



HALPERN LÁSZLÓ–NEMÉNYI JUDIT

## A konvergencia fiskális feltételei és az Európai Unióhoz való csatlakozás

Az Európai Unióval (EU) csatlakozási tárgyalásokat folytató, fejlettebb közép-kelet-európai átmeneti gazdaságok különböző kihívásokkal szembesülnek a csatlakozási folyamat során. Miután ezekben az országokban már nagyrészt kiépültek a piacgazdaságra jellemző alapvető szerkezeti feltételek (magánszektor, pénz- és tőkepiacok, intézmények stb.), számukra a fejlett Európához való mielőbbi felzárkózás jelenti a legfontosabb feladatot, fejlődésük a konvergencia szakaszába lépett. Az EU-normák szerint értelmezett konvergencia további jelentős alkalmazkodást igényel a fiskális politikában annak érdekében, hogy a konvergencia folyamatát jellemző „kettős cél” – a tartósan magas növekedés és az árstabilitáshoz vezető tartós inflációcsökkenés – megvalósuljon. Ez az államháztartás elsődleges egyenlegében jelentős többlet elérését teszi szükségessé tekintettel arra, hogy Magyarország adósságrátája – bár az elmúlt években jelentősen mérséklődött – még mindig magas. A reálgazdasági felzárkózás és az ezzel járó hosszú távú reálfelértékelődés, valamint a nominális konvergenciakritériumok és az azok teljesítéséhez elengedhetetlen fiskális követelmények teljesítése között feszültségek alakulhatnak ki, amelyek várhatóan a gazdaságpolitikai stratégia kulcskérdései lesznek a csatlakozó országokban.\*

Az Európai Unióba várhatóan a következő évezred elején belépő fejlettebb közép-kelet-európai országok<sup>1</sup> 1999-re már többé-kevésbé túl vannak a piacgazdasági átalakulás legnehezebb szakaszán, és a csatlakozási tárgyalások megkezdődése jelzi, hogy elindult a gazdasági fejlődés felzárkózási folyamata, amelynek első fontos időszaka az EU-ba való belépéssel zárul.

A közös vonások ellenére a csatlakozó országok átalakulása nagyon különböző a gazdaság felzárkózási képességet – mind gazdaságuk fejlettségi fokát (szerkezetét, intézményi és szabályozási fejlettségét stb.), mind pedig a makrogazdasági stabilizációt – illetően. Míg a piacgazdasági átmenet időszakában a legfontosabb feladatot a piacgazdaság tu-

\* A cikk angol nyelvű változata a Horvát Nemzeti Bank által szervezett Ten Years of Transition: What Have We Learned and What Lies Ahead című, az átmeneti országokkal foglalkozó 5. Dubrovnik-konferenciára készült (1999. június 23–25.). Megjelent a Racionalitás és méltányosság. Tanulmányok Augusztinovic Máriának című kötetben (Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2000). A kutatás során Halpern László a PHARE ACE P97-8131-R és az OTKA T019698. sz. program támogatásában részesült. A szerzők köszönetet fejeznek ki Darvas Zsoltnak, Jakab Zoltánnak és Lovas Zsoltnak az adatokért és a számítások elvégzésében nyújtott segítségért. A cikkben közölt nézetek nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank álláspontját.

<sup>1</sup> 1998-ban Csehországgal, Észtországgal, Lengyelországgal, Magyarországgal és Szlovéniával indultak meg a csatlakozási tárgyalások.

Halpern László az MTA Közgazdaságudományi Kutatóközpontjának igazgatóhelyettese és a londoni CEPR tudományos munkatársa.

Neményi Judit a Magyar Nemzeti Bank ügyvezető igazgatója.

lajdonosi, termelési és intézményi alapjainak megteremtése volt, a csatlakozók előtt álló konvergencia során a legfontosabb a gazdaság versenyképességének növelése és az újonnan kialakított piacgazdaság teljesítményének kibontakoztatása, tehát a fejlettségi szintek közötti különbség mérséklése lesz.

Ebben a cikkben röviden vázoljuk azokat a kihívásokat, amelyekkel a csatlakozó országok a felzárkózási időszakban az EU-tagság megszerzéséig várhatóan szembesülnek. Mondandónkat Magyarország példáján illusztráljuk. Ahhoz, hogy felmérhető legyen a magyar eset tanulságainak általánosíthatósága, előre fel kell hívnunk a figyelmet két olyan sajátosságra, amelyek alapvetően befolyásolták már a kilencvenes években lezajlott átalakulást is. 1. Magyarország számára előnyt jelentett – a valódi piaci viszonyok kialakítását gazdaságpolitikai szinten elősegítette, a mikroszintű alkalmazkodás hatékonyságát feltehetően növelte – az, hogy a hetvenes évektől sor került több, a piaci körülményekhez közelítő, azokat szimuláló részleges reformra. 2. A többi közép-kelet-európai országtól eltérően, Magyarország erősen eladósodott országgént kezdte meg a kilencvenes évek elején a valódi piacgazdaság kialakítását. A magas adósságrátából adódó adósságteher jelentette a lesgzigorúbb pénzügyi korlátot az átalakulásban, ráadásul olyan időszakban, amikor a külső sokkok – mindenekelőtt a KGST összeomlása – amúgy is elmélyítették az átalakulással járó visszaesést. A kritikus adóssághelyzet kényszerítette ki tulajdonképpen a radikális reformok legtöbbszörét (a csődtörvényt, a bankok rendezését, a gyors privatizációt, az államháztartás átalakítását, a relatív ártorzulások felszámolását stb.), s ezzel jelentősen lerövidítette az ilyen jellegű átalakításokhoz egyébként szükséges időt.

Először röviden tárgyaljuk a magyar piacgazdasági átalakulás legfontosabb tanulságait, ami azoknak az országoknak lehet érdekes, ahol még folyik a piaci struktúrák kialakítása, és valódi döntési alternatívák léteznek a sorrendiség és az időzítés kérdésében. Ezt követően a középtávú konvergenciaprogramok kulcsfontosságú kérdéseivel foglalkozunk, rámutatva azokra a feszültségekre, amelyek a felzárkózási folyamat különböző – real- és nominális – oldalainak összehangolását igénylik. Mindez felveti a konvergenciakritériumok alkalmazásának kérdését és felülvizsgálatának szükségességét. A cikket a gazdaságpolitikai választási lehetőségek áttekintése zárja.

### **Röviden a magyar piacgazdasági átalakulás tanulságairól**

A magyar piacgazdasági átalakulás széles tárházát kínálja a lehetséges megoldásoknak, de legalább annyira fontos az is, hogy milyen tanulságok szűrhetők le a lehetséges veszélypontokkal kapcsolatban. Ebben a cikkben éppen csak a legfontosabb jellemzőket foglaljuk össze azért, hogy a jövőbeli gazdaságpolitika kritikus kérdéseinek tárgyalásához viszonyítási alapot adjunk. Nem tárgyaljuk az átmenet korai szakaszának (1990–1994) problémáit, az eladósodottság további spirális növekedéséhez vezető tényezőket, mert ez egy külön cikk témája lehetne.<sup>2</sup> Ugyanezen okból az 1995. márciusi kiigazítási csomagot sem értékeljük, amelynek szükségességét és hatásosságát a magyar gazdaságnak az évtized végére elért eredményei bizonyítják. Az okokat, a mértékeket és az alternatívákat illetően pedig valószínűleg még hosszú ideig fennmarad a vita. A magyar tapasztalatok alapján a piacgazdasági átalakulás legfontosabb „kellékei” a következők.

– *Makrogazdasági egyensúly – koordinált makropolitikák.* Magyarországon az 1995. márciusi intézkedések a makrogazdasági egyensúly helyreállításával megteremtették az állapot ahhoz, hogy az ország viszonylag magas növekedési pályára álljon. Ezen belül a

<sup>2</sup> Részben tárgyalja ezeket *Barabás–Hamecz–Neményi* [1998].

legfontosabb eredmény az volt, hogy radikálisan csökkentették az államháztartás finanszírozási szükségletét, amelyet már a piacról lehetett kielégíteni. Ez elősegítette a folyó fizetési mérleg hiányának fenntartható szintre csökkentését azzal együtt, hogy a megindult növekedést az export és a dinamikus bővülő beruházások vezérelték. Mindez megalapozta és tartóssá tette a dezinflációs folyamatot.

– *A magánszektor létrehozása és megerősítése.* A makrogazdasági stabilizációt Magyarországon a mikroszféra radikális szerkezeti átalakulása-átalakítása készítette elő és kísérte. Ez a folyamat jóval a makrogazdasági kiigazítást megelőzően, tulajdonképpen a kilencvenes évek elejétől elindult, majd – az 1992-ben bevezetett (túl) szigorú csődtörvény és bankkonsolidáció idején felgyorsulva – oda vezetett, hogy az évtized végére Magyarországon mind a termelést, mind a pénzügyi szolgáltatásokat alapvetően a magánszektor uralja. A privatizáció magyarországi módja – tényleges, professzionális befektetők bevonásával – elősegítette a piaci versenyhez egyre jobban alkalmazkodó magánszektor létrejöttét. A szabályozás fejlesztésével a szerkezeti átalakulást kívánták elősegíteni azzal a céllal, hogy az EU egységes piacán is versenyképes gazdaság alakulhasson ki. Az infrastrukturális, intézményi fejlesztés, valamint a pénz-és tőkepiacok kiépítése és liberalizálása mindezt hatékonyan egészítette ki. Az 1995. márciusi kiigazítás kedvező körülményeket teremtett az épphogy talpra álló vállalati szektor expanziójához azáltal, hogy a visszafogott állami finanszírozási igény javította az ország – és nem csak a kormányzat – forrásbevonási feltételeit. A stabil és kiszámítható gazdaságpolitika és az adózási feltételek bátorítón hatottak a magánszektor fejlődésére, a K+F-tevékenység felélédeséhez vezettek, és a multinacionális cégek számára is vonzerőt jelentettek. Ugyanakkor a jövőt illető fontos kérdés: hogyan tud kibontakozni a kis- és középméretű vállalatok felzárkózási folyamata – ami csak az utóbbi években indult meg –, hogyan hat e területre az egyre erősebb piaci verseny. Az államháztartási pozíciót meghatározó szerepet játszik az átmeneti gazdaságokban a társadalombiztosítási szektor, amelynek átalakítása, finanszírozásának megoldása az egyik legfontosabb feladat. Magyarország a nyugdíjrendszer esetében végül is a többpillérű rendszert választotta, amely a tőkefedezeti pilléren keresztül hozzájárulhat a tőkepiacok fejlődéséhez is. A jövőre váró s ma még megoldatlan, fontos feladat az egészségügyi reform.

– *A pénzügyi piacok kialakítása és prudenciális szabályozása.* A bankkonsolidációs programok, majd az azt követő privatizálás eredményeként a bankrendszert jellemző alapvető mutatók (tőkeegyelelési mutató, ROE, ROA) jelentősen javultak.<sup>3</sup> Az állampapírpiac egyedülálló fejlődést mutatott Magyarországon, különösen 1995 óta, amikor is az állami finanszírozási igény összhangba került a makrogazdasági egyensúlyi követelményekkel, és belföldi megtakarításból fedezhető lett. Az állampapír-piaci likviditás növekedését segítette a liberalizáció, még akkor is, ha a külföldiek az egy éven belüli, eredeti lejáratú állampapírokat a mai napig nem vásárolhatják. A fejlődés eredményeképpen napjainkra tíz évet átfogó piaci hozamgörbe alapján lehet vizsgálni az állampapír-piaci folyamatokat.<sup>4</sup> Természetesen még vannak piaci tökéletlenségek, összefonódások, és az OTC-piacok átláthatósága is javítható a jövőben. Az angolszász modellel összehasonlítva, még kicsi az intézményi befektetők szerepe. Várható, hogy az utóbbi időben beindult

<sup>3</sup> Az 1992–1994-ben végrehajtott hitel-, bank- és adóskonsolidációs programok keretében több mint 500 milliárd forint értékű speciális állampapírt bocsátottak ki, ami a GDP mintegy 10 százalékaival nagyobb adósságrátahoz vezetett az adott években. A bankkonsolidációs program – feltehetően – utolsó lépésére 1998-ban került sor, amikor további mintegy 150 milliárd forintot igényelt a Postabank helyzetének a rendezése.

<sup>4</sup> Az először 1999 januárjában kibocsátott tízéves államkötvény ugyan nem túlságosan likvid instrumentum, de kibocsátásával a piac rövidebb lejáratú szegmenseinek nőtt a likviditása.

biztosítási piac, a befektetési alapok és a nyugdíjmegtakarítások a jövőben még gyorsabban növekednek majd.

– *A kockázatfedezeti lehetőségek.* A derivatív piacok fejlődése nagy szerepet játszhat a különböző kockázatok felmérésében, árazásában és a kivédésében. A Budapesti Értéktőzsde és a Budapesti Árutőzsde egyre fejlettebb konstrukciókat kínál a kamat- és árfolyamkockázatok kezelésére.

– *A liberalizáció.* A folyó fizetési mérlegbe sorolt műveletek liberalizálását követően Magyarország a tőkekorlátozások feloldásában a fokozatosság alapelvét követi. Az 1997–1999. évi feltörekvő piaci válságok következményeként ma már egyetértés van abban, hogy az alapvetően rövid lejáraton spekuláló és nagyon változékony tőkemozgások ellen segítséget jelentő korlátozások feloldását illetően indokolt az elővigyázatosság. Egyébként is mind a nemzetközi tapasztalatok, mind pedig a magyar példa azt támasztja alá, hogy a korai – azaz a gazdasági átalakulást megelőző – liberalizáció nagyon kártékony lehet.

### Gyorsfénykép a felzárkózási időszak elején

A felzárkózás mindenekelőtt tartósan gyors növekedést jelent. A mérték viszonylagosan értendő: azaz magasabb, mint a főbb kereskedelmi partnerek (EU) növekedése, magasabb, mint a főbb versenytársak (például a szomszéd országok) növekedése, magasabb, mint a fejlett világ (OECD) növekedése. Addig azonban, amíg a majdani eurózóna tagországok még saját valutát és árfolyamot működtetnek, a felzárkózásnak van egy másik útja is: a fejlettebb országokkal szembeni *reálfelértékelődés*, hiszen a növekedés következtében módosuló fejlettségi szint más országhoz (régiohoz) viszonyított arányát a reálárfolyam változása is befolyásolja.<sup>5</sup>

A reálfelértékelődést a főbb kereskedelmi partnerek átlagánál magasabb inflációval és/vagy nominális felértékelődéssel lehet elérni. Azzal, hogy a két lehetőség közötti választásban mekkora szerepe lehet a gazdaságpolitikának, és milyen előnyökkel, illetve hátrányokkal jár az egyik vagy másik lehetőség választása, a későbbiekben fogunk foglalkozni. A továbbiakban röviden áttekintjük, hogy hogyan áll Magyarország 1999 közepén a legfontosabb konvergenciamutatók – növekedés és infláció – tekintetében, valamint foglalkozunk azzal, hogy az ezekkel szoros kapcsolatban álló reálárfolyam hogyan alakult.

#### Növekedés

A viszonylag gyors növekedés harmadik éve folytatódott 1999-ben, amit egy hosszú és sok áldozatot követelő visszaeséssel jellemezhető időszak előzött meg. A már említett radikális szerkezeti átalakulás – ami kiterjedt a gazdaság minden szektorára, beleértve az állami szektor radikális reformjának kezdetét is – a magyar piacgazdasági átmenetet fájdalmasabbá tette a társadalom egésze számára, mint a környező országokban, de világosabb helyzetet teremtett, és kevesebb teendőt hagyott hátra. A radikális reformoknak és a piac- és intézményfejlesztő tevékenységnek köszönhetően a növekedési képesség tartós erősödése figyelhető meg Magyarországon. A termelési kapacitások bővülésében

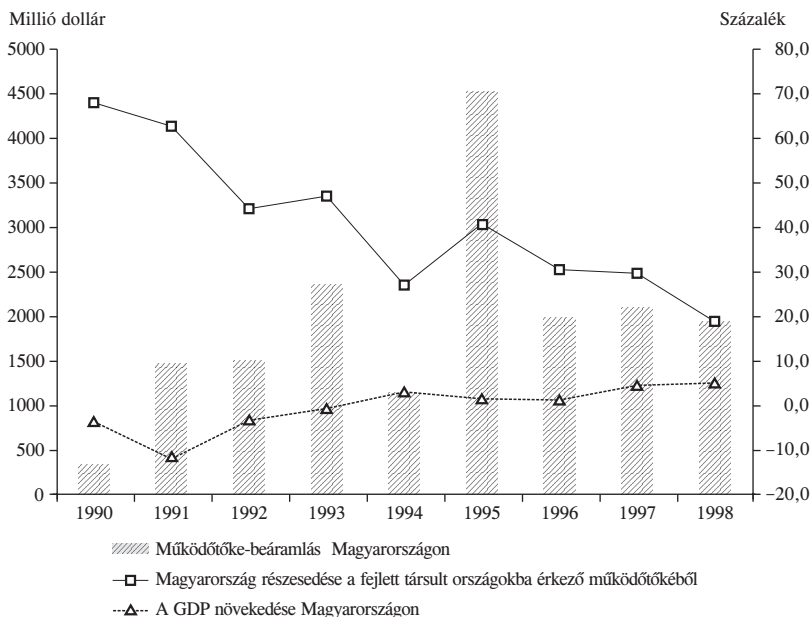
<sup>5</sup> Hasonló a helyzet reálleértékelődés esetében, csakhogy ekkor a csökkenés mértékében nő a fejlettségi szintek közötti különbség. A nominális és reálárfolyamok változékonysága miatt a fejlettségi szintek összehasonlításához általában a vásárlóerő-paritást használják. Ez azonban tartósan és jelentősen eltérhet az úgynevezett egyensúlyi árfolyamtól, és ezért félrevezető lehet. Ennek részleteivel *Halpern–Wyplosz* [1997] foglalkozik.

1. táblázat  
Működőtőke-beruházások a társult országokban (millió dollár)

Ország	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Csehország	513	1004	654	878	2568	1435	1268	1617
Észtország	..	82	162	214	201	150	266	485
Magyarország	1462	1479	2339	1144	4519	1983	2085	1935
Lengyelország	291	678	1715	1875	3659	2768	3077	6326
Szlovénia	65	111	113	128	176	185	321	165

\*Csehország és Észtország esetében a január–szeptemberi adatok extrapolálásával számított érték.  
Forrás: IFS, 1998, 1999. május, Magyar Nemzeti Bank.

1. ábra  
Működőtőke-beáramlás és a növekedés Magyarországon



nagy szerepet játszott az, hogy Magyarországra már a nyolcvanas évek végétől folyamatosan nagy mennyiségű működőtőke áramlott be.

A konvergencia időszakában továbbra is alapvető fontosságú a növekedési képesség erősítése. Ez nagyban függ attól, hogy mennyire versenyképes az ország termelési szerkezete azaz, hogy hová jutott el a szerkezeti átalakításban. Fontos tényező a világpiachoz való integrálódás, ami befolyásolja a jövőben várható működőtőke-befektetések nagyságát.

Magyarország a radikális átalakítások miatt lassan startolt a kilencvenes évek elejének visszaesését követően kibontakozó növekedési versenyben, de az 1998. évi orosz válság miatti piacvesztés és lanyhuló konjunktúra következményeit jobban állta, mint „versenytársai”. (Lásd a *Függelék F1. táblázatát*.) A magyar export közel 80 százaléka az EU-országokba irányul, s a kivitt termékek 60 százaléka feldolgozóipari termék. Mindez

arra utal, hogy a magyar gazdaságnak a jövőt tekintve kedvezők a tőkebefektetéseket vonzó adottságai, ami alapot jelenthet a viszonylag magas növekedés tartós folytatódásához. Figyelembe kell azonban venni, hogy a magas adósság miatt a fenntartható külső egyensúly kritériuma szigorúbb, ezért a finanszírozhatóság feltételét megkülönböztetett figyelemmel kell mindenkor teljesíteni.

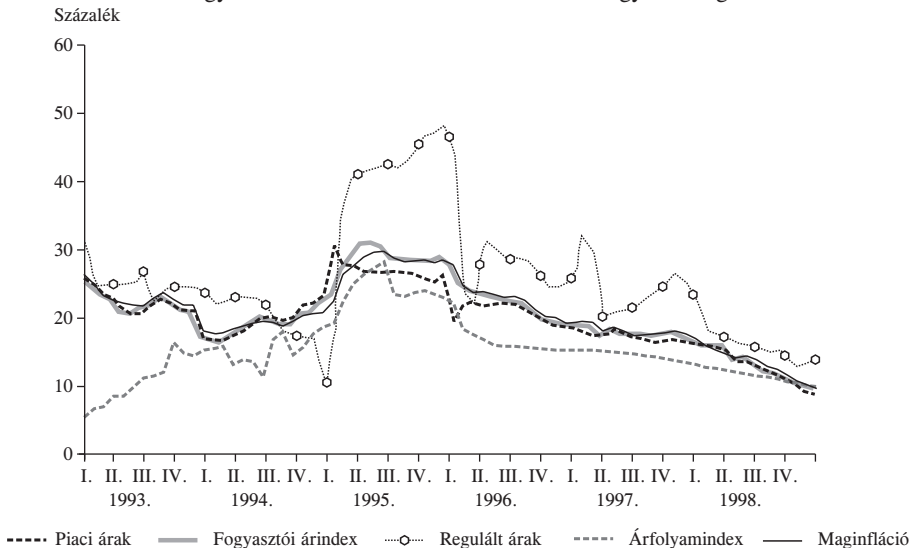
Mindaddig, amíg az EU-hoz való csatlakozásra nem kerül sor, a feltörekvő piacokon kialakuló feszültségek a pénzügyi piacokon jelentkező fertőzésen keresztül közvetlenül vagy közvetve kihatnak a magyar fejlődésre is. A régióra kirótt magasabb kamatfelár vagy eláramló befektetés végső soron növeli a felzárkózás költségeit, lassíthatja a növekedést.

### Infláció

Az 1995. évi kiigazítást követően a monetáris politika folyamatosan csökkenő infláció elérését tűzte ki célul, ezzel támogatva a kibontakozó növekedést. Magyarország az úgynevezett „fenntartható dezinfláció”<sup>6</sup> politikáját folytatta 1995-től, amely az infláció mérséklését fokozatosan, de folyamatos trend mentén – a visszafordulás kockázatát mérsékelve és a termelési veszteséget minimalizálva – kívánta elérni. Ennek érdekében a kormány és az MNB a célinflációt és ehhez kapcsolódóan a leértékelés előre bejelentett havi ütemét több, egymással kölcsönhatásban lévő tényező figyelembevételére alapozta: a várakozások jellege, a versenyképességi megfontolások és a relatív árárányok szükséges korrekciója egyaránt szerepet kapott.

Az ugyancsak 1995 márciusában bevezetett, előre bejelentett, csúszó rögzítésű,  $\pm 2,25$  százalékos sávszélességű árfolyamrendszer a kiszámíthatóság növelésével a hitelesség visszaszerzését és megerősítését, az árfolyam dezinflációs horgony szerepének az érvényesülését szolgálta. Az új gazdaságpolitika és az árfolyamrendszer iránti bizalom azonban csak a

2. ábra  
A fogyasztói ár növekedésének összetevői Magyarországon



<sup>6</sup> Surányi-Vincze [1998] részleteiben számol be a dezinflációs politika céljairól és eszközeiről.

gazdasági teljesítmény javulásával párhuzamosan, fokozatosan erősödhetett meg. A relatíve szűk árfolyamsáv hitelességét a jövedelem- és a fiskális politika együttműködése nélkül, kizárólag csak szigorú kamatpolitikával nem lehetett volna megteremteni, vagy másként fogalmazva: a költségvetés alkalmazkodóképessége, valamint a jövedelempolitikában is tükröződő várakozások mindenkor határokat szabtak a dezinfláció ütemének.

Tekintettel a kiigazításhoz vezető kényes pénzügyi helyzetre és az eladósodottságra, a piac kiemelt figyelmet szentel Magyarországon esetében a külső és belső egyensúly alakulásának. Ezért, bár az infláció mérséklése a monetáris politika egyetlen végső célja 1995 óta, a dezinfláció ütemét illetően a kilencvenes évek második felét a fokozatosság politikája jellemezte: a gazdaságpolitika nem törekedett az infláció drasztikus mértékű leszorítására. Más oldalról ez azt jelentette, hogy az áralapon mért reálfelértékelődés mértékét az egyensúlyi reálárfolyam középtávon fenntartható felértékelődésével összhangban igyekezett korlátozni. Ugyanakkor az áralapon mért reálfelértékelődést túlkompenzálták a versenyképesség egyéb tényezőinek (például termelékenység) javulásából fakadó előnyök, és így a külfölddel versenyző szektorok versenyképessége jelentősen javult. Például 1997-ben, amikor az erősödő befektetői bizalom jeleként kiemelkedően nagy volt a működőtőke-befektetés – ami pozitív kínálati sokként is felfogható –, a forint nominális felértékelődését korlátozta a szűk árfolyamsáv és főleg annak meredeksége, hiszen havi leértékelési ütem mértéke 1,2 majd 1,1 és végül 1 százalékos volt. Az MNB nagymértékű erős sávszéli intervencióra kényszerült. A leértékelési ütem nagyobb mérséklése vagy egy nagyobb nominális felértékelés (sávszélesítés) kétfajta kockázatot is felerősített volna.

1. Fennállt a veszélye, hogy a felértékelődés következtében – a bér- és az áralkalmazkodás lassúsága miatt – csak a külfölddel versenyző és nem versenyző termékek árárnnyai változnak, s ez a versenyképesség romlását és a külső egyensúlytalanság növekedését váltotta volna ki. Ez az ország hitelképességének megítélésében és az eladósodottság mérséklésében elért eredményeket veszélyeztette volna.

2. Azt sem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy a tőkebeáramlás elsősorban a multinacionális vállalati szektort érintette, és annak teljesítményében váltott ki sokszerű javulást. Ugyanakkor – részben a nagyvállalati kör expanziójával is összefüggésben – megindult a hagyományos, illetve a kis- és középvállalkozó szektor fejlődése is, de ennek a vállalati körnek a profitabilitása még jóval „sérülékenyebb” lett volna egy váratlan, drasztikus felértékelődéskor.

Mindezek alapján tehát egy sima, de lassúbb dezinfláció látszott célravezetőnek, amely sem az árfolyam, sem más (például hatósági, energia) relatív ár erőszakos rögzítésével nem kíván operálni, azaz kerülendőnek tartja a relatív árak mesterséges rögzítésével keletkező elfojtott inflációs nyomást. Ez a politika soha sem tűzött ki 4-5 százalékpontos inflációcsökkenésnél nagyobb célt, viszont ezt az egyébként nemzetközi összehasonlításban figyelemre méltó ütemet úgy sikerült megvalósítani, hogy a dezinfláció lényegében nem járt növekedési áldozattal.

A fogyasztói árinfláció 1999. első negyedévében – több mint egy évtized óta először – egy számjegyűvé vált, amiben közrejátszottak a világszerte deflációs folyamatok is. A részletes elemzés alapján azonban az látható, hogy a kedvezően alakuló importált infláció mellett, ennek hatását leszámítva, a belföldi eredetű tényezők jelentős szerepet játszottak az 1998. évi, mintegy nyolc százalékpontos inflációcsökkenésben. Különösen fontos fejlemény volt a külfölddel versenyző szektor bérmegállapodásaiban megfigyelhető alkalmazkodás, ami tükrözte az inflációs cél és az előre bejelentett árfolyam hitelessége térnyerését, s 1998-ban megindult a nominális bérek növekedési ütemének csökkenése. A nominális bérnövekedés valamelyest meghaladta ugyan a gazdasági programban előírt irányítottat, de a mérsékeltebb bérnövekedés azt mutatja, hogy a munkavállalók és a munka-

adók is egyre jobban bíztak abban, hogy az infláció tervezett csökkentése tényleg bekövetkezik, és a reálbérek növekedése kisebb ütemű bérnövekedés mellett is létrejöhet. Ez tette lehetővé a költség-ár-spirál jelentős ütemű megfékezését, miközben a gazdaság viszonylag magas növekedési ütemű pályán fejlődött tovább.

A külfölddel versenyző szektorban az árképzésben az előre bejelentett leértékelési pálya horgonyszerepe erősödött, és a nemzetközi pénzügyi válságokat kísérő leértékelődés csak ritkán jelent meg az árakban (lásd *MNB* [1998]). Ez is azt jelentette, hogy az árfolyamsávot a piac irányadónak fogadta el.

A szűk sávos árfolyamrendszerben a monetáris függetlenség korlátozott. Ezt mutatja az, hogy az elmúlt három évben (az orosz válságig) az MNB nagy volumenű intervencióra kényszerült a felértékelési nyomás hatására. A devizavásárlással kibocsátott többlet-forintlikviditást forintadóssággal (passzív repó, betételhelyezési lehetőség, MNB-kötvény) tudta csak semlegesíteni a központi bank. Ez az 1996-tól folytatott úgynevezett sterilizált intervenciók politika elvileg azt a veszélyt hordozza magában, hogy a tőkebeáramlás hatására keletkező többletlikviditás semlegesítésekor fennmaradó magas kamatok újabb sterilizálandó tőkebeáramlást generálnak. A növekvő sterilizációs költségek elkerülhetetlenné teszik a költségvetési kiigazítást és az árfolyam-korrekciót (felértékelődést). A magyar eset érdekes tanulságokkal szolgált e tekintetben. Összehasonlítva a legfejlettebb kelet-európai országokkal, a forintbefektetések kockázati prémiuma – az intenzív sterilizáció ellenére – alacsonyabb lett azt követően, hogy az 1995. évi gazdaságpolitikai korrekció hitelessé vált. (Lásd 3. ábrát.) Ez tükrözi azt, hogy a hitelesen szűk sávos (kvázifix) árfolyam-rendszerben relatíve kisebb az árfolyamkockázat. Ez ad magyarázatot arra, hogy a sterilizáció költségei nem nőttek elviselhetetlen mértékűre,<sup>7</sup> sőt az eladósodottság költségvetésben tükröződő folyó költségei mérséklődtek: a költségvetés eredményszemléletű kamatkiadásai a GDP-hez mérten az 1995. évi 9 százalékról 1998-ra 7 százalékra csökkentek.

Az 1998-as orosz válságig, az intenzív tőkebeáramlás miatt az jelentette az igazi gazdaságpolitikai dilemmát, hogy érdemes-e „ellenállni” a folyamatosan érvényesülő felértékelési nyomásnak, vagy célravezetőbb növelni a kamatpolitika szabadságát részben az árfolyam nagyobb rugalmasságát megengedve, azaz sávot szélesítve. Tekintettel azonban arra, hogy a sterilizált intervenció relatíve alacsonyabb költséggel járt, az elvi megfontolások és a nemzetközi tapasztalatok alapján a váratlanul nagy – még ha esetleg átmeneti – nominális felértékelődés és a valamelyest alacsonyabb infláció a magas kockázati hatás miatt elképzelhető vesztesége visszatekintve is nagyobbak látszik a „dezinflációs veszteségből” – azaz a lassabban csökkenő inflációból – és a sterilizáció többletköltségéből fakadó jóléti veszteségeknél.

Az előirányoztnál kisebb infláció 1998-ban új, a korábbiakban ismeretlen jelenség volt Magyarországon és a többi átalakuló országban is, amely számos kérdést vetett fel a megfelelő fiskális-monetáris gazdaságpolitika kialakításával kapcsolatban. Habár az infláció mérséklésének – országonként különböző mértékben – számos tényező szab határokat,<sup>8</sup> az 1997–1998-as válságokat követően tapasztalt vártnál kisebb infláció és növekedés hangsúlyossá tette az amúgy is világos követelményt: valamennyi átalakuló országban szükséges az államháztartási reform továbbvitele, ami által a költségvetés szerkezete lehetővé teszi azt, hogy az üzleti ciklus „ellen dolgozva” a költségvetés automatikus stabilizátor szerepe érvényesüljön. Tekintettel arra, hogy az „optimális politikakeverék” – a szigorú fiskális és a nem túl szigorú monetáris politika kombinációja – a gyakorlatban mindig nehezen valósítható meg, a dezinfláció ütemét és mozgásterét a jövőben is várhatóan alapvetően a költségvetési politika, s ehhez kötődve a jövedelempolitika határozza meg (*Begg* [1998]).

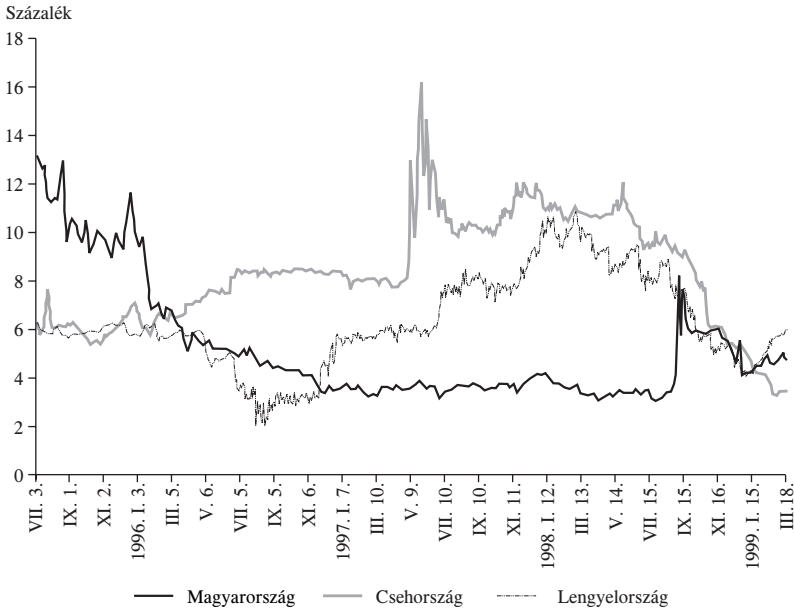
<sup>7</sup> Átlagosan a GDP mindössze 0,16 százalékára becsülhetők. Lásd *Jakab-Szapáry* [1998].

<sup>8</sup> Lásd ezek áttekintését a *Cottarelli-Szapáry* [1998] kötetben.



## 3. ábra

A kamatprémium alakulása (1995. július 3.–1999. április 13.)



A kamatprémium kiszámítása a három hónapos bankközi kamatok és a három hónapra előre bejelentett árfolyamsáv-csúszás (Csehországra = 0), valamint a LIBOR (70 százalék márka, 30 százalék dollár) ráták alapján készült.

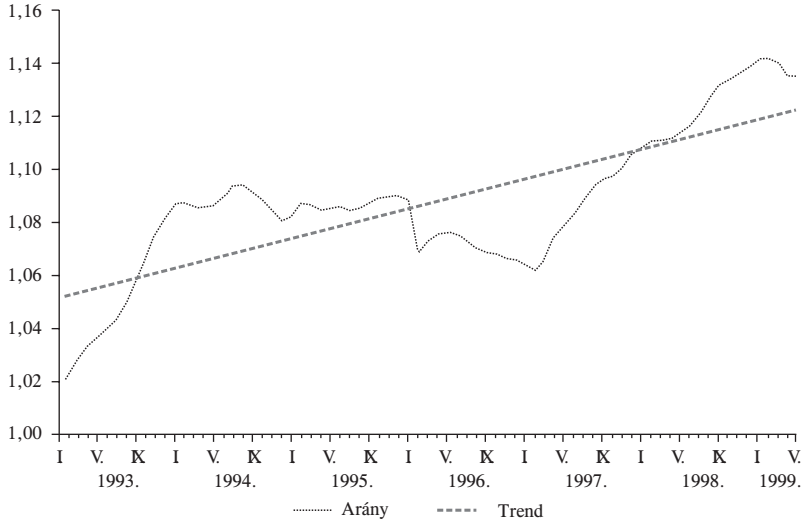
## A reálárfolyamok

A Magyarországon folytatott „mértéktartó” dezinflációs politika tehát igyekezett mérsékelni a túlzottan ambiciózus inflációcsökkenéssel járó kockázatot, ami abból fakadt volna, hogy a várakozások tehetetlenségét figyelmen kívül hagyva, hosszabb távon nem fenntartható intézkedésekkel visszaszorítják az árnövekedés ütemét (például a valuta túlzott felértékelődésével, relatív árváltozások elfojtásával stb.). Később – 1998–1999-ben – a dinamikus fejlődő magánszektor javuló alkalmazkodási hajlandóságáról tett tanúbizonyságot, ami elsősorban a külfölddel versenyző ágazatok bérmegállapodásaiban tükröződött. Az export húzóerejévé vált feldolgozóiparban a nominális bérek növekedését a gyorsuló termelékenységnövekedés mellett az infláció célként meghirdetett mértéke is egyre inkább orientálta.

Mindezek következtében, míg az áralapú reálárfolyamok világosan tükrözik a felzárkózó gazdaságokra jellemző egyensúlyi reálfelértékelődés tendenciáját (4. és 5. ábra), a költség- és profitalapon számított mutatók éppen ellenkezőleg, jelentős reálleértékelődést mutatnak 1991 óta. A fajlagos bérköltség alapján számított mutató mellett természetesen szükség lenne a teljes tényezőtermelékenység alakulása alapján végzett vizsgálatokra is, hiszen éppen a jelentős működőtőke-befektetések miatt felgyorsuló technológiaváltás következtében a munkatermelékenység növekedése feltehetően kedvezőbb képet mutat a teljes termelékenységnél. Az 1995-ben megugró, meglepetésinfláció hatására bekövetkezett nagy reálbércsökkenés mutatkozott meg 1995–1996-ban a költség-versenyképesség drasztikus javulásában.

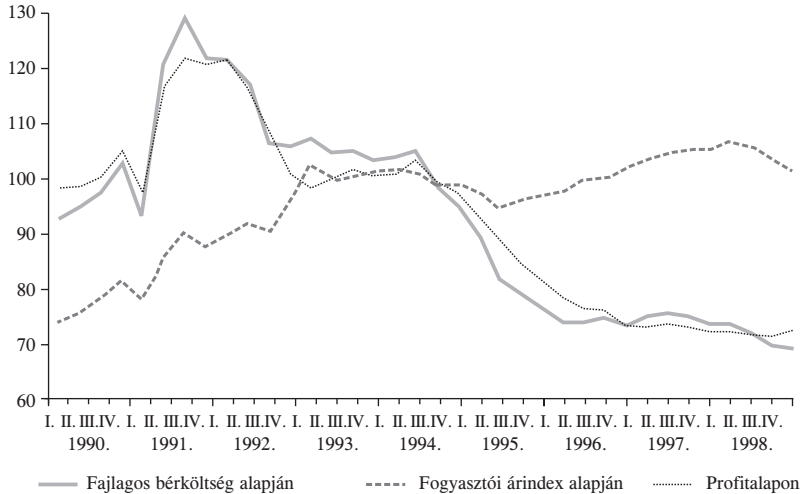
4. ábra

A szolgáltatások/a külfölddel versenyző termékek árnövekedésének aránya Magyarországon (1991=1)



5. ábra

Reálegatív árindexek Magyarországon (1994 = 100)



Megjegyzés: a növekedés reálfeltérkelődést mutat. A fajlagosbérköltség és a profitlapon mutatók a hozzáadott érték alapján készültek.

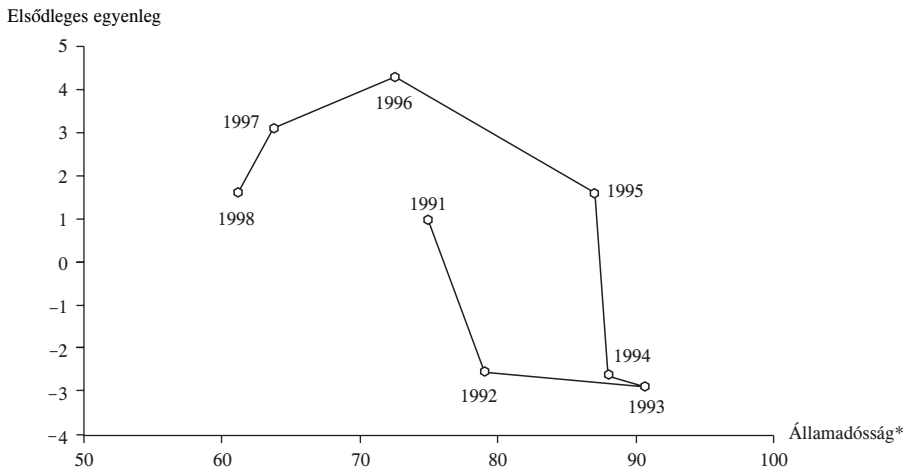
## A fiskális politika

Miközben általánosan elfogadott, hogy a felzárkózás és a stabilizáció kulcskérdése a fiskális politika, az EU-hoz való közeledés kritériumainak meghatározását és perspektíváinak felmérését nehezíti (ma még lehetetlenné teszi) az, hogy az államháztartási hiányra és az államadósságra vonatkozó mutatókat nem, vagy csak nehezen lehet összehasonlítani még a fejlettebb felzárkózó gazdaságokra vonatkozóan is. A rendelkezésre álló statisztikák vagy különböző metodika szerint készülnek, vagy csak hiányosan tükrözik az államháztartást. A reformok (adóreform, támogatási, elvonási rendszer stb.) bevezetése terén is nagyon különböző szintre jutottak el az EU-hoz majdan csatlakozó országok. Míg a központi költségvetésre vonatkozó adatok összehasonlítása legfeljebb csak az alkalmazott módszertan hiányosságai miatt ütközik nehézségekbe, addig az igazán releváns államháztartási pénzügyi pozícióra vonatkozóan több ország esetén egyáltalán nincs információ, a központi költségvetésen kívüli alrendszerek (elkülönített alapok, társadalombiztosítás és önkormányzatok) hiányos statisztikái miatt. További problémát jelent a kvázifiskális tevékenységek és a költségvetésen kívüli állami kötelezettségvállalások és garanciák számbavétele. Az átláthatóság megteremtése terén tehát sok a tennivaló, annak hiányában pedig nem lehet megbízható felzárkózási programot összeállítani.

Nehézséget jelent az elemzésben és az összehasonlításban az is, hogy a felzárkózó országok az államháztartás szerkezete, az eladósodottság és az adósságszolgálat, valamint az adósság szerkezete tekintetében nagyon különbözőek, ami lehetetlenné teszi a gazdasági programok teljesítéséhez szükséges további költségvetési alkalmazkodás meghatározását. A leggyakrabban használt deficitmutatók pénzforgalmi szemléletűek, holott a makrogazdasági programok szempontjából az eredmény szemléletű mutatók az irányadóak. Az államháztartás keresleti hatásának vizsgálatához pedig mindaddig, amíg az infláció viszonylag magasabb, annak hatását kiszűrve is meg kell vizsgálni az államháztartás pozícióját (operacionális deficit). A keresleti hatás és a fiskális politika fenntarthatóságának elemzéséhez hozzátartozik az elsődleges egyenleg szintjének és változásának nyomon követése.

6. ábra

A fiskális kiigazítás jellemzői Magyarországon  
(a GDP százalékában)



\* Az államháztartás bruttó adóssága.

Magyarországon az 1995. márciusi fiskális kiigazítás eredményeképpen alakult ki többlet az elsődleges egyenlegben, amit a magas adósságráta csökkentésének elkerülhetetlensége és a finanszírozhatóság szempontja egyaránt szükségessé tett. (Lásd a 2. táblázatot.)<sup>9</sup> A fiskális kiigazítás hozzájárult ahhoz, hogy mind a bruttó, mind pedig a nettó adósságra számított adósságráta jelentősen csökkent. Az adósságráta mérséklődésének az összetevőit vizsgálva azonban megállapítható, hogy a több mint 20 százalékpontos adósságráta-csökkenésben kiemelkedő szerepet játszottak a privatizációs bevételek.<sup>10</sup> Már itt célszerű emlékeztetni arra, hogy ez a tényező egyszeri csupán.

2. táblázat  
Az államadósság\*/GDP hányados változása  
(százalék)

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>I. Bruttó adósság/GDP</i>	79,0	74,9	95,7	96,2	100,3	83,6	74,3	72,8
<i>II. A bruttó adósság /GDP hányados változása</i>	8,6	-4,1	20,8	0,5	4,1	-16,7	-9,3	-1,5
<i>III. Nettó adósság/GDP</i>	38,9	40,6	55,3	60,2	57,8	50,1	45,1	45,0
<i>IV. A nettó adósság/GDP hányados változása (1-2-3+4+5+6)</i>	2,1	1,7	14,7	4,9	-2,4	-7,7	-4,9	-0,1
1. Az elsődleges hiány	-1,0	2,6	2,9	2,7	-1,6	-4,3	-3,1	-1,6
2. A seigniorage**	5,3	2,7	0,0	0,2	1,6	0,9	1,0	1,2
3. A privatizációs bevétel	0,0	0,8	0,3	0,8	6,6	1,1	3,0	0,5
4. A növekedés és reálkamat hatása (a + b)	10,2	4,2	2,1	1,1	2,9	3,2	1,6	1,3
a) Növekedési hatás	5,0	1,2	0,2	-1,6	-0,9	-0,7	-2,2	-2,2
b) Reálkamathatás	5,2	3,0	1,9	2,7	3,8	3,9	3,8	3,5
5. A reálárfolyam-változás hatása	-2,1	-2,3	-3,9	-0,2	4,4	-0,6	-0,7	0,2
6. A nem deficitfinanszírozó adósság változása ***	0,3	0,7	13,9	2,4	0,2	-4,0	1,2	1,7
<i>Fontosabb mutatók alakulása:</i>								
A reálárfolyam változása ****	96,4	94,4	88,5	99,5	110,6	98,0	96,0	101,6
A GDP növekedési üteme	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	5,1
GDP-árindex	125,4	121,6	121,3	119,5	125,5	121,2	113,5	113,7

\* Az államháztartás és a jegybank mérlege felhasználásával számított konszolidált adósság, ami a jegybanki sterilizációs állomány miatt magasabb, mint az államháztartás adóssága.

\*\* M0 változása csökkentve a kötelező tartalékra fizetett kamattal.

\*\*\* Költségvetésen kívüli kiadások (például bankkonszolidáció) fedezésére kibocsátott államkötvények.

\*\*\*\* A GDP-árindexszel számítva. 100 alatti érték reálfelértékelődést jelez.

Megjegyzés: a táblázat egy korábban készült elemzésben publikált számítások felújított változata (lásd Barabás-Hamecz-Neményi [1998]).

A még mindig jelentős finanszírozási szükséglet viszonylag magas szinten stabilizálta az adósság után fizetett (implicit) reálkamatot, ami évi 3-4 százalékkal növelte az adósságrátát. Ennek hatását nem tudta teljes egészében ellensúlyozni a növekedési hatás, az 1996-tól egyre gyorsabban növekvő GDP.

<sup>9</sup> Bokros-Dethier [1998] kötetben részletes elemzések találhatóak.

<sup>10</sup> Easterly [1999] többek között a privatizációs bevételek hatásán keresztül mutatja be a nem valódi, illúziókeltő költségvetési alkalmazkodás példáját.

A reálfelértékelődés felzárkózást jellemző tendenciája csak kismértékben jelentett eladósodást visszafogó tényezőt, hiszen a fentiekben kifejtettek szerint a túlzott és hirtelen reálfelértékelődésnek tudatosan szabott gátat a fenntartható dezinflációs gazdaságpolitika. Így az 1996–1998 közötti időszakban megfigyelt reálfelértékelődési hatás nem haladta meg a hosszabb távon trendként várható mértéket.

A költségvetésen kívüli adósságvállalások (például a bankkonszolidáció vagy a beváltott garanciák) egyes években jelentősen növelték az eladósodottságot mérő adósság/GDP arányt. Az extra-adósságvállalás és a privatizáció a múltra jellemző olyan egyedi tényezőkként tekinthetők, amelyek várhatóan Magyarországon már nem játszanak szerepet. A többi – a reformok és a privatizáció terén még elmaradottabb – átalakuló gazdaságokban azonban még ezeknek a hatásával is számolni kell a programok kialakítása és értékelése során.

A pénzkibocsátással összefüggő seigniorage szerepe a finanszírozásban – meglepő módon – nem volt jelentősen magasabb a fejlett országokban megfigyeltnél, noha az infláció mindvégig két számjegyű volt (lásd 3. táblázat).<sup>11</sup> A seigniorage-en belül az inflációs adó növekedése követte az áremelkedés ütemének megugrásait (1991, 1995), majd az 1995 óta tartó folyamatos dezinflációnak megfelelően csökkenő trendet mutatott. Az inflációs adó alapja, a pénztartási hajlandósággal összefüggő jegybankpénz iránti kereslet a növekvő infláció időszakában visszaesett, ami ellensúlyozta az inflációs adó növekedését. Hozzájárult ehhez az is, hogy a tőkepiacok, s különösen pedig az állampapírpiaci fejlődése következtében a megtakarítások zöme az új instrumentumokba irányult, s a tranzakciós pénzkereslet bővülését visszafogta a csak lassan éledező gazdasági növekedés. Ez az oka annak, hogy a seigniorage alakulásában nem mutatható ki trend a kilencvenes években, és összességében a monetáris finanszírozás nem haladta meg a GDP 1-2 százalékát. A seigniorage-bevételeket az is csökkentette, hogy a relatíve magas kötelező tartalékra után – a pénzügyi szektor jövedelmezőségi nehézségeit elkerülendő – a központi bank fizetett kamatot, jóllehet a kamat mértéke mindvégig alatta volt a piaci kamatoknak.

### 3. táblázat

A seigniorage összetevői a GDP százalékában

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. Bruttó seigniorage (1.1. + 1.2.)	6,2	3,4	0,1	0,5	2,3	1,6	1,6	1,6
1.1. A monetáris bázis volumen- változása	1,6	-0,2	-3,1	-2,2	-0,8	-0,5	-0,2	0,6
1.2. Inflációs adó	4,6	3,6	3,2	2,7	3,1	2,1	1,8	1,0
2. A kötelező tartalékra fizetett kamat	0,9	0,6	0,1	0,2	0,7	0,7	0,6	0,4
3. <i>Nettó seigniorage</i> (1 – 2)	5,3	2,7	0,0	0,2	1,6	0,9	1,0	1,2

Forrás: MNB.

## A konvergencia megalapozása

A feltörekvő piacokon 1997–1998-ban kibontakozott válságok próbára tették az átalakuló gazdaságok stressztűrő képességét. A magyar gazdaságot legjobban az orosz válság érintette, de végül is az 1995 óta folytatott gazdaságpolitika hitelessége inkább erősödött

<sup>11</sup> A számítások a monetáris seigniorage-ra vonatkoznak, ami a monetáris bázis változása a GDP százalékában, csökkentve a kötelező tartalékokra fizetett kamattal. A lehetőségáldozat szemléletű seigniorage ennél valamivel magasabb volt az időszak egészében.

annak következtében, hogy a válsággal együtt járó, árfolyam elleni támadást képes volt sikeresen elhárítani, s a főbb makromutatók szerint a válság nem okozott nagyobb meg-rázkódtatást, mint a fejlett európai országokban.

Részben ezeknek a kríziseknek a hatására, részben a belföldi gazdasági és politikai változások következtében megszűnt az évek óta a forintra nehezedő felértékelési nyomás. Az orosz piac összeomlása és a jugoszláv háború elsősorban nem közvetlenül, hanem közvetve, a főbb fejlett (EU) piacokon mérséklődő keresleten keresztül gyakorolt visszafogó hatást a magyar gazdaságra. A kedvezőtlen konjunktúra Magyarország esetén megmutatta azokat a még mindig érzékeny pontokat, amelyek várhatóan a következő felzárkózási időszakban is a gazdaságpolitika kulcskérdései lesznek.

Közép- és hosszabb távon az államháztartás megfelelő mérete és hiányának fokozatos csökkenése teszi lehetővé, hogy a folyó fizetési mérleg a külső eladósodás további mérséklődésével jellemezhető fenntartható pályán maradjon, miközben a gazdaság növekedése meghaladja a fejlett országok átlagos növekedését. Amennyiben a középtávú program megfelel ennek a követelménynek, akkor a – reakcióidőt tekintve gyorsabb – monetáris politika lépései képesek kezelni a rövid távú sokkokat, a külső és belső finanszírozási igény átmeneti megnövekedése nem okoz problémát. Ekkor a finanszírozás nehézség nélkül biztosítható, mint azt az orosz válság idején és azt követően láttuk – amikor is a piac jónak értékelte a magyar fundamentumokat. Igaz, hogy a kamatfelárak (jóllehet átmeneti) megemelkedése még a jól teljesítő gazdaságokat is sújtja. Ellenpéldaként az 1995-ös mexikói válság magyar gazdaságra ható következményeit említhetjük.

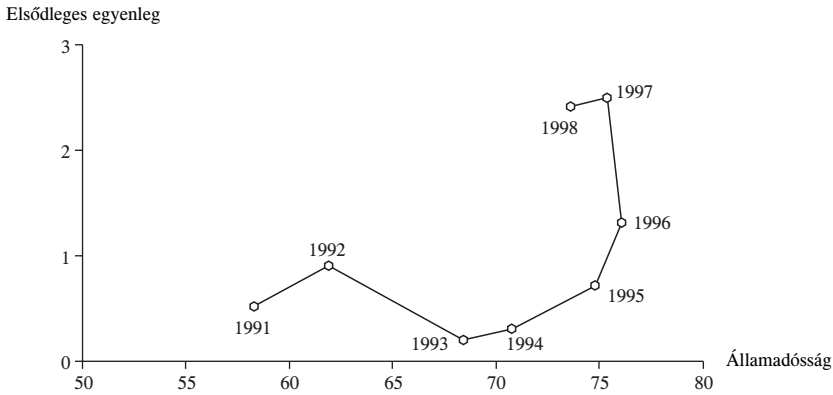
A továbbiakban azt próbáljuk meg vázolni, milyen kérdéseket vet fel az EU-csatlakozáshoz vezető konvergencia időszakában a megfelelő fiskális és monetáris politika kialakítása. Ehhez kiindulópontként gyorsfénypéldaként bemutatjuk a mai eurórégió konvergenciájának legfontosabb jellemzőit, különös tekintettel a fiskális alkalmazkodás folyamatára. Ezt követően a csatlakozó közép-kelet-európai gazdaságokról következik egy, az előzőhöz hasonló pillanatkép. Végül a magyar konvergencia kulcskérdéseit vesszük sorra.

### *Gyorsfénypéldák az eurórégió konvergenciájáról*

Az infláció és az árfolyamok konvergenciája az eurórégióban gyorsan zajlott le a kilencvenes években. A háttérben drasztikus fiskális alkalmazkodást figyelhetünk meg (7. ábra), aminek következtében 1994-től az eurórégió egészében az államháztartás elsődleges többlete folyamatosan és gyorsan a GDP 2,5 százalékra emelkedett. Ez azonban csak kis mérséklődést okozott az adósság/GDP arányban. Az átlagos szinten nagyfokú kiigazítás jelentős szóródással valósult meg. A legeladósodottabb országokban (Belgium, Olaszország) az adósságráta növekedésének megfékezése a GDP 6 százalékát is meghaladó elsődleges többletet követelt. A eurórégióon belül gyorsan növekvő gazdaságok (Írország, Portugália, Spanyolország) a nominális konvergencia érdekében ugyancsak az államháztartás finanszírozási igényének mérséklésére kényszerültek, ami az elsődleges többlet jelentős növelését igényelte. A fiskális szigor fenntartása, fenntarthatósága az eurórégióon belül is az egyik kulcskérdés marad a jövőben, miközben megfigyelhető, hogy a jelenleg a monetáris unión kívüli, de várhatóan csatlakozó EU-országokban (Görögország, Egyesült Királyság) is jelentős alkalmazkodás indult meg a fiskális politikában.

7. ábra

A fiskális alkalmazkodás jellemzői az eurórégióban  
(a GDP százalékában)



#### Gyorsfénykép a csatlakozó gazdaságok konvergenciájáról

A mai előrejelzések szerint a kiválasztott közép-kelet-európai országok az EU-csatlakozás időpontjára feltehetően az infláció és az árfolyam tekintetében közel kerülnek majd a monetáris unióhoz való csatlakozási kritériumok teljesítéséhez, s az eurórégió országainak konvergenciájához hasonlóan az árstabilitás eléréséhez és az igazi kihívást a kritériumoknak való tartós megfeleléshez szükséges fiskális követelmények teljesítése jelenti majd. Természetesen ez csak akkor igaz, ha az átmeneti gazdaságok némelyikét ma még jellemző feszültségekre megtalálják a megfelelő gazdaságpolitikai választ, és a piacgazdaság minden intézménye kialakul. A csatlakozás várható időpontjára az új tagországokban már kiépülhet egy hosszú távú referenciakamatot is szolgáltatató tőkepiac, ami alkalmas lesz a hosszú távú inflációs és árfolyam-várakozások felmérésére. Az, hogy a fiská-

4. táblázat

Konvergenciamutatók alakulása öt társult országban 1997–1998  
(százalék)

Ország	Fogyasztói árindex (év/év)		Államháztartási mérleg egyenlege/GDP		Bruttó központi költségvetési adósság/GDP		Hosszú távú kamat*	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Csehország	8,5	10,7	-1,2	-2,4	12,6		..	..
Észtország	11,3	10,6	2,4	-0,6	..		..	..
Lengyelország	15,0	11,8	-3,8	-3,7	50,8		..	..
Magyarország**	18,3	14,2	-4,8	-4,7	63,7	61,2	..	9,8 ***
Szlovénia	8,4	8,0	-1,1	-1,0	..		..	..
Referenciaérték	2,6	2,0	-3,0	-3,0	60,0	60,0	6,0	4,7

\* Tízéves államkötvény hozama.

\*\* Az államháztartás adóssága.

\*\*\* Első kibocsátás 1999. január.

Forrás: IMF World Economic Outlook, ECB, nemzeti adatok.

lis kritériumok terén hová jutnak el a majdani csatlakozók, ma nem teljesen világos, ugyanis ennek megítéléséhez – mint azt az előző részben megmutattuk – a költségvetési tisztánlátás terén jelentős előrelépésre van szükség. Mindenesetre az öt kijelölt csatlakozóból ma egyedül Magyarország – és kisebb mértékben Lengyelország – az, ahol az államadósság megfékezése és az adósságráta további mérséklése problémát jelent.

Ugyanakkor az eladósodási folyamat felpörgésének elkerülése minden társult országban – s köztük a legfejlettebb, az EU-hoz várhatóan az elsők között csatlakozó országokban is – követelményként fogalmazható meg. A fiskális politika lazulása ugyanis a nominális konvergencia terén elért stabilizációs eredményeket veszélyezteti a kis nyitott gazdaságokban, ahol a költségvetés inflációs hatása nagyon gyakran a folyó fizetési mérlegnek a fenntartható szintet meghaladó mértékű folyamatos romlásán és a valuta leértékelődésén keresztül érvényesül. Magyarországon is ez történt a kilencvenes évek első felében (*Barabás–Hamecz–Neményi* [1998]).

### *A fiskális konvergencia kérdései Magyarországon*

Jóllehet a kilencvenes évek második felében az adósságráta nagyon jelentősen és folyamatosan csökkent Magyarországon, s 1998-ra megközelítette a konvergenciakritériumként meghatározott 60 százalékos szintet, az előző részben bemutatott háttérelmezésből következően az adósságráta további csökkentésére van szükség ahhoz, hogy tartós felzárkózást lehessen megvalósítani. Magyarország jelenlegi eladósodottsági szintje fejlettségi szintjéhez viszonyítva, még mindig túl magas. Amikor a mai fejlett Európa kis nyitott gazdaságai a mai magyar fejlettségi szint közelében álltak, akkor adósságrátáik sokkal kisebbek voltak.<sup>12</sup> A magas adósságszolgálat visszafogó erőt jelent, kevésbé hatékony és költségesebb felzárkózást tesz csak lehetővé. Ez különösen igaz, ha figyelembe vesszük azt, hogy a közelmúlt feltörekvő piaci válságai, s azok tovaggyűrűző hatása megnövelte a felzárkózó országoktól elvárt kamatprémiumot.

Még ha a nemzetközi befektetők különbséget is tesznek a kiegyensúlyozottan fejlődő és a feszültségekkel terhes gazdaságok között, a kamatfelár akkor is relatíve nagyobb. A válságok fertőzéses hatása rávilágított arra, hogy még a jó teljesítményű gazdaságoknak is figyelembe kell venni, hogy a tőkeáramlás iránya gyorsan megfordulhat, ha a felzárkózók között akárki is „bajba kerül”. Ezért a prudens gazdaságpolitika nagyobb tartalékokra kényszerül, és így többletköltségeket vállal, hogy megteremtse a váratlan sokkok kezelésének pénzügyi alapját. A piaci értékítélet szigorodott a teljesítmények értékelését illetően is. Az EMU konvergenciakritériumai egyfajta normává váltak a kevésbé fejlett országok elbírálásában is. Mindezek mellett a folyó fizetési mérleg továbbra is alapvető mutató maradt, különösen egy eladósodott ország esetében. A gyorsan növekvő felzárkózó országok, köztük Magyarország, magánszektora egyre növekvő forrásigénnyel lép fel, s a tőkefinanszírozás mellett hiteligénye is növekvő. A külső finanszírozási igény eladósodást generáló dinamikus növekedése csak akkor tartható korlátok között, ha az állam csökkenteni tudja finanszírozási szükségletét. Tekintettel a magas adósságrátára, középtávon a folyó fizetési mérleg olyan hiánya tekinthető fenntarthatónak Magyarországon, amely nem adóssággeneráló típusú tőkebeáramlásból finanszírozható.

Az adósságráta további mérséklése teheti tehát lehetővé a felzárkózási folyamat felgyorsítását. Az előző részben megadott, a múltra vonatkozó elemzés jövőre való kivetí-

<sup>12</sup> A hatvanas években az átlagos adósság/GDP arány a kis európai gazdaságokban (Ausztria, Belgium, Finnország, Hollandia, Norvégia, Svédország) 20 százalék körüli volt. A kiugróan magas adósságrátájú Belgiumtól (50 százalék) eltekintve az átlag 15 százalék volt.



tése alapján látható, hogy ez elkerülhetetlenné teszi az államháztartás elsődleges többletének növelését. A privatizáció ugyanis nagyon közel jár a befejeződéshez. Enyhíti az adósságráta növekedését, hogy a jövőben már elkerülhetőnek látszik a költségvetésen kívüli adósságvállalás. A seigniorage-bevételek, mint láttuk, a múltban sem voltak túlzottak, a jövőben pedig az infláció további mérséklődésével az inflációs adó csökkenésére lehet számítani, amit részben ellensúlyozhat a tranzakciós pénzkereslet növekedése. Ennélfogva a fiskális követelmények meghatározásakor 1 százaléknál magasabb seigniorage-dzsal nem célszerű számolni. A költségvetésben azonban a GDP 5-7 százalékra becsülhetők a nominális kamatkiadások, amelyek ugyan csökkennek az infláció mérséklődésével párhuzamosan, azonban ezek azok, amik továbbra is a legjelentősebb adósságrátát növelő tényezőnek tekintendők. A piac által várt reálkamat az előzőekben kifejtett fejlődő piaci trendek alapján a jövőben sem csökken jelentősen, így még a viszonylag magas növekedés és a közép-távon érvényesülő 2-3 százalékos reálfelértékelődés mellett is legalább 2-4 százalékos elsődleges többlet szükséges ahhoz, hogy teljesüljön az adósságráta fenntarthatósága, illetve további adósságráta-csökkenés következzen be. Paradox módon a fiskális alkalmazkodás enyhítését is az adósságráta mérséklése szolgálja, hiszen hosszabb távon akkor enyhíthető az elsődleges többlet iránti követelmény, ha az adóssághoz kapcsolódó terhek mérséklődnek. A reálkamatok mérséklését az államháztartási igény visszafogásával lehet elérni az EU-tagság eléréséig tartó időszakban.

Az így meghatározható, az üzleti ciklus hatásaitól megtisztított elsődlegestöbblet-követelmény Magyarország esetén meglehetősen magas, feltehetően lényegesen magasabb, mint a többi csatlakozó országban, s a követelménytől való eltérés lehetősége csekély. Az elmúlt időszakban bekövetkezett „adósságráta-zuhanás” és a maastrichti 60 százalék „közelsége” nem lehet indok a hosszú távú, ciklikusan semleges elsődleges többlet jelentős mérséklésére rövid távon, mert a fiskális expanzió könnyen veszélyezteti a dezinfláció terén elért eredményeket és a hitelességet.

Az államháztartás pénzügyi pozíciója része a belföldi megtakarításnak és mivel a magasabb belföldi megtakarítási hányad nagyobb ütemű egyensúlyi növekedést tesz lehetővé közép-távon, belátható, hogy a jelentős elsődleges többlet és az alacsony államháztartási deficit nem csupán az eladósodás megfékezésének és enyhítésének feltétele, hanem ez teszi lehetővé a magas növekedési ütemű fejlődés megvalósítását.

### **Következtetések – gazdaságpolitikai választási lehetőségek a felzárkózás időszakában**

A nominális konvergencia első szakasza akkor zárul le, ha az árfolyam rögzítése az euróhoz hitelesen vállalható lesz.<sup>13</sup> Az árfolyam rögzítését követően az válik az egyik legfontosabb gazdaságpolitikai kérdéssé, hogy a felzárkózást jellemző trend reálfelértékelődésnek mi a leghatékonyabb útja:<sup>14</sup> a főbb kereskedelmi partnerekhez mérve relatíve magasabb infláció  *vagy*  a nominális felértékelődés árstabilitás mellett. Tekintettel arra, hogy a rendelkezésre álló becslések<sup>15</sup> alapján az évi átlagos egyensúlyi reálfelértékelődés Magyarország esetében 2-3 százalékra tehető, és figyelembe véve, hogy az EU-infláció

<sup>13</sup> Az ERM-II.-höz való csatlakozás időzítésének és az odavezető lépéseknek a vizsgálata meghaladná e cikk kereteit. Ezeket a kérdéseket vizsgálja részletesen *Kopits* [1999].

<sup>14</sup> Lásd erről *Halpern–Wyplosz* [1998], valamint *Begg és szerzőtársai* [1999] tanulmányok elemzését.

<sup>15</sup> Lásd *Kovács–Simon* [1998]. Ez az érték természetesen változhat, attól függően, hogy például a termelékenység hogyan alakul a gazdaság különböző szektoraiban.

várható értéke 2 százalék évente, az árfolyam euróhoz való rögzítése Magyarországon esetében évi 4-5 százalékos infláció elérésekor vetődik fel reális gazdaságpolitikai lehetőségként. Amennyiben az árstabilitás elérése érdekében folytatódik a defláció, akkor az egyensúlyi reálfelértékelődés tendenciájának érvényre jutásához a forint középtávon átlagosan olyan mértékű nominális felértékelődésére van szükség, amennyivel az infláció az évi átlagos 4-5 százalék alá kerül.

A mai szabályok szerint az árstabilitási kritérium teljesítése 3-4 százaléknál kisebb infláció elérését kívánja meg a csatlakozó országokra nézve. Ez azt jelenti, hogy átlagosan évi egy-két százalékos nominális felértékelődés jellemezné az árfolyampályát. Természetesen a felzárkózási folyamat ennél sokkal gyorsabb is lehet jó konjunkturális viszonyok esetén, illetve ha az országok egyike-másika jelentős előrelépést mutat a piacosítás fontos területein.

A nominális felértékelődés attól függően érinti a vállalati szektort, hogy mennyire nyitott a gazdaság. Természetesen az egyes szektorok nyitottsága is különböző lehet, s azok különböző ütemű növekedése befolyásolhatja a gazdaság átlagos nyitottságát. Kis, nyitott gazdaságban – s ebből a szempontból a magyar gazdaság növekvő és nagy fokú nyitottsága fontos tényező – veszélyes lehet a nominális felértékelődés politikáját választani, ha a vállalati szektor nem elég rugalmas, és nem tudja a felértékelődés következtében kieső jövedelmeit költségei csökkentésével ellensúlyozni. A jövedelmezőség tendenciózus romlása alááshatja a versenyképességet, és a külső egyensúly kezelhetetlen romlásával járhat. Ezért az árstabilitás céljának nominális felértékelődéssel párosuló politikája nagyfokú nominális rugalmasságot igényel, ami ma még biztosan nem jellemzi az EU kibővítésének első körébe tartozó országokat.

A gyorsan növekvő és magas termelékenységnövekedést produkáló gazdaságokban a relatív árváltozások változatlanul jelentősek lehetnek. A nominális felértékelődést követő politika mellett az árstabilitás csak úgy valósulhat meg, ha a külfölddel versenyző termékek csökkenése elképzelhető. Vajon elérhető-e ilyen fokú rugalmasság a majdan csatlakozó gazdaságokban? Amennyiben nem, akkor mindez valószínűleg felveti az árstabilitási kritérium újragondolásának szükségességét.

Az árstabilitás és nominális felértékelődés kombinációja tehát csak akkor választható reális gazdaságpolitikai alternatíva, ha a gazdaság minden területe képes rugalmas alkalmazkodásra és az árak és bérek nem merevek lefelé. Fontos tanulságul szolgálhatnak e tekintetben az eurórégió relatíve fejletlenebb, de gyors ütemben felzárkózó gazdaságai, amelyek mostanság épp hasonló dilemmákkal szembesülnek. Az ő esetükben a közös valutaövezethez való csatlakozással a nominális felértékelődés lehetősége megszűnt, viszont elkötelezték magukat az árstabilitás mellett. Ennek teljesítése a belföldi kereslet gyorsuló növekedése mellett nagy erőfeszítést igényel a fiskális politikában, amit jól mutat, hogy a legmagasabb (10 százalék körüli) GDP növekedést mutató Írországon az államháztartás teljes (nem az elsődleges) egyenlege növekvő mértékű többletet mutat.<sup>16</sup> Írország esete egyébként minden tekintetben jól összevethető Magyarországon majdani fejlődésével. Az ír stratégia a nominális stabilizáció fiskális megalapozásának útját követte többé-kevésbé az előző részben Magyarország esetére bemutatott konvergencia követelményekben kapcsolható fiskális – deficit- és adósságcsökkentési – követelmények mentén. Mire az EU bővítésre sor kerül már jelentős tapasztalatok halmozódnak fel majd a hatékony felzárkózási stratégiát illetően és ennek fényében is sort kell keríteni a nominális konvergencia kritériumok felülvizsgálatára.

Az adósság/GDP arány csökkentésének kritériuma ugyancsak további pontosításra szo-

<sup>16</sup> Ennek hatására az ír adósságráta az 1997. évi 61,3 százalékról 1998-ra 52,1 százalékra csökkent.

rul.<sup>17</sup> Az államháztartási reformok továbbvitele – nem csupán a csatlakozók, de a mai EMU tagországok esetében is – egyszeri vagy átmeneti romlást eredményezhet a konvergencia kritériumokban, viszont óriási lépést jelenthet a tisztánlátás tekintetében és a pontos mérésben. Ilyen például a tőkefedezeti nyugdíjreform, amely Magyarország esetén néhány évig a GDP közel 1 százalékaival magasabb államháztartási hiánnyal jár, ami rontja az ország megítélését a ma elfogadott kritériumok alapján, s így esetleg rontja a finanszírozás feltételeit. Ugyanakkor az így keletkező többlet-deficitre automatikusan finanszírozást jelent a magánnyugdíjalapokban felhalmozódó megtakarítás, tehát makroegyensúlyi szempontból nem jelent romlást és nem jár a költségvetés keresleti hatásának növekedésével sem. Nem történik más, mint a felosztó-kirovó nyugdíjrendszerben implicit módon meglévő államadósság explicitté, láthatóvá válik.

A konvergencia nagymértékben függ attól, hogy a gazdaságpolitika jól határozza-e meg a fiskális és monetáris politika elegyét. Amint azt Magyarország esetén megkíséreltük bemutatni, a tartós stabilizáció fiskális követelményei nagyon szigorúak lehetnek, amit tovább súlyosbíthat a vártnál nagyobb inflációcsökkenés, vagy a várttól elmaradó növekedés. Az egyszámjegyű infláció tartományában ez újabb érv a Magyarország által folytatott óvatos, fokozatos dezinflációs politika mellett.

A közelmúlt új problémákra is rávilágított. A vártnál gyorsabban csökkenő infláció, vagy a várttól elmaradó növekedés rontja a költségvetés egyenlegét, miközben a kamatkidadásokban az inflációcsökkenés hatása – az adósság fix/változó kamatú összetételétől függően – csak késve jelentkezik. Amennyiben nem sikerül elérni, hogy a költségvetés a jó konjunkturális években növekvő, a ciklikusan semleges pozíciót meghaladó elsődleges egyenleggel működjön, akkor sem váratlan sokkok esetén, sem pedig az üzleti ciklus leszálló ágában nem lehetséges a szigorú fiskális követelmények enyhítése. A fejlettebb országok tapasztalatai is azt mutatják, hogy ez a legnehezebb, nem is igen van rá példa, hogy sikerül.<sup>18</sup>

### Irodalom

- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN–NEMÉNYI JUDIT [1998]: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése (Magyarország tapasztalatai a piacgazdasági átmenet időszakában), MNB Füzetek 1998/5.
- BEGG, D. [1998]: Solvency, Price Level Determination and Competitiveness: Fiscal Foundation for Exchange Rate Management in Transition Economies. Paper produced as a part of CEPR project funded by EU Phare for the National Bank of Hungary. Kézirat.
- BEGG, D.–HALPERN LÁSZLÓ–WYPLOSZ, CH. [1999]: Monetary and Exchange Rate Policies, EMU and Central and Eastern Europe. Economic Policy Initiative no. 5, CEPR és EWI.
- BOKROS LAJOS–DETHIER, J.-J. [1998]: Public Finance Reform during the Transition. The Experience of Hungary, World Bank, Washington, D.C.
- BUITER, W. H. [1992]: Should We Worry about the Fiscal Numerology of Maastricht?. CEPR Discussion Papers No. 668.
- BUITER, W.–CORSETTI, H., G.–ROUBINI, N. [1992]: *Excessive deficits*: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht. CEPR Discussion Papers No. 750.
- BUTI, M.–FRANCO, D.–ONGENA, H. [1998]: Fiscal Discipline and Flexibility in EMU: The Implementation of the Stability and Growth Pact. Oxford Review of Economic Policy, 14(3) 81–97. o.
- COTTARELLI, C.–SZAPÁRY GYÖRGY (szerk.) [1998]: Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai. Nemzetközi Valutaalap és Magyar Nemzeti Bank, Budapest.

<sup>17</sup> Részletes érvelést lásd *Buiter* [1992] és *Buiter és szerzőtársai* [1992].

<sup>18</sup> Lásd bővebben *Buti és szerzőtársai* [1998].

- CSAJBÓK ATTILA–NEMÉNYI JUDIT [1998]: The Contribution of the Government Securities Market to the Development of Wider Securities Markets in Hungary, Megjelent: Capital Market Development in Transition Economies. Country Experiences and Policies for the Future. OECD, 57–81. o.
- EASTERLY, W. [1999]: When is fiscal adjustment an illusion?, Economic Policy, 28, 57–86. o.
- HALPERN LÁSZLÓ–WYPLOSZ, CH. [1997]: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies, International Monetary Fund Staff Papers, 44(4) 430–461. o.
- HALPERN LÁSZLÓ–WYPLOSZ, CH. [1998]: The hidden Hungarian miracle, Megjelent: Halpern László–Wyplosz, Ch. (szerk.): Hungary: Towards a Market Economy, Cambridge University Press and Centre for Economic Policy Research, 1–19. o.
- JAKAB M. ZOLTÁN ÉS SZAPÁRY GYÖRGY [1998]: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. MNB Füzetek, 6. sz.
- KOPITS, G. [1999]: Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe. IMF Working Paper, No. 9.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS–SIMON ANDRÁS [1998]: A reálárfolyam összetevői. MNB Füzetek, 3. sz.
- MNB [1998]: Jelentés az infláció alakulásáról. Magyar nemzeti Bank, Budapest.
- SURÁNYI GYÖRGY–VINCZE JÁNOS [1998]: Infláció Magyarországon (1990–1997). Megjelent: Cottarelli–Szapáry [1998] 140–158. o.

## Függelék

### F1. táblázat

Gazdasági mutatók Közép-Kelet-Európa egyes országaiban (százalék)

Mutató	Év	Bulgária	Csehország	Észtország	Lengyelország	Magyarország	Románia	Szlovákia	Szlovénia
GDP (év/év)	1997	-6,9	1,0	8,4	6,9	4,6	-6,6	6,5	3,8
	1998	3,0	-2,3	4,4	4,8	5,1	-5,0	5,0	4,0
Infláció(év/év)	1997	1185,0	8,5	11,1	15,0	18,3	154,0	6,1	8,4
	1998	22,2	10,0	10,6	11,8	14,3	60,0	6,7	8,0
Infláció(év vége)	1997	580,0	10,0	12,3	13,3	18,4	151,0	6,4	8,8
	1998	1,0	6,8	6,8	9,2	10,3	43,0	5,5	6,5
Munkanélküliség (százalék)	1997	13,7	5,2	4,6	10,3	8,7	8,8	13,0	14,5
	1998	12,0	7,5	5,1	9,7	7,8	10,3	15,6	14,4
Államháztartás egyenlege a GDP százalékában	1997	-2,1	-1,2	2,3	-3,8	-4,8	-3,6	-3,8	-1,1
	1998	-2,0	-2,4	2,6	-3,7	-4,7	-5,5	-5,3	-1,0
Folyó fizetési mérleg (milliárd dollár)	1997	0,3	-3,2	-0,6	-4,3	-1,0	-2,4	-1,3	0,04
	1998	-0,1	-1,0	-0,4	-4,5	-2,3	-3,4	-2,0	0,0
Folyó fizetési mérleg a GDP százalékában	1997	4,2	-6,2	-12,1	-3,2*	-2,1	-7,1	-6,6	0,2
	1998	-0,8	-1,9	-9,6	-3,8*	-4,8	-7,0	-10,0	0,0
Bruttó külső adósság (milliárd dollár)	1997	9,8	21,4	2,6	38,5	21,7	10,9	9,9	4,2
	1998	10,0	24,5	n. a.		23,2	11,7	13,1	5,0
Bruttó külső adósság a GDP százalékában	1997	96,8	41,0		28,4	47,5	29,2	50,9	23,1
	1998	78,9	44,4			48,9		63,0	

\*A láthatatlan külkereskedelem többletét is beszámítva.

Forrás: EBRD: Transition Report, 1998