

MNB Füzetek
1998/6

Jakab M. Zoltán – Szapáry György:

A CSÚSZÓ LEÉRTÉKELÉS TAPASZTALATAI MAGYARORSZÁGON

1998. augusztus

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 27 4

Jakab M. Zoltán: Közgazdasági és kutatási főosztály, munkatárs

E-mail: jakabz@mnb.hu

Szapáry György: A Magyar Nemzeti Bank alelnöke

E-mail: szaparygy@mnb.hu

E kiadványsorozat a Magyar Nemzeti Bankban készült elemző és kutató munkák eredményeit tartalmazza, és célja, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözze, melyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest
Szabadság tér 8-9.
<http://www.mnb.hu>

TARTALOMJEGYZÉK

ÖSSZEFOGLALÓ	6
I. BEVEZETÉS	7
II. ÁRFOLYAMRENDSZER VÁLASZTÁS A 90-ES ÉVEK ELSŐ ÉVEIBEN	10
III. A SÁVOSAN RÖGZÍTETT CSÚSZÓ ÁRFOLYAMRENDSZER	12
A. VERSENYKÉPESSÉG	15
B. KAMATPOLITIKA	16
C. TŐKEBEÁRAMLÁS SZERKEZETE ÉS A STERILIZÁCIÓ KÖLTSÉGEI	20
IV. A CSÚSZÓ ÁRFOLYAMRENDSZER TAPASZTALATAINAK ÉRTÉKELÉSE	28
IRODALOM.....	32
FÜGGELÉK.....	35

Összefoglaló

A következőkben a Magyarországon alkalmazott előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer 1995 és 1997 között szerzett tapasztalatait tekintjük át. Az átmeneti gazdaságokban használt árfolyamrendszer megválasztásakor figyelembe kell venni az átmenet legfontosabb jellemzőit; ezek közül is elsősorban a reformok indukálta inflációs feszültségeket, a termelési- és az exportszerkezet átstrukturálásának kényszerét, illetve a gazdaságpolitika hitelességének problémáját. Írásunkban az idő előtti erős valutához való árfolyam-rögzítés ellen érvelünk. Véleményünk szerint az olyan átalakuló gazdaságokban, mint Magyarország is, a sávosan rögzített előre bejelentett csúszó árfolyamrendszer egyszerre képes a versenyképesség megőrzésének és az infláció mérséklésének kettős célját teljesíteni, ám ehhez a költségvetési és a strukturális politikák megfelelő segédlete is szükségeltetik. Az antiinflációs politikában az árfolyampolitika akkor tölthet be aktívabb szerepet, ha megfelelő bérmegállapodást sikerül kötni, ennek elérése azonban a gazdaságpolitika hitelességbeli hiányosságai miatt az átmenet kezdeti időszakában nehézségekkel jár. Ugyanakkor tisztában kell lenni azzal, hogy a csúszó leértékelés csak egy átmeneti rendszer és fokozatosan meg kell teremteni azokat a feltételeket, amelyek egy olyan kis nyitott, EU-ba törekvő ország számára, mint Magyarország biztosítani tudják egy erős valutához rögzített rendszer bevezetését.

I. Bevezetés

Az utóbbi időben nyilvános viták bontakoztak ki a jelenleg is alkalmazott előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyam rendszerrel kapcsolatban. Véleményünk szerint ahhoz, hogy az árfolyamrendszer kérdésében állást foglalhassunk, mindenekelőtt össze kell foglalni a rendszer eddigi alkalmazása során szerzett tapasztalatokat. Jelen tanulmány erre tesz kísérletet. Tanulmányunk első részében áttekintjük azokat a legfontosabb szempontokat, amelyeket az átmenet során az árfolyamrendszer megválasztásakor figyelembe kellett venni. Ezek után a jelenleg alkalmazott csúszó rögzítéses árfolyam-rezsim időszakának legfontosabb makrogazdasági fejleményeiről ejtünk szót, és röviden összefoglaljuk a rendszer működését is. Majd részletesebben elemezzük a csúszó árfolyamrendszer alkalmazásakor felmerülő monetáris és árfolyampolitikai kérdéseket: a versenyképesség alakulására, a kamatpolitikára valamint a sterilizáció és a tőkebeáramlás problematikájára külön is kitérünk. Az utolsó részben értékelést adunk a rendszerről, illetve itt foglaljuk össze következtetéseinket is.

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 tekintetben, hogy a fenti célok közül melyiknek és milyen sorrendben célszerű nagyobb fontosságot tulajdonítani. Halpern és Wyplosz (1996) az átmeneti gazdaságok ár-alapú reálárfolyamának felértékelődését hosszútávon elkerülhetetlennek tartják, amit célszerűbb a nominális árfolyam felértékelődésével, mintsem a magasabb inflációval elérni. Ezen szerzők tehát impicite az árstabilitás célját helyezik előtérbe. Sachs (1996) az átmenet kezdeti fázisában a rögzítést tartja optimálisnak, mert az teremti meg a leggyorsabban a kormányzat stabilizációs elkötelezettségének hitelességét. Véleménye szerint a kezdeti rögzítés után viszont célszerű az árfolyampolitika 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 árfolyampolitika kialakítása során a döntéshozóknak többek között azt kell mérlegelniük, hogy mekkora relatív súlyt rendelnek a végső célok tekintetében az árstabilitási, illetve a versenyképességi megfontolásoknak. Mivel a fizetési mérleg feltehetőleg mindegyik átmeneti gazdaságban gazdaságpolitikai korlátot jelent, az árfolyampolitikának a versenyképességi szempontokra mindenképpen figyelemmel kell lennie¹. Szem előtt tartva ezt a fontos célt, meg kell állapítanunk, hogy az átmenet

¹ A fejlődő országok optimális árfolyamrendszer megválasztásának általános elveiről Aghevli et al. (1991) ad jó áttekintést.

olyan általános vonásokkal rendelkeznek, amelyeket az árfolyampolitika elveinek meghatározásakor nem lehet figyelmen kívül hagyni. A teljesség igénye nélkül említjük meg a legfontosabb szempontokat.

(i) A külkereskedelem és a tőkeműveletek liberalizálása. Az átmeneti gazdaságok, különböző sebességgel ugyan, de a korábban erősen korlátozott kereskedelmi és fizetési rendszer liberalizálását célul kitűző intézkedéseket hoztak. Történelmi léptékkal mérve a liberalizáció ezekben az országokban rendkívül gyorsan zajlik, következésképpen az egyensúlyi reálárfolyam szintjének meghatározása meglehetősen bizonytalan, az a gazdasági struktúra-váltásból eredő hatékonyságjavulással párhuzamosan folyamatosan változik. Az optimális árfolyamrendszernek tehát olyannak kell lennie, amely biztosítani tudja, hogy az árfolyampálya összhangban legyen a strukturális reformok ütemével. Az átmenet különböző fázisaiban más és más árfolyamrendszer illetve árfolyam szint lehet optimális. Véleményünk szerint éppen ez okozza azt, hogy az átmenet kezdeti szakaszában egy erős valutához történő rögzítés nem lehet teljes mértékben hiteles és fenntartható.

(ii) A reformok által előidézett inflációs sokkok. A belföldi árak felszabadításával a rendszerváltás előtti árupiaci túlkereslet felszínre kerülésével és azzal, hogy néhány különösen fontos terméket (energia és nyersanyag) többé nem a KGST-en belül érvényes alacsonyabb áron, hanem a magasabb világpiaci áron kellett beszerezni, a legtöbb átmeneti országban inflációs feszültségek alakultak ki. Ezen feszültségeket növelte az is, hogy a hirtelen ár-sokk miatti rendkívüli versenyképesség romlás a legtöbb országban jelentős mértékű nominális leértékelést kényszerített ki. A kezdeti inflációs sokknak azonban voltak maradandóbb komponensei is, hosszabb távú inflációs inerciát okozva. Ilyen volt a tömeges privatizáció nyomán magánkézbe került kiskereskedelemben az árak növekedése, hogy a jövedelmezőség biztosítva legyen. A KGST összeomlása után a termelés drasztikusan visszaesett, következésképpen a profitráta szükséges mértékű emelkedése is tartós áremelkedési nyomást okozott. Mindehhez hozzájárult az áruk minőségének javulása és az, hogy a relatív bérek struktúrájának úgy kellett átalakulnia, hogy az a megváltozott termelési és piaci szerkezetben jobban tükrözzék a szakértelemben lévő különbségeket és a relatív szűkösségeket. Ez utóbbi inflációs hatása azért jelentkezett, mert a munkapiacra a bérek lefelé való merevsége miatt a relatív alkalmazkodás a nominális bérek emelkedése mellett következik be. Mindemellett a reformok jelentős mértékű fiskális feszültségeket is teremtettek, ilyen volt például a bankprivatizációt előkészítő bankkonszolidáció, valamint a nyugdíj-, az egészségügyi és az adórendszer elengedhetetlen reformjai. Az államadósság magas szintje viszont általában a fiskális politika nagyobb mértékű seignorage bevételekre való ráutaltságát eredményezi, amely növeli a fiskális feszültségek magasabb inflációs szint melletti akkomodálásának esélyét. Mindezen hatások is az infláció és az inflációs várakozások növekedésének irányába mutattak.

Mint már említettük, az optimális 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 feszültségeket monetáris és fiskális restrikciónal ellensúlyozni lehetne. Ennek reálgazdasági költségeit - az output nagyarányú visszaesését, a munkanélküliség jelentős emelkedését - csak egy olyan bérmegállapodással lehetett volna elkerülni, amelyet az összes gazdasági szereplő elfogad, ezáltal az átmenet során fellépő inflációs feszültségek tompítottabban jelentkeztek volna. Figyelembe véve azonban a kínálati sokkok (KGST piacok összeomlása, a vállalati támogatások leépítése, kiélezettebb verseny) miatt elkerülhetetlenné váló átmeneti reálbér csökkenés szükségességét, egy ilyen konszenzusos megállapodás kialakítására meglehetősen kicsi volt az esély, szinte kivitelezhetetlen volt. Egy ilyen megállapodás hiányában a fent említett inflációs feszültségek szigorúan megkérdőjeleznék egy idő előtt bevezetett, erős valutához rögzített árfolyamrendszer fenntarthatóságát és hitelességét.

(iii) A termelés és az export átstrukturálásának valamint a megnövekedő munkanélküliség kezelésének szükségessége. A KGST felbomlásával és a gazdaság nyitottabbá válásával az átmeneti gazdaságok elavult technológiáját a nemzetközi és a hazai piacon egyaránt versenyképes struktúrákkal kellett felváltani. Nem kérdéses, hogy egy olyan kis, nyitott ország számára, mint amilyen Magyarország is, az export dinamikus növekedése szükséges feltétele egy olyan gazdasági növekedési pálya elérésének, amely biztosíthatja a megfelelően gyors felzárkózást a fejlett országokhoz és azt, hogy, legalábbis részben, érezhetően csökkenhessen az elavult termelési szerkezet összeomlása folytán kialakult munkanélküliség.² Az átmeneti gazdaságok számára tehát a versenyképességi szempontok különös jelentőséggel bírnak.

(iv) Bizonytalanság és hitelesség. Amellett, hogy a reformfolyamat önmagában is nagyfokú bizonytalansággal jár, a kormányzatok reformokkal szembeni nem tökéletes elkötelezettsége és a változások pontos menetrendjének hiánya tovább fokozta a bizonytalanságot. Néhány reformintézkedés csupán lassan indult útjára, néhány országban mindmáig nem is történtek meg a komolyabb intézkedések, bizonyos programok pedig letértek az eredetileg meghirdetett útról. Annak ellenére, hogy a különböző országok között jelentős különbségek vannak, általánosan megfogalmazhatjuk, hogy a gazdaságpolitikába vetett bizalom megteremtésének problematikája minden reform-országban komoly feladatnak bizonyult. A gazdaságpolitikai hitelesség megteremtésének alapkövetelménye, hogy az árfolyamrendszer az átalakulás folyamataival összeegyeztethető és ezáltal hosszabb távon is fenntartható legyen.

Meg kell jegyezni, hogy a fenti szempontok egyike sem vet fel olyan tényezőket, amelyekre ne lenne nemzetközi példa, és, legalábbis árfolyampolitikai nézőpontból nem tekinthetők korábban ismeretlen problémáknak. Ami azonban mindenképpen speciális, az a változások széles köre és sebessége. Árfolyampolitikai szemszögből a versenyképességi, a dezinflációs és a hitelességi célok között,

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 ezen értéknél magasabb.

rövidtávon legalábbis, konfliktusok keletkezhetnek amelyeket a gyors és széles körű változások kiéleznek. A különböző célok közötti inkonzisztenciát enyhítheti, illetve részben feloldhatja, ha az árfolyampolitika céljait a gazdaságpolitika egyéb területein, különösen a fiskális és a jövedelempolitikában létrejövő változások alátámasztják. Mint látni fogjuk, Magyarország esetét megvizsgálva, arra a következtetésre juthatunk, hogy az 1995 márciusában bevezetett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer, a fenti célkitűzések megvalósítását jól szolgálta, jóllehet, olyan újabb megoldandó kérdéseket hozott felszínre, mint például a beáramló tőke sterilizációja, illetve annak kvázi-fiskális 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 a csúszó árfolyam egy későbbi időpontban történő felszámolását is előkészíti egyben. Megelőlegezve a tanulmány végén található értékelést, azt már most érdemes hangsúlyozni, hogy a csúszó leértékelés rendszere azért mutathatott fel sikereket hazánkban, mert az a külső egyensúlytalanság által megkövetelt jelentős költségvetési kiigazítással és a reálberek visszaesésével járt együtt. Magyarország megerősödő fizetési mérleg helyzete jelenleg már lehetővé teheti a gazdaság sokkal robusztusabb növekedését és a reálberek emelkedését is, ami egyúttal előkészítheti a terepet egy rugalmasabb árfolyamrendszer későbbi bevezetéséhez is. Nem szabad elfelejtenünk azonban arról, hogy bármely árfolyamrendszer csak úgy lehet sikeres makrogazdasági eszköz, ha a fiskális és jövedelempolitika támogatását is élvezi.

II. Árfolyamrendszer választás a 90-es évek első éveiben

Mindaddig, amíg az előbbi fejezetben említett reformindukálta inflációs feszültségek olyannyira meghatározók voltak az átmeneti gazdaságokban, hogy azt a termelékenység növekedése nem volt képes semlegesíteni, és a gazdaságpolitika iránti bizalom hiányában a megfelelő bérmegállapodás nem jöhetett létre, a hazai infláció a kereskedelmi partnerekénél szükségképpen magasabb. Egy ilyen helyzetben a jelentős mértékű külgazdasági versenyképesség-romlás elkerülése érdekében nominális leértékelésre volt szükség. A reformok kezdetén Magyarország súlyos adósságtérheket

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 ugyan átmenetileg infláció-mérséklő lett volna, a döntéshozók a versenyképesség erodálódását azonban nem kockáztathatták meg. Úgy vélték, egyébként helyesen, hogy a teljes fixálás olyan mértékben vált volna hiteltelenné, hogy az magát az antiinflációs politikát is veszélyeztette volna. A gazdaságpolitika emlékezetében még élénken éltek a nyolcvanas évek súlyos fizetési mérleg problémái, amikor általános tapasztalat volt, hogy minden, amúgy elkerülhetetlen kiigazítási intézkedés leértékeléssel és az infláció rákövetkező időszakbeli megemelkedésével járt együtt. A külső egyensúly megbomlása így minden alkalommal szoros kapcsolatban állt az inflációs várakozások növekedésével³. A múltbeli tapasztalatok tükrében a rögzített árfolyam antiinflációs hatása csupán rövid életű lehetett volna.

A másik megoldást a forint szabad vagy piszkos lebegtetése képezhette volna, ám ez a nominális változók hosszú alkalmazkodási ideje miatt a reálárfolyam nagyfokú ingadozásának kockázatát hordozta volna magában, ennek hatásait azonban a külkereskedelem és a nemzetközi fizetési forgalom liberalizációja és a többi reform idején rendkívül nehezen lehetett volna előrejelezni. A vállalati szektor képtelen lett volna potenciálisan nagy árfolyamkockázatának lefedezésére, hiszen még nem léteztek a devizaárfolyam-kockázatok kezelésének olyan, hatékony intézményi keretei, mint a határidős tőzsdék, vagy a bankközi forward 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 (lásd az 1. sz. táblázatot)⁴. A forint gyakori, de rendszertelen leértékelése a versenyképesség megóvását volt hivatott szolgálni. 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. Ezen spekuláció többek között az importfizetések előrehozatalában és az exportbevételek repatriálásának későbbre halasztásában is nyomon követhető volt. A külkereskedelmi statisztikák így torzítottá váltak és a valós folyamatok értékelése meglehetősen nehéznek bizonyult. További problémaként jelentkezett az, hogy minden leértékelést a különböző gazdaságpolitikai erőközpontok közötti belső vita előzött meg⁵. Mivel a gazdaságpolitikusok nem igen szeretnek

³ A magyar inflációs folyamatok 1990 és 1997 közötti elemzésével Surányi és Vincze (1998) foglalkozik részletesebben.

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

⁵ A jegybanktörvény értelmében az árfolyampolitika a kormány és a Magyar Nemzeti Bank közös kompetenciája.

leértékelni, a halmozott leértékelések mértéke a szükségesnél kisebb lett, a reál effektív árfolyam jelentősen felértékelődött, ami többek között hozzájárult a folyó fizetési mérleg romlásához is. A helyzetet tovább súlyosbította a költségvetési deficit éles növekedése és az akkomodatív 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 Fontosabb makrogazdasági adatok című táblázatot a szöveg végén). Az inflációs ráta a reálárfolyam felértékelődése és a központi intézkedések elhalasztása miatt ugyan csökkent, az infláció mérséklődése azonban átmenetinek bizonyult.

1. táblázat			
A forint egyszeri leértékelései			
Idopont	Leértékelés (%)	Idopont	Leértékelés (%)
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, 1998/5			

III. 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 egy összehangolt stabilizációs program indult meg, miközben a strukturális reformokat is felgyorsították. A program legfőbb részei az alábbiakban foglalhatók össze: a költségvetési kiadásokat csökkentették, növekedtek a fogyasztási és a forgalmi adók, és átmenetileg egy 8%-os import vámpótlékot is bevezettek. A csúszó árfolyamrendszer bevezetését is ekkor határozták el. 1995. március 13-án, a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetésével egyidőben, egy egyszeri 9%-os leértékelésre is sor került. A hatóságok

előre bejelentették az 1995. júniusáig érvényben lévő 1,9%-os és az 1995. júliusa és decembere között érvényes havi 1,3%-os leértékelési ütemet. A továbbiakban a leértékelés havi ütemét az MNB a kormánnyal egyetértésben több alkalommal is csökkentette, 1998. június 15-étől 0,8%-ban határozták meg (2. sz. táblázat).

2. sz. táblázat	
A csúszó leértékelés előre bejelentett havi üteme	
Periodus	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. -	0.8
Forrás: MNB Havi Jelentés, 1998/5	

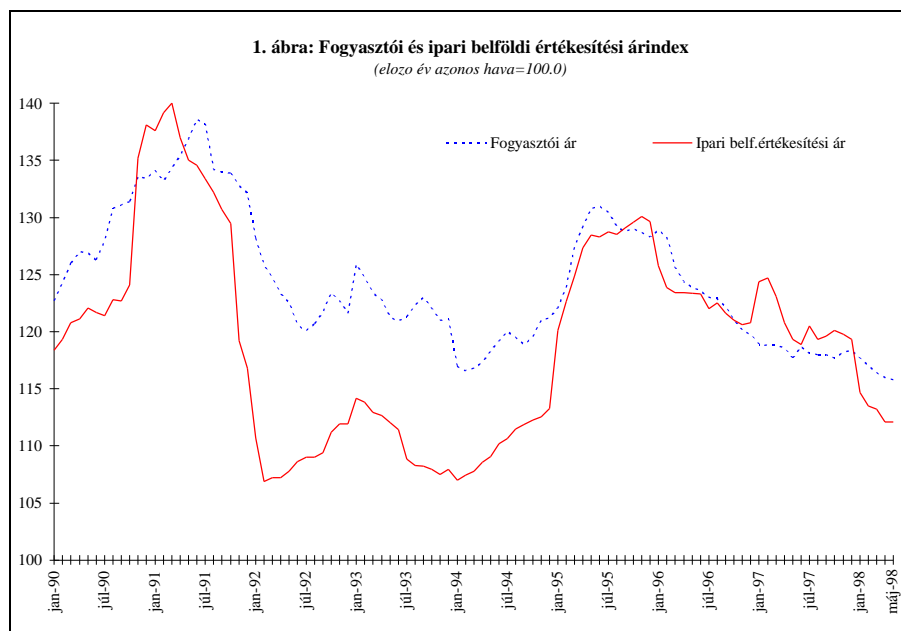
A csúszó leértékelés havi ütemét az MNB és a Kormány mindvégig az életbe léptetést megelőzően több héttel előre jelentette be, annak érdekében, hogy a piaci szereplőknek megfelelő idejük álljon rendelkezésre ahhoz, hogy a megváltozott helyzethez alkalmazkodhassanak. A gyakorlatban az MNB minden munkanap leértékeli a forintot, úgy, hogy a napi árfolyam változtatások havi átlagban egyenlők legyenek az előre meghatározott csúszó leértékelés mértékével. A különböző devizák forint árfolyamát a valutakosárral szembeni leértékelés és a megfelelő keresztárfolyam változások segítségével lehet kikalkulálni. Az MNB csak a $\pm 2,25$ százalékos szélességű intervenció sáv széléin, az ún. alsó és felső sávszélen vállalt intervenció kötelezettséget, de fenntartja a jogot arra, hogy a sávon belül is interveniáljon. Az MNB azóta ez utóbbi jogával egyetlen egyszer sem élt, jegybanki intervencióra mindeközéig kizárólag a felső (erősebb) sáv szélén került sor. Az MNB csak dollárban interveniál.

A stabilizációs intézkedésekkel párhuzamosan a strukturális reformok ütemét is felgyorsították: a tőke tranzakciókat tovább liberalizálták⁶, felgyorsították a privatizáció folyamatát és az adórendszer és a társadalombiztosítás területén is megkezdődhetnek bizonyos reformok, megindulhatott a nyugdíj-reform is. A jegybank törvényt a jegybanki függetlenség növekedésének irányába módosították, a korábbi pénzügyi törvényt felváltotta a hitelintézeti törvény, amely a prudenciális felügyelet jogkörét erősítette meg.

⁶ Jelenleg az egy évnél rövidebb lejáratú tőkemozgások kivételével de facto minden tőkemozgást liberalizált illetve kvázi-automatikusan engedélyezett. A folyó tranzakciók teljes mértékben korlátozás mentesek.

A stabilizációs lépések hatására 1996-ra a költségvetési és a folyó fizetési mérleg deficitje a GDP-arányában mérve jelentős mértékben lecsökkent, több, mint megfeleződött. Ugyanakkor a gazdasági növekedés üteme visszaesett. Meg kell azonban jegyezni, hogy a gazdasági növekedés üteme 1995-96-ban mérsékelten pozitív maradt, mivel a stabilizáció által kiváltott belföldi kereslet lassulását az export jelentős mértékű növekedése kompenzálta. Az 1995-96-os időszak alatt a reálbérek több, mint 17%-kal estek vissza, a fogyasztás visszaesését okozva. 1997-ben azonban a gazdasági növekedés megindult, a GDP volumenének változása 4,4%-ot tett ki. A növekedést leginkább az export-szektor generálta, az export volumene megközelítőleg 30%-kal emelkedett. A beruházási tevékenység 9%-os felfutása jelentette a gazdasági növekedés második fontos forrását. 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 vissza⁷.

A leértékelés és a vámpótlék átmeneti bevezetése⁸, valamint a különböző fogyasztáshoz kapcsolódó adók és az energia árának emelése természetesen az infláció növekedését váltotta ki, 1995 júniusában a fogyasztói árak éves változása 31%-os szinten érte el maximumát. Az árnövekedés üteme azóta folyamatosan csökken és 1998. májusára 14,2 %-ra esett vissza (1. sz. ábra). Abban az esetben, ha nem éri Magyarországot jelentősebb külső sokk, akkor 1998-ban várhatóan a folyó fizetési mérleg hiányának hozzávetőlegesen változatlan GDP-arányos mértékére számíthatunk, miközben a gazdasági növekedés üteme 5% körülire gyorsul és a fogyasztói árak növekedése az év végére nagy valószínűség szerint 13-14%-ra redukálódik.



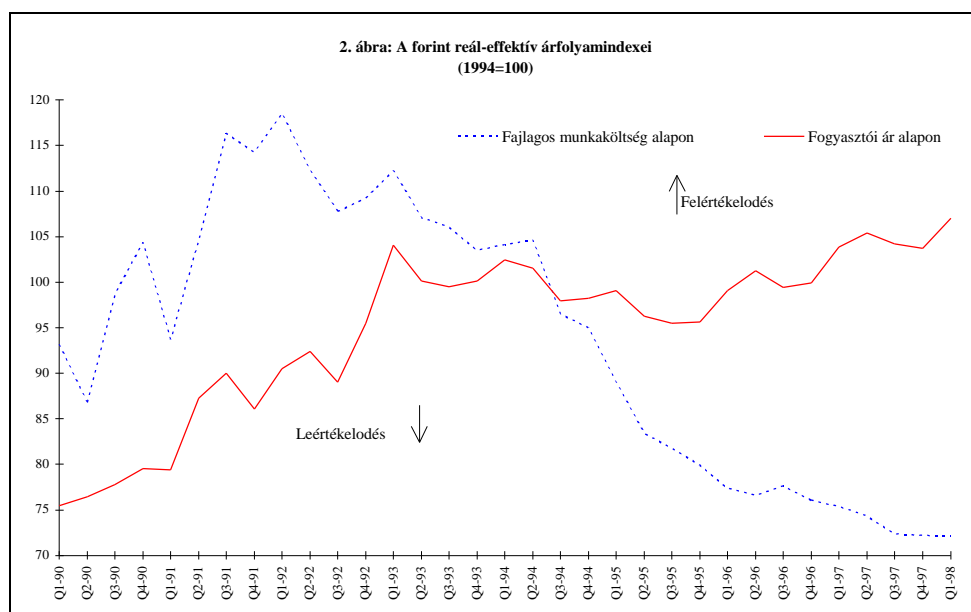
⁷ 1998. április végén a nettó külső adósság már csak 7,4 milliárd dollár volt.

⁸ A vámpótléket 1997. júliusában megszüntették.

A javuló eredményeket nem lehetett volna elérni koordinált gazdaságpolitikai megközelítés nélkül, egyszerre volt szükség egy kezdeti restriktív kereslet-politikára és a strukturális reformok felgyorsítására. A csúszó árfolyam rendszer a program egyik kulcseleme volt: fenntartotta a versenyképességet, a monetáris politika nominális horgonyaként viseltetett, és végül, de nem utolsó sorban a gazdaságpolitikába vetett bizalmat is megerősítette. A csúszó leértékelés rendszere során felmerülő kérdések közül figyelmünket elsősorban három területre: a versenyképességi szempontokra, az árfolyampolitikára és az általa meglehetősen behatárolt kamatpolitikára, valamint a sterilizáció és a tőkebeáramlás kérdéseire összpontosítjuk.

A. Versenyképesség

Tekintettel arra, hogy a magyar termelékenység szintje mélyen a fejlett országok szintje alatt van, a termelékenység növekedésének lehetősége relatíve nagy. Az 1998. márciusáig eltelt öt év során a feldolgozóipari munkatermelékenység éves átlagban 14,6 százalékkal javult. Figyelembe véve, hogy Magyarországon gyorsabb ütemben javul a termelékenység, mint a kereskedelmi partner-országokban, a leértékelési ütemet valamivel a várható infláció alatt lehet megállapítani, lehetőséget teremtve ezáltal ahhoz, hogy az árfolyam az infláció csökkenését és a versenyképesség megőrzését egyszerre segítse elő. Fogyasztói árindex alapon a reál effektív árfolyam mintegy 10,3 százalékkal értékelődött fel 1995 márciusa és 1998 márciusa között; fajlagos bérköltség alapján számítva azonban ugyanezen időszak alatt 20,3 százalékos leértékelődésről adtak számot a statisztikák (2. sz. ábra).



A reálárfolyam-mutatók értelmezésében és a versenyképesség megítélésében jelentős különbségek lehetnek ate tekintetben, hogy milyen mutatókat számítunk (lásd függelék). Általánosan javasolható, hogy egy adott ország versenyképességének megállapításához egyszerre több mutatót értékeljünk és célszerű figyelemmel lenni az

egyéb, nem reálárfolyam mutatókra is. Végül soron egy adott ország versenyképességéről akkor állíthatjuk, hogy az javulást mutat, ha képes piaci részesedésének növelésére, és az export profitabilitása is megfelelően alakul. Magyarországra 1995 óta az volt a jellemző, hogy képes volt a főbb exportpiacain a piaci részesedés növelésére. 1996-ban 9%-kal, míg 1997 első három negyedévében 19 %-kal növekedett az EU piacán lévő piaci részesedésünk. Az OECD-országok piacán mindkét évben közel 12 %-kal nőtt a részesedésünk. Ugyanezen idő alatt a profit alapú reálárfolyam is javult (lásd a függelék 1. sz. ábráját). A csúszó leértékelés tehát fenntartotta, sőt erősítette a gazdaság versenyképességét.

Az 1995-ös stabilizációt követő években a folyó fizetési mérlege jelentős mértékben javult, lehetővé téve a csúszó leértékelés ütemének fokozatos csökkentését. A külső pozíció javulása nagymértékben az export gyors növekedésének volt betudható, amely azonban nem csak a termelékenység javulását, hanem a megszülető új gépipari, elektronikai és a más ágazatokban bekövetkező diverzifikáció hatásait is tükrözte⁹. A privatizált vállalatokba és a zöldmezős beruházásokba áramló működőtőke is kulcsszerepet játszott az export fejlődésében¹⁰. A privatizációs folyamat elősegítette a külföldi tőke, a technológia és a 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 legmagasabb helyet foglalja el a kelet-közép európai országok között. Az 1997. évet is magában foglaló időszak alatt az egy főre jutó kumulatív működőtőke beáramlás közel 1500 USD volt Magyarországon, szemben a Cseh Köztársaságban mért 820 USD-vel, a szlovéniai 550 USD-vel és a Lengyelországba érkezett 220 USD-vel (UN-ECE, *Economic Survey of Europe*, 1998 No. 1.).

B. Kamatpolitika

Az előre bejelentett csúszó árfolyam pályája jelöli ki a hazai kamatpolitika mozgásterét, hiszen ha a külföldi kamatlábak és a csúszó leértékelés ütemével módosított hazai kamatlábak közötti eltérés nagyobb, mint az elvárt kockázati prémium, akkor tőkebeáramlást tapasztalunk, amely viszont sterilizáció nélkül a monetáris aggregátumok emelkedését okozza. 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 a devizatartalékok csökkenését okozza, a központi bank ennek elkerülése érdekében külföldi hitelfelvételre, rögzített árfolyam feladására vagy leértékelésre kényszerülhet.

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 cégeknek számít az a vállalat, amelynek legalább 10 százaléka van külföldi tulajdonban.

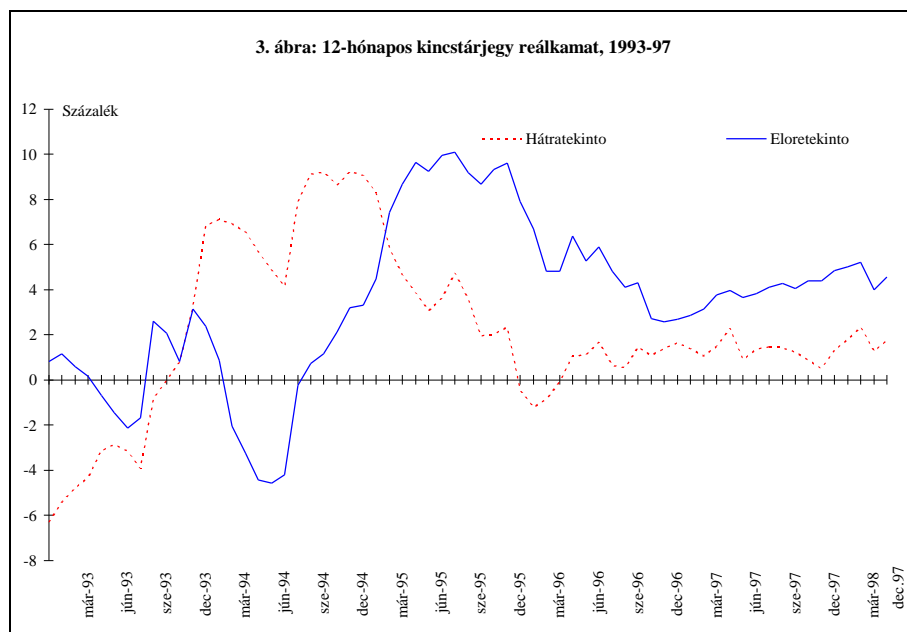
Mint azt már említettük, az MNB csak az árfolyamsáv felső és alsó széleinél vállalt intervenciós kötelezettséget, és a gyakorlatban nem interveniált sávon belül. A piaci szereplők által várt árfolyamkockázatnak tartalmaznia kell a sávon belüli leértékelődés kockázatát is. Rendes körülmények között az árfolyam- és országhoz kapcsolódó kockázatot a gazdaság fundamentális változóinak alakulása befolyásolja, 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 által határozódjanak meg, anélkül, hogy megkísérelte volna befolyásolni ezt a folyamatot¹¹. 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, 1993–94 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 projekt be nem érik ahhoz, hogy a generálódó többlet-export a megnövekedett fogyasztást kísérő importnövekedést ellentételezni legyen képes. Ezért az MNB által a csúszó árfolyam bevezetése óta folytatott kamatpolitika kettős célt szolgál: elég magasán tartja a kamatokat ahhoz, hogy megfelelő ösztönzést adjanak a hazai valutában történő megtakarításokhoz¹², 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 körültekintő értékelését igényli. Amint az a 3. sz. 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 volt¹³. Az MNB kamatpolitikájának kialakításakor óvatosan járt el, az irányadó piaci kamatok csökkentésére akkor került sor, amikor azt a tényleges inflációs folyamatok is alátámasztották. Egy folyamatosan csökkenő inflációs környezetben a hátratekintő inflációval számolt reálkamat mindvégig alatta marad az előretekintő inflációval számoltnak.

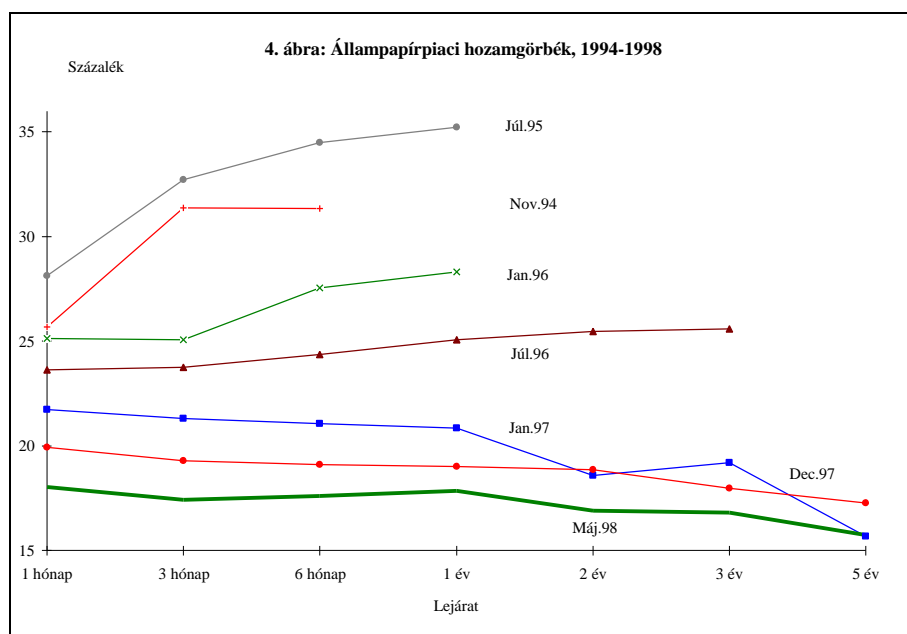
¹¹ Akkor a kamatparitás érvényesül, és nincs se tőke ki-, se beáramlás.

¹² A jegybanki eszközök hozamai a kincstárjegy-hozamok minimumát jelölik ki.

¹³ 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 növekménnyel számítottunk. A hátratekintő reálkamatláb az 1996 február-áprilisi időszakban enyhén negatívvá vált.

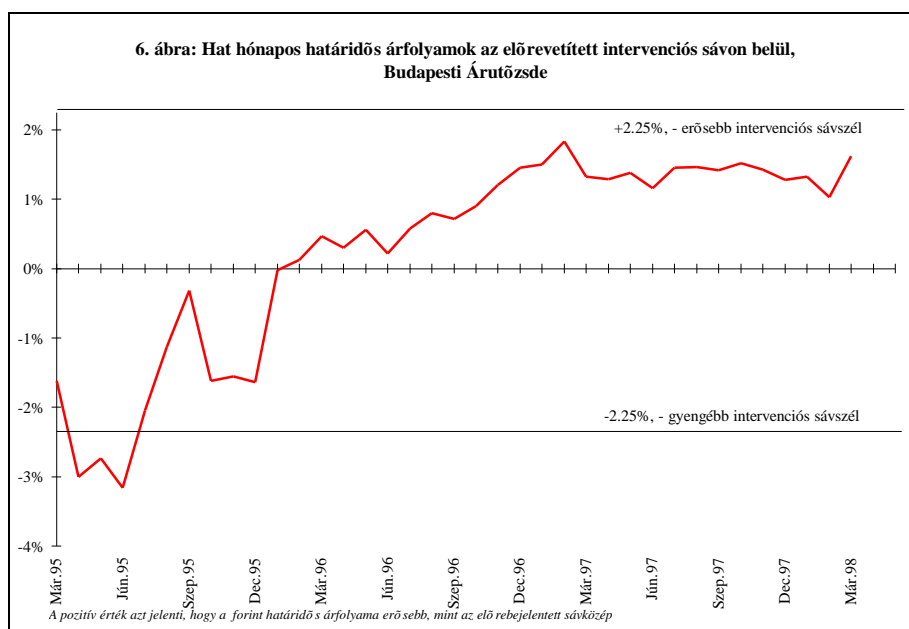
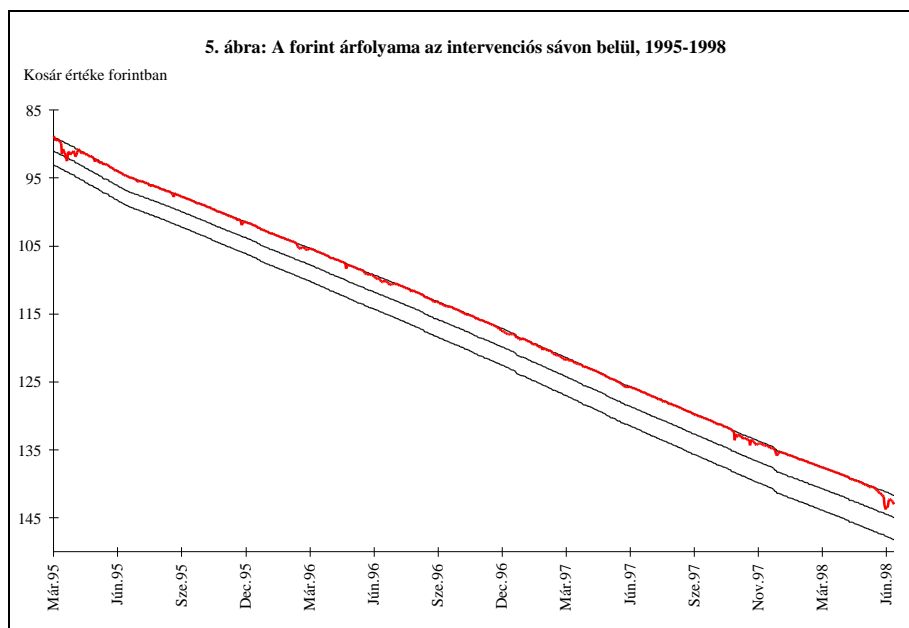


A fizetési mérleg javulása és az infláció csökkenésének hatására a csúszó árfolyam hitelessége is megerősödött, amely megmutatkozott a piaci szereplők által várt árfolyamkockázat és az inflációs várakozások csökkenésében. A javuló hitelesség lehetővé tette az állampapírok lejáratának meghosszabbodását, és egyben egy csökkenő meredekségű hozamgörbét eredményezett (4. sz. ábra). Míg 1994 végéig 6 hónap volt a leghosszabb lejárat, amelyen a központi költségvetés elfogadható költséggel volt képes finanszírozni magát a hazai tőkepiacon, s a hozamgörbe növekvő meredekségű volt, addig 1997 januárjára a fiskális hatóság már képes volt ötéves kötvényeket is kibocsátani, és a hozamgörbe elkezdett lefelé hajlóná válni, tükrözve az inflációs várakozások csökkenését.



Az MNB fentebb említett kamatpolitikájának eredményeképpen a forintban denominált eszközök hozamai kamatprémiumot tartalmaztak, amely viszont kamatérzékeny tőkebeáramlást indukált a működőtőke beáramlás és az egyéb nem kamatérzékeny tőketételek felett. A tőkebeáramlás a forint árfolyamát szinte az egész időszakban az intervenció sáv felső (erősebb) széléhez nyomta (5. sz. ábra), és a jegybankot deviza konverzióra kényszerítette. Az árfolyam intervenció sávon belüli elmozdulására komolyabban csak a rendszer bevezetésének idején, az 1997 október-decemberi időszakban (ázsiai válság) és 1998 májusa óta került sor. Az utóbbit az ázsiai válság elhúzódásán és az oroszországi fejleményeken kívül a választásokkal és kormányalakítással járó bizonytalanságok is okozhatták. A forint sávon belüli elmozdulása azonban még ekkor sem volt számottevő, ritkán haladta meg az egy százalékot. A 6. sz. ábra is jól jellemzi az árfolyamrendszerbe vetett bizalom növekedését: látható, hogy a mindig éppen legaktuálisabb 6-hónapos határidős kosár árfolyamok kiinduló pontjai az idő előrehaladtával egyre közelebb kerültek az előrevetített sáv felső határához¹⁴. A jelenséget azzal lehet magyarázni, 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 egyéb, 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 ország minősítését a befektetési kategóriába sorolták), valamint a tőkeműveletek liberalizálása áll a mögött, hogy az 1995 júliusában még 10 százalékot meghaladó kamatprémium 1998. áprilisára nagyjából 3 százalékra esett. Ugyanakkor azonban az MNB kamatpolitikája azzal is befolyásolta a kamatfelár alakulását, hogy meghatározta a belföldi kamatlábak minimumát. A kamatprémium csökkenése valószínűleg gyorsabb is lehetett volna, ha az MNB engedte volna a kamatok gyorsabb esését, ami felveti a tőkebeáramlás és a sterilizáció előnyeinek és hátrányainak a kérdését.

¹⁴ 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.

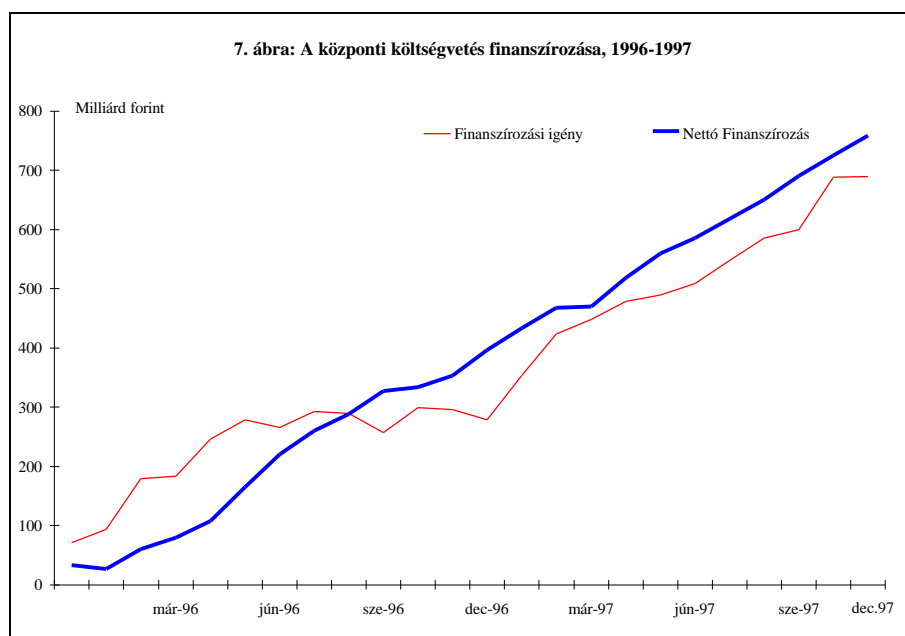


C. Tőkebeáramlás szerkezete és a sterilizáció költségei

Rögzített árfolyam esetén (amilyen valójában az előre bejelentett csúszó árfolyam is), ha a piacok bíznak a csúszó árfolyam fenntarthatóságában, akkor a kamatparitás és az elvárt felár feletti prémium tőkebeáramláshoz vezet, amelyet a túlzott likviditás és inflációs nyomás megjelenésének elkerülése érdekében sterilizálni kell. Magyarországon a sterilizáció fő formái a jegybank által felajánlott különböző konstrukciók voltak: a passzív repo, amit 1997 óta fölváltott az MNB-nél elhelyezhető betétek és az MNB kötvények. Jelenleg az MNB overnight, egyhetes¹⁵ és egyhónapos betéteket, valamint 12 hónapos kötvényt kínál. Az MNB a saját portfóliójában lévő

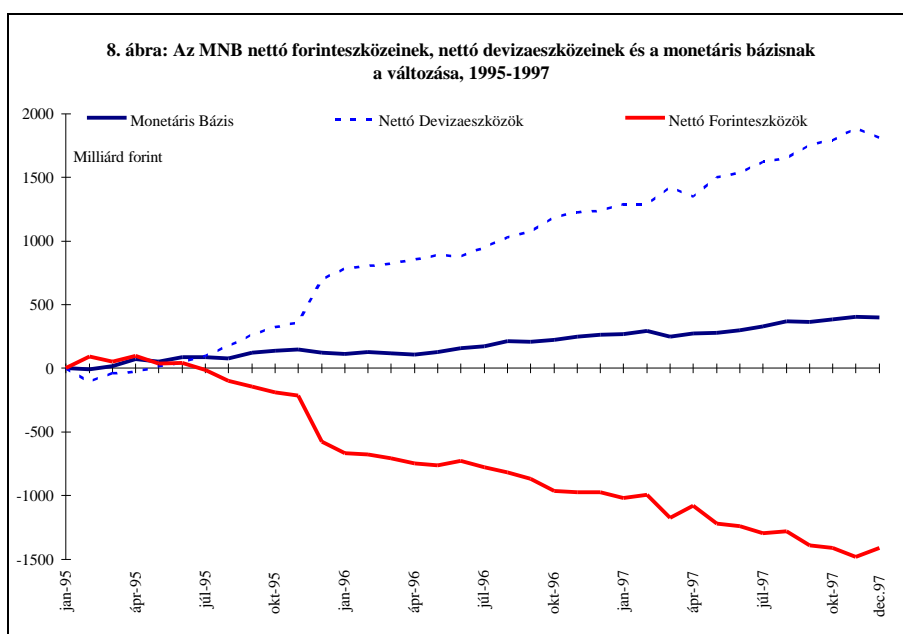
¹⁵ Az egyhetes betét 1998. augusztus 15-étől megszűnt.

értékpapírok eladásával is sterilizált, de mivel az MNB portfóliója nem tartalmazott elegendő piacképes értékpapírt, a költségvetési deficit túlfinanszírozása is hozzájárult a sterilizációhoz (7. sz. ábra). A többletfinanszírozás az Államkincstár MNB-nél vezetett számlájának egyenleg-növekedésében csapódott le. A jegybanki eszközökkel végrehajtott sterilizációt és a költségvetés túlfinanszírozását az MNB és a Pénzügyminisztérium koordináltan hajtotta végre. A túlfinanszírozás azzal az előnnyel jár, hogy az állampapírok likvidebbek, mint a passzív repo vagy az MNB betéti konstrukciók, hiszen az utóbbiakat nem lehet lejárat előtt felmondani. További előnye az állampapír-alapú sterilizációnak, hogy a passzív repó 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 eredmény számláján keresztül is végső soron a költségvetést terhelik. Ugyanakkor azonban a költségvetés túlfinanszírozásnak megvannak a korlátai is, hiszen egy bizonyos mértéken felül a felhalmozódó kormányzati betétállomány nem felhasználását 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 a tőkepiac fejlődését hátráltathatja. A túlfinanszírozás elleni legfontosabb érv mégis az szokott lenni, hogy fölöslegesen keveri össze a fiskális és a monetáris politikai funkciókat, és ezáltal a központi bank autonómiáját gyengítheti.



A 8. sz. ábra mutatja be a monetáris bázisban bekövetkező változásokat és az MNB nettó deviza- és nettó forinteszközeinek alakulását. Megfigyelhető, hogy amilyen mértékben nőttek a tőkebeáramlás hatására a nettó devizaeszközök, gyakorlatilag olyan mértékben csökkentek a nettó forinteszközök, a sterilizáció hatását tükrözve. Ebből következően a tőkebeáramlás nem vezetett túlzott mértékű monetáris bázis

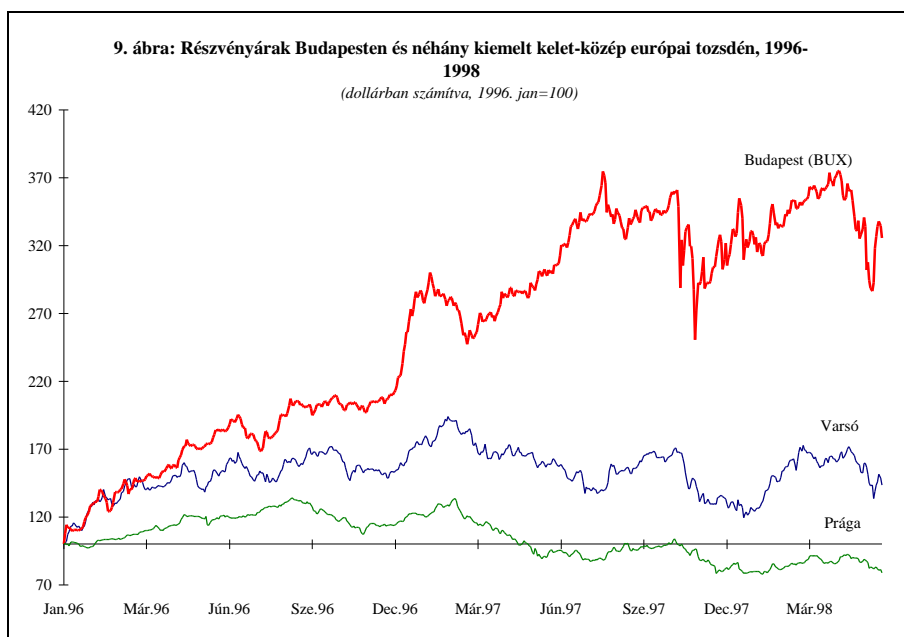
növekedéshez. Az alkalmazott rögzített árfolyamrendszerben az MNB nem követte, és valójában nem is volt képes követni valamelyik monetáris aggregátum megcélzását. Ehelyett a nominál-árfolyam volt a monetáris politika közbülső célja. A monetáris aggregátumok közbülső célként való használata elleni legfőbb érv az volt, hogy a relatíve gyors változások végbemenetelének idején, lehetetlen lett volna előrejelezni a pénzkereslet alakulását. Szapáry (1993) szemügyre veszi azokat a tényezőket, amelyek bizonytalanná teszik a pénzkereslet előrejelzését az átmeneti gazdaságokban, Zsoldos (1997) egy későbbi elemzésében kimutatta, hogy az egyetlen monetáris aggregátum, amelyre a leginkább teljesültek a szükséges követelmények az a készpénzállomány volt, ez azonban túlságosan szűk aggregátum ahhoz, hogy a monetáris politika közbülső célként tudná felhasználni, illetve befolyásolni tudná. 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.



Abban az esetben, ha a forintban denominált eszközök hozama kamatprémiumot is tartalmaz, a sterilizáció szükségképpen okoz költségvetési kiadásokat, amelyeket számszerűsíteni lehet. 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 hozadékait nem lehet forintban kifejezni. Azért azonban, hogy a rendszer relatív előnyeit és hátrányait mégis össze tudjuk vetni, megkíséreljük a költségek kiszámítását.

Mielőtt azonban a sterilizáció költségeinek becslésébe fognánk, egy pillantást kell vetnünk a tőkebeáramlások szerkezetére és azok főbb forrásaira. A 3. sz. táblázat az MNB nettó devizapozíció változásának forrásait mutatja be. Megjegyzendő, hogy az nem tartalmazza az összes nettó tőkebeáramlást, mivel nem szerepelnek benne olyan tételek, amelyek nincsenek hatással az MNB nettó külföldi követeléseire: ilyenek az

MNB és a kormány külföldi hitelfelvételei és visszafizetései, illetve az ÁPV Rt. jegybanki devizaszámlájára érkező tőketételek, azok ugyanis 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 kamatprémiummal kapcsolatba hozható tőkének. Van viszont olyan beáramló külföldi tőke is, amely ugyan nem kamatérzékeny, de növeli a belföldi likviditást, és esetleg úgyszintén sterilizálni kell. A közvetlen befektetések (ideértve a privatizációból származó bevételeket is) és a részvénytőzsdára érkező portfólió befektetések jelentik a tőkebeáramlásnak azt a két típusát, amelyek nem kamatérzékenyek, ám a forintba történő konverzió során megnövelik a likviditást. 1996 óta hazánk nagy összegű portfólió befektetést vonzott, amely a Budapesti Értéktőzsde indexének gyors növekedéséhez is hozzájárult (ld. 9. sz. ábra). Az árfolyamrendszer hitelességével párhuzamosan a rezidensek portfóliójában a forintban denominált eszközök aránya szintén megnőtt. Annak ellenére, hogy a vállalatok és a háztartások belföldi bankoknál elhelyezett devizabetéteinek forintba történő konverziója olyan kamatérzékeny tételek, amelyek a konverzió időpontjában nem jelentenek tőkebeáramlást (a tőkebeáramlás egy előző időszakban történt), a konverzió ezen forrása is kamatérzékeny és növelőleg hat a sterilizációs igényre.



3. Táblázat

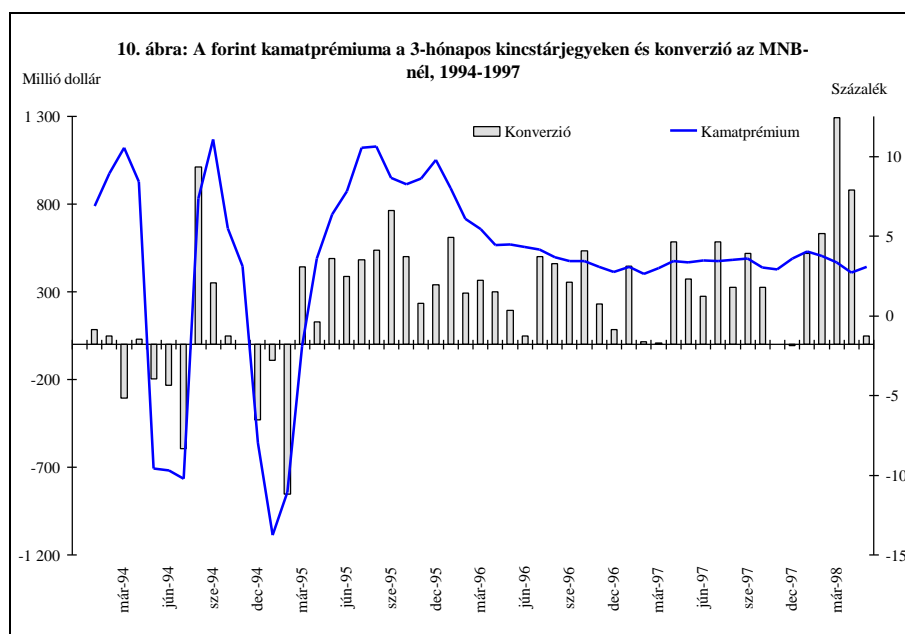
Az MNB nettó devizaeszköz pozíció-változásának forrásai^a.
(milliárd forintban)

	1995	1996	1997
I. Az MNB devizaeszközeinek változása ^b	685.5	553.8	740.6
1. Folyó fizetési mérleg hiánya + külföldi közvetlen tokebefektetések	235.8	121.6	130.9
a. Folyó fizetési mérleg hiánya	-296.8	-255.6	-177.9
b. Külföldi közvetlen tokebefektetések ^c	532.6	377.2	308.8
2. Tokebeáramlás a nem-banki szektoron keresztül	509.8	382.2	530.2
a. vállalatok külföldi hitelfelvétele	96.7	81.9	50.7
b. Portfólió befektetések részvényekbe ^d	9.0	108.0	289.8
c. Egyéb	404.1	192.3	189.7
3. Portfólió Átrendeződés hatása	-68.2	68.5	73.1
a. Kereskedelmi bankoknál tartott devizabetétek állomány változása	-80.0	15.3	36.0
b. Kereskedelmi bankok által nyújtott hosszú lejáratú devizahitelek állomány változása	11.8	53.2	37.1
4. Kereskedelmi bankok nettó devizaeszközeinek állomány változása	8.1	-18.6	-15.8
II. Kamatindukált tokebeáramlás (2+3+4-2b.)	440.7	324.2	297.7
<u>Emlékeztető tétel</u>			
Az MNB devizavásárlása (milliárd dollár)	3.38	3.99	3.46
^a A forint leértékelése miatti értékváltozások hatásaitól megtisztítva			
^b Pozitív érték az MNB devizavásárlásait jelenti			
^c A külföldről származó privatizációs bevételekkel együtt			
^d Becslés			
Forrás: Számítások MNB-adatok alapján			

Amint az a 4. sz. táblázatban látható, 1997-ben a kamatérzékeny tőkebeáramlás az 1995. évi 441 milliárd forintról (1995-ben ezek a jegybanki intervenció 64 százalékát tették ki) 298 milliárd forintra csökkent (40 százalék)¹⁶. Ez a csökkenés, amint azt a 10. sz. ábra mutatja, a belföldi kamatprémium csökkenésének 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 azonban továbbra is lehetett tapasztalni jelentős tőkebeáramlást, 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 sávszélén tartani. Úgy tűnik, hogy mind a megnövekedett bizalom, mind a nem kamatérzékeny tőkebeáramlás egyaránt szerepet játszott a fenti folyamatban, a

¹⁶ Nagyon valószínű, hogy ezek a számok eltúlozzák a kamatérzékeny tőkebeáramlás nagyságát, mivel tartalmazzák a maradékként számított „egyéb” tőketételek hatásait is.

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



Fontos hangsúlyoznunk, hogy a kamatérzékeny tőke nem szükségszerűen jelenti egyúttal rövid távú spekulatív tőke (vagy "forró pénzek") beáramlását. A külföldről történő hosszú távú vállalati forrásbevonás, amely 1995–96-ban fontos részét képezte 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 devizavásárlásainak¹⁷.

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

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

Ahol :

$\Delta N D C A_i$ jelöli az MNB nettó belföldi devizaeszközeinek az i-edik időszakig történő megváltozása;

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

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

¹⁷ Barabás és Hamecz (1997) részletesen elemezte a sterilizált intervenció forrásait és a monetáris aggregátumokra, illetve a jegybank mérlegre vonatkozó hatásait.

Δe_i jelöli a forint a valutakosárral szembeni i -edik időszakban érvényes havi leértékelődésének évesített értékét;
 i az 1995 májusa és 1997 decembere közötti periódus hónapjait jelöli.

A számításokhoz alkalmazható külföldi kamat (r_f) megválasztásánál 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.

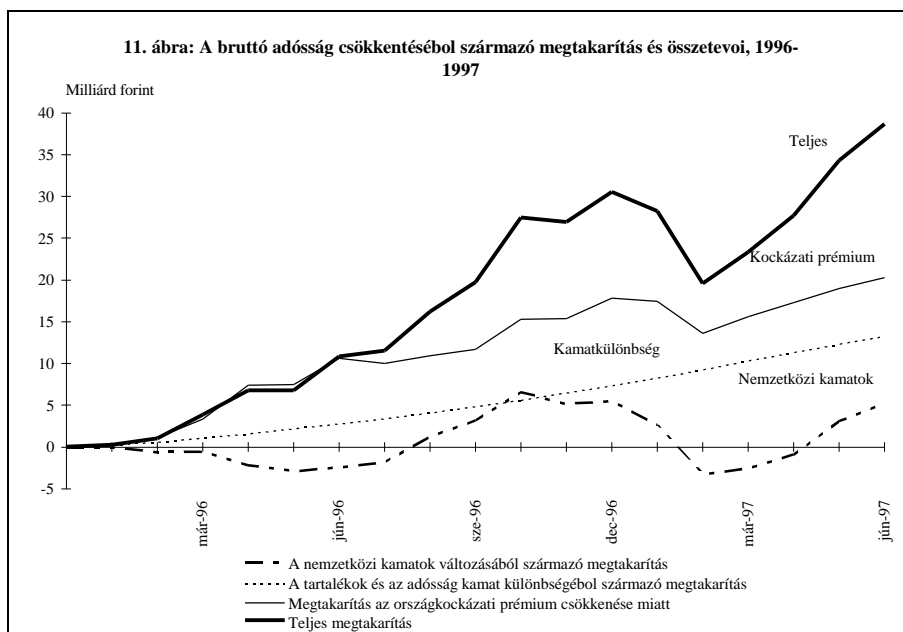
A kalkulációkat az 1995 májusa és 1997 decembere közötti időszak során eltelt 32 hónapra végeztük el. Ezen időszak alatt a sterilizáció összes költsége a GDP 0,41 százalékának felelt meg, vagyis évente 0,16 százalékot tett ki (4. sz. táblázat).

4. Táblázat		
A sterilizáció költségei		
Idoszak	milliárd forint	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 esni¹⁸. A megfigyelt időszak során a tartalékok nagyjából hathavi import fedezetét jelentették, miközben az országhoz tartozó kockázat 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 német márka kötvények kockázati prémiuma az 1996 januári 220-250 bázispontonról 70-80 bázispontra esett 1997 decemberére. A dollárkötvények esetében a prémium 350-360 bázispontonról 100-110 bázispontra esett ugyanezen időszak alatt¹⁹. Amint az a 11. sz. ábrán látható, a külső adósság csökkentéséből származó nettó megtakarítás legnagyobb részben a kockázati prémium csökkenéséből származott.

¹⁸ Az adósságcsökkentést előtörlesztés és a lejáró adósság meg nem újításával hajtotta végre az MNB.

¹⁹ 1998 júniusára a kockázati felárak 10-20 bázisponttal tovább estek.



Becsléseink szerint tehát az a stratégia, hogy a megvásárolt devizát az MNB a tartalékok további növelése helyett a bruttó adósság csökkentésére használta évente körülbelül a GDP 0,04 százalékának megfelelő megtakarítást jelentett 1996. január és 1997. június között²⁰. A sterilizáció költségeit ennek megfelelően enyhítette az a tény, hogy olyan időszakban került sor a külső adósság csökkentésére, amikor a kockázati felár jelentősen csökkent – az ország általános megítélésének javulása és a feltörekvő piacokon általánosan tapasztalható kockázati prémium-esésnek köszönhetően. A sterilizációs költségek a jegybank veszteségein (vagy kisebb nyereségein) keresztül váltak láthatóvá.

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 téren²¹, a tanulmány 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 átmenetileg hitelességet is biztosított volna. Ezen 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 tökebeáramlást és a sterilizáció szükségességét. A külső pozíció romlása és az a tény, hogy a reform-indukálta inflációs nyomás csak egy relatíve hosszabb időszak alatt csillapodik le, szükségképpen aláásta volna a hitelességet. Számos nemzetközi példa igazolja, hogy a szükséges strukturális reformok halogatása, az inflációs nyomás és a túlzott, hatékonysági javulással nem megalapozott, reálbér-emelkedés milyen gyorsan vezet a

²⁰ E számításokat Barabás és Jakab (1997) végezte el.

²¹ Székely (1997) ad áttekintést a téma szakirodalmáról.

rögzített árfolyamok összeomlásához²². Egy szabadon lebegő vagy piszkosan lebegtetett árfolyam a már említett hátrányokkal járt volna (lásd a II. fejezetet). Tekintettel a fentiekre és az elért makrogazdasági eredményekre, megkockáztathatjuk kijelenteni azt, hogy a rendszer előnyei, amelyek ugyan nem számszerűsíthetők, nagyságrendekkel meghaladták a költségeit, illetve egy alternatív árfolyamrendszer hátrányait²³. Mindez arra enged minket következtetni, hogy a csúszó árfolyamrendszer a reformfolyamat kezdetén sikeres eszköznek bizonyulhat, akkor amikor a reformok által gerjesztett inflációs feszültségek még komolyan éreztetik hatásukat és ha mindez a kormányzat reformok iránti elhatározottságával és a makrogazdasági egyensúllyal összhangban lévő keresletszabályozó politikával támasztható alá.

Másfelől viszont a sterilizált intervenció és az azt kísérő külső adósságcsökkenés negatív hatással is volt a konszolidált államadósság (azaz a kormány és a jegybank adósságának) lejárat szerkezetére. A külső adósság hátralévő átlagos futamideje közel négy évre csökkent, miközben alapvetően rövid távú, egy vagy annál alacsonyabb futamidejű instrumentumok szolgáltak sterilizációs eszközként. Következésképpen a konszolidált államadósság hátralévő átlagos futamideje nagyjából egy évvel csökkent. Az ebből fakadó refinanszírozási kockázat növekedése akkor jelenthet problémát, ha a sterilizált intervenció hosszú ideig elhúzódik. A refinanszírozás kockázatának és a sterilizáció költségeinek mérséklése érdekében határozott előny származik abból, ha a sterilizációt hosszúlejáratú, likvid eszközökkel hajtja végre a jegybank.

IV. A csúszó árfolyamrendszer tapasztalatainak értékelése

A csúszó árfolyamrendszer három éves tapasztalatait értékelve megállapítható, hogy az időszak alatt a rendszer jelentős szerepet játszott a versenyképesség fenntartásában, a politika hitelességének megteremtésében és az inflációs várakozások mérséklésében. Mindez nem jelenti azt, hogy a rendszer minden átmeneti ország számára minden körülmény között optimális lenne. A csúszó árfolyamrendszer nem lehetett volna sikeres Magyarországon sem anélkül, hogy ne kapott volna támogatást a gazdaságpolitika egyéb 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 a magánszféra beruházásainak növekedésének útját nyitotta meg. A strukturális reformok – különösen a privatizáció – felgyorsítása elősegítette a befektetések és a termelékenység, profitabilitás növekedését. Végül, de nem utolsósorban a

²² Lásd Darvas Zsolt (1998).

²³ Begg (1996) és Obláth (1997) is tárgyalták a sterilizáció költségeit. Obláth (1997) 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.

reálbereknek a csúszó árfolyamrendszer alkalmazásának első két évében bekövetkezett csökkenése a termelékenység és a fizetési mérleg javulásának irányába ható tényező volt, támogatva a szükséges gazdaságpolitikai korrekciót. Hazánk esetéből azt a következtetést lehet levonni, hogy a csúszó árfolyam hasznos eszköze lehet a makrogazdasági menedzsmentnek, mivel egyszerre teremt kellő rugalmasságot és hitelességet is, amely utóbbira az átalakulással járó bizonytalanságok idejében különösen szükség van. A csúszó árfolyam-rezsimek stabilizációban betöltött előnyös tulajdonságait a nemzetközi tapasztalatok is alátámasztják²⁴.

Számításaink azt mutatták, hogy az árfolyamrendszerrel szoros kapcsolatba hozható tőkebeáramlás sterilizációjának költségei nem voltak elviselhetetlenül magasak a rendszer előnyeivel viszonyítva. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a sterilizációs állomány egy bizonyos szint felett ne teremtené kockázatokat is, amelyek az árfolyamrendszer által nyert hitelességet is alááshatják. Magyarországon, a nemzetközi tapasztalatokhoz képest azért maradhatott viszonylag alacsony a sterilizáció költsége, mert az ország makrogazdasági helyzetének javulása – különösen a költségvetési deficit csökkenése – a kamatprémium csökkenését és ennek következtében a kamatérzékeny tőke beáramlásának lelassulását is lehetővé tette. Az adósság- és tartalékkezelési politika a kedvező folyamatokat képes volt kihasználni, a kockázati prémiumok általános és Magyarország-specifikus csökkenésének idején a bruttó adósságállomány csökkentése megtakarításokat okozott. A csúszó árfolyamon alapuló stabilizáció valószínűleg sokkal keményebb korlátokba ütközhetett volna, ha a gazdaság egyéb mutatói tekintetében nem lett volna javulás. Az ázsiai és oroszországi krízisek, valamint a kormányváltással kapcsolatos bizonytalanságok szintén csökkentették a sterilizációs költségeket hiszen hozzájárultak a tőkebeáramlás mérséklődéséhez.

Nehezen lehetne azt állítani, hogy az átmeneti országokban létezhet optimális sorrendje az árfolyam-rezsimeknek, hiszen az optimális rezsim választás természetesen olyan egyéb tényezőktől is függ, amelyek a többi gazdaságpolitikai részterülettel vannak összefüggésben. Egy fix vagy kvázi fix árfolyamrendszer, mint amely a nálunk alkalmazott csúszó árfolyamrendszer, óhatatlanul is a monetáris politika autonómiáját korlátozza, egy ilyen rendszerben a különböző sokkok akkomodálása, vagy a sokkok hatásainak ellensúlyozása a fiskális politikára hárul. Ha a fiskális politika nem képes ezen korrekciós feladatát betölteni, akkor az árfolyampolitika annak ellenére, hogy az árfolyam rögzítése által egyfajta nominális horgonyt teremt, tartósan nem képes a fiskális politika alkalmazkodásának pótlására. 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 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 csökkenés üteme lehetne gyorsabb is anélkül hogy ez a növekedés rovására

²⁴ Lásd Darvas (1998).

történjen. Itt van kulcsszerepe a jövedelempolitikának. Ha nem sikerül megfelelő bérmegállapodásra jutni és az árfolyamot emiatt inkább a versenyképesség megőrzésére, mint a dezinflációs folyamat erősítésére kell felhasználni, akkor a dezinfláció nem lehet gyors. Érdemes hangsúlyozni, hogy a termelékenység növekedése csökkenti a versenyképesség és az infláció közötti trade-off erősségét, ami aláhúzza a strukturális reformok fontosságát.

A magyar inflációs folyamat egyik fontos sajátossága, hogy arra viszonylag hosszabb idő óta az inerciális hatások jellemzőek, a várakozások szerepe meglehetősen nagy. Ugyanakkor még mindig várhatóak relatív ár- és bérkiigazítások, s a reformok folytatásából eredő fiskális nyomás is megmarad. Ezen inflációs tényezőket részben tompítani lehet egy, a relatív termelékenység növekedésével összhangban álló enyhén felértékelődő áralapú reálárfolyammal, mint ahogy az eddig is történt. Egy gyorsabb dezinfláció viszont olyan koordinált politikai megközelítést igényel, amely az anti-inflációs célkitűzéssel összhangban álló jövedelempolitikát is magában foglalja. El kell ismerni, hogy nem lesz könnyű meggyőzni a szociális partnereket a nominális bérkövetelések mérsékléséről, hiszen élénken él a közvélemény emlékezetében a reálbérek 1995-96-os meglepetés-infláció hatására történt csökkenése, amely többek között a nominális leértékeléssel, a vámpótlék bevezetésével és az adóemelésekkel volt magyarázható. Nehezen történhetett volna másképpen: a külső egyensúly helyreállításához és a profitráta növekedéséhez szükséges átmeneti reálbér csökkenést 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 megközelítés akkor indítható el a legjobban, amikor a relatív árváltozások már lezajlottak. Véleménye szerint a reformok némelyikét érdemes lehet, átmenetileg, elhalasztani (pl. a támogatások leépítését), addig amíg a dezinflációs folyamat be nem fejeződik. Sajnálatos módon ezen alternatíva az átmeneti gazdaságok számára nem adatott meg, 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, egészségügyi reformra sem kerülhet sor anélkül, hogy bizonyos szolgáltatások ne legyenek díjhoz kötve.

A csúszó árfolyamrendszert mindenképpen átmeneti rendszernek tekinthetjük, hiszen hazánk esetében, az Európai Unióhoz és végül az Európai Monetáris Unióhoz történő csatlakozás hosszabb távon természetesen egy rögzített árfolyamrendszert fog jelenteni. Az infláció és a leértékelési ütem folyamatos csökkentése után, végül is afelé haladunk, hogy középtávon a forint egy erős valutához legyen kötve, a legvalószínűbben az eurohoz. Ha minden szociális partner meg tudna állapodni a koordinált megközelítésben, akkor ez hamarabb bekövetkezhetne. Ebben az esetben az árstabilitást egyszerre két nominális horgony, a nominálárfolyam és a nominálbérek biztosítanák. Ilyen feltételek mellett az árfolyampolitika aktívabb, de a versenyképesség romlását nem kockáztató, dezinflációs szerepet vállalhatna föl, természetesen, ha ezt a fiskális politika is alátámasztja. Ha ilyen koordinált

gazdaságpolitika valamilyen okból nem kivitelezhető, akkor várhatóan a dezinfláció is hosszabb ideig fog tartani, az antiinflációs politika magasabb társadalmi költségekkel fog járni és az infláció magasabb szintje már önmagában is csökkenteni fogja a potenciális GDP-növekedési ütemet, mert károsan fog hatni az erőforrás allokációra.

Közbülső lépésként a jelenleginél szélesebb sáv jöhetne szóba, amely nagyobb teret engedne a monetáris hatóság kamatpolitikájának meghatározásához. A jelenlegi szűk sávós rendszerben a belföldi kamatszínvonal a kamatparitás feltételek alapján, adott 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 problémát, ha a gazdaság túlfűtötté válna, vagy ha a fiskális politika a korábbi időszakra jellemző, a monetáris politika céljait is figyelembe vevő stratégiáján változtatna, expanzívabbá válna. A jelenlegi rezsimben a monetáris és árfolyampolitika egymással ellentétes ciklikus hatást kelt: ha kamatot lenne szükséges emelni az aggregált kereslet visszafogása érdekében, akkor azt a tőkeáramlások jelenlegi liberalizáltsági foka mellett csak magasabb leértékelési ütem mellett lehetne megvalósítani, ez viszont az infláció emelkedésével járna, az eredeti célokkal éppen ellentétes irányú változásokat okozva. Ugyanez lenne elmondható arra az esetre is, ha a gazdaság a lassulás jeleit mutatná, a kamatcsökkentést csak a leértékelés ütemének csökkentése mellett, és a forint átmeneti reálfelértékelődése mellett lenne megvalósítható, amely a kívánt hatással ellentétes hatásokat váltana ki. Egy árfolyam-rezsim minél inkább a fix rendszerhez áll közelebb, annál inkább megnehezíti a monetáris politika anticiklikus célra való bevetését egy nyitott gazdaság esetében. Ugyanakkor a sávszélesítésnek is megvannak a hátrányai. Ha a gazdaságpolitika hiteles és a bizalom erős, az árfolyam túlzottan felértékelődhet a szélesebb sávban, veszélyeztetve a versenyképességet. Ebben az esetben a mozgásteret a fizetési mérleg alakulása határozza meg. Másfelől a szélesebb sáv teret enged egy nagyobb leértékelődésnek, ami gyengítheti a hatóságok elkötelezettségét az antiinflációs politika mellett. Mint látható, nincs egy olyan árfolyamrendszer, amely minden esetben optimális lehet, csak a gazdaságpolitika egészével összhangban lehet a megfelelő árfolyamrendszert meghatározni.

Irodalom

- AGHELVI, BIJAN B., KHAN, MOHSIN S. ÉS MONTIEL, PETER 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 1997/ 7-8.
- BARABÁS, GYULA - JAKAB, ZOLTÁN (1997): A bruttó külsőadósság csökkentésének költség-haszon elemzése, kézirat
- BEGG, DAVID K. H. (1996): Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition, IMF Working Paper No. 96/108
- BLANCHARD, OLIVIER (1998): The Optimal Speed of Disinflation: the Case of Hungary. In Cottarelli, Carlo and Szapáry, György, (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, CHARLES (1996): Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies, IMF Working Paper No. 96/125.
- ISARD, PETER (1994): Realignment Expectations, Forward Rate Bias, and Intervention in an Optimizing Model of Exchange Rate Adjustment, IMF Staff Papers **41**, 3: 435-459, Szeptember.
- KOVÁCS, MIHÁLY ANDRÁS - SIMON, ANDRÁS (1998): A Reálárfolyam Összetevői, MNB Füzetek, 1998/3.
- Központi Statisztikai Hivatal, *Statisztikai Havi Közlemények*, 1998/1-2.
- Magyar Nemzeti Bank , *Havi Jelentés*, 1998/5.
- LIPSCHITZ, LESLIE - MCDONALD, DONOGH (1992): Real Exchange Rates and Competitiveness: A Clarification of Concepts, and Some Measurements for Europe, *Empirica* **19**, 1: 37-67.
- OBLÁTH, GÁBOR (1997): Capital Inflows to Hungary in 1995-1996, Composition, Effects and Policy Responses, Kopint-Datorg Discussion Papers, No. 49., December.

SACHS, JEFFREY D. (1996): Economic Transition and the Exchange Rate Regime, American Economic Review Papers and Proceedings **86**, 2: 147-152, 1996 május.

SURÁNYI, GYÖRGY - VINCZE, JÁNOS (1998): Inflation in Hungary (1990-97). In Cottarelli, Carlo and Szapáry, György, (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,. In Somogyi, László (szerk.), *The Political Economy of Transition Process in Eastern Europe*, UK: Edward Elgar Publishing Co., 1993.

SZÉKELY, ISTVÁN P. (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?, Prága 10/11 Nov. , kézirat.

UN-ECE, *Economic Survey of Europe*, 1998. No. 1.

ZSOLDOS, ISTVÁN (1997): A háztartások divisia pénzállománya, MNB Füzetek, 1997/6.

Fontosabb makrogazdasági adatok

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Reál gazdaság	(százalékos változás)						
Reál GDP ^a	-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	11,3
Ipari termelés	-8,3	-9,7	4	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
Államháztartás	(a GDP százalékában)						
Konszolidált államháztartási egyenleg							
pénzforgalmi szemléletben	-3,2	-6,9	-5,5	-8,4	-6,7	-3,1	-4,8
eredmény szemléletben	....	....	-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
Konszolidált államháztartás bruttó adóssága	66,9	64,9	83,6	83	86,2	72,3	64,1
Monetáris indikátorok	(százalékos változás)						
M1	18,2	32,4	12,4	8,0	6,4	19,4	22,7
M3	35,7	27,6	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
Külgazdaság	(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
	(milliárd dollár)						
Folyó fizetési mérleg egyenleg	0,3	0,3	-3,5	-3,9	-2,5	-1,7	-1,0
(a GDP százalékában)	(-0,8)	(-0,9)	(-9,0)	(-9,4)	(-5,6)	(-3,8)	(-2,2)
Bruttó külső adósság (tulajdonosi hitelek nélkül)	22,7	21,4	24,2	27,8	30,5	25,9	21,7
(a GDP százalékában)	(67,8)	(57,6)	(62,7)	(66,5)	(68,8)	(57,7)	(48,2)
Nettó külső adósság (tulajdonosi hitelek nélkül)	14,6	13,1	14,5	18,1	15,6	12,5	9,3
(a GDP százalékában)	(43,6)	(35,0)	(37,7)	(43,5)	(35,3)	(27,9)	(20,7)
Nemzetközi tartalékok - milliárd dollárban	4	4,4	6,7	6,8	12	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	28,1	34,4	42,5	39,3	33,9	25,3
Árfolyamok (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 alapon	10,7	7,2	9,7	-1,0	-3,1	3,3	4,3
- Feldolgozóipari belföldi értékesítési árindex alapon	5,5	-0,6	2,6	-4,7	-5,3	4,4	5,1
- Fajlagos munkaköltség alapon	11,4	4,5	-4,3	-7,0	-16,2	-8,1	-4,5

^a 1997-re a GDP és komponensei előzetes adatok

Forrás: MNB Havi Jelentés 1998/5 és Statisztikai Havi Közlemények, 1998/1-2

Függelék

A különböző reálárfolyam mutatók értelmezése

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

A fogyasztói áralapú reál árfolyam felértékelődését az alábbiakkal indokolhatjuk. Gondolatban osszuk fel a gazdaság által megtermelt javakat két csoportra: nevezzük tradable termékeknek azokat, amelyek bekerülhetnek a külkereskedelmi forgalomba, és non-tradable-nek 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 termékek piacán az egyensúlytalanság a külkereskedelmi mérlegben is lecsapódhat. Egy kis, nyitott gazdaságban, ha a tőke nemzetközileg és a tradable és a non-tradable termékeket gyártó szektorok között tökéletesen mobil, akkor a tőke határköltsége exogén adottság, a munkabér viszont mindkét szektorban azonos lesz, és a profitmaximálás feltétele miatt meg fog egyezni a munka határtermék-értékével a tradable szektorban.

Ha a tradable termékek homogének, és a külpiazi kereslet tökéletesen rugalmas (amely következik a kis, nyitott gazdaság feltételezésünkből), akkor a non-tradable árak és a tradable árak aránya a különböző szektorokban lévő relatív termelékenységétől fog függni. Ha tehát a non-tradable szektor a tradable szektorhoz képest munkaigényesebb és, mint ahogy az általában teljesül, a tradable szektorban nagyobb a termelékenység növekedése a non-tradable szektorhoz képest, akkor a non-tradable árak hosszú távon gyorsabb ütemben nőnek, mint a tradable árak. Láthatjuk, hogy a fenti modell meglehetősen "erős" állításokat fogalmaz meg: a relatív árak a kínálati (produktivitási) tényezők alapján határozódnak meg. Mindez persze azt is maga után vonja, hogy minden olyan kompozit árindex, mint pl. a fogyasztói árindex, amely non-tradable és tradable árukból áll, a fent említett körülmények közepette, jobban emelkedik, mint a csak tradable árakat tartalmazó index.

Feltételezve azt, hogy a tradable termékek esetében érvényesül az egységes ár elve, az aggregált árindexeken alapuló reálárfolyam index a nominál-árfolyamindextől és a relatív non-tradable áraktól függ. Mivel azonban a non-tradable árak a relatív termelékenységektől függenek, ezért a reálárfolyam index is végső soron a produktivitási különbségeket kell, hogy tükrözze. Az előbbi gondolatmenet alapján, ha a fejletlenebb országokban azért alacsonyabbak a bérek, mert kisebb a tradable

termelékenység a fejlett országokhoz képest, a fejletlenebb országokban alacsonyabb árszínvonal és leértékeltebb reálárfolyam fog kialakulni. Tehát egy felzárkózó gazdaságban, amelyben viszonylag magas a tradable termelékenység és a bérek növekedési üteme, arra számíthatunk, hogy a fogyasztói árindexen alapuló reálárfolyam hosszabb távon felértékelődik. Ezt nevezik a Balassa-Samuelson hatásnak. Kovács és Simon (1998) számításai alapján valószínűsíthető, hogy a Balassa-Samuelson hatás Magyarországon is releváns folyamat²⁵.

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 és McDonald (1992) részletesen is elemzi a különböző versenyképességi, illetve reálárfolyam mutatók közötti különbségeket. Rövid távon feltételezhető, hogy a tőkeállomány a szektorok között nem alkalmazkodik. Tehát a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam, rövid távon legalábbis, a tradable szektor profitabilitását méri. A hazai deviza leértékelődésekor a tradable-szektorban a fajlagos bérköltség kevésbé fog emelkedni, mint a tradable hozzáadott érték deflátor²⁶, amely relatív profitabilitás javulást eredményez²⁷. Ilyen feltételek közepette tehát egy adott gazdaság versenyképessége leginkább a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam által határozódik meg, a tradable árak alapján mért reálárfolyam indexek nem adnak megfelelő képet a versenyképességi helyzetről. 1995 óta a forint fajlagos bérköltség alapon jelentős mértékben (éves átlagban több, mint 20 %-kal) értékelődött le, mutatva a profitabilitás és ezáltal a versenyképesség javulását.

Tovább bonyolítja a helyzetet az, ha a tradable termelés intermediér termékeket is felhasznál, ha a hazai és a külföldi termelők különböző technológiával és más költség-struktúrával termelnek, akkor sem a fajlagos bérköltség alapú, sem az áralapú versenyképességi mutatószámok nem adnak helyes képet a gazdaság versenyképességének alakulásáról. Ekkor lehet célszerű például az ún. profit-alapú reálárfolyam figyelemmel kísérése, amelyet a fajlagos bérköltség-alapú és GDP-deflátor-alapú reálárfolyamok hányadosaként lehet kiszámítani.

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

ahol PV , PV^* : a hazai és a külföldi hozzáadott érték deflátorát és ULC , ULC^* : a hazai és a külföldi fajlagos bérköltség indexet jelöli.

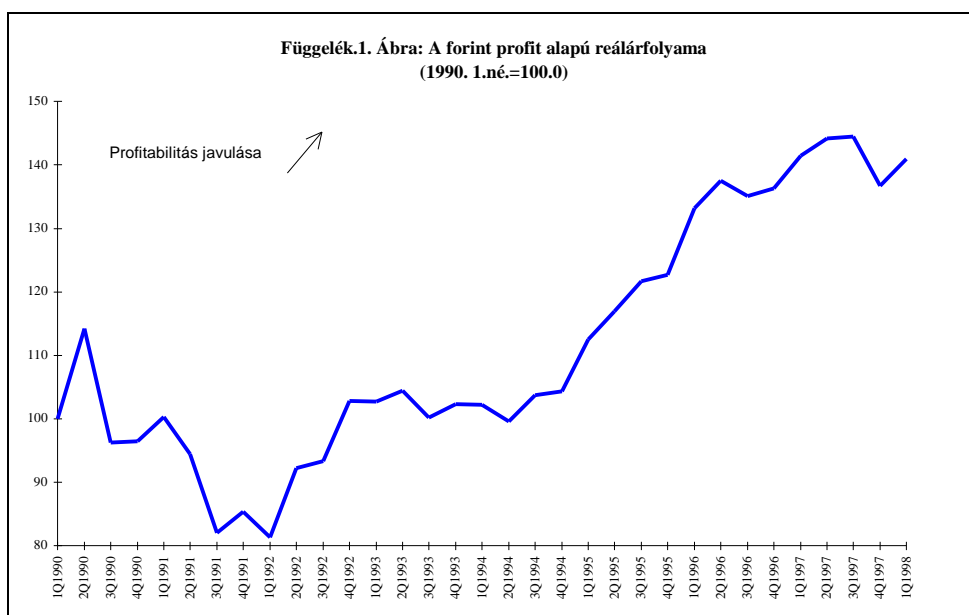
²⁵ A témában lásd még Halpern és Wyplosz (1997) tanulmányát.

²⁶ A fajlagos bérköltségeket a hozzáadott érték deflátorhoz azért érdemes viszonyítani, mert utóbbi van legszorosabban kapcsolatban a profitabilitással.

²⁷ Feltételezve, hogy a tőke-munka helyettesítési rugalmasság és a munkaköltség hozzáadott értékhez képesti aránya mindkét szektorban változatlan.

Magyarországon ez a mutató a rendszerváltást követő átmeneti néhány év óta folyamatosan és szinte azonos ütemben javult (lásd F. 1. sz. ábra), a tradable szektor profitabilitása folyamatosan nőtt ez idő alatt.

A profit-alapú mutatót célszerű például akkor figyelni, ha a hazai termelők relatíve több energiát használnak fel, mint a külföldi termelők, 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 versenyképesség romlásáról.



Figyelembe kell venni azt is, hogy a különböző országokban különböző lehet a termelés technológiája. Ebben az esetben sem lehet a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam változásából szükségképpen a versenyképesség változására következtetni. Elképzelhető, hogy a fajlagos bérköltség-alapú reálárfolyam romlását a tőke produktivitásában megnyilvánuló javulás (kínálati sokk) kompenzálja. A tőke határtermelékenységében megnyilvánuló változás Magyarországon gyakorlatilag 1993-94 óta erőteljesen megfigyelhető. 1997-ben a gépipar látványosan növelte termelését, amely hatásról feltételezhetjük, hogy egy pozitív kínálati sokk volt, hiszen olyan új technológiák és kapacitások kerültek bevezetésre, amelyek hosszabb távon is a tőke határtermékét növelték. A jelenség leglátványosabban az elektronikai és a járműgyártási iparban volt megfigyelhető. 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 rövidtávú hatásokkal ellenkező előjelű dinamikát indukálhatnak. Rövid távon, ha a tőke nem alkalmazkodik, akkor valamely szektor versenyképességének javulása relatíve magasabb tőke határterméket eredményez. Ha azonban a szektorok között hosszú távon a tőke mobil, akkor a hosszú távú egyensúly úgy alakul ki, hogy a magasabb tőke határtermékkel rendelkező

szektorokba áramlik a tőke. Ez viszont csökkenti ezekben a szektorokban a tőke határtermékét, amely mind a profitalapú reálárfolyam, mind a tradable - non-tradable relatív árarányokon alapuló (belső) reálárfolyam felértékelődésének irányába hat. Nehéz tehát megítélni azt, hogy adott esetben egy felértékelődés versenyképesség romlást vagy éppen ellenkezőleg, egy korábbi versenyképesség javulásra adott reakciót mutat-e. Az egyensúlyi reálárfolyam megítélésekor ezen kívül 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 reálleértékelődést szükségképpen egy reálfelértékelődési szakasz követi. Ezen ragadóságok adódhatnak az áru- és munkapiac 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 áraikat a hazai valutában emelni.

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. Végző soron tehát a profitabilitás és a piaci részesedés változására kell tekintettel lenni.