett inkább negatív várakozásokat kelt, és tartós fenntartásának nincs esélye *ceteris paribus* a magas makrogazdasági költségei miatt.



9. A válság kialakulásához hozzájáruló harmadik tényező a sávós árfolyamrendszer alkalmazása és ennek tulajdonságai. A hazai sávós árfolyamrendszer egyik sajátossága, hogy a +/-15 százalékos sáv mellett egy belső, explicit sáv is megfogalmazásra kerül az inflációs célok elérése érdekében. Ezen szűkebb árfolyamsáv és az inflációs célok közötti konfliktust és ennek szerepét a forint gyengülésében már jeleztük, de a szélesebb sáv is lehet gondok forrása. Elvileg a sávszélek léte a klasszikus krugmani (Krugman (1991)) feltételezéseknek megfelelően szolgálhatna egyfajta ernyőként is, segítve az árfolyam sávon belül tartását. Valójában inkább destabilizáló hatás érvényesül a sáv erős szélén az árfolyamnyereségre történő erőteljes spekuláció, a sáv alsó szélén pedig a menekülés, pánik keltette öngerjesztő folyamatok miatt.

A sáv megléte mindig lehetőséget ad a hazai valuta elleni spekulációra, illetve a sáv mint implicit árfolyamcél, bármilyen széles is legyen, elvileg konfliktusban lehet az inflációs célkitűzéssel. Ezért azt lehet mondani, hogy a széles árfolyamsáv implicit módon, a szűkebb pedig explicit formában játszott szerepet a forinttal szembeni spekuláció kialakulásában.

### **III. A LEHETSÉGES ALTERNATÍVÁK**

10. A jelenlegi helyzetből többfajta elmozdulás is lehetséges annak függvényében, hogy miképpen alakul az elkövetkező időben a piaci dinamika, milyen mértékű mozgásteret engednek a gazdaságpolitikának a politikai korlátok a korábbi hibák orvoslására. A felvázolandó scenáriók alapja az előbbi diagnózis, amely szerint a válság kialakulásában három tényező játszik meghatározó szerepet: a 2008-as GMU-csatlakozás meghirdetése és inkonzisztenciája a kiinduló fundamentumokkal és a monetáris és fiskális policy mix-szel, a monetáris rendszeren belül az árfolyam és inflációs célok párhuzamos megléte, valamint a külső és belső egyensúlyi kondíciók romlása a rossz keresletszabályozó politika miatt.

Ennek megfelelően olyan scenáriók kerülnek felvázolásra, amelyek a változatlan politika alternatívájaként feltételezik, hogy az inkonzisztenciákat okozó tényezők, „szent tehének” (GMU-csatlakozás 2008-ban, együttes árfolyam és inflációs cél, rossz keresletszabályozó politika, sávós árfolyamrendszer) közül egyet vagy többet feláldoz a gazdaságpolitika.

A. Változatlan stratégia. Az egyik lehetséges rövidtávú scenárió az eddig követett stratégia fennmaradása. Ennek keretében verbális kommunikáció segítségével a monetáris és fiskális kormányzat a megkezdett kiigazítást és a pozitív folyamatokat hangsúlyozva próbálná hűteni a befektetők várakozásait, a felmerülő spekulatív nyomással szemben devizapiaci intervencióval és forintvásárlással próbálna szembeszegülni. A stratégia fontos eleme lenne a 2008-as euró-csatlakozás és a minél gyorsabb ERM-2 csatlakozás kommunikálása, az erre alapozó monetáris és fiskális mix melletti elkötelezettség demonstrálása. A jegybank ismételten megkísérelné a

forint árfolyamát az általa kívánatos szinthez közelíteni, illetve hajlandó lenne további átmenetinek tekintett kamatemelésekre a forint árfolyamának védelme érdekében. A stratégia fontos eleme a minél gyorsabb ERM-2 tagság elérése, bízva abban, hogy az ERM-csatlakozás és a konverziós árfolyam közlése lehúti a negatív befektetői várakozásokat. A magas kamatszínvonal fennmaradna az ERM-2 csatlakozásáig, majd talán a csatlakozás és a konverziós árfolyam meghirdetésének hatására mérséklődhetne.

A stratégia sokáig nem lenne tartható, elsősorban azért nem, mert nem kezeli a probléma alapjának tartott folyamatokat, sőt tovább generálná ezeket. Vélhetően a kitűzött árfolyam- és inflációs célokat egyre költségesebb és kevésbé hatékony lépésekkel lehetne elérni, beleértve a devizapiaci intervenciókat, a morális meggyőzést, valamint az esetleges további kamatemeléseket. Alapvető korrekció nélkül azonban ezek a lépések hiteltelenek lennének, a kamatfelár további növelése olyan költségeket eredményezne a növekedés és az államháztartási egyensúly szempontjából, ami nem tenné lehetővé ezen stratégia fenntartását. Ezt megérezve a korábbinál is erőteljesebb spekulatív nyomás nehezedne a forintra, ami kikényszerítené az árfolyamsáv feladását és a forint leértékelődését. Az ERM-2 csatlakozás által adott stabilizációs hatás időben késve érkezne, és nem is lenne hiteles, hogy mitől lenne az ERM-2-n belül következetesebb a gazdaságpolitikai korrekció, mint előtte.

B. Szigorú fiskális és jövedelempolitikai korrekció változatlan árfolyamrendszerrel és GMU-stratégiával. A másik lehetőség, hogy az eddig követett fiskális és jövedelempolitikát feláldozásra kerül anélkül, hogy ez érintené az euró 2008-as bevezetését és az ezt megalapozni szándékozó monetáris és árfolyam-politikát. Ennek keretében a kormányzat feladná a 2004-es költségvetést, egy szigorú stabilizációs programot vezetne be, amely orvosolná a 2004-es költségvetés megtervezése során felmerült problémákat, erőteljes keresletszűkítésre és az állami kiadások csökkentésére alapozva. Ezt kiegészítené egy szigorú, elsősorban a közszférára alapozott jövedelempolitika, amely tovagyűrűzhetne a magángazdaságra is. Tekintettel arra, hogy az euró-övezeti csatlakozás időzítése nem változna, de a fiskális kiigazítás és az árfolyam gyengülése magasabb inflációs pályával járna, módosítani kellene az inflációs célokat és az euró-övezeti tagságig elvezető makrogazdasági pályát.

A magasabb inflációs pálya nem tenné lehetővé a kamatok rövidtávú mérséklődését, viszont a kamatfelár és a fiskális korrekció megfordíthatná a befektetői várakozásokat és ez a kezdeti gyengélkedés után ismételten erősíthetné az árfolyamot. A magasabb inflációs pálya, valamint a lassú, de szükséges kamatcsökkentés nagyon szigorú fiskális politikát igényelne 2005-ben és 2006-ban is, fokozatosan lazuló monetáris politika mellett. Az árfolyamsáv ebben a scenárióban fennmaradna és az ERM-2 csatlakozás reális lehetőség lenne 2005-2006-ban,

megalapozva az euró-övezeti csatlakozást. Ennek előfeltétele azonban a nagyon szigorú és 2-3 évig fenntartott fiskális kiigazítás lenne.

C. Fiskális és jövedelempolitikai korrekció, a 2008-as GMU-csatlakozás feladása és az inflációs célkitűzés korrigálása. A harmadik scenárióban az előbb említett radikális fiskális (és jövedelem) politikai korrekció mellett feladásra kerül az inflációs célkitűzés szűk árfolyamsávra alapozott gyakorlata és a 2008-as euró-övezeti csatlakozás is. A monetáris politika feladná a szűk árfolyamcél követését, szigorú inflációs célkitűzésre térne át, engedné az árfolyam kezdeti gyengülését és ennek, illetve a fiskális politikai korrekciónak megfelelő hiteles euró-csatlakozási stratégiát határozná meg. A szélesebb sáv ebben a scenárióban fennmaradna, vélhetően csak átmenetileg, annak érdekében, hogy keretet szabjon a kezdeti árfolyamvolatitásnak.

A fiskális és jövedelempolitikai kiigazítás biztosítaná a makrogazdasági egyensúlyzavar kezelése érdekében szükséges keresleti megszorítást, míg az inflációs célkitűzés módosítása és a szűk sáv eltörlése erőteljesen csökkentené a spekulatív támadások lehetőségét és a forint ilyen támadásoknak való kitettségét. Az euró-övezeti csatlakozás stratégiájának és időzítésének módosítása rövidtávon addicionális feszültséget is okozhat a 2008-ra számító befektetők elfordulásával, bár kérdéses ennek a mértéke, hiszen 2008 hitelessége erőteljesen megcsappant. Ugyanakkor idővel egy hitelesebb euró-övezeti csatlakozás és az ebbe az irányba mutató policy mix ismételt bizalmat teremtene a hazai befektetések iránt.

A fiskális megszorítás mellett a monetáris szigor fokozatosan mérséklődne 2004-ben, az infláció elkerülhetetlenül felpörögne, a forint árfolyama valamivel a mai szint felett stabilizálódna.

D. Fiskális és jövedelempolitikai korrekció, a 2008-as GMU csatlakozás és a sávós árfolyamrendszer feladása. Végezetül alternatívaként felvázolható, hogy a gazdaságpolitika a szigorú fiskális kiigazítással és a későbbi euró-övezeti csatlakozással párhuzamosan megválna a mostani sávós árfolyamrendszertől és áttér a többi közép-európai ország által alkalmazott irányított lebegtetésre. Ez a megoldás egyfelől biztosítaná az egyensúlyi problémák kezeléséhez szükséges keresleti megszorítást, és emellett kiküszöbölné az inflációs és árfolyamcélok közötti konfliktust. Ez az alternatíva lehetővé tenné, hogy ne a gazdaságpolitika rövidtávú preferenciái és célkitűzései, hanem a monetáris hatóság által befolyásolt piaci mozgások alapján alakuljon ki egy egyensúlyi árfolyam, amely a későbbi rögzítés alapja lehet. Az előző scenárióban vázoltaknak megfelelően a monetáris politika rátérhet egy tényleges inflációs célkitűzés alkalmazására, és a szigorú keresletszabályozás biztosítaná a stratégia fiskális, míg az inkonzisztens céloktól megszabadított inflációs célkitűzés a monetáris politikai lábát.

Ezen scenáriónak is alapvető eleme, hogy a 2008-as GMU-csatlakozás időben kitolódik, a monetáris és fiskális politika közötti konzisztencia 2004-ben csak szigorú monetáris és fiskális körülmények között kezd helyreállni. Ebben a scenárióban vélhetően számolni kell egy erőteljesebb kezdeti árfolyam-volatilitással, illetve azzal, hogy hosszabb ideig kell a magas kamatszintet fenntartani a befektetők meggyőzése érdekében. A GMU-csatlakozás feladása nyomán és a makrogazdasági fundamentumok korrekciója miatt a csatlakozás reálisan 2-3 évet késhet (hasonlóan a C változathoz).

#### **IV. A VÁLSÁG MAKROGAZDASÁGI HATÁSAI**

11. Érdemes rövidesen áttekinteni, hogy milyen rövidtávú makrogazdasági hatásai lesznek a mostani valutaválságnak, valamint a vázolt lehetséges scenárióknak?

A mostani válság egyik szükségszerű következménye, hogy a forint rövidtávon tovább gyengülhet. Ha a gazdaságpolitika nem lép és a változatlan policy mix folytatódik, akkor elkerülhetetlen lesz a jelentősebb árfolyam-leértékelődés még a kamatok esetleges további növelése, illetve a jegybank folyamatos intervenciója mellett is, hiszen a fundamentumok és a várakozásokat alakító gazdaságpolitikai keretek nem változnak. Abban az esetben, ha a szűk árfolyamcél vagy esetlegesen az euró-övezeti csatlakozás menetrendje kerül feladásra, rövidtávon ez is az árfolyam leértékelődését eredményezi, hiszen azon végbefektetők, akik a 2008-as GMU-csatlakozásra spekuláltak részben vesztesek lehetnek és kiszállhatnak a hazai piacokról. A változatlan politika és a két másik alternatíva árfolyam következményei a leértékelődés mértékében, tartósságában és makrogazdasági hatásaiban azonban eltérnek. A forint kevésbé értékelődne le és zuhanna át az egyensúlyi szinten, illetve hamarabb kezdene el erősödni, ha nem a piaci szereplők lépései, hanem a bejelentett alkalmazkodás eredményezné a kezdeti leértékelődést.

A kamatok bármilyen alternatíva mellett vélhetően csak nagyon lassan és fokozatosan mérséklődhetnek. A piaci bizalom visszaállítása, a forint iránti kereslet erősítése és az inflációs nyomás felerősödése fenntartja a magas kamatszintet 2004 első felében. Ezt követően a kiigazítás hitelességének, a makrogazdasági fundamentumok alakulásának függvényében elkezdődhet a kamatszint csökkenése, de a válságot megelőző szintre 2004 vége előtt nem valószínű, hogy eljutnak a kamatok.

A forint válsága elkerülhetetlenül növeli a 2004-es és 2005-ös inflációt, hiszen az árfolyam leértékelődése, a költségvetési korrekció egyes hatásai inflatorikusak lesznek. Az inflációs pályában az infláció megugrásának mértékében és ennek tartósságában várható eltérés attól, ami egy hónappal ezelőtt látszott.

A válság egyik vesztese az államháztartás, hiszen a felpörgő infláció és a kamatok emelkedése negatívan érinti az államháztartási egyenleget és az adósság dinamikáját.

A kamatszint emelkedése 80-100 Mrd. forinttal eredményezhet magasabb kamatkiadást a központi költségvetés számára, amit növel a kamatemelkedés hatása az önkormányzatokra is. Az adósságdinamikát rendkívül kedvezőtlenül érinti a kamatok emelkedése, hiszen változatlan elsődleges egyenleg mellett ez szükségszerűen az adósság/GDP ráta növekedéséhez vezet. Ezen még az adósság megújításában a devizaadósság növekvő szerepe sem változtat számottevően.

Az egyik legérdekesebb kérdés, hogy az árfolyamválság miképpen hat a gazdaság növekedésére. A figyelembe vehető nemzetközi tapasztalatok vegyesek és a növekedést befolyásoló tényezők is eltérően hatnak rövidtávon. A keresletkorlátozás és a kamatok magas szintje csökkenteni fogja a fogyasztás és beruházások dinamikáját és ezzel a belföldi kereslet növekedését generáló hatását. Ugyanakkor a hitelesebb gazdaságpolitika, a külső konjunktúra lassú javulása mellett az ár- és költség-versenyképesség átmeneti javulása részben semlegesítheti a belföldi kereslet csökkenését és addicionális növekedési impulzust adhat. Ilyen szerkezetű növekedés, párosulva az államháztartás és a lakossági szektorok nettó hitelfelvevői pozíciójának korrekciójával érzékelhetően csökkentheti a folyó fizetési mérleg hiányt is.

## **V. A KILÉPÉSI STRATÉGIA**

12. A várható makrogazdasági folyamatok rávilágítottak arra, hogy a mai helyzetet nem lehet költségek nélkül kezelni: a gazdaságnak és a gazdaságpolitikának meg kell fizetni az elmúlt évek hibáinak árát. Azonban a költségek mértéke és a kilábalás szempontjából nem mindegy, hogy ez egy fenntartható stratégia vagy a piacok nyomása alatti kényszerlépések költségeként jelentkeznek.

Tekintettel arra, hogy a változatlan stratégiának nevezett *A scenárió* már csak ideig-óráig és növekvő jövőbeli áldozatok mellett járható, a folyamatok és piaci nyomás adta szűk keretek között a gazdaságpolitikának kilépési stratégiát (exit strategy) kellene megfogalmazni, amelyek *B, C, D alternatívaként* lettek megjelölve.

13. A korábban felvázolt scenáriók közgazdasági logikát tükröznek és adottnak tekintve a politikai megvalósíthatóságot, eltekintenek a politikai korlátoktól. Ennek az egyik oka, hogy a szerzőnek közgazdászként a közgazdaságilag racionális scenáriókat kell/lehet felvázolni, illetve a politikai korlátok endogének: ami egy adott helyzetben kivitelezhetetlennek tűnik, az a peremfeltételek módosulása mellett akár rövidtávon is megvalósítható lesz. Ennek ellenére, ha pozitív és nem normatív gondolatokat akarunk megfogalmazni, akkor a politikai racionalitásokat is figyelembe kell venni a stratégia kiválasztásánál.

Az *A stratégia* politikailag nagyon rövid távon könnyen eladható, közgazdaságilag azonban fenntarthatatlan és kudarcra van ítélve. A második *B alternatíva* politikailag valószínűleg kivitelezhetetlen, nem teremthető meg a politikai konszenzus erre. Ez

egyben rámutat arra is, hogy miközben a 2008-as GMU-csatlakozás közgazdaságilag is nehezen képzelhető el, politikailag nem megvalósítható. A fiskális politika nem lesz képes olyan reformokra és megszorításokra, amelyek összhangban állnának a 2008-as GMU tagsággal, ráadásul a szűk árfolyamcél fennmaradása mellett az árfolyamsáv még jó fundamentumok mellett is folyamatos spekulációs céltábla lenne. Politikailag a *C és D változat* tűnik realiztikusnak az Euró bevezetés 2010 körül, tartósan feszes, de a B verziónál kevésbé szigorú fiskális politikai mellett.

14. A *D alternatíva* jelentősebb korrekciót igényelne, rövidtávon vélhetően nagyobb árfolyam-volatilitást generálna a *C alternatívánál*, illetve addicionális feladatokat állítana a monetáris hatóság számára a monetáris politika hitelességének megteremtése érdekében. A *C alternatívában* ezek a költségek kevésbé jelentkeznének, viszont fennállna a veszélye az inflációs és árfolyamcél közötti ismételt konfliktusnak. Mindkét változat jobb azonban az *A scenáriónál*, ahol a kérdés nem a mostaninál nagyobb válság kialakulása, hanem bekövetkeztének időpontja. Ennek elkerülése érdekében kell a kilépési stratégiákon, a közgazdaságilag racionális és politikailag kivitelezhető lépéseken gondolkodni.

## **VI. A VÁLSÁG POZITÍV HATÁSAI**

15. A forint és a mai gazdaságpolitika válságának a várható kedvezőtlen hatások mellett számos pozitív hatása is lehet. Egyrészt, véleményem szerint hamarosan vagy önként vagy a piaci nyomás hatására fel kell adni az inkonzisztens gazdaságpolitikai elemek némelyikét, ami lehetőséget adhat az átmeneti veszteségek mellett a gazdaságpolitika újragondolására, és a helyes *policy mix*, illetve a fenntartható és kiegyensúlyozott növekedési pálya visszaállítására. Hazai adottság, hogy a fenntarthatatlan pályáról mindig válságnak kell lekényszeríteni az országot, de jobb ezt saját elhatározásból, mint a külső kényszerek hatására megtenni.

Másrészt a mostani válságnak lehet olyan kedvező hatása, hogy megfizetve a tanulópenzt felhívja a gazdaságpolitikuskok és politikusok figyelmét, hogy nincs ingyenebéd, a közgazdasági racionalitások és korlátok előbb vagy utóbb, de könyörtelenül érvényesülnek. Ráadásul a mai globalizált világban, a szabad tőkeáramlások és rugalmas árfolyamok mellett egy hibás gazdaságpolitika a politikai ciklusnál rövidebb idő alatt is megbukhat: ez intő jel lehet a politikusoknak az ígéret megfogalmazása és a következmények másik félre történő hárítása tekintetében. A közgazdasági racionalitástól eltérő gazdaságpolitikai lépéseket a jövőben talán könnyebb lesz leszerelni azzal, hogy nem Argentínára, Oroszországra, Törökországra, hanem saját tapasztalatainkra kell/lehet utalnunk.

Harmadrészt a válság, a régió belüli lemaradás érzete ébresztőként szolgálhat és radikálisabb reformok, a gazdaság hatékonyságát növelő lépések megfogalmazására serkentheti a gazdaságpolitikát, elfogadhatóbbá téve a szükséges áldozatokat.

## **HIVATKOZÁSOK**

**Eichengreen B.- Rose A. – Wyplosz Ch. (1995):** Speculative attacks on the pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the European Monetary system. *European Economy, Spring*

**Frankel J.-Rose A. (1996):** "Currency crashes in emerging markets: empirical indicators" *NBER Working Paper Nr. 5437*

**Krugman P. R. (1991):** "Target zones and exchange rate dynamics" *Quarterly Journal of Economics 1991/11*