

SZAPÁRY GYÖRGY–JAKAB M. ZOLTÁN

A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon

Tanulmányunkban a Magyarországon alkalmazott előre bejelentett csúszó rögzítéses árfolyamrendszer tapasztalatait tekintjük át. Az átmeneti gazdaságokban alkalmazott árfolyamrendszer megválasztásakor figyelembe kell venni a reformok indukálta inflációs feszültségeket, a termelési és az exportszerkezet átalakításának kényszerét, illetve a gazdaságpolitika hitelességének problémáját. Az olyan átalakuló gazdaságokban, mint Magyarország is, a sávosan rögzített, előre bejelentett csúszó árfolyam alkalmas a versenyképesség megőrzésének és az infláció mérséklésének kettős feladatát teljesíteni, ám ehhez a költségvetési és a strukturális politikák megfelelő segédlete is szükséges. Éppen ezért nem célszerű az árfolyamot túlságosan korán egy erős valutához kötni.

Az antiinflációs politikában az árfolyam-politika akkor tölthet be aktívabb szerepet, ha megfelelő bérmegállapodást sikerül kötni. Ez viszont a gazdaságpolitika hitelességének hiánya miatt az átmenet kezdeti időszakában nehézségekkel jár. A csúszó leértékelés csak átmeneti lehet, és fokozatosan meg kell teremteni azokat a feltételeket, amelyek biztosítani tudják az árfolyamnak egy erős valutához történő rögzítését.*

Az utóbbi időben nyilvános viták bontakoztak ki a Magyarországon jelenleg is alkalmazott előre bejelentett csúszó árfolyam rendszeréről. Ahhoz, hogy az árfolyamrendszer kérdésében állást foglalhassunk, át kell tekinteni a rendszer működésének eddigi tapasztalatait. Tanulmányunk első részében bemutatjuk azokat a legfontosabb szempontokat, amelyeket az átmenet során az árfolyamrendszer megválasztásakor figyelembe kellett venni. Ezek után a jelenlegi árfolyamrendszer időszakának legfontosabb makrogazdasági fejleményeiről ejtünk szót, és röviden összefoglaljuk a rendszer működését is. Majd részletesebben elemezzük a csúszó árfolyamrendszer alkalmazásakor felmerülő monetáris és árfolyam-politikai kérdéseket. Külön is kitérünk a versenyképesség alakulására, a kamatpolitikára, valamint a sterilizáció és a tőkebeáramlás prob-

* A cikk az MNB Füzetek sorozatban (1998./5 sz.) megjelent azonos című tanulmány felrészített változata. Annak ellenére, hogy elemzésünk az 1998 júniusáig terjedő időszakot öleli fel, az azóta bekövetkezett hazai pénzügyi változások alapvetően nem módosítanak megállapításainkon és következtetéseinken.

A tanulmány a szerzők saját véleményét tükrözi, és nem feltétlenül esik egybe a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával. Köszönetet mondunk *Barabás Gyulának, David Begnek, Gerard Belanger-nek, Josef C. Bradának, Carlo Cottarellinek, Darvas Zsoltnak, Farkas Ádámnak, Hamecz Istvánnak, Leslie Lipschitznek, Riecke Wernernek, Simon Andrásnak, Surányi Györgynek és Székely Istvánnak* értékes észrevételeikért. Az esetlegesen fennmaradó hibák kizárólag a szerzőket terhelik. A tanulmány az American Economic Association 1998. január 3–5-én Chicagóban tartott éves közgyűlésén elhangzott előadás átdolgozott változata.

Szapáry György a Magyar Nemzeti Bank alelnöke.

Jakab M. Zoltán az MNB közgazdasági főosztályának munkatársa.

lémakörére. Az utolsó részben átfogóan értékeljük a rendszert, valamint összefoglaljuk következtetéseinket.

Egy kis, nyitott gazdaságban, mint amilyen Magyarország is, az árfolyam kettős funkciót tölthet be: egyfelől biztosítani hivatott a külgazdasági versenyképességet, másfelől viszont nominális horgonyként az infláció elleni küzdelemben is kulcsszerepet kaphat. Rövid távon e két célkitűzés konfliktusba kerülhet egymással, és a szakirodalom sem egységes a tekintetben, hogy a fenti célok közül mikor melyik a fontosabb. *Halpern és Wyplosz* [1996] hosszú távon elkerülhetetlennek tartja az átmeneti gazdaságok áralapú reálárfolyamának felértékelődését, amit szerintük célszerűbb a nominális árfolyam felértékelődésével, mintsem a magasabb inflációval elérni. Ők tehát implicite az árstabilitás célját helyezik előtérbe. *Sachs* [1996] az átmenet kezdeti fázisában a rögzítést tartja optimálisnak, mert az teremti meg a leggyorsabban a kormányzat stabilizáció iránti elkötelezettségének hitelességét. Véleménye szerint a kezdeti rögzítés után viszont célszerű az árfolyam-politika rugalmasabbá tétele, hiszen miután a kezdeti magas inflációt sikerült megfékezni, a nagyobb rugalmasság mellett könnyebben csökkenthetők a strukturális feszültségek és a negatív sokkok hatásai. E gondolatmenet szerint tehát az átmenet első fázisában az árstabilitási, míg a másodikban a versenyképességi célnak kell fontosabb szerepet kapnia.

Az árfolyam-politika kialakítása során a döntéshozóknak többek között azt kell mérlegelniük, hogy mekkora relatív súlyt rendelnek az árstabilitáshoz, illetve a versenyképességhez. Mivel a fizetési mérleg feltehetőleg mindegyik átmeneti országban gazdaságpolitikai korlátot jelent, az árfolyam-politikának a versenyképességi szempontokra mindenképpen figyelemmel kell lennie.¹ Az átmenet olyan általános vonásokkal rendelkezik, amelyeket az árfolyam-politika elveinek meghatározásakor nem lehet figyelmen kívül hagyni. A teljesség igénye nélkül említjük meg a legfontosabb szempontokat.

1. *A külkereskedelem és a tőkeműveletek liberalizálása.* Az átmeneti gazdaságok, különböző ütemben ugyan, de liberalizálták a korábban erősen korlátozott kereskedelmi és fizetési rendszert. Történelmi léptékekkel mérve a liberalizáció ezekben az országokban rendkívül gyorsan zajlik, következésképpen az egyensúlyi reálárfolyam szintje meglehetősen bizonytalan, a szerkezetváltásból eredő hatékonyságjavulással párhuzamosan folyamatosan változik. Az árfolyamrendszernek tehát biztosítania kell, hogy az árfolyampálya összhangban legyen a strukturális reformok ütemével. Az átmenet különböző fázisaiban más és más árfolyamrezsím, illetve árfolyamszint lehet optimális. Az átmenet kezdeti szakaszában éppen emiatt nem helyes, ha az árfolyamot egy erős valutához rögzítik.

2. *A reformok által előidézett inflációs sokkok.* Ezek legfontosabb okai a következők voltak: felszabadították a korábban kötött belföldi árakat, felszínre került a rendszer-váltás előtt elfojtott árupiaci túlkereslet, valamint néhány különösen fontos termék (energia és nyersanyag) többé nem a KGST-n belül érvényes alacsony áron, hanem a magasabb világpiaci áron kellett beszerezni. Ezen feszültségeket növelte az is, hogy a hirtelen ársokk miatt rendkívüli mértékben romlott az átmeneti gazdaságok versenyképessége, s ez a legtöbb országban jelentős mértékű nominális leértékelést kényszerített ki. A kezdeti inflációs sokknak azonban voltak maradandóbb összetevői is, melyek hosszabb távú inflációs inerciát okoztak. Például a tömeges privatizáció nyomán magánkézbe került kiskereskedelemben növekedtek az árresek. A KGST összeomlása után a termelés drasztikusan visszaesett, a profitráta jelentősen lecsökkent. Következésképp-

¹ A fejlődő országok számára optimális árfolyamrendszer megválasztásának általános elveiről *Aghevi és szerzőtársai* [1991] ad jó áttekintést.

pen a profitráta növelésére tett erőfeszítések tartós áremelési törekvéssel párosultak. Mindehhez hozzájárult az áruk minőségének javulása és az, hogy a relatív bérek struktúrájának úgy kellett átalakulnia, hogy a megváltozott termelési és piaci szerkezetben jobban tükröződjének a szakértelemben meglévő különbségek és a relatív szűkösségek. Ez utóbbi tényező azért elkerülhetetlenül inflációs hatású, mert a bérek köztudomásúlag „lefelé merevek”, így az új bérarányok a nominális bérek színvonalának emelkedése mellett alakulnak ki. Mindemellett a reformok jelentős mértékű fiskális feszültségeket is teremtettek; ilyen volt például a bankok privatizációját előkészítő konszolidáció, valamint az adók, a nyugdíjak és az egészségügy rendszerének elengedhetetlen reformja. A nagy államadósság miatt a fiskális politika nagyobb mértékben kénytelen *seigniorage*-bevételeit növelni, ez pedig fokozza a fiskális feszültségek magasabb inflációs szint melletti kiegyenlítésének a veszélyét.

Az árfolyamrendszer megválasztásakor figyelembe kell venni *a hosszabb távon is jelenlévő inflációs feszültségeket*, amelyeknek tartóssága alapvetően a reformlépések meghozatalának sebességétől függ. Úgy is érvelhetnénk, hogy az átalakulással járó inflációs feszültségek monetáris és fiskális restriktívóval ellensúlyozhatók lettek volna. Ennek reálgazdasági költségeit (a termelés nagyarányú visszaesését, a munkanélküliség jelentős emelkedését) csak egy olyan bérmegeállapodással lehetett volna elkerülni, amelyet az összes gazdasági szereplő elfogad, ezáltal az átmenet során fellépő inflációs feszültségek tompítottabban jelentkeztek volna. Mivel azonban a kínálati sokkok (a KGST-piacok összeomlása, a vállalati támogatások leépítése, a verseny fokozódása) miatt elkerülhetlenné vált a reálbér átmeneti csökkentése, esély sem volt egy ilyen konszenzusos megállapodásra. Ennek hiányában pedig az említett inflációs feszültségek kérdéssé tennék a hazai árfolyam erős valutához történő rögzítésének fenntarthatóságát és hitelességét.

3. *A termelés és az export átstrukturálásának, valamint a megnövekedő munkanélküliség kezelésének szükségessége.* A KGST felbomlásával és a gazdaság nyitottabbá válásával le kellett cserélni az átmeneti gazdaságok elavult technológiáit. Nem kérdéses, hogy egy olyan kis, nyitott országban, mint amilyen Magyarország is, az export dinamikus növekedése nélkül nem érhető el egy olyan növekedési pálya, amely biztosíthatja a megfelelően gyors felzárkózást a fejlett országokhoz, s nem várható az elavult termelési szerkezet összeomlása folytán kialakult munkanélküliség érzékelhető csökkenése sem.² Az átmeneti gazdaságok számára tehát a versenyképességi szempontok különösen jelentősek.

4. *Bizonytalanság és hitelesség.* A kormányzatok reformok iránti nem egyértelmű elkötelezettsége és a változások pontos menetrendjének hiánya tovább fokozta a reformfolyamatban szükségképpen benne rejlő nagyfokú bizonytalanságot. Néhány reformintézkedés csupán lassan indult útjára, néhány országban mindmáig nem is történtek komolyabb intézkedések, bizonyos programok pedig letértek az eredetileg meghirdetett útról. Az egyes országok közötti jelentős különbségek ellenére megfogalmazhatjuk, hogy a gazdaságpolitikába vetett bizalom megteremtése minden reformországban komoly feladatnak bizonyult. A gazdaságpolitika hitelességének alapkövetelménye, hogy az árfolyamrendszer az átalakulás folyamataival összeegyeztethető és ezáltal hosszabb távon is fenntartható legyen.

A fenti problémák mindegyikére bőven találunk nemzetközi példákat. Ami azonban mindenképpen speciális, az a változások *széles köre és sebessége*. Árfolyam-politikai

² A munkanélküliségi ráta Magyarországon 11,9 százalékon tetőzött 1993-ban, és 8,7 százalékra esett le 1997-re. Bizonyos rétegek munkaerőpiacról történő kivonulásának hatására azonban a tényleges munkanélküliségi ráta valószínűleg magasabb.

szemszögből a versenyképességi, a dezinflációs és a hitelességi célok között – rövid távon legalábbis – konfliktusok keletkezhetnek, amelyeket a gyors és széles körű változások kiéleznék. A különböző célok közötti inkonzisztenciát enyhítheti, illetve részben feloldhatja, ha az árfolyam-politika céljainak elérését segítik a gazdaságpolitika egyéb területein, különösen a fiskális és a jövedelempolitikában bekövetkező változások. Magyarországon az 1995 márciusában bevezetett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer jól szolgálta a fenti célkitűzések megvalósítását, bár olyan újabb megoldandó feladatokat hozott felszínre, mint például a beáramló tőke sterilizációja, illetve annak kvázifiskális költségei. El kell ismerni azt is, hogy a forint csúszó leértékelése az inflációs várakozások alakulását is befolyásolja, amelyeket csak olyan koordinált politikával lehet megszüntetni, amely elő is készíti a csúszó leértékelés egy későbbi időpontban történő felszámolását. Megelőlegezve tanulmányunk végső értékelését, már most hangsúlyozzuk, hogy a csúszó leértékelés rendszere azért érhetett el sikereket Magyarországon, mert az – a külső egyensúlytalanság által megkövetelt – jelentős költségvetési kiigazítással és a reálberek visszaesésével járt együtt. Magyarország fizetési mérlegének megerősödése már lehetővé teheti a gazdaság sokkal robusztusabb növekedését és a reálberek emelkedését, ami egyúttal előkészítheti a terepet egy rugalmasabb árfolyamrendszer későbbi bevezetéséhez is.

Árfolyamrendszer-választás az 1990-es évek elején

Mindaddig, amíg az említett reform indukálta inflációs feszültségeket a termelékenység növekedése nem volt képes semlegesíteni, és a gazdaságpolitika iránti bizalom hiányában nem jöhetett létre megfelelő bérmegállapodás, az átmeneti gazdaságok inflációja szükségképpen magasabb volt a kereskedelmi partnerekénél. Ebben a helyzetben ezek az országok csak valutáik nominális leértékelésével kerülhették el külgazdasági versenyképességük jelentős mértékű romlását. A reformok kezdetén Magyarország súlyos adósságterhet hordozott, ezért a versenyképesség biztosítása és a folyó fizetési mérleg hiányának csökkentése a fenntartható gazdasági növekedés sarokköve volt. A forint valamelyik erős valutához való kötése átmenetileg mérsékelte volna ugyan az inflációt, de a döntéshozók nem kockáztathatták meg a versenyképesség erodálódását. Úgy vélték – egyébként helyesen –, hogy a teljes rögzítés olyan mértékben vált volna hiteltelenné, hogy az magát az antiinflációs politikát is veszélyeztette volna. A gazdaságpolitikuskok emlékeztetésében még élénken éltek a nyolcvanas évek súlyos fizetésimérleg-problémái, amikor minden – amúgy elkerülhetetlen – kiigazítási intézkedés leértékeléssel járt együtt, a rá következő időszakban pedig emelkedett az infláció. A külső egyensúly megbomlása így minden alkalommal szoros kapcsolatban állt az inflációs várakozások növekedésével.³ A múltbeli tapasztalatok szerint a rögzített árfolyam antiinflációs hatása csupán rövid életű lehetett volna.

A másik megoldást a forint szabad vagy piszkos lebegtetése jelenthette volna, ám ez a nominális változók hosszú alkalmazkodási ideje miatt a reálárfolyam nagyfokú ingadozásának kockázatát hordozta volna magában. Ennek hatásait a külkereskedelem és a nemzetközi fizetési forgalom liberalizációja és a többi reformlépés idején rendkívül nehezen lehetett volna előre jelezni. A vállalati szektor képtelen lett volna a potenciálisan nagy árfolyamkockázatának lefedezésére, hiszen még nem léteztek a devizaárfolyam-kockázatok kezelésének olyan hatékony intézményi keretei, mint a határidős tőzsdék vagy a

³ A magyar inflációs folyamatok 1990 és 1997 közötti elemzésével *Surányi–Vincze* [1998] foglalkozik részletesebben.

1. táblázat
A forint egyszeri leértékelései

Időpont	Leértékelés (százalék)	Időpont	Leértékelés (százalék)
1990. január 31.	1,0	1993. július 9.	3,0
1990. február 6.	2,0	1993. szeptember 29.	4,5
1990. február 20.	2,0	1994. január 3.	1,0
1991. január 7.	15,0	1994. február 16.	2,6
1991. november 8.	5,8	1994. március 13.	1,0
1992. március 16.	1,9	1994. június 10.	1,2
1992. június 24.	1,6	1994. augusztus 5.	8,0
1992. november 9.	1,9	1994. október 11.	1,1
1993. február 12.	1,9	1994. november 29.	1,0
1993. március 26.	2,9	1995. január 3.	1,4
1993. június 7.	1,9	1995. február 14.	2,0
		1995. március 13.	9,0

Forrás: MNB Havi Jelentés, 198. 5. sz.

bankközi határidős devizapiac. Mindezek miatt a kormányzat a kiigazítható rögzítés mellett döntött: a forint árfolyamát a fizetési mérlegben és az inflációban bekövetkező fejlemények figyelembevételével időről időre leértékelte. A forintot egy valutakosárhoz rögzítették, és 1990 januárja és 1995 februárja között 22 alkalommal, összesen 87 százalékkal értékelték le.⁴ (Lásd az 1. táblázatot.)

A forint gyakori, de rendszertelen leértékelése a versenyképességet volt hivatott megóvni. Az eseti leértékelések gyakorlata azonban számos hátránnyal járt. Például a leértékeléseket követő hetekben a piacok már azon nyomban a következő leértékelés időpontjára kezdtek el spekulálni. E spekuláció többek között az importfizetések előrehozatalában és az exportbevételek repatriálásának későbbre halasztásában is nyomon követhető volt. A külkereskedelmi statisztikák így torzítottá váltak, és a folyamatok értékelése meglehetősen nehéznek bizonyult. Emellett minden leértékelést a különböző gazdaságpolitikai erőközpontok közötti belső vita előzött meg.⁵ Mivel a gazdaságpolitikusok nemigen szeretnek leértékelni, a halmozott leértékelések mértéke a szükségesnél kisebb lett, a reál effektív árfolyam jelentősen felértékelődött, ami hozzájárult a folyó fizetési mérleg romlásához is. A helyzetet tovább súlyosbította a költségvetési deficit éles növekedése és az ehhez alkalmazkodó monetáris politika. 1994-re az eredményszemléletű költségvetési deficit megközelítette a GDP 10 százalékát, és a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 9 százaléka fölé emelkedett. (Lásd az 5. táblázatot a tanulmány végén.) Az inflációs ráta a reálárfolyam felértékelődése és a központi árintézkedések elhatalasítása miatt csökkent ugyan, az infláció mérséklődése azonban átmenetinek bizonyult.

⁴ 1991. december 31-éig a valutakosár kilenc valutából állt. 1991 decemberétől 1993 augusztusáig a kosár 50 százalékban dollárból és 50 százalékban ECU-ból állt. 1993 augusztusában az ECU-t felváltotta a német márka. 1994 májusában a kosár összetételét 30 százalék dollárra és 70 százalék ECU-ra változtatták. Végül 1997 januárjában az ECU-t ismét a német márka váltotta fel. E változtatásokat részben a külkereskedelmi forgalom szerkezetének megváltozása, részben pedig technikai okok indokolták.

⁵ A jegybanktvörvény értelmében az árfolyam-politika a kormány és a Magyar Nemzeti Bank közös kompetenciája.

2. táblázat

A csúszó leértékelés előre bejelentett havi üteme

Periódus	Százalék
1995. március 12.–1995. június 30.	1,9
1995. július 1.–1995. december 31.	1,3
1996. január 1.–1997. március 31.	1,2
1997. április 1.–1997. augusztus 14.	1,1
1997. augusztus 15.–1997. december 31.	1,0
1998. január 1.–1998. június 14.	0,9
1998. június 15.–1998. szeptember 30.	0,8
1998. október 1.–	0,7

Forrás: MNB Havi Jelentés, 1998. 5. sz.

A sávosan rögzített csúszó árfolyamrendszer

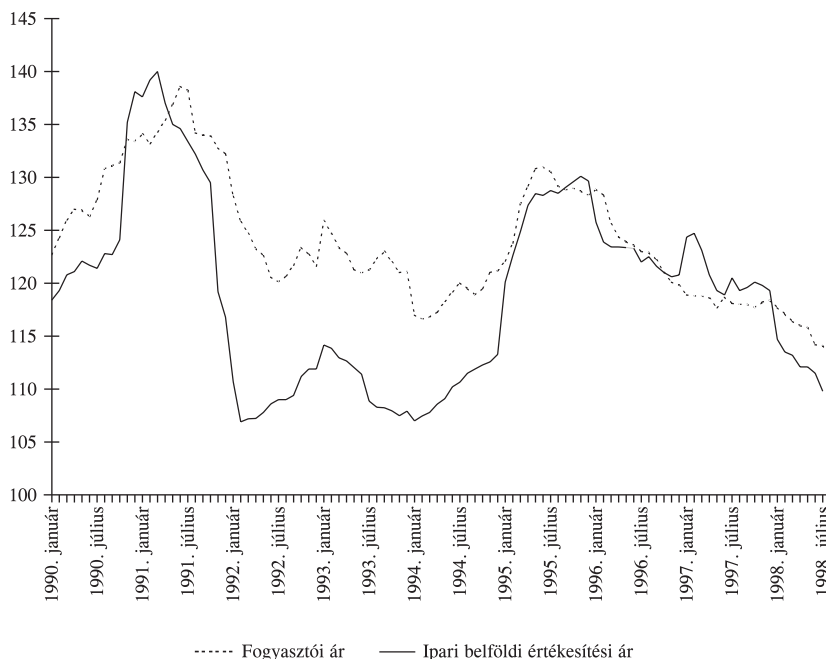
Bár az 1995. márciusi stabilizációs program és az azt követő makrogazdasági politika intézkedései ismertek, röviden mégis célszerű összefoglalni a legfontosabb lépéseket és makrogazdasági eseményeket. 1995 márciusában összehangolt stabilizációs program indult meg, miközben a strukturális reformokat is felgyorsították. A program legfőbb részei a következőkben foglalhatók össze: a költségvetési kiadásokat csökkentették, növekedtek a fogyasztási és a forgalmi adók, és átmenetileg egy 8 százalékos importvámptéleket is bevezettek. A csúszó árfolyamrendszert is ekkor határozták el. 1995. március 13-án – a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetésével egy időben – egy egyszeri 9 százalékos leértékelésre is sor került. A hatóságok előre bejelentették az 1995 júniusáig érvényben lévő 1,9 százalékos és az 1995 júliusa és decembere között érvényes havi 1,3 százalékos leértékelési ütemet. A továbbiakban a leértékelés havi ütemét az MNB a kormánnyal egyetértésben több alkalommal is csökkentette, 1998. június 15-jétől 0,8 százalékban határozták meg annak mértékét (2. táblázat). 1998. október 1-jei hatállyal a csúszó leértékelés havi üteme 0,7 százalékra mérséklődik.

A csúszó leértékelés havi ütemét az MNB és a kormány mindvégig az életbe léptetést több héttel megelőzően jelentette be azért, hogy a piaci szereplőknek megfelelő idő álljon rendelkezésre a megváltozott helyzethez való alkalmazkodáshoz. A gyakorlatban az MNB minden munkanapon leértékeli a forintot úgy, hogy a napi árfolyamváltoztatások havi átlagban egyenlők legyenek az előre meghatározott csúszó leértékelés mértékével. A különböző devizák forintárfolyamát a valutakosárral szembeni leértékelés és a megfelelő keresztárfolyam-változások segítségével lehet kiszámítani. Az MNB csak a $\pm 2,25$ százalékos szélességű intervenció sáv szélein, az úgynevezett alsó és felső sávszélen vállalt intervenció kötelezettséget, de fenntartja a jogot arra, hogy a sávon belül is interveniáljon. Az MNB csak dollárban interveniált.

A stabilizációs intézkedésekkel párhuzamosan a strukturális reformok ütemét is felgyorsították: a tőketranzakciókat tovább liberalizálták,⁶ felgyorsították a privatizáció folyamatát, és az adórendszer, valamint a társadalombiztosítás területén is megkezdődtek bizonyos reformok, s megindulhatott a nyugdíjreform is. A jegybanktvény módosítása tovább növelte a jegybank függetlenségét, a korábbi pénzügyi törvényt felváltotta a hitelintézeti törvény, amely megerősítette a prudenciális felügyelet jogkörét.

⁶ Jelenleg az egy évnél rövidebb lejáratú tőkemozgások kivételével *de facto* minden tőkeművelet liberalizált, illetve kváziautomatikusan engedélyezett. A folyó tranzakciók teljes mértékben korlátozásmentesek.

1. ábra
Fogyasztói és ipari belföldi értékesítési árindex
(előző év azonos hava = 100,00)



Forrás: KSH, Statisztikai Havi Közlemények, 1998. 1–2. sz.

A stabilizációs lépések hatására 1996-ra a költségvetési és a folyó fizetési mérleg GDP-hez mért deficitje jelentős mértékben – kevesebb mint a felére – csökkent. Ugyanakkor a gazdasági növekedés üteme visszaesett. Meg kell azonban jegyezni, hogy a gazdasági növekedés üteme 1995–1996-ban mérsékelten pozitív maradt, mivel a belföldi keresletnek a stabilizáció által kiváltott lassulását az export jelentős mértékű növekedése kompenzálta. Az 1995–1996-os időszak alatt a reálbérek több mint 17 százalékkal estek vissza, visszavetve a fogyasztás abszolút nagyságát is. 1997-ben azonban a gazdasági növekedés megindult, a GDP volumenének változása 4,4 százalékot ért el. A növekedés főként az export nekilendülésének volt köszönhető: a kivitel mennyisége megközelítőleg 30 százalékkal emelkedett. A gazdasági növekedés második fontos forrásául a beruházási tevékenység 9 százalékos felfutása szolgált. A nettó reálbérszínvonal és a fogyasztás 1997-ben már emelkedni kezdett, és több mint két évtized óta először fordult elő, hogy a felgyorsuló növekedés nem járt együtt a folyó fizetési mérleg romlásával, sőt a külső egyensúly még javult is. Mindennek hatására Magyarország nettó külső adóssága az 1994-es 18,1 milliárd dollárról 1997 végére 9,3 milliárdra esett vissza.⁷

A leértékelés és az átmeneti intézkedésként bevezetett vámpótlék,⁸ valamint a fogyasztáshoz kapcsolódó különféle adók és az energia árának emelése természetesen az infláció növekedését váltotta ki; 1995 júniusában a fogyasztói árak éves változása 31 százalékos szinten érte el maximumát. Az árnövekedés üteme azóta folyamatosan csök-

⁷ 1998. június végén a nettó külső adósság már csak 7,3 milliárd dollár volt.

⁸ A vámpótléket 1997 júliusában megszüntették.

ken, és 1998 augusztusára 13,5 százalékra esett vissza (1. ábra). Ha a gazdaságot nem éri jelentősebb külső sokk, akkor 1998-ban a folyó fizetési mérleg hiányának hozzávetőlegesen változatlan GDP-arányos mértékére számíthatunk, miközben a gazdasági növekedés üteme 5 százalék körülire gyorsul, és a fogyasztói árak növekedése az év végére valószínűleg 13-14 százalék körülire becsülhető.

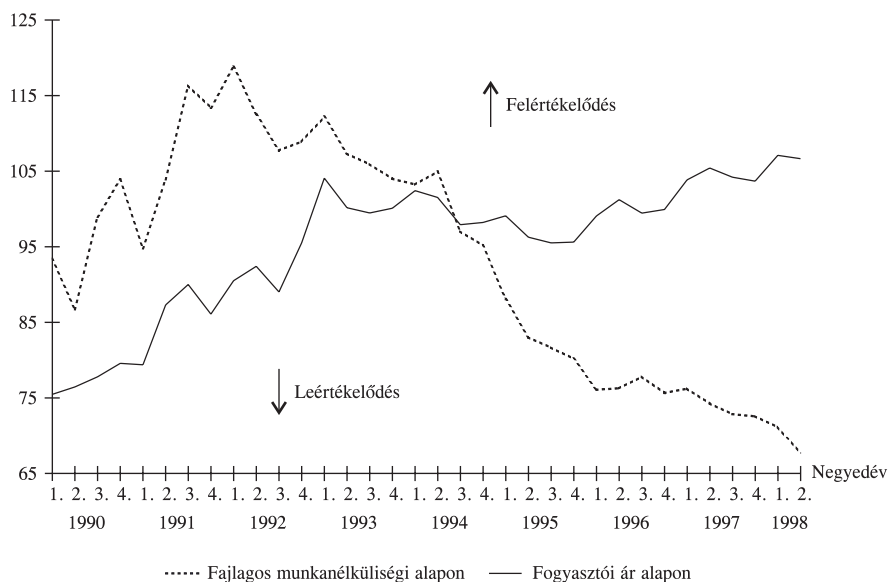
E javuló eredményeket nem lehetett volna elérni *koordinált gazdaságpolitika* nélkül: egyszerre volt szükség a kereslet kezdeti restrikcijára és a strukturális reformok felgyorsítására. A csúszó árfolyamrendszer a program egyik kulcseleme volt: fenntartotta a versenyképességet, a monetáris politika nominális horgonyaként viselkedett, és végül, de nem utolsósorban a gazdaságpolitikába vetett bizalmat is megerősítette.

A csúszó leértékeléssel kapcsolatban felmerülő kérdések közül három területre összpontosítjuk figyelmünket: 1. a versenyképességre, 2. az árfolyam-politikára és az általa meglehetősen behatárolt kamatpolitikára, valamint 3. a sterilizációra és a tőkebeáramlásra.

A versenyképesség

A termelékenység jelenlegi alacsony szintje miatt a termelékenységnövekedés lehetősége viszonylag nagy. Az 1998 márciusáig eltelt öt év során a feldolgozóiparban a munka termelékenysége éves átlagban 14,6 százalékkal javult. Mivel ez az ütem meghaladja a kereskedelmi partnereinkre jellemző mértéket, a leértékelés valamivel elmaradhatott az inflációs ráták különbségétől. Ezáltal az árfolyam egyszerre segíthette elő az infláció csökkenését és a versenyképesség megőrzését. A fogyasztói árindexek alapján számolva a reál effektív árfolyam mintegy 8,6 százalékkal értékelődött fel 1995 márciusa és 1998

2. ábra
A forint reál effektív árfolyamindexei
(1994=100)



Forrás: a Magyar Nemzeti Bank adatai.

júniusa között; a fajlagos bérköltség alapján számítva azonban ugyanezen időszakban 23,4 százalékos leértékelődésről adtak számot a statisztikák (2. ábra).

A reálárfolyam-mutatók értelmezésében és a versenyképesség megítélésében jelentős különbségek lehetnek a tekintetben, hogy milyen mutatókat számítunk (Lásd erről a *függelék*et.) Általánosan javasolható, hogy egyszerre több mutatót értékeljünk, és legyünk figyelemmel a reálárfolyamon kívüli mutatókra is. Végül soron akkor állíthatjuk, hogy egy ország versenyképessége javult, ha az exportőrei képesek piaci részesedésük növelésére, és a kivitel jövedelmezősége is megfelelően alakul. Magyarország 1995 óta növelni tudta részesedését a főbb exportpiacain. 1996-ban 9 százalékkal, míg 1997 első három negyedévében 19 százalékkal növekedett az EU-országokban a piaci részesedésünk. Az OECD-országok piacán mindkét évben csaknem 12 százalékkal nőtt a részesedés. Ugyanezen idő alatt a profit alapú reálárfolyam is javult. (Lásd az *F1. ábrát*.) A csúszó leértékelés tehát fenntartotta, sőt erősítette a gazdaság versenyképességét.

Az 1995-ös stabilizációt követő években a folyó fizetések mérlege jelentősen javult, lehetővé téve a csúszó leértékelés ütemének fokozatos csökkentését. A külső pozíció javulása főleg az export gyors növekedésének volt köszönhető, amely azonban nemcsak a termelékenység javulását, hanem a megszülető új gépipari, elektronikai vállalatok piacra lépésének, valamint a más ágazatokban bekövetkező diverzifikációnak a hatásait is tükrözte.⁹ A privatizált vállalatokba és a zöldmezős beruházásokba áramló működőtőke is kulcsszerepet játszott az export bővülésében.¹⁰ A privatizációs folyamat elősegítette a külföldi tőke, technológia és know-how importját, és végül, de nem utolsósorban, megteremtette a külföldi cégek leányvállalatai által előállított magyar áruk exportpiacát is. Mindezt jól jellemezhetjük azzal is, hogy az egy főre jutó működőtőke-beáramlás tekintetében Magyarország messze a legelső a kelet-közép-európai országok között. 1997 végéig egy főre jutóan összesen csaknem 1500 dollár értékű működőtőke érkezett Magyarországra, míg a Cseh Köztársaságba 820, Szlovéniába 550, Lengyelországba pedig 220 dollár ment.¹¹

A kamatpolitika

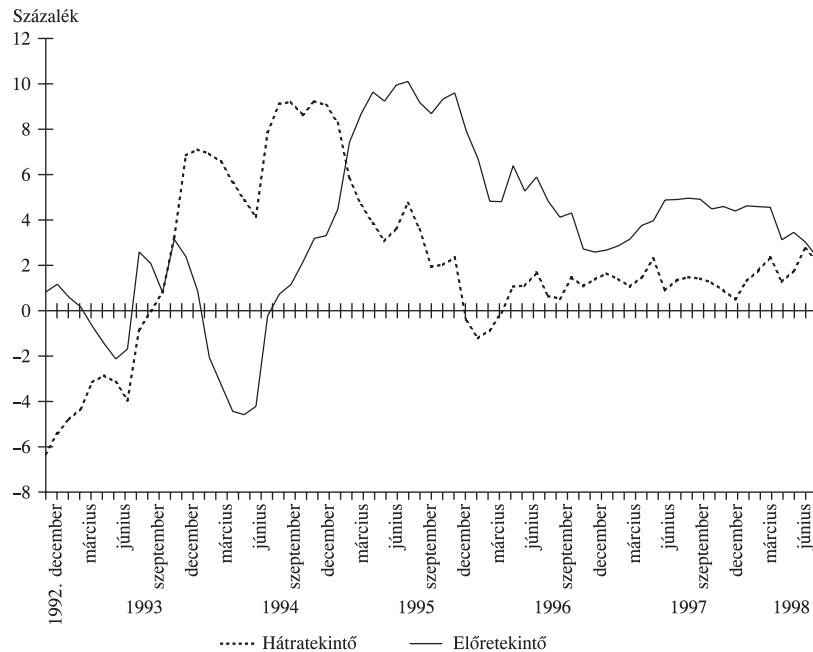
Az előre bejelentett csúszó árfolyam pályája kijelöli a hazai kamatpolitika mozgásterét, hiszen ha a külföldi kamatlábak és a csúszó leértékelés ütemével módosított hazai kamatlábak közötti eltérés nagyobb, mint a várt kockázati prémium, akkor tőke befelé áramlik, amely viszont sterilizáció nélkül a monetáris aggregátumok növekedését idézi elő. Ha a belföldi kamatprémium alacsonyabb, mint a piac által várt árfolyam- és hitelkockázat, a tőke elhagyja az országot, a forint árfolyama eléri a gyengébb sávszélt, és a jegybanki intervenció csökkenti a devizatartalékokat. A központi bank ennek elkerüléséhez külföldi hitelfelvételre, a rögzített árfolyam feladására vagy leértékelésre kényszerülhet. Mint már említettük, az MNB csak az árfolyamsáv felső és alsó széleinél vállalt intervenció kötelezettséget, és a gyakorlatban az idei augusztusi orosz válság bekövetkeztéig nem interveniált; csak a sáv erős szélénél. A piaci szereplők által várt árfolyamkockázatnak tartalmaznia kell a sávon belüli leértékelődés kockázatát is. Rendes körülmények között az árfolyam- és országhelyzet kockázatot a gazdaság fundamentális változóinak alakulása befo-

⁹ 1994 és 1997 között a gépek és elektronikai eszközök részaránya 25 százalékról 45 százalékra nőtt az összes exporton belül.

¹⁰ A külföldi alapítású cégek részesedése 1997-ben az exportból 72 százalék volt. A szám értelmezésekor azonban figyelembe kell venni, hogy a KSH klasszifikációja szerint külföldi alapítású cégek számít az a vállalat, amelynek legalább 10 százaléka van külföldi tulajdonban.

¹¹ UN-ECE, Economic Survey of Europe, 1998. 1. sz.

3. ábra
12 hónapos kincstárjegy reálkamata, 1993–1998



Forrás: a szerzők számításai.

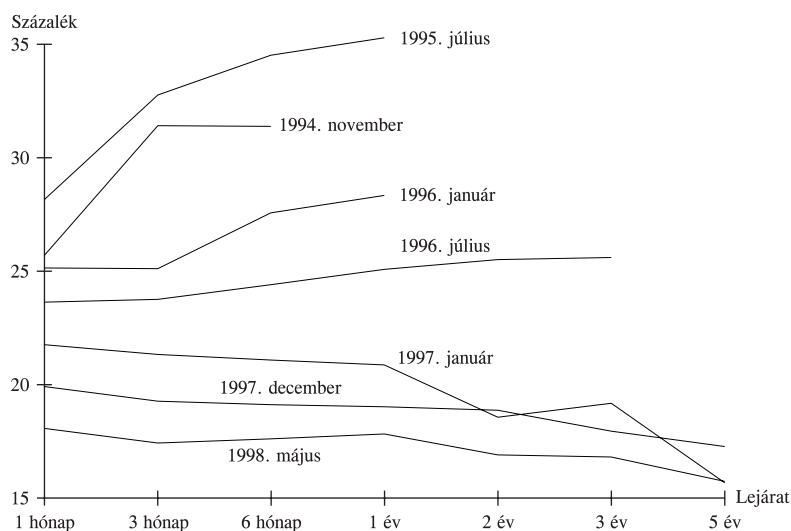
lyásolja, ám hatással lehetnek rá olyan tényezők is, mint a politikai stabilitás, a gazdaság nyitottsága és – amint arra a legutóbbi időszak eseményei is rávilágítottak – a világ pénzpiacain bekövetkező változások.

A leértékelési ütem meghatározása után az MNB hagyhatta volna, hogy a hazai kamatlábak teljes egészében a kamatparitás szerint alakuljanak – anélkül, hogy megkísérelte volna befolyásolni ezt a folyamatot.¹² Ugyanakkor azonban a monetáris hatóság véleménye szerint túl nagy volt a kockázata annak, hogy egy ilyen passzív politika túlságosan alacsony reálkamatokhoz vezet, amelyek nem ösztönözték volna kellő mértékben a megtakarításokat, és nem gátolták volna meg a belföldi kereslet túlzott növekedését. Habár nehéz megítélni a megtakarítások kamatrugalmasságát, 1993–1994 között átéltünk egy olyan időszakot, amikor a negatív *ex ante* reálkamatlábak mellett alacsony volt a megtakarítási ráta, és a folyó fizetési mérleg egyensúlya is felborult. Az volt a vélemény, hogy a fogyasztás növekedése addig nem képzelhető el, amíg elegendő számú beruházási program be nem érik ahhoz, hogy a generálódó többletexport képes legyen fedezni a bővülő fogyasztást kísérő importnövekedést. Ezért az MNB által a csúszó árfolyam bevezetése óta folytatott kamatpolitika kettős célt szolgál: elég magasan tartja a kamatokat ahhoz, hogy megfelelő ösztönzést adjanak a hazai valutában történő megtakarításokhoz,¹³ ugyanakkor korlátozza a spekulatív tőke beáramlását. E két, egymással ellentétben álló célkitűzés követése a gazdaságban rejlő inflációs nyomás gyökereinek, a tőkebeáramlás természetének és a sterilizáció költségeinek kö-

¹² Akkor a kamatparitás érvényesül, és nincs se tőke ki-, se beáramlás.

¹³ A jegybanki eszközök hozamai a kincstárjegyek hozamának minimumát jelölik ki.

4. ábra
Állampapír-piaci hozamgörbék, 1994–1998



Forrás: MNB Havi Jelentés, 1998. 5. sz.

rültekintő értékelését igényli. Amint az a 3. ábrán látható, a csúszó árfolyam bevezetése óta eltelt időszak alatt az egyéves kincstárjegyeknek a hátratekintő és az előretekintő fogyasztói infláció alapján számolt reálhozama mindvégig pozitív volt.¹⁴ Az MNB óvatosan járt el a kamatpolitikájának kialakításakor; az irányadó piaci kamatok akkor csökkentette, amikor azt a tényleges inflációs folyamatok is alátámasztották. Folyamatosan csökkenő infláció esetén a hátratekintő inflációval számolt reálkamat mindvégig alatta marad az előretekintő inflációval számoltnak.

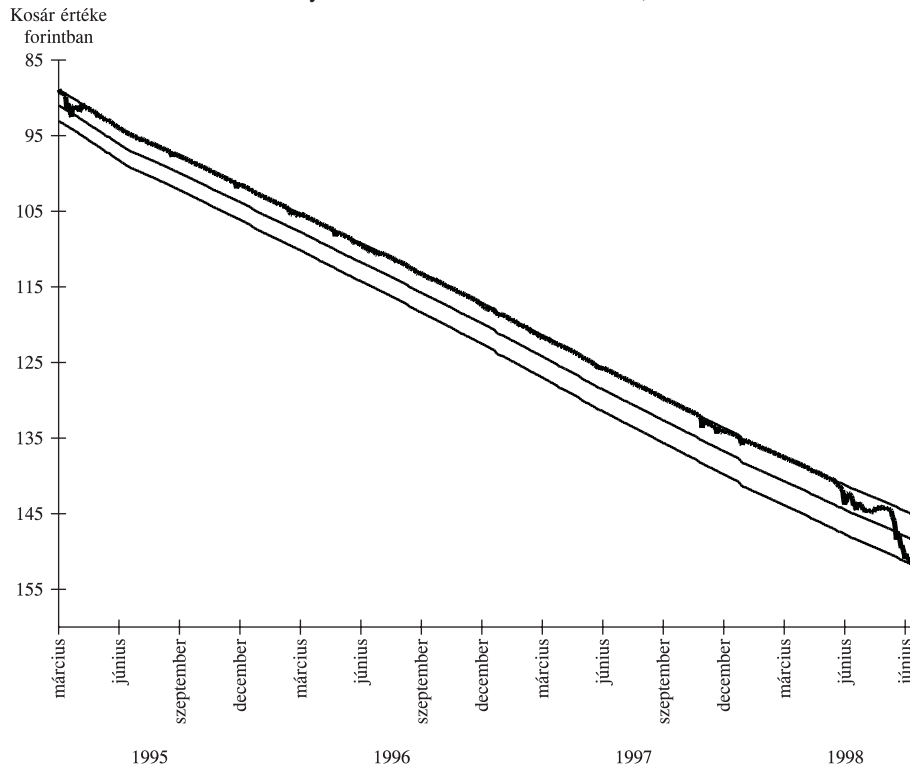
A fizetési mérleg javulásának és az infláció csökkenésének hatására a csúszó árfolyam hitelessége is megerősödött, ami megmutatkozott a piaci szereplők által várt árfolyamkockázat és az inflációs várakozások mérséklődésében. A javuló hitelesség lehetővé tette az állampapírok lejáratának meghosszabbodását, és egyben egy csökkenő meredekségű hozamgörbét eredményezett (4. ábra). Míg 1994 végéig hat hónap volt a leghosszabb lejárat, amelyen a központi költségvetés elfogadható költséggel tudott forrásokhoz jutni a hazai tőkepiacon, s a hozamgörbe növekvő meredekségű volt, addig 1997 januárjára a Pénzügyminisztérium már képes volt öt éves kötvényeket is elhelyezni, és a hozamgörbe elkezdett lefelé hajlóná válni, tükrözve az inflációs várakozások csökkenését.

Az MNB kamatpolitikájának eredményeképpen a forintban denominált eszközök hozamai kamatprémiumot tartalmaztak, amely viszont kamatérzékeny tőkebeáramlást indukált (a működőtőke-beáramlás és a többi nem kamatérzékeny tőketétel felett). A tőkebeáramlás a forint árfolyamát szinte az egész időszakban az orosz válság bekövetkezéséig az intervenció sáv felső (erősebb) széléhez nyomta (lásd az 5. ábrát), és a jegybankot deviza-konverzióra kényszerítette. Az árfolyam az intervenció sávon belül komolyabban csak a

¹⁴ A hátratekintő reálkamatlábát az előző tizenkét hónap inflációja alapján számíthatjuk. A befektetési döntések szempontjából azonban az előretekintő reálkamatláb a meghatározó. Számításunkban a lejáratkor érvényes 12 havi fogyasztói árindex növekményét használtuk. A hátratekintő reálkamatláb az 1996 februárja és áprilisa közötti időszakban enyhén negatívvá vált.

5. ábra

A forint árfolyama az intervenciós sávon belül, 1995–1998



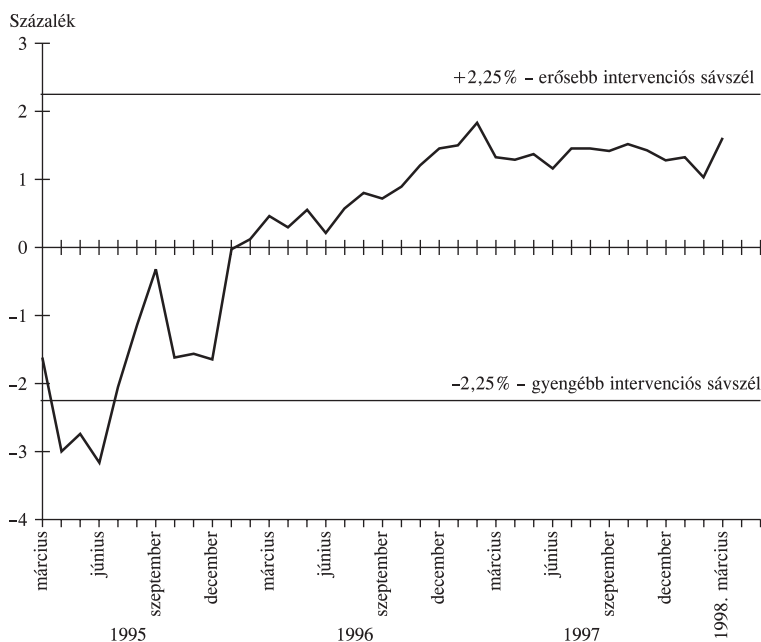
Forrás: a Magyar Nemzeti Bank adatai.

rendszer bevezetésének idején, valamint az 1997. októbertől decemberig tartó időszakban (ázsiai válság) és 1998 májusa óta mozdult el. Az utóbbit az ázsiai válság elhúzóadásán és az oroszországi fejleményeken kívül a választásokkal és a kormányalakítással járó bizonytalanságok is okozhatták. A forint sávon belüli elmozdulása azonban még ekkor sem volt számottevő, ritkán haladta meg az egy százalékot. 1998 augusztusában és szeptemberében azonban az oroszországi fejlemények hatására a forint az MNB intervenciós sávján belül gyengülést mutatott, az árfolyam elérte a gyengébb sávszélt. Az MNB ekkor többször interveniált a forint védelmében. A 6. ábra is jól jellemzi az árfolyamrendszerbe vetett bizalom erősödését: látható, hogy a mindig éppen aktuális 6 hónapos határidős kosárárfolyamok kiindulópontjai az idő előrehaladtával egyre közelebb kerültek az előre vetített sáv felső határához.¹⁵ A jelenséget azzal magyarázhatjuk, hogy ha a piaci szereplők várakozásai racionálisak, akkor a pótlólagos leértékelésre vonatkozó várakozásaik – és ennek megfelelően a kamatprémium nagysága is – a gazdaság fundamentális helyzetétől és más, az árfolyamra esetleg hatással levő fejleményektől fog függni. A költségvetési deficit csökkentése és az ország makrogazdasági helyzetében bekövetkezett javulás (amelyet a fő nemzetközi hitelminősítő intézetek is elismertek azzal, hogy az országot a befektetésre érdemes kategóriába sorolták), valamint a tőkeműveletek liberalizálása áll a mögött, hogy az 1995 júliusában még 10 százalékot meghaladó kamatprémium 1998 áprilisára nagyjából 3 száza-

¹⁵ Lásd Isard [1994] elemzését a leértékelési várakozások és az ún. *forward-bias* jelensége között. A határidős torzulás akkor jelentkezik, ha a határidős árfolyamok szisztematikusan eltérnek a várt árfolyamtól.

6. ábra

Hat hónapos határidős árfolyamok az előrevetített intervenció sávon belül,
Budapesti Árutőzsde



A pozitív érték azt jelenti, hogy a forint határidős árfolyama erősebb, mint az előre bejelentett sávközép.
Forrás: a szerzők számításai.

lékra esett. Ugyanakkor az MNB kamatpolitikája azzal is befolyásolta a kamatfelár alakulását, hogy meghatározta a belföldi kamatlábak minimumát. A kamatprémium csökkenése valószínűleg lendületesebb is lehetett volna, ha az MNB engedte volna a kamatok gyorsabb esését, ami felveti a tőkebeáramlás és a sterilizáció előnyeinek és hátrányainak a kérdését.

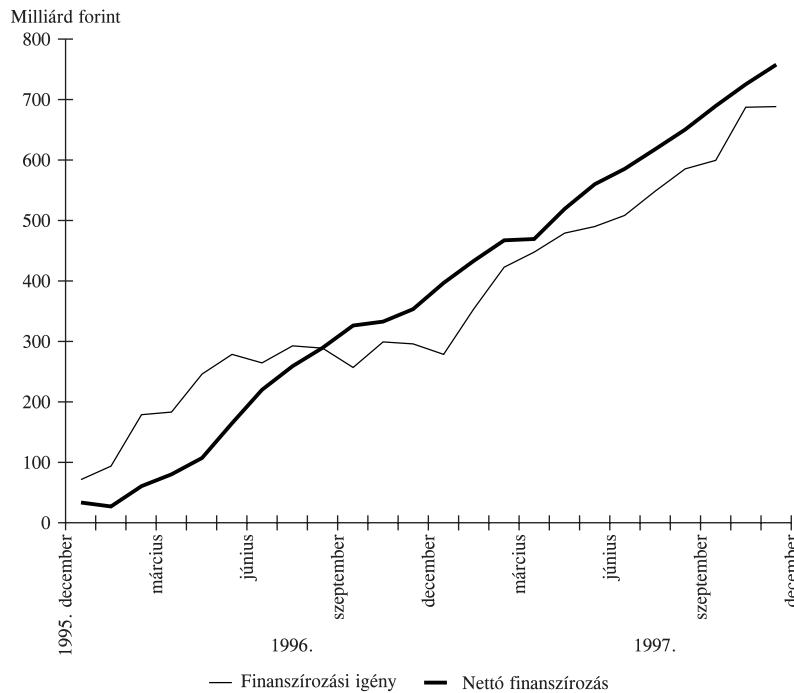
A tőkebeáramlás szerkezete és a sterilizáció költségei

Rögzített árfolyam esetén (amilyen valójában az előre bejelentett csúszó árfolyam is), ha a piacok bíznak az árfolyam fenntarthatóságában, akkor a kamatparitás és a várt felár feletti prémium tőkebeáramláshoz vezet, amelyet a túlzott likviditás és inflációs nyomás elkerülése érdekében sterilizálni kell. Magyarországon a sterilizáció fő formái a jegybank által felajánlott különböző konstrukciók voltak: a passzív repo, amit 1997 óta fől-váltottak az MNB-nél elhelyezhető betétek és az MNB kötvényei. Jelenleg az MNB overnight, egyhetes¹⁶ és egy hónapos betéteket, valamint 12 hónapos kötvényt kínál. Az MNB a saját portfóliójában lévő értékpapírok eladásával is sterilizált, de mivel nem volt elegendő piacépes értékpapírja, a költségvetési deficit túlfinanszírozása is hozzájárult a sterilizációhoz. (Lásd a 7. ábrát.)

A többletfinanszírozás az Államkincstár MNB-nél vezetett számlájának egyenlegnövekedésében csapódott le. A jegybanki eszközökkel végrehajtott sterilizációt és a költség-

¹⁶ Az egyhetes betét 1998. augusztus 15-étől megszűnt.

7. ábra
A központi költségvetés finanszírozása, 1996–1997

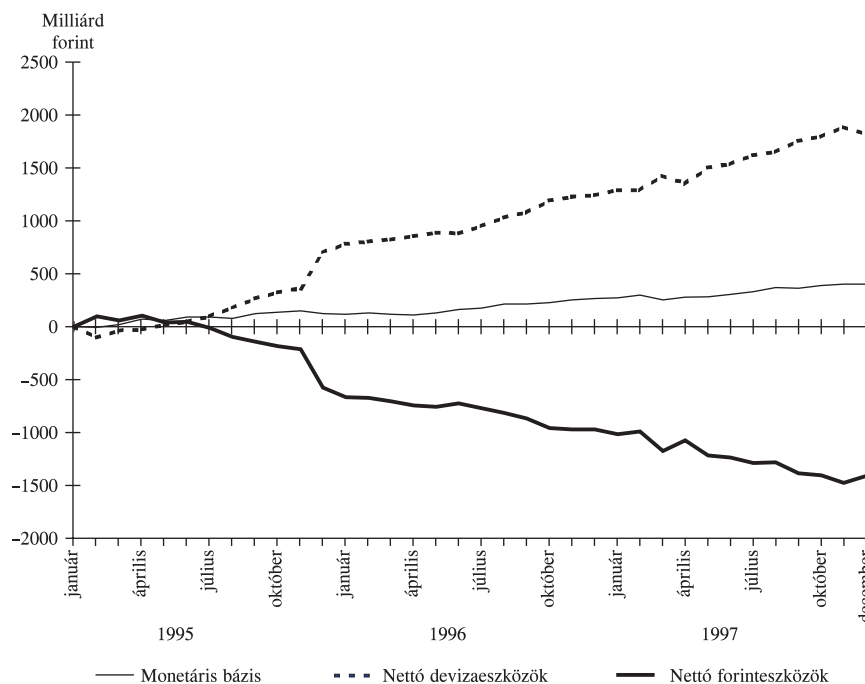


vetés túlf finanszírozását az MNB és a Pénzügyminisztérium koordináltan hajtotta végre. A túlf finanszírozás előnye: az állampapírok likvidebbek, mint a passzív repo vagy az MNB betéti konstrukciói, hiszen az utóbbiakat lejárat előtt nem lehet felmondani. Az állampapír alapú sterilizáció mellett szól az is, hogy a passzív repo és a betéti konstrukció csak a kereskedelmi bankok számára elérhető, míg az állampapírok a bankszektoron kívül is értékesíthetők. A költségvetés számára a sterilizáció költsége független attól, hogy a sterilizációt a jegybank vagy a költségvetés valósítja-e meg, hiszen a jegybank mérlegében jelentkező sterilizációs költségek az MNB eredményszámláján keresztül is végső soron a költségvetést terhelik. Ugyanakkor a költségvetés túlf finanszírozásnak megvannak a korlátai is, hiszen egy bizonyos mértéken felül felhalmozódó kormányzati betétállományt nehezen lehetne igazolni a parlament és általában a közvélemény előtt. Ezt a problémát az MNB portfóliójában levő nem piacképes állampapírok visszavásárlásával vagy az MNB-kötvények szélesebb lejáratú skálán való kibocsátásával lehetne megoldani. Ez utóbbinak ellene szól azonban az, hogy az MNB-kötvények és a hasonló lejáratú állampapírok közötti verseny hátráltathatja a tőkepiac fejlődését. A túlf finanszírozás elleni legfontosabb érv mégis az szokott lenni, hogy fölöslegesen keveri össze a fiskális és a monetáris politikai funkciókat, és ezáltal gyengítheti a központi bank autonómiáját.

A 8. ábra mutatja be a monetáris bázisban bekövetkező változásokat és az MNB nettó deviza- és nettó forintszközeinek alakulását. Megfigyelhető, hogy amilyen mértékben nőttek a tőkebeáramlás hatására a nettó devizaeszközök, gyakorlatilag olyan mértékben csökkentek a nettó forintszközeik, tükrözve a sterilizáció hatását. Ebből következően a tőkebeáramlás nem vezetett a monetáris bázis túlzott mértékű növekedéséhez. Az alkalmazott rögzített árfolyamrendszerben az MNB nem követte (és valójában nem is volt

8. ábra

Az MNB nettó forinteszközeinek, nettó devizaeszközeinek és a monetáris bázisnak a változása, 1995–1997



Forrás: saját számítások az MNB adatai alapján.

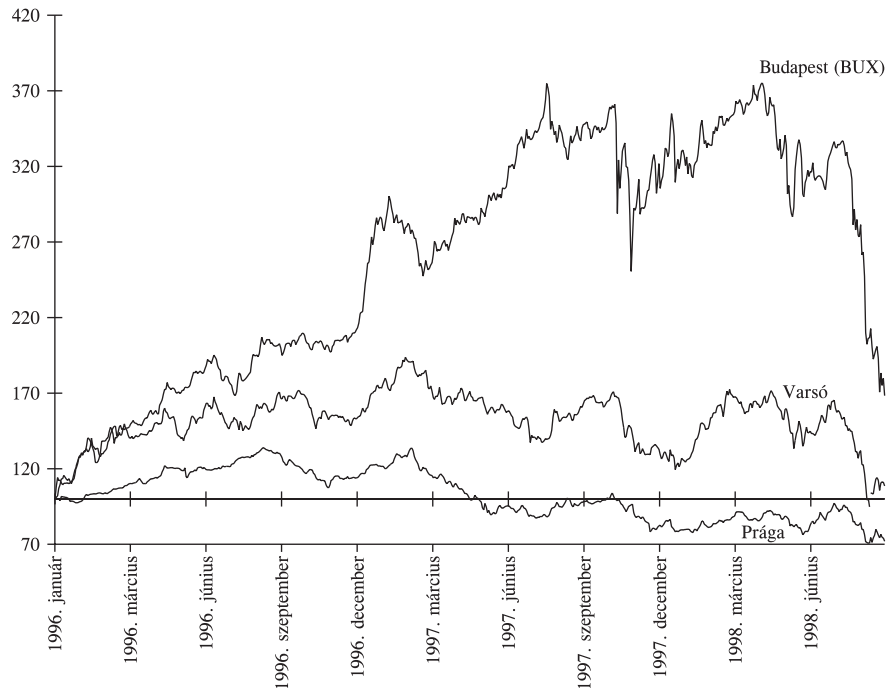
képes követni) valamelyik monetáris aggregátum megcélzását. Ehelyett a nominális árfolyam volt a monetáris politika közbülső célja. A monetáris aggregátumok közbülső célként való használata elleni legfőbb érv az volt, hogy a relatíve gyors változások idején lehetetlen lett volna előre jelezni a pénzkereslet alakulását. Szapáry [1993] számba vette azokat a tényezőket, amelyek bizonytalanná teszik a pénzkereslet előrejelzését az átmeneti gazdaságokban. Zsoldos [1997] egy későbbi elemzésében kimutatta, hogy a készpénzállomány volt az egyetlen monetáris aggregátum, amelyre teljesültek a szükséges követelmények. Ez azonban túlságosan szűk aggregátum ahhoz, hogy a monetáris politika közbülső célként tudná felhasználni, illetve befolyásolni tudná alakulását. Az infláció mérséklődése azt mutatja, hogy a jegybanki kamatpolitika a sterilizált intervenciókkal és az ezzel szoros kapcsolatban álló kamatpolitikával a monetáris aggregátumokra vonatkozó explicit célkitűzés hiányában is a pénzkínálat növekedését az infláció csökkenésével konzisztens pályán volt képes tartani.

Ha a forintban denominált eszközök hozama kamatprémiumot is tartalmaz, a sterilizáció szükségképpen okoz költségvetési kiadásokat, amelyek számszerűsíthetők. Amint azt már korábban említettük, a megnövekedett hitelesség, a versenyképesség megőrzése és az infláció, valamint az inflációs várakozások csökkenése a rendszer előnyeként mutatkozott, amelynek a hozadékát nem lehet forintban kifejezni. A rendszer relatív előnyeinek és hátrányainak egybevetéséhez mégis megkíséreljük a költségek kiszámítását.

Mielőtt azonban a sterilizáció költségeinek becslésébe fognánk, egy pillantást kell vetnünk a tőkebeáramlások szerkezetére és főbb forrásaira. A 3. táblázat azt mutatja be, hogy mely tényezők miatt változott az MNB nettó devizapozíciója. Megjegyzendő, hogy

9. ábra

Részvényárak Budapesten és néhány kiemelt kelet-közép-európai tőzsdén, 1996–1998
(dollárban számítva, 1996. január = 100)



Forrás: a szerzők számításai.

a táblázat tartalmazza az ÁPV Rt. jegybanki devizaszámlájára érkező tőketételeket, viszont nem tartalmazza az MNB és a kormány külföldi hitelfelvételeit és visszafizetéseit. A sterilizáció költségeinek számításakor azonban ezen tételek egyikével sem számoltunk, mivel azok a belföldi likviditásra nincsenek növelő hatással, és így sterilizálni sem kell azokat. Meg kell továbbá jegyezni, hogy nem minden külföldről érkező tőke számít kamatérzékenynek, azaz a forintban denominált eszközök kamatprémiumával kapcsolatba hozható tőkének. Van viszont olyan beáramló külföldi tőke is, amely nem kamatérzékeny ugyan, de növeli a belföldi likviditást, és esetleg úgyszintén sterilizálni kell. A közvetlen befektetések (ideértve a privatizációból származó bevételeket is) és a részvénypiacra érkező portfólióbefektetések jelentik a tőkebeáramlásnak azt a két típusát, amelyek nem kamatérzékenyek, ám a forintra történő konverzió során megnövelik a likviditást. 1996 óta Magyarország nagy összegű portfólióbefektetést vonzott, amely a Budapesti Értéktőzsde indexének gyors növekedéséhez is hozzájárult. 1998 nyarán az oroszországi fejlemények hatására a Budapesti Értéktőzsdén is áresést lehetett tapasztalni, amely részben hozzájárult a forint intervenciós sávon belüli meggyengüléséhez is. (Lásd a 9. ábrát.) Az árfolyamrendszer hitelességével párhuzamosan a rezidensek portfóliójában szintén megnőtt a forintban denominált eszközök aránya. Annak ellenére, hogy a vállalatok és a háztartások belföldi bankoknál elhelyezett devizabetéteinek forintra történő konverziójának időpontjában – ha a tőkebeáramlás egy előző időszakban történt – nincs tőkebeáramlás, de a konverzió ezen forrása is kamatérzékeny, és növeli a sterilizációs igényt.

Amint az a 4. táblázatban látható, 1997-ben a kamatérzékeny tőkebeáramlás az 1995.

3. táblázat
Az MNB nettó devizaeszköz-pozíciója változásának forrásai*
(milliárd forint)

Megnevezés	1995	1996	1997
I. Az MNB devizaeszközeinek változása**	685,5	553,8	740,6
1. Folyó fizetési mérleg hiánya + közvetlen külföldi tőkebefektetések	235,8	121,6	130,9
a) A folyó fizetési mérleg hiánya	-296,8	-255,6	-177,9
b) Közvetlen külfölditőke-befektetések***	532,6	377,2	308,8
2. Tőkebeáramlás a nem banki szektoron keresztül	509,8	382,2	530,2
a) Vállalatok külföldi hitel-felvétele	96,7	81,9	50,7
b) Potfőlióbefektetések részvényekbe****	9,0	108,0	289,8
c) Egyéb	404,1	192,3	189,7
3. Potfőlióátrendező hatás	-68,2	68,5	73,1
a) Kereskedelmi bankoknál tartott devizabetétek állományváltozása	-80,0	15,3	36,0
b) Kereskedelmi bankok által nyújtott hosszú lejáratú devizahitelek állományváltozása	11,8	53,2	37,1
4. Kereskedelmi bankok nettó devizaeszközeinek állományváltozása	8,1	-18,6	-15,8
II. Kamat indukálta tőkebeáramlás (2+3+4-2b)	440,7	324,2	297,7
<i>Emlékeztető tétel</i>			
Az MNB devizavásárlása (milliárd dollár)	3,38	3,99	3,46

* A forint leértékelése miatti értékváltozások hatásaitól megtisztítva.

** A pozitív érték az MNB devizavásárlásait jelenti.

*** A külföldről származó privatizációs bevételekkel együtt.

**** Becslés.

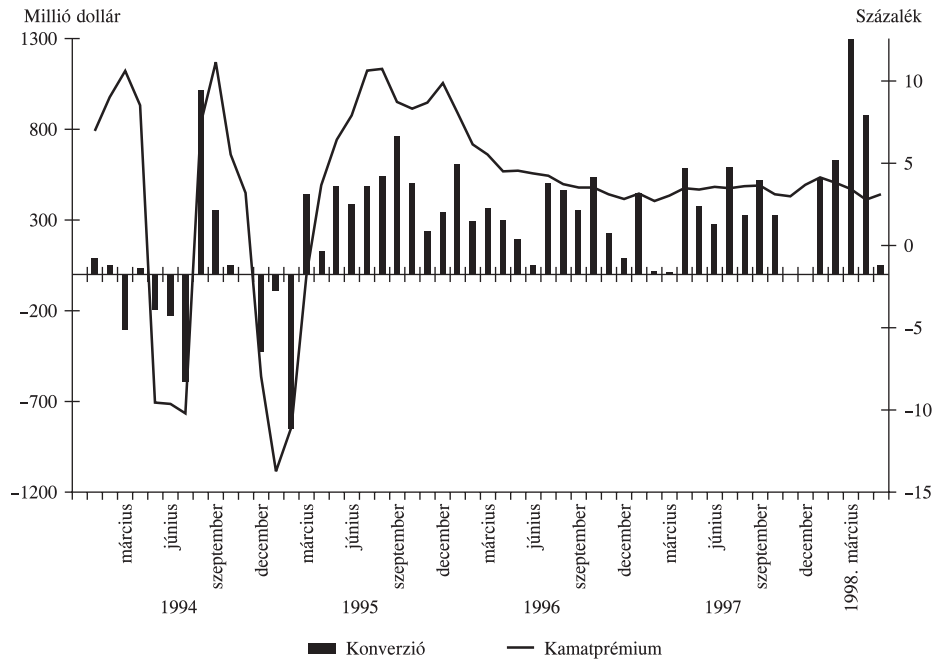
Forrás: Saját számítások MNB-adatok alapján.

évi 441 milliárd forintról (1995-ben ezek a jegybanki intervenció 64 százalékát tették ki) 298 milliárd forintra (40 százalékra) csökkent.¹⁷ Ez a csökkenés, amint azt a 10. ábra mutatja, a belföldi kamatprémium mérséklődésének volt köszönhető. A prémium és az MNB intervencióinak nagysága között határozottan pozitív kapcsolat volt. A kamatprémium csökkenése az államháztartás finanszírozási igényének csökkenését, a kedvezőbb hitelminősítést és a tőkebeáramlás hatásait is tükrözi. Mindezek együttesen játszottak közre a belföldi nominális kamatok esésében. 1997 elejétől kezdve a kamatprémium a kincstárjegyek esetében 3-4 százalékponttal csökkent, amely kevesebb, mint az intervenció sáv 4,5 százalékos szélessége. A prémium csökkenésének ellenére továbbra is jelentős mennyiségű tőke áramlott be, így az MNB kénytelen volt a sáv felső szélénél interveniálni. Ez lehetne akár annak is a jele, hogy a piac megítélése szerint csökkent annak a valószínűsége, hogy a forint a sávon belül leértékelődik, de jelezhetné azt is, hogy a nem kamatérzékeny tőkebeáramlás önmagában képes volt az árfolyamot a felső sávsvélén tartani. Úgy tűnik, hogy mind a megnövekedett bizalom, mind a nem kamatérzékeny tőkebeáramlás szerepet játszott a fenti folyamatban. A kamatérzékeny tőke, jóllehet veszített jelentőségéből, nem tűnt el teljesen. 1998 január-februárjában a helyzet némileg megváltozott, hiszen a távol-keleti válság év eleji csillapodásának hatására erősen

¹⁷ Nagyon valószínű, hogy ezek a számok eltúlozzák a kamatérzékeny tőkebeáramlás nagyságát, mivel tartalmazzák a maradékként számított "egyéb" tőketételek hatásait is.

10. ábra

A forint kamatprémiuma a 3 hónapos kincstárjegyeken és konverzió az MNB-nél, 1994–1997



Forrás: a szerzők számításai.

megnövekedett az MNB devizapiaci intervenciója. Ezzel szemben május-júliusban az MNB-nek nem kellett interveniálnia a sáv erős szélén, ami részben az ázsiai válság elhúzódását és az orosz piac bizonytalanságát tükrözte.

Fontos hangsúlyoznunk, hogy a kamatérzékeny tőke nem szükségszerűen rövid távú, spekulatív tőke (vagy „forró pénz”). A vállalatok külföldről történő hosszú távú forrásbevonása, amely 1995–1996-ban fontos része volt a beáramló kamatérzékeny tőkének, semmiképpen sem tekinthető forró pénznek. Ezt a tételt kiszűrve, a beáramló kamatérzékeny tőkéről elmondhatjuk, hogy 1996 óta a „potenciálisan spekulatív” tőkebeáramlás kevesebb mint a felét tette ki az MNB devizavásárlásainak.¹⁸

A sterilizáció költségét (C) az alábbiak szerint határozhatjuk meg:

$$C = - \sum_{i=95:5}^{97:12} \Delta NDC A_i \left(\sqrt[12]{\frac{1 + r_{d,i}}{(1 + r_{f,i})(1 + \Delta e_i)}} - 1 \right),$$

ahol:

$\Delta NDC A_i$ az MNB nettó belföldi devizaeszközeinek az i -edik időszakig történő megváltozása;

$r_{d,i}$ jelöli az MNB által a passzív repók, a betéti konstrukciók és a kötvények után fizetett kamatok, valamint az állampapírok kamatainak súlyozott átlagát az i -edik időszakban;

¹⁸ Barabás–Hamecz [1997] részletesen elemezte a sterilizált intervenció forrásait és a monetáris aggregátumokra, illetve a jegybankmérlegre vonatkozó hatásait.

$r_{f,i}$ jelöli az MNB külső forrásbevonás céljából kibocsátott saját devizakötvényei után fizetett i -edik időszaki átlagos kamatot;

Δe_i jelöli a forint valutakosárral szembeni i -edik időszakban érvényes havi leértékelődésének egész évre vetített értékét;

i az 1995 májusa és 1997 decembere közötti periódus hónapjait jelöli.

A számításokhoz alkalmazható külföldi kamat (r_f) megválasztásakor figyelembe kell venni, hogy az MNB milyen módon használta fel az intervenciók alkalmával vásárolt devizát. Az MNB a megvásárolt devizát akár tartalékainak növelésére, akár bruttó külső adósságának csökkentésére is felhasználhatja. Mivel a jegybank 1996-ban és 1997-ben a konvertált deviza döntő részét a bruttó külső adósság csökkentésére használta, az adósság után fizetett átlagos kamatot választottuk számításainkhoz.

A kalkulációkat az 1995 májusa és 1997 decembere közötti időszak során elteelt 32 hónapra végeztük el. Ezen időszak alatt a sterilizáció összes költsége a GDP 0,41 százalékának felelt meg, vagyis évente 0,16 százalékot tett ki. (Lásd a 4. táblázatot.)

4. táblázat
A sterilizáció költségei

Időszak	Milliárd forint	A GDP százalékában
1995. május–1995. december	4,7	0,06
1996	13,9	0,20
1997	13,2	0,16
Összesen	31,8	0,41
Éves átlag	11,9	0,16

Forrás: számítások MNB-adatok alapján.

A költség magasabb lett volna, ha az MNB nem lett volna képes a vásárolt devizát a külső adósság csökkentésére felhasználni úgy, hogy a nemzetközi tartalékokat se engedje a kívánt szint alá esni.¹⁹ A megfigyelt időszak során a tartalékok nagyjából hathavi importot fedeztek, miközben az országhoz tartozó jelentős mértékben csökkent. Mivel a bruttó külső adósság átlagos hátralévő futamideje hosszabb, mint a devizatartalékoké, a bruttó adósság csökkentése a nemzetközi kamatok és a prémium csökkenése miatt megtakarítást okozott. Az MNB által kibocsátott márkakötvények kockázati prémiuma az 1996. januári 220-250 bázispontról 70-80 bázispontra esett 1997 decemberére. A dollárkötvények esetében a prémium 350-360 bázispontról 100-110 bázispontra esett ugyanezen időszak alatt.²⁰ Amint az a 11. ábrán látható, a külső adósság csökkentéséből származó nettó megtakarítás legnagyobb részben a kockázati prémium csökkenéséből származott.

Tehát az a stratégia, hogy a megvásárolt devizát az MNB a tartalékok további növelése helyett a bruttó adósság csökkentésére használta, becsléseink szerint évente körülbelül a GDP 0,04 százalékának megfelelő megtakarítást jelentett 1996 januárja és 1997 júniusa között.²¹ A sterilizáció költségeit ennek megfelelően enyhítette az a tény, hogy olyan időszakban került sor a külső adósság leépítésére, amikor a kockázati felár jelentősen csökkent – az ország általános megítélésének javulása és a kockázati prémium feltörekvő piacokon általánosan tapasztalható esésének köszönhetően. A sterilizációs költségek a jegybank veszteségében (vagy kisebb nyereségében) váltak láthatóvá.

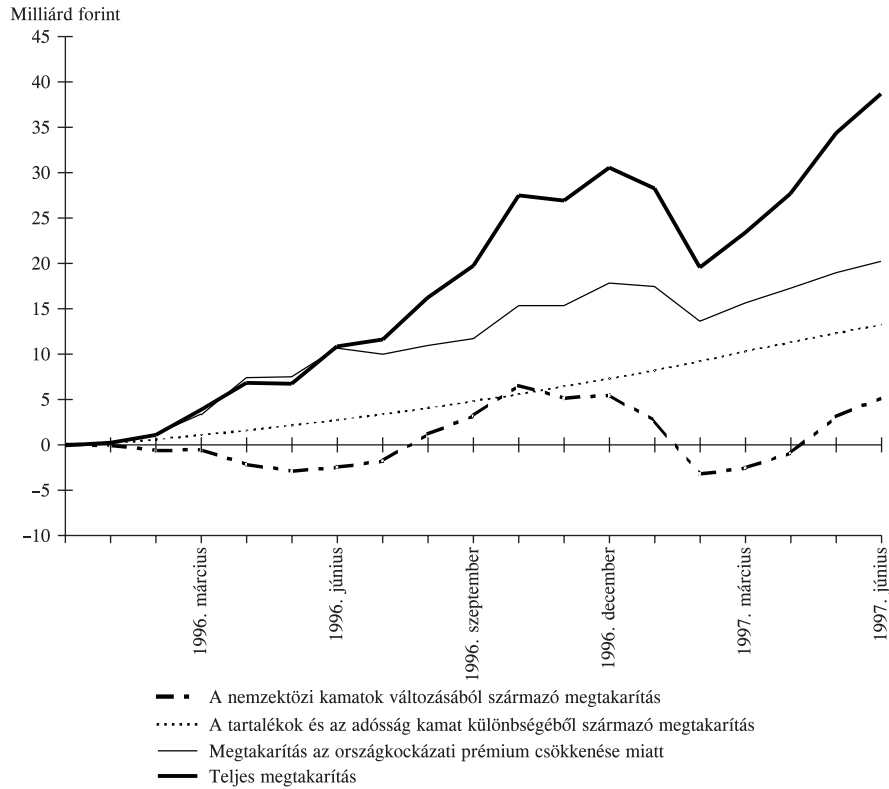
¹⁹ Az adósságcsökkentést előtörlesztéssel és a lejáró adósság meg nem újításával hajtotta végre az MNB.

²⁰ 1998 júniusára a kockázati felárak 10-20 bázisponttal tovább estek.

²¹ E számításokat Barabás–Jakab [1997] végezte el.

11. ábra

A bruttó adósság csökkentéséből származó megtakarítás és összetevői, 1996–1997



Forrás: saját számítások az MNB adatai alapján.

A sterilizáció költségeinek értékelésekor a kulcskérdés az, hogy vajon mekkora lett volna egy alternatív árfolyam- és monetáris politika költsége és haszna. Az irodalom nem szolgál világos válasszal e kérdésre.²² Tanulmányunk elején azzal érveltünk, hogy léteznek olyan reformok indukálta inflációs feszültségek, amelyek csak idővel tűnnek el, és hogy erős érvek szólnak egy olyan rendszer mellett, amely az adott feltételek között a politika lehető legnagyobb hitelességét biztosítja. Egy erős valutához kötött árfolyam elősegíthette volna – legalábbis átmenetileg – az infláció csökkentését, és talán időlegesen hiteles is lehetett volna. E politikai alternatíva azonban a versenyképesség és a külső egyensúly szempontjából valószínűleg jóval kockázatosabb lett volna, és nem szüntette volna meg, legalábbis a rögzítés kezdő szakaszában, a kamat indukálta tőkebeáramlást és a sterilizáció szükségességét. A külső pozíció romlása és az a tény, hogy a reform indukálta inflációs nyomás csak viszonylag hosszabb idő alatt csillapodik le, szükségképpen aláásta volna a hitelességet. Számos nemzetközi példa igazolja, hogy a szükséges strukturális reformok halogatása, az inflációs nyomás és a reálbér túlzott (hatékonyságjavulással nem megalapozott) emelkedése milyen gyorsan vezet a rögzített árfolyamok összeomlásához.²³ Egy szabadon lebegő vagy piszkosan lebetegtetett árfolyam a már említett hátrá-

²² Székely [1997] ad áttekintést a téma szakirodalmáról.

²³ Lásd Darvas [1998].

nyokkal járt volna. Tekintettel a fentiekre és az elért makrogazdasági eredményekre, megkockáztathatjuk annak kijelentését, hogy a rendszer előnyei (amelyek nem számszerűsíthetők ugyan) nagyságrendekkel meghaladták a költségeit, illetve egy alternatív árfolyamrendszer előnyeit.²⁴ Mindebből arra következtethetünk, hogy a csúszó árfolyamrendszer sikeres eszköznek bizonyulhat a reformfolyamat kezdetén; akkor, amikor a reformok által gerjesztett inflációs feszültségek még komolyan éreztetik hatásukat, és ha mindez a kormányzat reformok iránti elkötelezettségével és a makrogazdasági egyensúllyal összhangban lévő keresletszabályozó politikával támasztható alá.

Másfelől viszont a sterilizált intervenció és a külső adósság azt kísérő csökkenése negatív hatással is volt a konszolidált államadósság (azaz a kormány és a jegybank adósságának) lejárat szerkezetére. A külső adósság hátralévő átlagos futamideje csaknem négy évre csökkent, miközben alapvetően rövid távú, egyéves vagy annál rövidebb futamidejű instrumentumok szolgálták sterilizációs eszközként. Következésképpen a konszolidált államadósság hátralévő átlagos futamideje nagyjából egy évvel csökkent. Az ebből fakadó refinanszírozási kockázat növekedése akkor okozhat gondot, ha a sterilizált intervenció hosszú ideig elhúzódik. A refinanszírozás kockázatát és a sterilizáció költségeit egyaránt mérsékli, ha a jegybank hosszú lejáratú, likvid eszközökkel hajtja végre a sterilizációt.

A csúszó árfolyamrendszer tapasztalatai

A csúszó árfolyamrendszer három és fél éves tapasztalatait értékelve megállapítható, hogy a rendszer jelentős szerepet játszott a versenyképesség fenntartásában, a monetáris politika hitelességének megteremtésében és az inflációs várakozások mérséklésében. Mindez nem jelenti azt, hogy a rendszer valamennyi átmeneti ország számára minden körülmények között optimális lenne. A csúszó árfolyamrendszer nem lehetett volna sikeres Magyarországon sem anélkül, hogy ne kapott volna támogatást a gazdaságpolitika más területeitől. A költségvetési deficit jelentős mérséklése együtt járt az állami költségvetés GDP-ben betöltött arányának csökkentésével: 1993 és 1997 között az államháztartás konszolidált elsődleges kiadásai a GDP 55 százalékáról 39 százalékára csökkentek. Az állam finanszírozási igényének mérséklődése megnyitotta az utat a magánberuházások növekedése előtt. A strukturális reformok (különösen a privatizáció) felgyorsítása elősegítette a befektetések és a termelékenység, a profitabilitás növekedését. Végül, de nem utolsósorban a reálbéreknek a csúszó árfolyamrendszer alkalmazásának első két évében bekövetkezett csökkenése javította a termelékenységet és a fizetési mérleget, támogatva a szükséges gazdaságpolitikai korrekciót. Vagyis Magyarországon is beigazolódott az a nemzetközi tapasztalat, hogy a csúszó árfolyam egyszerre teremt kellő rugalmasságot és hitelességet.²⁵

Számításaink azt mutatták, hogy az árfolyamrendszerrel szoros kapcsolatba hozható tőkebeáramlás sterilizációjának költségei nem voltak elviselhetetlenül magasak a rendszer előnyeihez viszonyítva. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a sterilizációs állomány egy bizonyos szint felett ne teremtene kockázatokat is, amelyek az árfolyamrendszer által nyert hitelességet is alááshatják. Magyarországon azért maradhatott viszonylag alacsony a sterilizáció költsége, mert az ország makrogazdasági helyzetének javulása – különösen

²⁴ *Begg* [1996] és *Obláth* [1997] is tárgyalták a sterilizáció költségeit. *Obláth* szerint az MNB túlzott mértékben sterilizált, visszavetve a beruházásokat és a fogyasztást, de ezt nem támasztja alá meggyőző érvekkel, és nem vizsgálja azt, hogy milyen alternatív árfolyam- és kamatpolitika hozott volna elfogadhatóbb eredményeket.

²⁵ Lásd *Darvas* [1998].

a költségvetési deficit mérséklődése – csökkentette a kamatprémiumot, és ezáltal lassította a kamatérzékeny tőke beáramlását. Az adósság- és tartalékkezelési politika képes volt kihasználni a kockázati prémiumok – egyébként általánosan jellemző, azaz nemcsak Magyarország esetében megnyilvánuló – csökkenését, s ezáltal is kisebbé vált a bruttó adósságállomány. A gazdaság egyéb mutatóinak javulása nélkül a csúszó árfolyamon alapuló stabilizáció valószínűleg sokkal keményebb korlátokba ütközött volna. Az ázsiai és oroszországi válságok, valamint a kormányváltással kapcsolatos bizonytalanságok szintén csökkentették a sterilizációs költségeket, hiszen hozzájárultak a tőkebeáramlás mérséklődéséhez.

Nem igazán mernénk általánosítva azt állítani, hogy az átmeneti országoknak adott sorrendben célszerű alkalmazniuk bizonyos árfolyamrezsimeket, hiszen az optimális rezsimválasztás természetesen más gazdaságpolitikai részterületek jellemzőitől is függ. Egy fix vagy kvázifix árfolyamrendszer óhatatlanul korlátozza a monetáris politika autonómiáját, s a különféle sokkok kezelése, hatásaik ellensúlyozása a fiskális politikára hárul. Ha a fiskális politika nem képes ezt a feladatát ellátni, akkor az árfolyam-politika annak ellenére sem képes tartósan ennek pótlására, hogy az árfolyam rögzítése által egyfajta nominális horgonyt teremt. Az előre bejelentett csúszó árfolyamrendszer melletti eltökéltség viszont hozzájárulhat ahhoz, hogy a fiskális politika megtegye a szükséges kiigazító lépéseket. A csúszó rendszer által megszerzett hitelesség elvesztésének a veszélye ugyanis elősegítheti a fiskális és a monetáris politika összehangolását. Elmondhatjuk, hogy ezek a tényezők nem elhanyagolható szerepet játszottak a fiskális és monetáris politika kialakításában Magyarországon. Bár az infláció fokozatosan csökken 1995 közepe óta, az is igaz, hogy a mérséklődés üteme lehetne gyorsabb is anélkül, hogy ez veszélyeztetné a növekedést. Itt van kulcsszerepe a jövedelempolitikának. Ha nem sikerül megfelelő bérmegeállapodásra jutni, és az árfolyamot emiatt inkább a versenyképesség megőrzésére kell felhasználni, mint az infláció mérséklésére, akkor a dezinfláció nem lehet gyors. Érdemes hangsúlyozni, hogy a termelékenység növekedése csökkenti a versenyképesség és az infláció közötti átváltás (*trade-off*) erősségét, ami aláhúzza a strukturális reformok fontosságát.

A magyar inflációs folyamat egyik lényeges sajátossága, hogy hosszabb idő óta inerciális hatások jellemzik, azaz a várakozások szerepe meglehetősen nagy. Ugyanakkor még mindig várhatók relatív ár- és bérkiigazítások, s a reformok folytatásából eredő fiskális nyomás is megmarad. Ezen inflációs tényezőket részben tompíthatja, ha – ahogy az eddig is történt – az ár alapú reálárfolyam a relatív termelékenység javulásával összhangban enyhén felértékelődik. Egy gyorsabb dezinfláció viszont olyan koordinált gazdaságpolitikát igényel, amely a jövedelempolitikában is érvényre juttatja az antiinflációs célkitűzést. El kell ismerni, hogy nem lesz könnyű meggyőzni a szociális partnereket a nominális bérkövetelések mérséklésének célszerűségéről, hiszen mindenki emlékezetében elevenen él, hogyan csökkentette a reálbéreket az 1995–1996. évi meglepetésszerű infláció (amelyet többek között a nominális leértékelés, a vámpótlék bevezetése és az adóemelések idéztek elő). Nehezen történhetett volna másképpen: a reálbéreket a külső egyensúly helyreállításához és a profitráta növekedéséhez szükséges átmeneti csökkenését nem lehetett volna elérni a tárgyalóasztal mellett. Ilyen múltbeli tapasztalatokkal a helyzet bonyolultabbá válik, a kormánynak és a jegybanknak meggyőzően kell demonstrálnia dezinflációs eltökéltségét és képességét, hogy megszerezze a szociális partnerek elengedhetetlen bizalmát. *Blanchard* [1998] úgy érvel, hogy egy ilyen, a bizalomra épülő összehangolt akció akkor indítható el a legjobban, amikor a relatív árváltozások már lezajlottak. Véleménye szerint a reformok némelyikét (például a támogatások leépítését) érdemes lehet átmenetileg elhalasztani a dezinflációs folyamat befejeződéséig. Sajnálatos módon az átmeneti gazdaságok nem választhatták ezt az alternatívát: ezekben az országokban a

reformok szoros kapcsolatban állnak egymással, elhalasztásukra csekély a lehetőség, párhuzamosan több reformot kell egyszerre végrehajtani. Nagyarányú privatizációt például nehéz lett volna az árak felszabadítása nélkül lebonyolítani, s egészségügyi reformra sem kerülhet sor anélkül, hogy megszüntetnék bizonyos szolgáltatások ingyenességét.

A csúszó árfolyamrendszert mindenképpen átmenetinek tekinthetjük, hiszen Magyarország esetében az Európai Unióhoz és végül a gazdasági és monetáris unióhoz történő csatlakozás hosszabb távon természetesen egy rögzített árfolyamrendszerhez fog vezetni. Az infláció és a leértékelési ütem folyamatos csökkentésével végül is afelé haladunk, hogy középtávon egy erős valutához (a legvalószínűbben az euróhoz) kössük a forint árfolyamát. Ha minden szociális partner meg tudna állapodni a koordinált megközelítésben, akkor ez hamarabb bekövetkezhetne. Ebben az esetben az árstabilitást egyszerre két nominális horgony, a nominális árfolyam és a nominálbérek biztosítanák. Ilyen feltételek közepette az árfolyam-politika aktívabb, de a versenyképesség romlását nem kockáztató, deflációs szerepet vállalhatna, természetesen csak akkor, ha ezt a fiskális politika is alátámasztja. Ha ilyen koordinált gazdaságpolitika valamilyen okból nem valósítható meg, akkor várhatóan a defláció is hosszabb ideig tart, az antiinflációs politika nagyobb társadalmi költségekkel jár, és az infláció magasabb szintje már önmagában is csökkenti a GDP potenciális növekedési ütemét, mert károsan hat az erőforrások allokációjára.

Közbülső lépésként a jelenleginél szélesebb sáv jöhetne szóba, amely nagyobb teret engedne a monetáris hatóság kamatpolitikájának. A jelenlegi szűk sávú rendszerben a belföldi kamatszínvonal – a kamatparitás feltételei alapján, a bejelentett leértékelési ütem mellett – exogén adottságnak tekinthető. A jegybank szinte csak a leértékelési ütem megváltoztatásával képes változtatni a kamatokon, ha egy jelentős tőke be- vagy kiáramlást el akar kerülni. Ez akkor okozhat gondot, ha a gazdaság túlfűtötté válna, vagy ha a fiskális politika – a korábbi időszakra jellemző, a monetáris politika céljait is figyelembe vevő stratégiáján változtatva – expanzívabbá válnék. A jelenlegi rezsimben a monetáris és árfolyam-politika egymással ellentétes ciklikus hatást kelt: ha az aggregált kereslet visszafogásához kamatot kellene emelni, akkor azt – a tőkeáramlás jelenlegi liberalizáltsági foka mellett – csak nagyobb leértékelési ütem mellett lehetne megvalósítani. Ez viszont az infláció emelkedésével járna, az eredeti célokkal éppen ellentétes irányú változásokat okozva. Ha pedig a gazdaság a lassulás jeleit mutatná, a kamatok csak a leértékelési ütemének mérséklése és a forint átmeneti reálfelértékelődése mellett lennének csökkenthetőek, ami szintén a kívánttal ellentétes hatásokat váltana ki. Vagyis minél közelebb áll egy nyitott gazdaság árfolyamrezsimje a fix rendszerhez, annál nehezebb a monetáris politikát anticiklikus célokra felhasználni.

Ugyanakkor a sávszélesítésnek is megvannak a hátrányai. Ha a gazdaságpolitika hiteles, és a bizalom erős, a szélesebb sávban az árfolyam túlzottan felértékelődhet, veszélyeztetve a versenyképességet. Ebben az esetben a mozgásteret a fizetési mérleg alakulása határozza meg. Másfelől a szélesebb sáv nagyobb leértékelődésnek enged teret, ami gyengítheti a hatóságok antiinflációs politika iránti elkötelezettségét. Mint látható, nincsen minden esetben optimális árfolyamrendszer; csak a gazdaságpolitika egészével összhangban lehet a megfelelőt kiválasztani.

5. táblázat
Fontosabb makrogazdasági mutatók

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Reálgazdaság</i>							
	(százalékos változás)						
Reál GDP*	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,4
Végső fogyasztás	-5,1	0,6	5,4	-2,3	-6,6	-3,4	2,4
Felhalmozás	-21,1	-20,4	32,3	19,8	8,2	14,4	9,1
Megtakarítási ráta (százalék)	15,2	10,4	4,7	8,9	10,8	11,5	11,6
Ipari termelés	-8,3	-9,7	4,0	9,6	4,6	3,4	16,5
Fogyasztói árak (dec./dec.)	32,2	21,6	21,1	21,2	28,3	19,8	18,4
Fogyasztói árak (év/év)	35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3
Termelői árak (dec./dec.)	16,8	12,9	7,9	13,3	29,7	20,8	19,5
Termelői árak (év/év)	31,9	9,7	10,5	10,2	27,3	22,6	20,8
Nettó reálbér növekedés (év/év)	-7,0	-1,4	-3,9	7,2	-12,2	-5,0	4,9
Munkanélküliségi ráta (százalék, KSH)	..	9,8	11,9	10,7	10,2	9,9	8,7
<i>Államháztartás</i>							
	(a GDP százalékában)						
Konzolidált államháztartási egyenleg							
– pénzforgalmi szemléleten	-3,2	-6,9	-5,5	-8,4	-6,7	-3,1	-4,8
– eredményszemléletben	-6,7	-9,6	-7,3	-4,6	-4,7
Elsődleges egyenleg	1,3	-2,1	-2,0	-2,7	1,6	4,3	3,5
Összes kiadás (kamatkiadások nélkül)	49,4	52,9	54,6	52,7	43,0	39,5	38,9
Nettó kamatfizetések	6,0	5,6	4,6	6,8	9,8	8,4	10,4
Konzolidált államháztartás bruttó adóssága	66,9	64,9	83,6	83,0	86,2	72,3	64,1
<i>Monetáris indikátorok</i>							
M1	18,2	32,4	12,4	8,0	6,4	19,4	22,7
M3	35,7	3627,6	15,7	13,0	20,1	22,5	19,4
Belföldi hitelállomány	17,7	12,2	20,9	18,0	12,8	6,5	11,7
Kamatok (év végén)	(százalék)						
3 hónapos diszkont kincstárjegy	31,9	14,5	24,1	32,0	30,5	22,2	19,3
12 hónapos diszkont kincstárjegy	..	18,0	25,0	32,4	31,3	21,5	19,0
Átlagos betéti kamatláb (1–12 hónap)	31,1	17,6	17,2	23,6	26,1	20,1	16,7
Átlagos hitelkamatláb (1 évnél rövidebb lejáratra)	35,5	28,8	25,6	29,7	32,2	24,0	20,8
<i>Külgazdaság</i>							
	(százalékos változás)						
Export (volumen)	..	1,0	-13,1	15,0	10,0	12,9	29,9
Import (volumen)	..	-6,6	12,8	21,2	-2,7	11,7	26,4

* 1997-re a GDP és komponensei előzetes adatok.

5. táblázat folytatása

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Külgazdaság</i> (milliárd dollár)							
Folyó fizetésimérleg-egyenleg (a GDP százalékában)	0,3 (-0,8)	0,3 (-0,9)	-3,5 (-9,0)	-3,9 (-9,4)	-2,5 (-5,6)	-1,7 (-3,8)	-1,0 (-2,2)
Bruttó külső adósság (tulajdonosi hitelek nélkül) (a GDP százalékában)	22,7 (67,8)	21,4 (57,6)	24,2 (62,7)	27,8 (66,5)	30,5 (68,8)	25,9 (57,7)	21,7 (48,2)
Nettó külső adósság (tulajdonosi hitelek nélkül) (a GDP százalékában)	14,6 (43,6)	13,1 (35,0)	14,5 (37,7)	18,1 (43,5)	15,6 (35,3)	12,5 (27,9)	9,3 (20,7)
Nemzetközi tartalék							
– milliárd dollárban	4,0	4,4	6,7	6,8	12,0	9,7	8,4
– havi importban	5,3	5,2	7,1	7,2	9,4	7,0	4,7
Nettó adósságszolgálati ráta (százalék)	29,6	27,1	34,4	42,5	39,3	33,9	25,3
<i>Árfolyamok</i> (éves átlag, negatív érték leértékelődést jelent) (százalékos változás)							
Nominál							
– valutakosárral szemben	-14,1	-7,4	-9,8	-13,5	-21,2	-16,0	-13,1
– effektív	-12,6	-8,6	-6,5	-13,9	-22,4	-14,1	-9,9
Reál							
– Fogyasztói árindex alapján	10,7	7,2	9,7	-1,0	-3,1	3,3	4,3
– Feldolgozóipar belföldi értékesítési árindex alapján	5,5	-0,6	2,6	-4,7	-5,3	4,4	5,1
– Fajlagos munkaköltség alapján	11,4	4,5	-4,3	-7,0	-16,2	-8,1	-4,5

Forrás: MNB Havi Jelentés, 1998. 5. sz. és Statisztikai Havi Közlemények, 1998. 1–2. sz.

Függelék

A különböző reálárfolyam-mutatók értelmezése

Ez a függelék bemutatja, hogy 1. a fogyasztói ár alapú reálárfolyam felértékelődése természetes velejárója a felzárkózás folyamatának; 2. a versenyképesség megítélésakor célszerű egyszerre több mutatót is értékelni.

A fogyasztói ár alapú reálárfolyam felértékelődését a jól ismert *tradable-non-tradable* felosztást alkalmazva a következőképpen indokolhatjuk.²⁶ Egy kis, nyitott gazdaságban, ha a tőke mind nemzetközileg, mind a *tradable* és a *non-tradable* termékeket gyártó szektorok között tökéletesen mobil, akkor a tőke határkölsége exogén adottság, a munkabér viszont mindkét szektorban azonos lesz, és – a profitmaximalizálás feltétele miatt – a *tradable* szektorban kifejtett munka meg fog egyezni határtermékének értékével.

Ha a *tradable* termékek homogének, és a külpiazi kereslet tökéletesen rugalmas

²⁶ *Tradable* termékeknek azokat nevezzük, amelyek bekerülhetnek a külkereskedelmi forgalomba, *non-tradable*-nek pedig azokat, amelyek nem. A két árucsoport között a legfontosabb különbség abban nyilvánul meg, hogy mekkorák a szállítási költségek az adott jószág árához képest. Ilyenformán *non-tradable*-nek lehet tekinteni a földet, az ingatlanokat és a szolgáltatások nagy részét. Definíció szerint a *non-tradable* termékek piaca az árak változásán keresztül van egyensúlyban, a *tradable* javak piacán az egyensúlytalanság a külkereskedelmi mérlegben is lecsapódhat.

(amely következik a gazdaság kis, nyitott voltára vonatkozó feltételezésünkből), akkor a *non-tradable* és a *tradable* termékek áráránya a két szektor relatív termelékenységétől fog függni. Ha tehát a *non-tradable* szektor a *tradable*-hez képest munkaigényesebb, és – mint ahogy az általában jellemző – a *tradable* szektorban gyorsabb a termelékenység növekedése, akkor a *non-tradable* termékek ára hosszú távon gyorsabb ütemben nő, mint a *tradable* javaké. Láthatjuk, hogy a fenti modell meglehetősen „erős” állításokat fogalmaz meg: a relatív árak a kínálati (termelékenységi) tényezők alapján határozódnak meg. Mindez persze azt is maga után vonja, hogy minden olyan kompozit árindex, mint például a fogyasztói árindex, amely *non-tradable* és *tradable* árukból áll, a fent említett körülmények közepette jobban emelkedik, mint a csak *tradable* termékek árait tartalmazó index.

Feltételezve azt, hogy a *tradable* termékek esetében érvényesül az egységes ár elve, az aggregált árindexeken alapuló reálárfolyam-index a nominálárfolyam-indextől és a relatív *non-tradable* áraktól függ. Mivel azonban a *non-tradable* árak a relatív termelékenységektől függnének, végső soron a reálárfolyam-indexnek is a produktivitási különbségeket kell tükröznie. Az előbbi gondolatmenet alapján, ha a fejletlenebb országokban azért alacsonyabbak a bérek, mert a fejlett országokéhoz képest kisebb a *tradable* szektorukban a termelékenység, a fejletlenebb országokban alacsonyabb árszínvonal és leértékeltebb reálárfolyam fog kialakulni. Tehát egy felzárkózó gazdaságban, amelyben viszonylag magas a *tradable* szektor termelékenysége és a bérek növekedési üteme, arra számíthatunk, hogy a fogyasztói árindexen alapuló reálárfolyam hosszabb távon felértékelődik. Ezt nevezik a Balassa–Samuelson-hatásnak. Kovács–Simon [1998] számításai alapján valószínűsíthető, hogy a Balassa–Samuelson-hatás Magyarországon is érvényesül.²⁷

Mielőtt azonban elfogadjuk azt az állítást, hogy a felértékelődés valóban a Balassa–Samuelson-effektus következménye, a termelékenységben bekövetkező változások interpretációjakor is körültekintően kell eljárunk. Lipschitz–McDonald [1992] részletesen is elemzi a különböző versenyképességi, illetve reálárfolyam-mutatók közötti különbségeket. Rövid távon feltételezhető, hogy a tőkeállomány nem áramlik a szektorok között. Tehát a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam – rövid távon legalábbis – a *tradable* szektor jövedelmezőségét méri. A hazai deviza leértékelődésekor a *tradable* szektorban a fajlagos bérköltség kevésbé fog emelkedni, mint ugyanezen szektor hozzáadottérték-deflátor,²⁸ ami javítja a jövedelmezőséget.²⁹ Ilyen feltételek közepette tehát egy adott gazdaság versenyképességét leginkább a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam határozza meg; a *tradable* szektor termékárai alapján mért reálárfolyam-indexek nem adnak megfelelő képet. 1995 óta a forint fajlagos bérköltség alapon jelentős mértékben (éves átlagban több mint 20 százalékkal) értékelődött le, mutatva a jövedelmezőség és ezáltal a versenyképesség javulását.

Ha a *tradable* szektor intermedier termékeket is felhasznál, illetve a hazai és a külföldi termelők különböző technológiával és más költségstruktúrával termelnek, akkor sem a fajlagos bérköltség alapú, sem az ár alapú versenyképességi mutatószámok nem adnak helyes képet a gazdaság versenyképességének alakulásáról. Ekkor lehet célszerű például az úgynevezett profit alapú reálárfolyam figyelemmel kísérése, amely a fajlagos bérköltség alapú és GDP-deflátor alapú reálárfolyamok hányadosaként számítható ki.

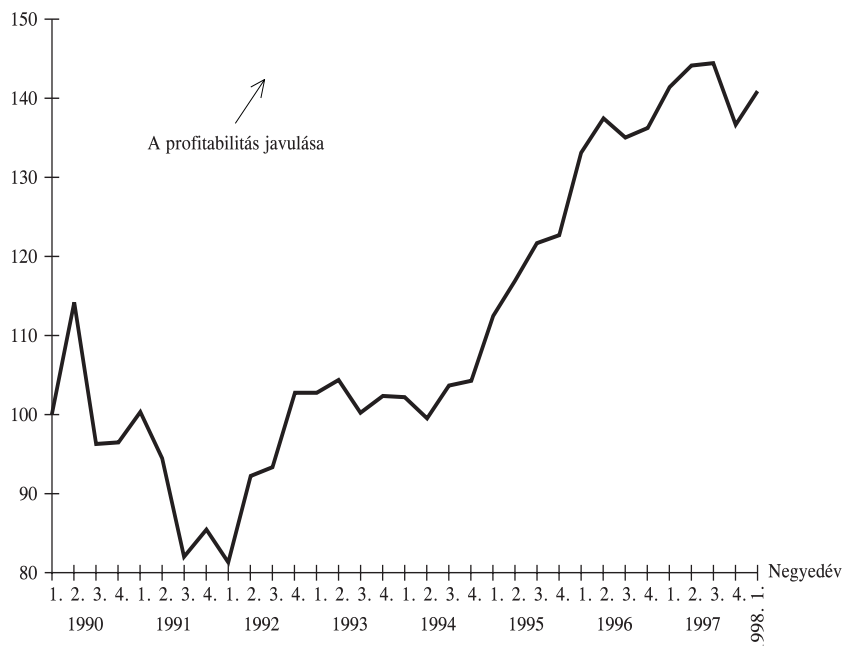
$$\text{ReR}_{\text{profit}} = \frac{PV / ULC}{PV^* / ULC^*},$$

²⁷ A témában lásd még a Halpern–Wyplosz [1997] tanulmányt.

²⁸ A fajlagos bérköltségeket azért érdemes a hozzáadottérték-deflátorhoz viszonyítani, mert az utóbbi van a legszorosabb kapcsolatban a jövedelmezőséggel.

²⁹ Feltételezve, hogy a tőke–munka helyettesítési rugalmasság és a munkaköltség hozzáadott értékhez mért aránya mindkét szektorban változatlan.

F1. ábra
A forint profit alapú reálárfolyama
(1990. I. n. é. =100,00)



Forrás: a szerzők számításai.

ahol PV , PV^* a hazai és a külföldi hozzáadottérték-deflátort, ULC , ULC^* pedig a hazai és a külföldi fajlagos bérköltségindexet jelöli. Magyarországon ez a mutató a rendszerváltást követő átmeneti néhány év óta folyamatosan és szinte azonos ütemben javult (lásd az F1. ábrát), a *tradable* szektor jövedelmezősége folyamatosan nőtt.

A profit alapú mutatót célszerű például akkor figyelni, ha a hazai termelők relatíve több energiát használnak fel, mint a külföldiek. Ekkor az olaj árának emelkedése rontja a hazai termelés versenyképességét, mert romlani fog a profitabilitás. A profit alapú reálárfolyam a versenyképesség romlását mutatja, még akkor is, amikor a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam tekintetében nem beszélhetünk a versenyképesség romlásáról.

Figyelembe kell venni azt is, hogy a különböző országokban különböző termelési technológiákat alkalmazhatnak. Ebben az esetben sem lehet a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam változásából következtetni a versenyképesség változására. Elképzelhető, hogy a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam romlását a tőke produktívitasában megnyilvánuló javulás (kínálati sokk) ellensúlyozza. A tőke határtermelékenysége Magyarországon 1993–1994 óta erőteljesen javul. 1997-ben a gépipar látványosan növelte termelését, ami pozitív kínálati sokk volt, hiszen olyan új technológiákat vezettek be, és olyan új kapacitásokat hoztak létre, amelyek hosszabb távon is növelték a tőke határtermékét. A jelenség leglátványosabban az elektronikai iparban és a járműgyártásban mutatkozott meg, 1997-ben azonban – néhány iparág kivételével – szinte minden feldolgozóipari ágazatra jellemző volt.

A versenyképességi mutatók értelmezésekor azt is meg kell fontolni, hogy a fent leírt hatásmechanizmusok hosszabb távon a rövid távú hatásokkal ellenkező előjelű változásokat indíthatnak el. Rövid távon, ha a tőke nem alkalmazkodik, akkor valamelyik szektor

versenyképességének javulásának hatására viszonylag nagyobb lesz az ott működő tőke határterméke. Ha azonban hosszú távon a szektorok között a tőke mobil, akkor hosszabb távon e szektorokba áramlik a tőke, s így alakul ki az új egyensúly. Ez viszont csökkenti ezekben a szektorokban a tőke határtermékét, ami mind a profit alapú reálárfolyam, mind a *tradable–non-tradable* szektorok közötti (belső) reálárfolyam felértékelődésének irányába hat. Nehéz tehát megítélni azt, hogy adott esetben egy felértékelődés rontja-e a versenyképességet, vagy – éppen ellenkezőleg – a versenyképesség korábbi javulására adott reakcióként értékelhető. Az egyensúlyi reálárfolyam megítélésekor ezenkívül figyelembe kell venni az aggregált keresleti sokkok hatásait is. Ha például a külső kereslet csökken, még akkor is túlértékelt lehet egy adott deviza, ha kínálati (termelékenységi) oldalról nem látszik jele a versenyképesség romlásának. A reálárfolyam-pálya egyensúlyi voltának megítélését bonyolítja továbbá az is, ha az árak csak lassabban alkalmazkodnak. Ha rövid távon vannak nominális merevségek, akkor a kezdeti reálértékelődést szükségképpen egy reálértékelődési szakasz követi. Ezen ragadóságok adódhatnak az áru- és munkaerőpiac tökéletlenségeiből, a pénzpiacok és az árupiacok eltérő sebességű reakcióitól, illetve a piacra árazás (*pricing to the market*) jelenségéből. Az utóbbi hatás akkor jelentkezik, ha vannak olyan exportőrök vagy importőrök, amelyek képesek megkülönböztetni termékeiket. Tipikus példa lehet erre a márka alapú megkülönböztetés és a reklám hatása. Ekkor – rövid távon legalábbis – egy leértékelődő valutájú ország importőrei nem vagy csak a leértékelődésnél kisebb mértékben fogják a hazai valutában emelni áraikat.

Összefoglalva, a fent elmondottakból látható, hogy a versenyképesség megítélésében jelentős különbségek lehetnek aszerint, hogy milyen reálárfolyam-mutatót vizsgálunk. Minden esetben figyelembe kell vennünk a technológia haladás és az egyéb tényezők szerepét is. Végül soron tehát a jövedelmezőség és a piaci részesedés változására kell tekintettel lenni.

Hivatkozások

- AGHELVI, B. B.–KHAN, M. S.–MONTIEL, P. J. [1991]: Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. IMF Occasional Paper 78.
- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN [1997]: Tőkebeáramlás, sterilizáció és a monetáris aggregátumok I–II. Közgazdasági Szemle, 7–8. sz.
- BARABÁS GYULA–JAKAB ZOLTÁN [1997]: A bruttó külső adósság csökkentésének költség–haszon elemzése. Kézirat.
- BEGG, D. K. H. [1996]: Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition. IMF Working Paper 108.
- BLANCHARD, O. [1998]: The Optimal Speed of Disinflation: the Case of Hungary. Megjelent: Cottarelli, C.–Szapáry, Gy. (szerk.): Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies. Nemzetközi Valuta Alap és Magyar Nemzeti Bank.
- DARVAS ZSOLT [1998]: Csúszó árfolyamrendszer: elmélet és nemzetközi tapasztalatok. Megjelenés alatt.
- HALPERN LÁSZLÓ–WYPLOSZ, CH. [1996]: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. IMF Working Paper, 125.
- ISARD, P. [1994]: Realignment Expectations, Forward Rate Bias, and Intervention in an Optimizing Model of Exchange Rate Adjustment. IMF Staff Papers 41, szeptember.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS–SIMON ANDRÁS [1998]: A reálárfolyam összetevői. MNB Füzetek, 3. sz.
- KSH [1998]: Statisztikai Havi Közlemények. Központi Statisztikai Hivatal, 1–2. sz.
- MNB [1998]: Havi Jelentés. Magyar Nemzeti Bank, 5. sz.
- LIPSCHITZ, L.–MCDONALD, D. [1992]: Real Exchange Rates and Competitiveness: A Clarification of Concepts, and Some Measurements for Europe. Empirica, 1. sz.

- OBLÁTH GÁBOR [1997]: Capital Inflows to Hungary in 1995-1996, Composition, Effects and Policy Responses. Kopint-Datorg Discussion Papers, No. 49, december.
- SACHS, J. D. [1996]: Economic Transition and the Exchange Rate Regime. American Economic Review, Papers and Proceedings, május.
- SURÁNYI GYÖRGY-VINCZE JÁNOS [1998]: Inflation in Hungary (1990-97). Megjelent: *Cottarelli, C.-Szapáry, Gy.* (szerk.): Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies. Nemzetközi Valuta Alap és Magyar Nemzeti Bank.
- SZAPÁRY GYÖRGY [1993]: Transition Issues as Seen Through the Experience of Hungary: There is No Cook-Book to Go By. Megjelent: *Somogyi László* (szerk.): The Political Economy of Transition Process in Eastern Europe. Edward Elgar Publishing Co., UK.
- SZÉKELY P. ISTVÁN [1997]: The Relationship Between Monetary Policy and Exchange Rate Policy in Associated Countries: Is There Room for an Independent Monetary Policy on the Way to EU Membership? Kézirat.
- UN-ECE: Economic Survey of Europe, 1998. No. 1.
- ZSOLDOS ISTVÁN [1997]: A háztartások divisia pénzállománya. MNB Füzetek, 6. sz.