

Esélyek és veszélyek. Magyarország árfolyampolitikai kihívásai

Bevezetés

Dolgozatomban az elkövetkező időszak árfolyampolitikai kérdéseit vizsgálom meg, és a különböző feltételek és veszélyforrások összevetése után megpróbálok felvázolni egy, általam optimálisnak tekintett utat, amely Magyarországot elvezetheti a célként kitűzött Gazdasági és Monetáris Unió (EMU) tagjai közé. Ez a terület azért lehet fontos, mivel az Európai Unióhoz (EU) csatlakozni kívánó országok nem hagyhatják figyelmen kívül az EMU belépéséhez feltételül szabott maastrichti konvergencia kritériumokat. Ez az állítás különösképpen igaz a térség vezető államaira, hiszen ezek az országok EU csatlakozásukat követően minél hamarabb csatlakozni kívánnak az EMU-hoz is. Jelen dolgozatomban a kritériumok közül csak az árfolyamra vonatkozó kérdésekkel kívánok foglalkozni.

Fontosnak tartom megjegyezni, hogy nem létezik egy, üdvözlendő út a stabil árfolyam eléréséhez, amint az a hasonló helyzetben lévő többi kelet-közép európai országok által alkalmazott pénzügypolitikák különbözőségeiből is látható. Itt a legvalószínűbb és talán a legkisebb reálgazdasági költséggel járó megoldásra teszek javaslatot.

A tanulmány terjedelmi okokból nem publikált része tartalmazza az átfogó elemzést a kelet-európai vezető gazdaságok árfolyampolitikai tanulságairól. Ezen felül szintén érdekes és szorosan kapcsolódó terület a dezinflációs politika és a konvergencia játék kérdése, amelynek részletes elemzésére – és a nyugat-európai (olasz, portugál, görög és ír) országtanulmányokra – itt nincsen lehetőség, de az érdeklődők számára hozzáférhető.¹

Háttér

1. A Monetáris Unióba vezető lépcsőfokok

Az Európai Unióhoz való csatlakozás megvalósulhat a Monetáris Unióhoz való csatlakozás nélkül is. Az integrációra készülő országok kinyilvánított preferenciája viszont, hogy az EU csatlakozás után² mielőbb bevezethessék az eurót saját fizetoeszközüik helyett, ezzel is szorosabbá téve a gazdasági összhangot. Másrészt a tagjelölt országoktól valószínűsíthetően elvárják a csatlakozás idejére, hogy legalábbis megközelítsék az EMU-ban való részvétel követelményeit. Az 1993-as koppenhágai

¹ A helyzet pikantériája, hogy az árfolyamrezsím éppen egy hónapja, meglepetésszerűen megváltozott. Mentségemre szóljon, hogy a tanulmány jóval korábban készült, valamint az, hogy egy meglepetésszerű váltás lehetőségét én is valószínűnek tartottam (lásd 13. oldal alja).

² Észtország felvetette, hogy már az EU csatlakozás előtt bevezetné az eurót, mert előfordulhat, hogy az ahhoz feltételül szabott kritériumokat előbb teljesíti, minthogy az integrációs tárgyalások befejeződnek.

csúcson egyetértés született arról, hogy a csatlakozni kívánó országnak képesnek kell lennie a tagságból fakadó kötelezettségek teljesítésére. Másrészt az új tagállamoknak meg kell felelniük az EMU második szakaszában érvényes *acquis communautaire*-nek³, valamint elvárják tőlük a tokemozgások teljes liberalizálását⁴, továbbá az ERM II-be való bekapcsolódást.

Mindezen megkötések és az euró-övezetbe való tartozás elonyei⁵ miatt a közép-kelet-európai országok törekednek az EMU tagság feltételéül szabott úgynevezett maastrichti konvergencia kritériumok⁶ EU-csatlakozás idopontjára való teljesítésére. A maastrichti kritériumok négy nominális része a monetáris és fiskális politika szigorúságát jellemző négy jól mérhető paraméter konvergenciáját határozza meg⁷:

Az EMU tagságra pályázó ország

- inflációs rátája (amit a fogyasztói árindexsel mér az Eurostat) a bővítést megelőző konvergencia-jelentésben vizsgált egy éves időtartamban legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg az ezen időszak alatt 3 legalacsonyabb inflációs rátával rendelkező tagállam számtani átlagolású inflációját;
- államkötvényeinek hosszú távú – 10 éves – nominális kamatlába a fenti időszakban legfeljebb 2 százalékponttal múlhatja felül a fenti 3 ország azonos időszakban számított hosszú távú kamatlábainak számtani átlagát;
- államháztartásának konszolidált hiánya a vizsgált évben ne haladja meg az az évi GDP-jének 3 százalékát;
- bruttó államadóssága ne haladja meg a GDP 60 százalékát.

A kritériumok megfogalmazása azonban fenntartja a Bizottság mérlegelési jogát. A mérlegelési jog abban nyilvánul meg, hogy mentesíthető az utóbbi kritérium alól az az ország, amelyben az államadósság bár nem éri el a fenti küszöböt, de folyamatosan csökken, és elobb-utóbb remény van a kritérium teljesítésére. Másrészt a deficitkritérium alól felmentést kaphat az az ország ahol a deficit csak idolegesen vagy kivételesen múlja fölül a referenciaértéket.

³ Az *acquis* tartalmazza a központi bank függetlenségének követelményét, továbbá a gazdaságpolitika összehangolásának szükségességét, tiltja a költségvetési deficit közvetlen jegybanki finanszírozását. A feltételek között nem szerepel az EMU-ban való részvétel követelménye, így az ERM II-ben való részvétel sem, csak a konvergencia kritériumok fokozatos közelítése.

⁴ Az öt élenjáró országból a három OECD tag a tagságból fakadóan már nagy részben teljesítette ezt a feltételt, Észtország pedig a valutatanácsai megállapodás keretében. Szlovénia az egyetlen akinek ezen a téren még jelentős lemaradása van.

⁵ A keresztárfolyamok ingadozása és ezzel az árfolyamkockázat megszűnése jótékony reálgazdasági hatással jár. Több tanulmány mutatta ki, hogy az árfolyamkockázat és az exportnövekedés mértéke negatívan korrelál.

⁶ 1991-ben a Maastrichtban lezajlott konferencián az akkor 12 EU tag meghatározta a közös fizetőeszköz bevezetéséhez vezető út menetrendjét, és a kritériumokat, amik teljesítését a közös valutát bevezetni kívánó országnak teljesítenie kell. Az euró – akkor még a név nem volt meghatározva – párhuzamos valutaként való bevezetésének dátumát 1997. január 1. és '99 január 1. közé tervezték.

⁷ A konvergencia jelentés megállapítása szerint az összes kritériumot egyszerre végül is csak egy ország teljesítette (Luxemburg), és épp ennek a flexibilitási záradéknak köszönhető, hogy végül is 11 országgal alakult meg az EMU.

- Az ötödik kritérium szerint az adott ország nemzeti valutájának piaci árfolyama az ERM II-ben⁸ meghatározott ingadozási sávon belül kell maradjon úgy, hogy nem kerülhet sor a középárfolyam egyoldalú módosítására.⁹

A ± 15 százalékos maximális ERM II sáv szélesség ellenére az árfolyam-kritérium teljesítése szigorúbb követelményeket támaszt: a vizsgált két éves időszakban a nominálárfolyam a centrális paritásnál legfeljebb 2,25 százalékkal lehet leértékeltébb, nagyobb mértéku felértékelődés azonban megengedett.¹⁰

Az ERM II ± 15 százalékos sávját a kilencvenes évek elején határozták meg az un. ERM-válság után. Azelőtt a nemzeti valuták ECU-höz mért árfolyama 4,5 százalékos sávban ingadozhatott, ám az angol font elleni spekuláció hatására a sávot fel kellett oldani. A mai 30 százalékos sáv a szakértők véleménye szerint meglehetősen tág. A sáv szélesség megválasztása mögött egy alapvető koncepcionális változást figyelhetünk meg, amely az 1992-93-as ERM válság után érlelődött meg. Ekkor ugyanis a korábbi elképzelések helyett – melyben az árfolyam-ingadozások felülrol történő mérséklése volt a bevett gyakorlat -, új mechanizmust vezettek be: amíg a tagállamok gazdasági konvergenciája nem teszi lehetővé az árfolyamok végleges rögzítését, addig az árfolyamokat a centrális paritás körül, egy meglehetősen széles sávban kell hagyni ingadozni. A csatlakozni kívánó országoknak az ECB egyetértésével azonban lehetőségük van egy ennél szűkebb sáv fenntartására, amennyiben a többi kritériumot teljesítik.¹¹

A Balassa-Samuelson hatás

A Balassa-Samuelson¹² néven elhíresült effektus szinte kivétel nélkül érinti a kelet-közép európai országokat, és ez a hatás a közeljövőben is éreztetni fogja hatását. Megértése alapvető jelentőségű, hiszen nagyban determinálja az adott ország árfolyamának jövőbeni pályáját. A jelenséget eredetileg a harmadik világbeli országokon figyelték meg¹³, de Kopits György (2000) szerint „sehol máshol nem érvényesült ilyen mértékben, mint éppen a rendszerváltó országokban, ahol a központi tervgazdálkodás időszakában évtizedeken keresztül hatékonysági gondokkal, pontosabban a hatékonyság hiányával küszködtek”.

⁸ Az ERM II. főbb elemei az 1997. júniusi Európa Tanács ülésén (European Council, 1997, Annex II.), valamint az 1998 szeptember 1-én, az ECB és az euró-zónán kívül maradt EU tagállamok jegybankjai által (Official Journal of the European Communities, 1998 november 13.) lettek lefektetve.

⁹ Maastrichti szerződés, 109m paragrafusa.

¹⁰ Bár e kritérium alól nem lehetne felmentést adni, mégis Finnország és Olaszország EMU taggá vált annak ellenére, hogy a '98-as konvergencia-jelentésben vizsgált két évben nem voltak végig tagjai az ERM II-nek. A jelentés viszont megállapítja, hogy a valutájuk stabil volt az ECU-vel szemben a vizsgált két évben. Vagyis két országban az is elég volt, hogy a valuta megőrizze értékét az ECU-vel szemben és nem kellett a formális ERM II tagság. Erre a kivételre hivatkozik Szlovénia és Észtország, amikor az irányú igényüket fejezik ki, hogy ok nem akarják megvárni az ERM II-ben a két évet, hisz valutájuk már most is két éve stabil az euróhoz képest.

¹¹ Dánia esetében egy $\pm 2,25$ százalékos sáv fenntartását fogadták el.

¹² Balassa (1964)

¹³ Részletesebb elemzést lásd Obstfeld és Rogoff (1996), MacDonald (1997) és Chinn (1998).

A Balassa-Samuelson hatás abból ered, hogy egy felzárkózó országban eltérő sebességgel nő a termelékenység a gazdaság különböző szektoraiban, mint a horgonyvalutát adó országban, jelen esetben az euró-régióban (ebben az esetben egyben a legfőbb kereskedelmi partner is). A külkereskedelmi forgalomban résztvevő árukat termelő szektorban (tradable) elért magasabb termelékenységnövekedés (például a feldolgozóiparban) felfele hajtja az ottani bérszínvonalat, anélkül, hogy ez veszélyeztetné a szektor versenyképességét. A munkaerőpiaci verseny miatt (elméletileg ez magas fokú munkaerőpiaci rugalmasságot tételez fel, ami ezeket az országokat nem jellemzi) azonban egy szektor nominális béreinek emelkedése átgyuruzik az összes többire is, beleértve azokat a területeket is, ahol a termelékenység nem javult (non-tradable szektor, tipikus példája a szolgáltatások).¹⁴ Ezekben a szektorokban azonban a béremelkedés után a versenyképesség csakis úgy tartható fenn, ha a kibocsátási árak is emelkednek, stabilan hagyva ezáltal a profit szintjét. Az áremelkedés minden komolyabb korlát nélkül megtörténhet, hiszen ezek a szektorok nincsenek kitéve a külföldi versenynek. A non tradable szektorban tapasztalható áremelkedés megnöveli a belföldi inflációt, amely magasabb lesz, mint a kereskedelmi partnereknél, és ezáltal a reálárfolyam felértékelődik.

Ez a nyomás, mint folyamatosan jelen lévő jelenség folyamatosan utat keres magának: a reálfelértékelődés vagy a belföldi infláció emelkedésén (rögzített árfolyamnál), vagy a nominális árfolyam felértékelődésén, vagy mindkét csatornán keresztül fog érvényesülni.

A rendszerváltó országokban ennek a felértékelődésnek a nagyságát többen próbálták megbecsülni (például Halpern és Wyplosz (1997)). Magyarország esetében Simon András és Kovács Mihály András (1998) 3 százalékra tette a felértékelődés éves mértékét.

Kopits György (2000) azonban e mellett egy másik hatásra is felhívja a figyelmet. Ezek a rendszerváltó gazdaságok ugyanis szintén tapasztalnak egy általános kínálati növekedést is – a gazdaság újjáépítésének és az infrastruktúra fejlesztésének köszönhetően –, ami a belföldi árszintre csökkentő hatással lehet, és a fizetőeszköz reálértékelődésében is megjelenik. Amennyiben a termelés növekedése nem társul bérnövekménnyel, az ebből a jelenségből adódó leértékelődés részben kompenzálhatja a Balassa-Samuelson hatásból eredő felértékelődést.

Összességében azonban elmondható, hogy a reál-felértékelődés általános jelenség, amellyel minden, kelet-közép európai országnak, így hazánkknak is szembe kell (kellett eddig is) néznie és bele kell építeni a jövőre vonatkozó árfolyam-politikai elképzeléseibe.

Magyarország árfolyam-politikai kérdései

Az alkalmazott árfolyam-politika

A jelenlegi árfolyamrendszer 1995. március közepe óta szolgálja stabilan a monetáris politika céljait. Dolgozatomban a korábbi árfolyamrezsimmal nem kívánok

¹⁴ Krugman és Obstfeld (1997) arról ír, hogy a termelékenységnövekedés mennyiben jellemző csak a tradable szektorokra és nem pedig az egész gazdaságra.

foglalkozni. Mint ismeretes 1995 tavaszára a magyar gazdaság elérte a pénzügyi összeomlás határát: a folyó fizetési mérleg hiánya a megelőző év végén meghaladta a 4 milliárd dollárt, az államháztartás egyenlege folytatta látványos romlását, a belföldi és külföldi – forintosított – kamatok közti nagy különbség pedig nagyarányú tokebeáramlást gerjesztett, és fennállt a veszélye – a tokeliberáliság akkori relatív magas foka miatt - a hazai vállalatok eladósodásának. A stabilizáció és a külső egyensúlyra vonatkozó cél elérése csak a fiskális és a monetáris politika összehangolt lépéssorozatával lett volna lehetséges, ez azonban nem történt meg, és a gazdaságpolitika hitelessége erodálódni kezdett. Nagy terhet jelentett a jegybanknak az akkor még fennálló költségvetés finanszírozási kötelezettség is (1994-ben ez több volt, mint a GDP 8 százaléka).

A márciusi (máig vitatott) reformlépések sok elemből álltak, itt csak az árfolyampolitikát érintő kérdésekkel kívánok foglalkozni. Egy eseti, 9 százalékos leértékelés után (március 13-án) bevezetésre került az előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer, mely akkor márciusban 1,9 százalékos havi leértékelést jelentett (március 16-ai bevezetéssel). Az új rendszer célja az induláskor a jelentős árfolyamszint-kiigazítással megnövelt versenyképesség folyamatos fenntartása és ezen keresztül a forint elleni spekuláció lecsillapítása volt. Az első időszakban az új árfolyam-politika hitelessége kicsi volt – amit az is bizonyít, hogy a határidős forintárfolyamok a sávon kívülre estek -, ám a kiszámíthatóság, és a hitelesség hamar megteremtődött, és a hazai árfolyam-politika azóta is az egyik legfontosabb és legstabilabb eleme a magyar pénzügypolitikának, és a gazdasági élet szereplőinek biztosítja az előre tervezhetőséget. A leértékelés üteme folyamatosan csökkent az évek során – jelenleg havi 0,2 százalék -, ám az új rendszer bevezetésével erősödött a monetáris politika kötöttsége, hiszen a hitelesség megtartása érdekében a forint árfolyamát mindig a sávon kellett tartani. Ez természetesen költséggel is jár – sterilizált intervenció -, ami kényesebb időszakokban igen jelentős mértékeket öltött.¹⁵ A nominális árfolyam meghirdetett sávon belül tartása azt is jelentette, hogy az infláció mérséklése, mint végső cél eléréséhez egyetlen közbülső cél tartozott, a forint nominális árfolyama.¹⁶

A magyar gazdaság fejlődéséhez elengedhetetlen megvizsgálni a reál-effektív árfolyamok alakulását, hiszen a valós folyamatokat ez mutatja és magyarázza leginkább. Amennyiben ugyanis a nominális leértékelődés valamint a belföldi-, és a kereskedelmi partnerországokban regisztrált árszínvonal különbsége eltér egymástól az utóbbi javára, úgy reálleértékelődés megy végbe a gazdaságban, ami alaphelyzetben rontja a hazai termékek – exporttermékek – versenyképességét. Ehhez a folyamathoz járul még hozzá az úgynevezett Balassa-Samuelsontól hatás.

A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetése óta a kormány és az MNB igyekezett az árfolyampályába beépíteni a gyorsabb gazdasági növekedésből eredő, évi 2-3 százalék köré tehető egyensúlyi reálleértékelődést. Ezt követhetjük nyomon

¹⁵ Az 1998-as orosz válság hatására az MNB-nek augusztus-szeptemberben közel 500 millió dollárjába került a gyenge forint melletti intervenció. 2000 első hónapjaiban ugyan ez ismétlődött meg, csak most már az erős forintot kellett megvédenie a jegybanknak.

¹⁶ Az 1995-ös kiigazítás szükségességéről és eredményeiről részletes vita olvasható: Kornai János (1996), Antal László (1998), és számos egyéb cikkben.

abban, hogy míg a fogyasztói árindex alapon számolt reál-index felértékelődött, addig a versenyképes (tradable) szektor pozícióját jobban tükröző fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam leértékelődött, majd 1996-tól stabilizálódott, ami a versenyképesség javulását jelzi.¹⁷ 1998-ban a korábbi egyensúlyi felértékelődés némileg megbomlott: az infláció ütemének vártnál erőteljesebb csökkenését a kormány és az MNB árfolyamlépései ebben az évben ugyan követték, de a reálárfolyam korábbi években tapasztalt folyamatos felértékelődése 1998 második felében már leértékelődésbe ment át. 1999-ben az inflációs veszteség elkerülése érdekében – a korábbi kedvezőtlen tokepiaci helyzet stabilizálódása után – háromszor csökkentették a monetáris politika gyakorlóit a leértékelés havi ütemét (0,1-0,1 százalékkal), melynek következtében a reálárfolyam a korábbi évekre jellemző felértékelődést mutató pályára állt vissza. 2000 áprilisában ismét csökkent a leértékelési ütem, ekkortól azonban már látható, hogy a kedvezőtlen inflációs adatok miatt (megrekedt 10 százalék körül) ilyen alacsony szintű nominális leértékelődés már az egyensúlyinál jóval magasabb, 5-6 százalékos reálfelértékelődést indukál (fogyasztói ár alapon számolva). A dezinfláció megtorpanására a gazdaságpolitika a nominális árfolyampálya változtatásával jó ideig nem reagált. A tavalyi esztendőben a gazdaságot éro, inflációnövelő hatású sokkok (olajár, euró/dollár árfolyamváltozás, élelmiszerárak) ugyanis elsodlegesen kínálati jellegűek voltak, ezért a kormány és a jegybank 2000 áprilisa óta egy éven keresztül nem csökkentette a leértékelés ütemét. A 2001-re várt reálfelértékelődés az egyensúlyi 2-3 százalék körüli, mivel a várt infláció decemberre 7 százalék (12 havi index), az EU-ban várt árszintemelkedés hozzávetőleg 2 százalék, míg az áprilistól tovább csökkenő leértékelés éves mértéke közel 2,7 százalékot tesz ki egész évre.

Jól nyomon követhető tehát, hogy az 1995 óta alkalmazott árfolyam-politika betölti a neki szánt funkciót¹⁸, és képes volt létrehozni és fenntartani egy jól kiszámítható, stabil pénzügy-politikai keretet, mely kulcsfontosságú a hazai gazdasági szereplők számára. E mellett képes volt megőrizni a hazai termelők versenyképességét a leértékelésbe beépített reál-felértékelődésen keresztül, ami egy ilyen kis, nyitott és exportvezérelt növekedésű országnál megfelelő keretet biztosított a dinamikus növekedéshez.¹⁹ Végül megjegyeznénk, hogy ehhez hasonló csúszó leértékeléses árfolyamrendszert, ilyen szűk $\pm 2,25$ százalékos – árfolyamsávval, ilyen hosszú időn keresztül – több mint 6 év – még nem sikerült sehol sem fenntartani. Az MNB bár többször került olyan helyzetbe, mikor a piac már az árfolyamrendszer változtatásáról beszélt (lásd a korábban említett „válság helyzeteket”), végig kitartott eredeti elképzelése mellett, és az ezzel elnyert hitelesség és megbízhatóság képviselik azokat a legfőbb értékeket, melyeket a jegybank át kíván menteni a következő idoszakra is.

¹⁷ Reálárfolyamokról és azok hatásairól a magyar gazdaságra részletesebben lásd Kovács Mihály András (1998) valamint Siklos L. Pierre és Ábel István (1997) tanulmányait.

¹⁸ Errol bővebben lásd Szapáry és Halpern (1998).

¹⁹ A tekintélyes svájci Institute for Management Development (IMD) nemrégiben nyilvánosságra hozott versenyképességi rangsorában Magyarország a 27. helyen áll, messze megelőzve ezzel más térségbeli államokat (a következő, Szlovénia a 35. helyen áll).

Út az EMU-ba

Az utóbbi időben egyre gyakrabban kerül terítékre a hazai árfolyamrendszer megváltoztatásának kérdése. Legutóbb az év eleji spekuláció adott okot arra, hogy egyes közgazdászok arról kezdjenek el beszélni, hogy megérett az idő a csúszó leértékelés megszüntetésére, és a forint árfolyamának rögzítésére (Figyelo, 2000/15. szám, 18-20. o., 23. o.²⁰). A dolgozat következő részeiben megpróbálom megvizsgálni, hogy a magyar gazdaság érzékelhető konvergálása mind az EU-hoz, mind a formális maastrichti kritériumokhoz, mennyire és milyen időzítéssel teszi lehetővé a jelenlegi árfolyam-rezsim megváltoztatását. Az árfolyam-politika középpontba helyezésének alapgondolata éppen a kiszámíthatóságban rejlik: az előre jelezhető pálya ugyanis a csökkenő inflációs pályán keresztül segít meghatározni a nominális kamatok jövőbeni szintjét is.

A konvergencia kritériumok teljesítéséhez két fő kérdésre kell koncentrálni: jelentős mértékű fiskális alkalmazkodást kell megvalósítani, valamint az inflációt 3 százalék alatti szintre kell szorítani. Fontos kiemelni, hogy e két feladat megvalósítása csakis egyidejűleg történhet, hiszen az árszínvonal emelkedésének tartós mérséklése csakis fiskális eszközök bevetésével érhető el.²¹ Külön érdekesség, hogy a dezinflációs folyamat mérsékli a költségvetés inflációs bevételeit (seigniorage és fogyasztáshoz kötött adók), így az alkalmazkodás még nehezebb feladatot jelent. A másik oldalról azonban a deficit követelmény elérését segíti az alacsonyabb inflációs szint, és ez ugyancsak feltétele a kamatkonvergencia teljesítésének is.

A következőkben két olyan területre koncentrálok, amely a jövőben várhatóan meghatározzák az idekapcsolódó főbb gazdaságpolitikai döntéseket: a dezinfláció sebességére és a reál-felértékelődésre.

A dezinflációs folyamat sebessége a gazdaságpolitika preferenciáitól függ. A gyors csökkenés ugyanis komoly reálgazdasági áldozatokat követel – nemzeti össztermék visszaesésében és a munkanélküliségben – melyet fiskális restrikciónal kell a későbbiekben mérsékelni.

Az infláció ütemének optimális csökkentése²²

Olivier Blanchard (1998) szerint azok a dezinflációs kísérletek tekinthetőek sikeresnek, amelyeknek a kibocsátásban és a foglalkoztatásban mért költségei alacsonyak. A sikernek három fő kritériuma van: a monetáris hatóság hitelessége, a bérmegállapodások rendszere és a reálbérek munkapiaci feltételekre vonatkozó érzékenysége. Blanchard kihangsúlyozza, hogy az optimális dezinflációval kapcsolatban nem egységes a szakértők álláspontja. Az infláció radikális csökkenését

²⁰ Ursprung János véleménye szerint a jelenlegi csúszó leértékelés egy tökéletesen felesleges költséginflációs tényezőt épít be a monetáris rendszerbe, és a mostani gazdasági növekedési ütemet egy lényegesen alacsonyabb infláció mellett is el lehetne érni (lásd Figyelo, 23. oldal).

²¹ Elméletileg rövid távon monetáris politikai lépésekkel, a forint reálfelértékelődésével is mérsékelhető az infláció, de az eredmények nem lesznek tartósak, és az egyensúly megbomolhat, a szükséges korrekciós lépések pedig komoly áldozatokkal járhatnak.

²² Itt érdemes megvizsgálni a bevezetőben már említett nyugat-európai tapasztalatokat.

pártolók a monetáris hitelesség szerepére helyezik a hangsúlyt, míg a lassúbb inflációcsökkenést pártolók a bérhatások fontosságára hívják fel a figyelmet. A szerző konklúziója az, hogy minél kevésbé érzékenyek a bérek a munkapiaci feltételekre, annál lassúbb inflációcsökkentés kívánatos.

A dezinflációs folyamat elmélete nagyon gazdag, a témában talán a legkiemelkedőbb cikket Laurence Ball publikálta 1994-ben. Ball 19 ország esetén 65 olyan eseményt vizsgált meg, amikor az infláció számottevően csökkent. Az áldozati arányszám (sacrifice ratio) azt a GDP veszteséget mutatja, ami egy százalékpontos inflációcsökkenésből ered. Spanyolország esetében ez a folyamat különlegesen fájdalmas volt, hiszen itt az ez a mutató átlagosan 3,5 százalék volt, ekkora termelés kiesést okozott tehát a dezinfláció. Ball főbb megállapításai a következők:

Gyorsabb sebesség csökkenti az áldozati arányszámot.

Ha a dezinflációs folyamat kétszeres sebességgel zajlik le, a mutató a felére csökkenhet.²³

A nominális merevségek (bérmegállapodások hosszúsága, indexálási folyamat, a szinkronizáltság foka) a gazdaságban növelik az áldozati arányszámot.

Fisher (1993) szintén szolgáltat bizonyítékokat arra vonatkozóan, hogy az infláció negatív kapcsolatban van a középtávú növekedéssel, ami azt vetíti előre, hogy a csatlakozni kívánó országok és az euró-zóna között fennálló jelentős inflációs különbség meghosszabbíthatja azt az időt, ami az EU átlagának megfelelő GDP szint eléréséhez szükséges.²⁴

Hazai dezinflációs kérdések

Az elmúlt idoszakban a hazai gazdaságpolitika a növekedési áldozatot minimalizáló, lassabb, de fokozatos inflációcsökkentést alkalmazott. Ennek a hagyománynak a folytatódására utal a gazdasági kabinet által 2001. április 18-án elfogadott középtávú gazdaságpolitikai vállalása is, amelyet az Európai Bizottság kérésére készítettek. Ebből kiolvasható, hogy a korábban túlzott optimizmussal, az idei évre tervezett 5-7 százalékos átlagos inflációs prognózist 8-9 százalékra emelték, és a következő évekre is módosultak a várakozások. Az eróltetett nominális konvergencia helyett így egy növekedésbarátabb, a reálkonvergenciát jobban támogató elképzelés került előtérbe.

Tarafás Imre (2001) azonban rámutat arra, hogy a lassabb, mérsékeltebb ütemű dezinfláció a csúszó leértékeléses árfolyampolitika egyik sajátossága. A monetáris hatóságnak ugyanis a bizonytalanság körülményei között kell elköteleznie magát a jövőre nézve, így természetesnek vehető, hogy inkább biztosítják magukat, olyan kötelezettséget vállalnak, ami nagy valószínűséggel betartható lesz. „Ezért inkább lassabban csökkentik a leértékelés ütemét; ha ebből esetleg túl nagy leértékelés adódik, akkor erre a tényre majd az elemzők rámutatnak. Ebből azonban sokkal

²³ Ezt sokan vitatják, miszerint bizonyos infláció jótékony hatással lehet a gazdasági növekedésre.

²⁴ Fischer (1998) regressziós egyenleteket használva azt jósolta, hogy a fejlett közép-kelet európai államoknak 15-20 évre van szükségük ahhoz, hogy a fejletlenebb EU országok (Görögország, Portugália, Spanyolország) termelési szintjét elérjék.

kisebb baj származik, mint abból, ha túl optimistán prognosztizálják a bérek, termelékenység, stb. alakulását, ezért túl gyorsan mérsékelnék a csúszó leértékelés ütemét, ezért egy idő után majd esetleg a leértékelési ütem növelésére, vagy egyszeri nagyobb leértékelésre kényszerülnek.” Tarafás szerint ezért az 1995-2000-ig tartó időszakban egy kevésbé leértékelő árfolyampolitikával esetleg gyorsabban lehetett volna mérsékelni az inflációt, jelentős reálgazdasági károk nélkül.

Ugyancsak fontos megemlíteni egy másik, a dezinflációs folyamatot lassító tényezőt is. A hazai – és ez a jelenség eltérő mértékben ugyan, de a többi kelet európai országban is jelen van – fogyasztói árszerkezet jelentős mértékben eltér az EU-t jellemző árszerkezettől. A legnagyobb elmaradás (helyenként ötöde, tizede) a non-tradable szektornál van, de a legjelentősebb hatással az élelmiszer- és a háztartási energia áraiban felbukkanó elmaradás lehet. A jelenleg fennálló különbség – és itt is igen hasznosak az ír, a portugál, a görög példák – 70-80 százaléka 10-12 év alatt szunhet meg (Tarafás 2001). Ez azzal a következménnyel jár, hogy az árak relatív felzárkózása az európai szinthez évi 3-4 százalékponttal növeli meg a belföldi fogyasztói árindexet. Minél gyorsabb a hazai gazdaság növekedési üteme, ez a felzárkózás annál gyorsabban megy végbe.

Mint a korábbiakban már említettem, a rendszerváltó országokban a reál-felértékelődés normális jelenségnek tekinthető, a Balassa-Samuelsontól eredő hatások eredményeképp. Ennek a jelenségnek középtávon alapvetően három kimenetele lehetséges: (1) magasabb fogyasztói árindex, (2) nominális felértékelődés, (3) vagy az előző kettőnek a keveréke.

A dezinflációs folyamatot és a reál-felértékelődési jelenséget közösen vizsgálva kétfajta lehetőség vázolódik fel:

Amennyiben az árfolyamrögzítésre kerül, a reál-felértékelődés magasabb inflációs szinten keresztül tör utat magának. Ha az adott ország nem tolerálja a magasabb árszintet – például az egyik EMU kritérium miatt –, a magas inflációt csakis restriktív költségvetési politikával, kereslet visszafogással, és így a nominális GDP csökkenésén keresztül tudja csökkenteni. Ebben az esetben a dezinflációs folyamat meglehetősen költséges lehet.

A másik lehetőség az infláció eloirt szintre való leszorítása, és az egyensúlyi reál-felértékelődésnek a nominális árfolyamon keresztüli felértékelődésén keresztül kell utat engedni. Ez természetesen csak akkor történhet meg, ha az árfolyamrendszer relatív rugalmas, azaz jelen esetben, ha az árfolyamsáv kelloen széles ahhoz, hogy a felértékelődés bekövetkezhessen. Ezzel a megoldással mérsékelhetőek a dezinfláció korábbiakban részletezett költségei, természetesen figyelembe véve azt, hogy egy túlzott felértékelődés veszélyeztetheti a gazdaság versenyképességét.²⁵ Ezt a megoldást részesíti előnyben az EU is, amint az Görögország példáján jelenleg is látható. Ehhez azonban rugalmas ár-, és bérrendszerre van szükség a gazdaságban, hiszen a nominális

²⁵ Elméletileg létezik egy harmadik lehetőség is: a szűk árfolyamsáv fenntartásával a középárfolyam eseti kiigazításával adhatunk teret a felértékelődési nyomásnak. Ez azonban a kiigazítás időpontjára vonatkozó spekuláció miatt erőteljesen növelhetné a hazai kamatok volatilitását (lásd az 1995 előtti magyar árfolyamrendszer tapasztalatait az eseti leértékelésekkel).

felértékelődés miatt a gyors termelékenységnövekedésű szektorokban az áraknak csökkenniük kell és a bérek sem emelkedhetnek, csak moderált mértékkel.

A felvázolt kettősséggel elértünk arra a pontra, ahol különbözhetnek a kormányzat – fiskális politika –, és az MNB – monetáris politika – elképzelései és érdekei. Milyen jellegű árfolyam-politikai lépések biztosítanak Magyarországnak az optimális dezinflációs pályát?

Eltéρο preferenciák

A központi bank elképzelései:

Az MNB az elmúlt években többször kommunikálta a piac felé elképzeléseit a forint árfolyampályájával kapcsolatban. A jegybank számára a kulcsváltozó a Magyarország és az euró-zóna közti inflációs differencia, amely jelenleg 7-8 százalékpont között van. A monetáris hatóság kihangsúlyozta, hogy nem hajlandó feladni a csúszó leértékeléses rezsimit - tehát nem fixálják a forint árfolyamát - egészen addig, amíg ez a különbség nem csökken le arra a szintre, amit a hazánk javára fennálló termelékenység-növekedésbeni differencia igazolni tud. Ez a különbség a jegybanki becslések alapján jelenleg 3 százalékpontot tesz ki. Adottnak véve az Európai Központi Bank (ECB) 2 százalékpont maximált euró-zónabeli inflációs szintjét, az MNB egy hazai 5 százalékos árszínvonal növekedésnél tolerálná csak a forint euróhoz való rögzítését.

Ami az árfolyamsávot illeti, a jegybank sokáig ragaszkodott a jól bevált, szűk $\pm 2,25$ százalékos – sávhoz, és amíg a rögzítésre nem érett meg az idő, a sávot nem hajlandóak kiszélesíteni. Ennek adta tanúbizonyságát 2000. február-márciusában is, amikor a már korábban is emlegetett forint elleni spekuláció miatt erőteljes felértékelődési nyomás nehezedett a hazai fizetőeszközre. Mivel a szélesebb sáv elkerülhetetlen feltétele az ERM II-ben való részvételhez, a szélesítés legkésőbbi dátuma a forint euróhoz történő rögzítése. Surányi György, az MNB akkori elnöke azonban többször kijelentette, hogy az ideális megoldás az lenne, ha a szélesítés és a rögzítés egyszerre történne meg.

2000 nyarán azonban – mint az szeptemberben nyilvánosságra került – a jegybank, látván, hogy az infláció tartósan megragadt a 10 százalékos szinten, megváltoztatta preferenciáját. Véleményük szerint a csúszó leértékeléses rendszer megszüntetésére elérkezett az idő: a beépített leértékelés és a szűk sáv ugyanis az importált inflációt automatikusan beintegrálja a rendszerbe. A jegybanktanács szerint a relatív fix árfolyamsávból származó előny – amely az alacsonyabb kamatfelárakban mutatkozott meg –, már nem tekinthető jelentősnek a költségelemmel szemben, hogy a szűk árfolyamsáv védelme jelentős költségekkel jár az MNB-nek (sterilizált intervenciók kötelezettsége, amely főleg 2000 kora tavaszán, a nagy mennyiségű spekulációs tőke beáramlásánál érintette érzékenyen a jegybankot). A monetáris hatóság tehát nyitott lenne az árfolyampolitika megváltoztatására, az árfolyamsáv kiszélesítésre.

A kormány elképzelései:

Az árfolyam-politika meghatározásában valamelyest a kormánynak is van beleszólása²⁶, hiszen a jegybank a kormányzati elképzelésekkel összhangban végzi monetáris politikáját.²⁷ Bár ezzel kapcsolatosan annyira egyértelmű preferenciát a Pénzügyminisztérium a tavalyi év során nem kommunikált, mint az MNB, néhány jel sokáig arra utalt, hogy a kormány egy minél korábbi árfolyamrögzítést tartott volna kívánatosnak (akár már 2001 első felében). Erre utalt a kormány makrogazdasági prognózisa is (ami a 2000-02-es költségvetésből kiolvasható), amely szerint a magyar gazdaság 2002-re teljesíti a konvergencia-kritériumokat.

Tavaly osztol – az MNB-vel való, részben személyes, részben szakmai konfliktusa során – a kormány azonban egyértelműen kinyilvánította preferenciáit. Az akkori pénzügyminiszter szerint – konfrontálódva ezzel a jegybank elnökével – az árfolyampolitika jelenlegi rendszere betölti szerepét, így annak azonnali megváltoztatására nincsen szükség. A rendszer megszüntetése egyelőre kedvezőtlen körülményekkel járna – hangzott a pénzügyminiszter érvelése januárban: a forint felértékelése miatt visszaeshet az export és a gazdasági növekedés.

1. Táblázat: A kormány prognózisa a főbb makrogazdasági mutatókra

	2000	2001	2002	2003
	5-5,5	5-6	5-6	5,5-6,5
Infláció (éves átlagos)	8-9	5-7	4-6	3-5
Folyó fizetési mérleg hiánya (Mrd euró)	1,9-2,2	2,1-2,3	2,3-2,5	2,3-2,5
Kereskedelmi mérleg hiánya (Mrd euró)	3,2-3,5	3,4-3,7	3,7-4,2	4,5-5

Forrás: Pénzügyminisztérium

A csúszó-árfolyampolitikával akkor hajlandó szakítani a kormány, ha a makrogazdasági mutatók kedvezően alakulnak, és az infláció 5-7 százalékos szintre szorul vissza. Ezt a dátumot jelenleg legkorábban 2001 év végére teszi a jelenlegi pénzügyminiszter²⁸, Varga Mihály. Bár a kormány nem tehet, és nem is tesz ajánlatokat az árfolyammal kapcsolatos kritériumok teljesítésére, a piac számára némileg meglepo volt a fenti bejelentés, mivel Járai Zsigmond, korábbi pénzügyminiszter többször jelezte, hogy a forint euróhoz való rögzítése 2001 második felében mindenképpen megtörténik (itt természetesen a szerepcserének is fontos szerepe van, hiszen az MNB elnöki székét márciustól már Járai tölti be). Szintén a sávszélesítésre való felkészülésként lehetett azt

²⁶ Ez természetesen nem veszélyezteti a jegybanki függetlenség elvét.

²⁷ „Az árfolyamok megállapításának, illetőleg befolyásolásának rendjét a Kormány az MNB-vel egyetértésben állapítja meg.” – 1991. évi LX. Törvény, 13§ (2)

²⁸ A 2001. április 18-ai kormányülésen ez az 5-7 százalék a legoptimistább forgatókönyv lett.

is értékelni, hogy 2000 december végén a kormány javasolta az MNB-nek a csúszó leértékelés havi ütemének április 1-jétől való újbóli csökkentését, mégpedig 0,2 százalékra. A kormány által optimálisnak tekintett idopont tehát kitolódott, és egyre inkább hasonlít az MNB korábbi álláspontjához: csak akkor lehet megváltoztatni a rendszert, ha az inflációs különbség 3-4 százalékra mérséklődik az euró-zóna tagállamaival szemben. A kormánynak nincsenek explicit elképzelések a sávszélesítéssel kapcsolatban, de több jelzés érkezett már hivatalos körökből a piac felé, miszerint egy szélesebb sáv nem veszélyeztetné komolyan a hazai versenyképességet²⁹, és nagyban segítené a deflációs folyamat meggyorsításában.

Lehetséges scenáriók:

Mindenképpen világosan kell látni, hogy a fenti distinkció a preferenciák között elméleti jellegű, és a jelenlegi hazai gyakorlatban ilyen komoly nézeteltérések nem tapasztalhatóak, bár némi különbség azért érzékelhető. Az egyik ilyen pont az a halvány új keletű jegybanki szándék lehet, miszerint egy korábbi idopontban kellene megszüntetni a forint csúszó leértékelését, ami egyben egy valutarögzítést és egy sávszélesítést is jelentene.

A lehetséges scenáriók a következők lehetnek³⁰ (a különböző lépések kronológiai sorrendjében):

2. Táblázat: Árfolyam-politikai lehetőségek:

	1.	2.	3.	4.
A.	Defláció	Árfolyam rögzítése	Sávszélesítés	ERM II.
B.	Sávszélesítés	Defláció	Árfolyam rögzítése	ERM II.
C.	Árfolyam rögzítése	Sávszélesítés	Defláció	ERM II.

Mint látható a különböző scenáriók közötti különbség az árfolyam rögzítésének szerepében található. Az (A) változatban ez a lépés a megfelelő defláció következménye, míg a (C)-ben pontosan ez az a monetáris politikai eszköz, amely hatékonyan tudja leszorítani az inflációt. A harmadik, (B) variáció a korábbi lengyel példához hasonlatos (2000 áprilisától a lengyel zloty szabadon lebeg), miszerint egy kvázi szabad lebegésnél a valutának lehetősége van mozognia a szélesebb sávban, összhangban a deflációs folyamattal.

A fentiekből egyértelműen kitunik, hogy a fenti elméleti fejtegetésben az (A) variáció képviseli a kormányzat jelenlegi preferenciáit a legjobban, miszerint a rögzítés csak az infláció megfelelő leszorítása után kerülhet napirendre, akár a sávszélesítéssel egy idopontban is. Ez volt az az álláspont, amelyet az MNB egészen tavaly év közepéig támogatott (addig a kormány a (C) variációt preferálta és ez az ellentmondás

²⁹ Az árfolyam-politikával kapcsolatos versenyképesség kérdése sok vitát szül a hazai szakirodalomban, főleg annak különböző hatásairól a multinacionális és a kis-, és középméretű magyar vállalatokra.

³⁰ Az alapötlet az OTP Bróker korábban már idézett tanulmányából származik.

konfliktust teremtett), de a korábbiakban ismertetett okok miatt egy ideig a (B) vagy a (C) változat mellett álltak ki. A jegybank élén történo váltás azonban ismét megváltoztatta az elképzeléseket, márciustól (Járai Zsigmond jegybankelnöki kinevezésétől) ismét a (C) verzió lett a piaci szereplők felé egyértelműen kommunikálva, mint az MNB által helyesnek tartott elképzelés. A monetáris hatóságnak ugyanis nem feltétlenül érdeke az infláció csökkentésének mindenek feletti sürgetése (lásd következő fejezet)³¹, sőt mivel a kiszámíthatóság és a hitelesség komoly értéket jelent, a jegybanknak óvatos politikát illik folytatnia, nehogy veszélyeztesse az eddig elért eredményeket. Ezen érvek miatt egy esetleges sávszélesítés kapcsán már felmerült, hogy az MNB fenntartana először egy explicit, majd az ERM II-ben egy implicit belső szűkebb sávot, ezzel mentve át a folytonosságot és a kiszámíthatóságot, kombinálva ezeket az új elemként bejövő flexibilitással.

Mint a fenti táblázatból látható, egészen a tavalyi évig egyfajta ellentmondás volt felfedezhető a fiskális és monetáris politika elképzelései és érdekei között. Az MNB élén történo változás és a kormányzat megváltozott stratégiája azonban arra enged következtetni, hogy az idei évtől ismét a fiskális és a monetáris politika elképzelései összhangba kerülnek, és mindkettő a (C) típusú szcenárió mellett foglal majd állást. Fontosnak tartom azonban megjegyezni, hogy a fenti fejtegetés 9 hónappal ezelőtt még egészen máshogyan nézett volna ki, így jelenleg igazából csak elméleti problematikaként kezelhető. Az azóta eltelt idő ugyanis igen látványosan újraosztotta a szerepeket (pénzügyminiszter-MNB elnök), valamint a dezinflációs folyamat stagnálása is erőteljesen éreztette hatását a stratégiák átalakításában.

Az átmeneti időszak monetáris politikája

Mint az előző fejezetből látható, nézeteltérések lehetnek, de az árfolyam rögzítése és a szélesebb sáv bevezetése mind a fiskális mind a monetáris politika által elfogadott lépésnek tekinthetők, ezekre előbb vagy utóbb mindenképpen sor kerül. Ebben a fejezetben az addig tartó, átmeneti időszak monetáris politikai feladatait tekintem át röviden.

Az elsődleges és legfontosabb feladat a fiskális politika által is támogatott dezinflációs folyamat támogatása – tulajdonképpen 1995-től ez az elsődleges monetáris politikai célkitűzés. Korábban is említettük, hogy e feladat csak úgy vihető végbe, ha ezzel a legkevesebb növekedési áldozat jár a gazdaságban. A kiemelt szempont azért ez, és nem más, például fiskális mutatók teljesülése, mert az azokra vonatkozó kritériumok a dinamikus gazdasági növekedés következtében könnyebben teljesíthetők. A monetáris politika a fokozatosság elve miatt nem a rendelkezésére álló eszközök túlzott szigorításával, hanem a piaci várakozások befolyásolásán keresztül próbálja alakítani az infláció ütemét. Ez a technika azonban csak akkor lehet hatékony, ha a jegybank a belföldi áralakulást képes kontrollálni, azaz amennyiben a gazdaság letér a kijelölt nominális pályáról, akkor a jegybank monetáris eszközök szigorításával a korrekciót végre tudja hajtani. Ekkor mutatkozik meg igazán a monetáris és fiskális politika koordinációjának hasznossága, ilyen esetekben ugyanis

³¹ „Nem mindenáron cél az infláció leszorítása, ez csak egyensúlyt megőrző. A gazdasági folyamatokba illeszkedő eszközökkel lehetséges.” – idézi Járai Zsigmondot a Magyar Hírlap 2001 március 29-ei száma.

jelentősen csökken a pályától való eltérés valószínűsége. Ehhez a koordinációhoz elengedhetetlen az, hogy a jegybank a piaci szereplők felé is kommunikálja stratégiáját (ezt a célt szolgálja az angol mintára bevezetett és negyedévente publikált Inflációs Jelentés is) és hogy a kormánnyal közösen dolgozza ki inflációs célkitűzéseit (ez a lépés valamelyest hiányzik a jelenlegi magyar felállásból).

A korábban már említett jelenség, az árak relatív felzárkózása azonban komolyan veszélyeztetheti, hogy a deflációs folyamat az EMU-ban elvárt szintre csökkenjen a közeljövőben.

Nominális horgony

Mint az a fentiekben is látható, az inflációs cél eléréséhez elméletileg több fajta lehetőség kínálkozik, az MNB-nek azonban a régóta használt, árfolyam alapú menedzselés látszik a legkézenfekvőbbnek, a megszerzett hitelesség és tapasztalat miatt. Mind a jelenlegi, mind az ERM II-ben célként kitűzött rendszer az árfolyam nominális horgony szerepére épül, ezért célszerű egy új rezsim bevezetése helyett – melyet eleinte bizalmatlanság övezne, és a tanulási folyamat meglehetősen hosszúra nyúlhatna – ezt, a már kipróbált eszközt használni a jövőben is. Egy másfajta célkitűzés (például az M3 monetáris aggregátum) bevezetése azonban nem különbözne sokban a mostani rendszertől, a lényeges differencia csak a kommunikációs stratégiában lenne. A nominális horgony szerepe azért is fontos, mert egy hazánkhoz hasonló kis és nyitott gazdaságban a növekedési potenciált erőteljesen meghatározza a külpiacon értékesítési kondíciói. A reálárfolyam várható alakulását figyelembe véve árfolyam-politika ezért befolyásolhatja a GDP növekedési ütemét, és a külpiacon versenyen keresztül fegyelmezi a belföldi árak alakulását is, ami a deflációt, mint fő célt tekintve kiemelt fontossággal bír. Ehhez kapcsolódik, hogy az árfolyamra vonatkozó várakozások és spekulációk erőteljes hatással vannak a korábban már említett inflációs várakozásokra is. Ezért amennyiben a hiteles árfolyam-politika folytatódik, és a külső egyensúly tartható marad – amihez megfelelő fiskális fegyver is szükséges –, az árfolyam hatékony fegyver lehet a várakozások „hutására”. A külföldi pozitív példák – Írország, Portugália, Olaszország – is mind igazolják a horgony szerepre alapozott deflációs program sikerességét (lásd korábban). Ezen túl az EU – pontosabban az ERM II – is ezt a megoldást pártfogolja, ami kiolvasható az árfolyam-ingadozások korlátozására tett kritériumból. A monetáris politika ez irányú kötelezettségvállalása végül fontos jelzés a tokepiacok számára is, hiszen az egyértelmű elkötelezettség tovább erősítheti a külföldi tokebeáramlást és ezen keresztül a belföldi növekedést. Ezeknek a feladatoknak az eléréséhez a korábban említettekén kívül célszerű lenne az MNB-nek a deflációs pályát egy-két évre előre konkrétan kijelölni, így hosszabb távra ismerté válhatna a csúszó leértékelés mértéke.

A sávcsúszás elonyei és hátrányai

A forint árfolyamsávjának kiszűrésével kapcsolatos elnyők a rugalmas árfolyam természetéből fakadnak. Egyfajta párnaként (puffer) szolgálva megnöveli az árfolyam immunitását gazdasági és tokepiaci sokkok esetén. Ezen felül, mikor valutaválság jelentkezik valahol az ország környezetében, a nominális leértékelődés

lehetőségén keresztül csökken a termelés visszaesése és stimulációs hatás éri az exportot. Végül ugyancsak a nominális felértékelődésen keresztül eliminálódik a külföldi devizában denominált hazai adósság nagysága is.

A szélesítés hátrányait főleg a szélesebb sávhoz kapcsolódó nagyobb bizonytalansági tényező okozza. Elsőként megnöveli a rövidtávú kamatok és a nominális árfolyam volatilitását, és bizonyos esetekben ez jelentősen megemelheti az eladósodott hazai gazdasági szereplők költségeit. A reálárfolyam alakulása is bizonytalanabbá és kiszámíthatatlanabbá válik, amelynek negatív hatása lehet a versenyképességre és ezen keresztül a folyó fizetési mérleg egyenlegére. Amennyiben pedig valamilyen oknál fogva a hazai monetáris politika inkonzisztensé válik, a széles sávú árfolyamrendszer könnyen alááshatja a monetáris rezsim hitelességét, ami eddig az egyik legfőbb erénye volt.

Az elonyök és hátrányok gyors áttekintése után ezeket részletesen is megvizsgálom konkrét problémák tükrében.

A leggyakrabban emlegetett probléma abból ered, hogy a tokeáramlás jelenlegi liberalizáltsága mellett (lásd később is) az árfolyamrendszer fenntartása igen költségessé válhat, ha a gazdaságot különböző sokkok érik. Szélsőséges esetben akár az árfolyampálya feladására is sor kerülhet - mint azt számos kelet-európai ország példája is mutatja -, ami a gazdaságpolitika hitelességét is alááshatja. Árfolyamsáv szélesítéssel, és az ebből eredő rövidtávú árfolyam-ingadozásokat tolerálva ezek a kockázatok csökkenthetők, a szélesítéssel azonban önmagában is csökken a kiszámíthatóság. Az átmeneti időszakban – szimmetrikus és aszimmetrikus – keresleti és tokepiaci sokkok egyaránt bekövetkezhetnek.

Keresleti sokkok

Az aggregált kereslet komponensei – külföldi és belföldi – könnyen veszélyeztethetik az árfolyam-politika hitelességét, amennyiben azok eltérnek a várt értéküktől. A korábban említett, EU-val való gazdasági integrációnk mélyülése elméletileg egyre szimmetrikusabbá teszik a külső sokkokat³², a közelmúltban mégis két aszimmetrikus sokk érte a magyar gazdaságot.³³ Az orosz és délszláv válság miatt bekövetkező kereslet visszaesés azonban nem volt annyira jelentős, hogy szükséges lett volna az árfolyam-politika megváltoztatása, bár az orosz válság esetében erre sok piaci szereplő spekulált. Sokkal nagyobb jelentősége lehet a belföldi – magán-, illetve állami szférából kiinduló – aszimmetrikus sokkoknak. Milyen lehetőség kínálkozik az ilyen jellegű válságok kivédésére?

Egyszámjegyű inflációs tartományban az árfolyam korábban tervezett pályájának módosításával³⁴ mérsékelhetőek az ilyen aszimmetrikus sokkok hatásai, ennek azonban

³² Ha a gazdaságot érő sokkok szimmetrikussá válnak, a forint/euró árfolyam változása már nem segíti elő a gazdasági stabilizációt, így az árfolyam-politika szerepe csökken.

³³ Aszimmetrikus és szimmetrikus sokkokról részletesebben lásd Paul De Gruwe valamint Gros és Thygesen (1992), 237 o.

³⁴ Például a leértékelési ütem csökkentésének elhalasztásával. Fontos megjegyezni, hogy az MNB nem hozta nyilvánosságra az ütemcsökkentés konkrét időpontjait, az idei évre vonatkozóan ezt a pénzügyminiszter tette meg. Érdekeség, hogy a 2000. év elején történt forint elleni spekulációra a

ára is van: a dezinfláció üteme lassulhat, vagy a folyamat akár meg is fordulhat. Közeledve a maastrichti kritériumok által is eloirt árstabilitás eléréséhez, ez az árfolyampályán keresztül történő alkalmazkodás már egyre kevésbé lesz hatékony eszköz, és a sokkok kezelése a fiskális politikára hárul (itt jelenik meg ismét a fiskális és a monetáris politika koordinációjának szükségessége).

Ilyen aszimmetrikus sokkok kezelésére azonban egy szélesebb árfolyamsáv jobb lehetőséget adna, egy leértékelődéssel kedvezőbb helyzetet teremtve a hazai gazdaság húzóerejének számító exportnak. Fontos megjegyezni, hogy ez a fajta árfolyampolitikai korrekció semmiképpen sem helyettesíti a fiskális politika alkalmazkodását, amennyiben ugyanis ez nem történik meg, a fizetőeszköz piaci árfolyama tartósan eltávolodhat az előre kijelölt – egyensúlyi – középárfolyamtól. Ekkor a jegybank ugyan magasabb kamatemeléssel csökkentheti a leértékelődési nyomást, de ha a leértékelődési spekulációt az egyensúlyi helyzet romlására vonatkozó várakozások erősítik, az árfolyam hosszabb távon mindenképpen leértékelődik. A magasabb kamatszint e mellett megnöveli a költségvetés kamatkidadásait – ami önmagában is veszélyezteti az erre vonatkozó konvergencia kritériumokat –, lassítja a magángazdaság növekedési ütemét és veszélyeztetheti az inflációs pályát is. Ezért az árfolyampálya hitelességének megőrzéséhez a külső egyensúlyi céllal konzisztens fiskális politika szükséges, még egy szélesebb árfolyamsáv esetében is.

Tokepiaci sokkok

A jelenlegi szűk árfolyamsáv fenntartásának költségeit nagyon megnövelhetik a nemzetközi tokepiacokon lezajló válságok, amelyek főleg a hazai kamatpolitikára vannak negatív hatással. A jegybanknak a szűk sávban ugyanis csak korlátozott tere van arra, hogy befolyásolni tudja a belföldi kamatok szintjét, hiszen a kamatparitás miatt olyan kamatszintet kell fenntartani, amely konzisztens az árfolyam alakulásával. Egy ilyen korlátozott rezsimben az MNB nem tud arra kötelezettséget vállalni³⁵, hogy a hazai reálgazdasági folyamatoknak megfelelő kamatszint alakuljon ki.

A belföldi gazdasági folyamatokkal nem egyező kamatszint komolyan veszélyeztetheti a gazdaságpolitika célkitűzéseinek megvalósulását. Az 1998-as orosz válság idején a szűk árfolyamsáv hitelességének megőrzése csak a belföldi kamatok emelkedésével volt megőrizhető (lásd szeptemberi kamatemelést). Ehhez hasonló negatív sokkok esetén a kamatelés egyetlen alternatívája a fizetőeszköz leértékelése lehetne, ez azonban kedvezőtlen hatással lenne az elsődleges célként meghirdetett dezinflációra. Erre jelentene megoldást az árfolyamsáv szélesítése, amely egyfajta pufferként helyet adhatna egy eseti leértékelődésnek, de az ezzel járó negatív hatások miatt ez is csak akkor lenne tolerálható, ha a reálgazdaság szereplői a forint sávon belüli ingadozását csak átmeneti jelenségnek tekintnék, és a középárfolyam továbbra is megőrizné hitelességét.

jegybank részben éppen a csúszás mértékének mérséklésével válaszolt, jelezve ezzel, hogy szilárdan ragaszkodik a meghirdetett árfolyam-politikájához.

³⁵ Ennek oka az, hogy a tokeáramlások jelenlegi liberalizáltsága mellett a hazai makrogazdasági helyzet külföldi megítélése csak egy részét adja a tokeallokációjáról meghozott döntéseknek, így a konzisztens kamatszint számos, a belföldi gazdaságot nem érintő komponens függvényeként alakul ki.

Hasonló a helyzet a pozitív tokepiaci sokkokkal kapcsolatban is, mint amilyenek például 1998 és 2000 elején³⁶ érték Magyarországot, ahol is a jegybanknak a konzisztens kamatszint fenntartásához aktív sterilizációs politikát kell folytatnia. Az ilyen jellegű befektetői rohamok azzal is magyarázhatóak, hogy a szűk árfolyamsáv és a monetáris politika hitelessége miatt az árfolyamkockázat kicsi – maximum 4,5 százalék -, ami csökkenteti a befektetések kockázatát. A jelenlegi helyzet hasonlatos egy olyan opcióhoz, amelyben a jegybank olyan szituációt teremt, melyből a külföldi befektető maximum 4,5 százalékos veszteséggel bármikor kiszállhat. A szélesebb árfolyamsáv erre vonatkozó hatásai különbözőek lehetnek. Egyes vélemények szerint az MNB-nek meg kellene drágítania ezt az opciót, és a kockázat növelésével – ami a szélesebb sávból fakad – a spekulatív toke beáramlása lecsökkenhet. Ezzel szemben mások arra hívják fel a figyelmet, hogy egy ilyen rendszernél az árfolyam felértékelődésére vonatkozó spekulációk nagyobb volumenu tokebeáramlást ösztönöznek, hiszen a forintban denominált eszközök a fizetőeszköz felértékelődése után többet érnek euróban, ami extraprofitot juttatja a befektetőket. Amennyiben ezek a felértékelődési várakozások hosszabb távon is fennmaradnak, az önbeteljesítő folyamat veszélyeztetheti a gazdaság versenyképességét is. Ez a veszély akkor hárítható el, ha a jegybank az árfolyamot elsősorban nem devizapiaci intervencióval³⁷, hanem kamatpolitikai lépésekkel próbálja meg stabilizálni.

Mint a fentiekből láthattuk, a szélesebb árfolyamsáv potenciális költségei valóban a kiszámíthatóság csökkenéséből fakadnak, ami talán az egyik legfontosabb faktora volt a gazdaság 1995-ben kezdődő stabilizálódásának. A következőkben ezeket vizsgálom meg részletesebben.

Mivel a nominális árfolyam napi ingadozásából származó kockázat kezelésére már megtalálhatóak a megfelelő pénzügyi eszközök – határidős és derivatív termékek -, ezért az ebből fakadó nagyobb volatilitás most már vállalható költséget jelent. A megfelelő technikák hiánya miatt ezek a költségek 2-3 évvel ezelőtt jelentősen magasabbak lettek volna.

Ugyancsak a bizonytalanságot jelképezi, hogy a szélesebb sávban a forintkamatoknak nagyobb árfolyamkockázat elleni prémiumot kell magukba foglalniuk, ami valamelyest megnövelheti a belföldi kamatszintet. Ez a hatás főleg a rövidlejáratú befektetéseknél érezhető hatását, ahol a rövid időhorizont miatt akár egy 1 százalékos kamatváltozás is nagy hozamkülönbségeket eredményezhet. Bár a rövidtávú folyamatok könnyen átszivároghatnak a hosszú távú kamatokra is, a befektetések lejáratának növekedésével az elvárt kamatprémium csökken, éppen a konvergencia miatt. Hazánk esetében a problémát az jelenti, hogy az eladósodott gazdasági szereplők forrásköltségei erőteljesen a rövid lejáratokhoz kötődnek³⁸: az államháztartás belföldi adósságállományának átlagos lejáratát 2 év alatt van, valamint a banki hitelek számottevő része is egy éven belüli lejáratúval rendelkezik.

³⁶ Az idei év eleji kétségbeesett jegybanki kamatcsökkentések – 300 bázispont – jól jelezték, hogy az MNB kénytelen volt a piaci folyamatok után menni, ami felvetette azt a kérdést, hogy egy ilyen kis, nyitott gazdaságban lehetséges-e egyáltalán önálló kamatpolitikát folytatni.

³⁷ Az eros intervenció ugyanis a kamat és árfolyampálya inkonzisztenciáját jelenti, mint az idén év elején is megfigyelhető volt.

³⁸ Ennek oka részint a bizonytalan inflációs szint, valamint a tokepiacok fejletlensége.

A bizonytalanság harmadik szintje a meghirdetett politika hitelességével kapcsolatos. A szuk árfolyamsáv nominális horgonyt jelent a gazdaságnak, ami azonban csak addig tartható fenn, amíg a tokepiacok hitelesnek tekintik a makrogazdasági politikát. Ehhez egy szigorú kötelezettségvállalás szükséges mind a fiskális, mind a monetáris politika részéről. Ez természetesen szélesebb sáv esetén is fennáll, de ez a rezsim lehetőséget ad arra, hogy a monetáris hatóság átmenetileg a meghirdetettől eltérő, diszkrecionális politikát folytasson. Ennek segítségével az eltervezett pályától való eltérést az árfolyam leértékelődésével lehet, azaz átmeneti inflációval lehet korrigálni. A veszély azonban itt is megvan: amennyiben ugyanis ez a fajta korrekciós mechanizmus beépül a várakozásokba – és ezen keresztül az árazási és a bérezési folyamatba -, az megnehezíti a meghirdetett nominális pálya megvalósítását.

Az érveket és ellenérveket összefoglalva a csúszó leértékelés megszüntetése után célszerű az árfolyamsávot kiszélesíteni. Ennek segítségével teljesíthető az EMU kritériumként megjelölt inflációs szint elérése is. A szélesítés bevezetésénél azonban mérlegelni kell, hogy a hosszú távú árfolyamalakulás minél kiszámíthatóbb legyen, és hogy az árfolyam megnövekedett volatilitása csak az átmeneti sokkok kezelésére szolgáljon. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a gazdaságban fellépo strukturális egyensúlytalansági problémákat ezek mellett is a fiskális politika alkalmazkodásával kell orvosolni.

A sáv szélessége

Az optimális sáv szélességének kiszámításával sokat foglalkozott az ide vonatkozó szakirodalom³⁹, a jelenlegi helyzetben azonban ajánlatos a sávot ± 15 százalékra kiszélesíteni.

Ennek első, talán legfontosabb oka az, hogy az ERM II-vel való kompatibilitás ezt kívánja meg. A csatlakozásunknál valószínűleg nem lesz lehetőségünk azonnal megállapodni az ECB-vel egy szűkebb árfolyamsávban.⁴⁰ Amennyiben azonban a magyar gazdaságpolitika az árfolyam nominális horgony szerepére alapozva akarja a konvergenciát elérni, egy ilyen széles sáv túl nagy bizonytalansági tényezőt jelentene. Mivel az árfolyamrezsim változása önmagában destabilizáló hatású lehet, ezért az lehet az áthidaló megoldás, hogy az MNB implicit belső intervenció sávot (± 5 százalék) tart fenn, és aktívan beavatkozik az árfolyamvolatilitás mérséklésének érdekében. Világossá kell tenni, hogy a jegybank a sáv közepét tarja az árfolyam kívánatos pozíciójának, és a sáv maradék része csak pufferként szolgál.

Ennek a rendszernek a bevezetéséhez nem szükséges semmilyen átmeneti időszakot kijelölni. A fokozatos több lépcsős nyitást azért javasolják, hogy a piaci szereplőknek legyen idejük felkészülni a nagyobb árfolyam-ingadozásra. Mivel azonban az MNB-nek nem áll szándékában a nagyobb árfolyam ingadozás, és ragaszkodik a nominális horgony funkciójához, valamint a kiszámíthatósághoz, ezért a lassú piaci alkalmazkodásból származó költségeket azonnali sávszélesítés esetében sávon belüli intervenció politikával is lehet mérsékelni.

³⁹ Svensson (1994), Beetsma és Ploeg (1992).

⁴⁰ Legfeljebb akkor, ha belépésünk annyira elhúzódna, hogy addigra már több éve sikerült elérnünk a megfelelő inflációs szintet, ami egyfajta biztosítékot jelenthetne az ECB-nek.

A szimmetrikus szélesítés melletti érv az, hogy egy aszimmetrikus nyitás a sávközép árfolyam áthelyezését jelentené. Mivel azonban jelenleg semmilyen jele sincsen annak, hogy a forint – lefele vagy felfele – félre lenne árazva, ezért az árfolyamsáv eltolása a jegybank preferenciáinak megváltozását jelezhetné a piaci szereplők számára. Az árfolyamrendszer e mellett akkor a leghatékonyabb, ha képes megőrizni a sávközép árfolyamnak a piaci várakozásokat befolyásoló szerepét.

Idozítás

Az árfolyam-politika változtatásának szükségességén felül annak idozítése is reneteg megválaszolható kérdést vet fel.

Az első ilyen jellegű probléma az, hogy célszerű-e EU tagságunk elnyerése után azonnal belépni az ERM II-be, még akkor is, amennyiben az inflációs differencia a 2-3 százalékpontos termelékenységnövekedési különbséget tartósan meghaladja?

- Az árfolyam rögzítése széles sávval elméletileg akkor is lehetséges, ha ez az inflációs különbség fennáll. Ekkor úgy kerülhető el a versenyképesség romlása, ha a monetáris hatóság a piaci árfolyamot folyamatosan gyengülni hagyja a paritással szemben. Ez a fajta rendszer azonban önmagában hordozza a mindenkori kiigazítás valószínűségét, és ezzel alááshatja a jegybank középárfolyam paritásra vállalt kötelezettségvállalásának hitelességét. Ez főleg akkor jelent problémát majd, mikor a központi bank véglegesen rögzíteni kívánná a fizetoeszköz árfolyamát (az EMU csatlakozás kapujában), és ennek hitelességének biztosítására semmilyen eszköz nem áll már rendelkezésére. Az ilyen jellegű bizalmatlan környezet a tokepiacok számára is kedvezőtlen, hiszen az ország kedvező megítélése önmagában is felgyorsíthatja a konvergencia kritériumok teljesítését, amennyiben azonban a kötelezettségvállalás nem eléggé hiteles, a tokebeáramlás destabilizáló hatással is lehet, ami szélsőséges esetben az árfolyamsáv feladására is kényszerítheti a jegybankot.
- Elméletileg, amennyiben az EMU tagság által kínált potenciális elonyök érdekében a döntéshozók hajlandóak a jelenben költségeket is felvállalni, elképzelhető az árfolyam stabilizálása még magasabb inflációs differencia esetén is. Ez azonban csak úgy történhet meg, ha a gazdaság nominális pályáját hatékonyan szabályozó bérmegállapodásokkal és megfelelő fiskális politikával megtámogatják. Minden más esetben azonban elkerülendő ez a stratégia, tartósan csak az inflációt okozó fundamentális tényezők felszámolása után kerülhet sor az árfolyampálya megváltoztatására. Amíg tehát az inflációs folyamat a forint árfolyamának trendszerű leértékelését vetíti elő, nem célszerű az árfolyam paritásának rögzítése.

Ugyancsak megvizsgálandó az az eset is, amikor az inflációs különbség hamarabb csökken le, minthogy EU taggá válna az ország. Szükséges-e ilyen esetben az árfolyam unilaterális rögzítése az euróhoz?

- Mivel egy ilyen átmeneti időszakra nincsen túlzott értelme a hatékonyan működő nominális horgony funkció feladásának, ezért úgy tűnik, hogy ekkor szükséges lépés lenne az unilaterális rögzítés. Mivel azonban a rögzítésnél a

fünt már részletezett veszélyforrások fokozottan érvényesek, ezért ezt a lépést mindenképpen egy szélesebb árfolyamsáv bevezetésével kell kombinálni. A szélesebb sáv a nominális felértékelődés lehetőségén keresztül segíthet az inflációs cél elérésében is.

Összefoglalva az árfolyamrezsim megváltoztatásának optimális idopontja az, amikor a lépésnek nincs az eddig hitelesen folytatott politika megváltozására utaló üzenete.

Másrésztrol azonban méltányolható érv lehet a meglepetésszerű, a piaci várakozásokat megelőző lépés az árfolyamrendszer megváltoztatására. Jelentős árfolyampolitikai változtatások ugyanis ritkán vannak előre bejelentve, annak érdekében, hogy a spekulatív tokebeáramlást megelőzhessék, és hogy a fiskális politika céljait és a pénzügyi szféra stabilizációját ne veszélyeztessék. Érdemes azonban arra is felhívni a figyelmet, hogy a meglepetésszerű döntésnél fontos, hogy az inkább a várt idopontnál hamarabb, minthogy később történjen meg. Éppen ezért nem zárható ki, hogy a döntéshozók (a fiskális és a monetáris politika egyeztetett lépéseként) még az előtt jelentik be az árfolyamrendszer megváltoztatását, mielőtt az inflációs differencia a kívánt szintre mérséklődne.

Az összekötő kapocs: a tokepiaci folyamatok liberalizáltsága

A fennálló tokekorlátozások jelenthetik az egyik legnagyobb kihívást Magyarország, és a többi csatlakozni kívánó ország előtt. Az EU csatlakozással ugyanis meg kell szüntetni minden még fennálló korlátozást, a szabad tokeáramlás megteremtése érdekében. E mellett a konvergencia játék következményeként a beáramló toke (legyen az működő, portfólió, vagy spekulatív természetű) jelentős megnövekedésére kell számítani. Bár derogációk kérhetőek a csatlakozási tárgyalások során, a magyar kormány kifejezte szándékát, hogy 2002 végéig felold minden korlátozást – kivéve a föld és az ingatlanvásárlásra vonatkozókat. Ennél tovább – a feloldások pontos menetrendjét – a kormány nem hozott nyilvánosságra. Egy ilyen ütemezésben lezajló liberalizáció jelentős hatással van a jelenlegi árfolyamrendszerre. Szabad tokemozgásoknál ugyanis a csúszó leértékelés, mint meglehetősen merev rendszer nagyban elveszti cselekvőképességét és hatékonyságát, ami veszélyeztetheti a jegybanki hitelességet. A tokemozgások előtti korlátok lerombolása tehát erőteljes elmozdulási kényszerrel jelentene a jegybanknak egy szélesebb árfolyamsáv felé, természetesen úgy, hogy a jelenlegi rezsim előnyeit megőriznék. Amennyiben Magyarország a korábbi EU csatlakozás ígéretében valóban elmozdít minden akadályt a tokefolyamatok elöl, úgy ez a jegybank számára azt jelenti, hogy a sávszélesítést korábban kell meglépnie, mint hogy a forintot rögzítik az euróhoz. Ennek hiányában maga az EMU csatlakozás válhat kérdésessé, hiszen egy rigid árfolyamrendszerben, szabadon beáramolható toke mellett igen nehéz lenne a forintot stabilan tartani.

A tokefolyamatok liberalizációjának azonban számos területen azzal kell járnia – elkerülendő a nagy sebességű gyors toke be- és kiáramlásokat –, hogy a fiskális és monetáris politikának minden körülmények között konzisztensnek kell lennie az árfolyampolitikával és a makrogazdasági stabilitással (a nyugat európai példánál

látható, hogy milyen következményekkel járhat ennek ellenkezője). Ezen felül olyan politikát kell folytatni, hogy az támogassa és erősítse a pénzügyi intézményeket – a felügyeleti rendszer erősítése, kockázatmenedzsment elterjedése. Általánosságban a gazdaságpolitika és a csatlakozási tárgyalások teljes transzparenciája és nyomon követhetősége is kiemelt fontossággal bír, amennyiben csökkenti a meglepetésszerű események előfordulását a pénzügyi piacokon.

Az IMF (World Economic Outlook, 2000) szakértői megjegyzik, hogy éppen a nagy tokebeáramlás következtében megnövekedő árfolyam instabilitás miatt, a csatlakozni vágyó országoknak érdeke lehet minél előbb csatlakozni az eurózónához.

Összefoglalás

A Magyarországgal kapcsolatos gondolatok összefoglalásául megpróbálom felvázolni az árfolyampolitikai dilemma sarokkövét, és ajánlást megfogalmazni a következő évekre. Az árfolyampolitika kettős célt szolgál, egyrészt befolyásolja a fizetési mérleg egyensúlyát, másrészt hatást gyakorol az inflációra az importárak változtatásán keresztül. A két cél ellentétes árfolyammozgást igényel. Az árfolyam és a kamat befolyásolhatósága egymás rovására növelhető csak. A szabadabb árfolyam kockázatoknak teszi ki az exportálókat, viszont a jegybank dezinflációs politikát folytathat a kamatlábak segítségével. Az árfolyampolitika megválasztása tehát a versenyképesség és az infláció közötti választás kérdésére redukálható, ahol előbit a kormány, utóbbit a jegybanknak kellene képviselnie. Az elmúlt évben az infláció messze felülmúlta a kormány 6,3 és a független elemzők 8-9 százalékos várakozásait. A folyó fizetési mérleg egyenlege, viszont a megelőző évinél is jobb lett, a GDP 4 százaléka. Ezek szerint az árfolyampolitikai váltásnak az inflációcsökkentést kellene támogatnia, hisz ez nemcsak jegybanki és kormányzati közös érdek, hanem az EMU csatlakozásnak is elengedhetetlen feltétele, míg a külső egyensúly nem. Egy ilyen megoldás lenne a leértékelés felfüggesztése, a mielőbbi sávszélesítés majd kamatpolitikai eszközök bevetése. A sávszélesítés előzetes bejelentése mellőzendő, amíg a piac felértékelési nyomás alatt tartja a jegybankot, mert ez spekulációs nyomást kiváltva a bejelentett határidő előtti szélesítésre kényszerítheti a jegybankot, amivel a hitelessége romlik.

Ha a felszín alá nézünk, akkor láthatjuk, hogy az infláció kiugró értékéből hozzávetőleg 1,5 százalékpontot magyarázott az olajárak emelkedése, és közel ugyanennyit a dollár/euró árfolyam változása. Viszont a kereskedelmi mérleg az év végére jelentősen emelkedett megközelítve a 4 milliárd eurót, és a folyó fizetési mérleg is az év végén szökött fel hirtelen. Azóta a dollár jelentősen gyengült az euróhoz képest, és az olaj ára is stabilizálódott egy alacsonyabb szinten. Ezért úgy látom, hogy az infláció csökkenése az árfolyam felértékelődése nélkül is megvalósul. Így az árfolyamrendszer jövőbeni ajánlott alakulása:

A havi leértékelési ütem fokozatosan csökken, az áprilisi csökkentést az infláció számottevő esése után – amit az év végére várhatunk – újabb követi.

2002-ben az MNB áttér az irányított vagy a pizskos lebegtetéses árfolyampolitikára. A forintot az euróhoz kötik, és ezzel egyidejűleg a sávot ± 15 százalékra kiszélesítik. A szélesebb sávon belül tanácsos egy nem hivatalos belső, $\pm 2-5$ százalékos

széles sávot fenntartani. A jegybanknak ezen belül célszerű tartani az árfolyamot – aktív menedzseléssel –, annak érdekében, hogy megőrizze, és megfelelő mértékben kombinálja a kiszámíthatóságot és a rugalmasságot.

Amikor Magyarország az EU tagjává válik – várhatóan 2004-ben –, egyidejűleg csatlakozik az ERM II-höz, és alkalmazza az azzal járó megfelelő szabályozási rendszert. Ezzel a forgatókönyvvel hazánk legkorábban 2006-ban vezetheti be az eurót.

Gondolatkísérletek

A maastrichti kritériumokat sokan sok helyen kritizálják. A dolgozat kritikával illette az inflációs kritériumot a BS hatás miatt, az államadósra vonatkozót annak esetlegessége miatt, bírálják az effajta kritériumokat a „mérlegelési effektus” fellépése miatt is. De van még egy szempont, ami ellene szól a kritériumok felé való gyors közelítésnek. Az elkövetkező években számos strukturális reform – oktatás, egészségügy, nyugdíj – megvalósítására és infrastrukturális beruházásokra lenne szükség, valamint az EU tagság feltételeinek való megfelelés is nagy nyomással jelentkezik a fiskális és a monetáris politikára. Ezek megvalósítása azonban épp az EMU kritériumok felé történő elkötelezettség, a nominális konvergencia feltételeinek teljesítése miatt könnyen elhalasztható vagy elmaradhat. Ez a kérdés arra a furcsa ellentmondásra világít rá, hogy az EMU kritériumok túlságosan szorgalmas teljesítésének vágya, így éppen az EU csatlakozás késleltetését okozhatja.

Végezetül arra a problémára is felhívom a figyelmet, hogy a korábbiakban vázolt termelékenységnövekedési különbség az EMU csatlakozás után is fennmarad. Mivel azonban ekkor már nem tolerálható sem az infláció emelkedése, sem a nominális árfolyam kiigazítása, így a Balassa-Samuelsontól fakadó reálfelértékelődési nyomás nem tud utat találni magának. Ez a folyamat már most is érzékelhető az EMU átlagánál jóval gyorsabban növekvő gazdaságoknál (például Írország és Finnország). Erre a problémára kétféle megoldás kínálkozik:

Vagy az árfolyam végleges rögzítésénél kell egy, az egyensúlyinál felértékeltébb árfolyamot meghatározni a jövőbeni reálfelértékelődés kompenzálására, amely rövidtávon hátrányosan érintheti az adott ország külkereskedelmi pozícióját;

Vagy pedig restriktív fiskális politika folytatására kényszeríti a csatlakozó ország kormányát, ami pedig ismét visszavezet bennünket az elobb felvázolt problémához, miszerint a szigorú költségvetési politika hatására elmaradhatnak költséges, de kulcsfontosságú reformok és beruházások.

Ezzel az utóbbi eszközzel élnek a ma hasonló problémával szembesülő eurózónabeli tagállamok. Írország jelenlegi példája azonban azt mutatja (az év elején, az EU – az Ecofin, a pénzügyminiszterek tanácsa – hivatalosan is megfedte Írországot annak fiskális lazítása miatt, ami a gyakorlatban azt jelentette, hogy a tavalyi 4,8 százalékos elsődleges költségvetési többlet a tervezett adócsökkentések miatt idén 4,3 százalékra mérséklődött volna), hogy a még oly restriktív gazdaságpolitika sem képes az inflációt az elvárásoknak megfelelően alacsony szintre leszorítani.

Irodalomjegyzék:

- Antal László: Kiigazítás – ahogy én látom, Közgazdasági szemle, 1998. február
- Balassa Béla: The purchaing power parity doctrine: a reappraisal, *Journal of Political Economy* 72, 1964
- Ball, Laurence: What determines the sacrifice ratio?, *Monetary Policy*, szerkeztette Mankiw, N. G., University of Chicago Press, Chicago, 1994
- Bernanke, Ben S. és Mishkin, Frideric S.: Inflation tergeting: A new framework for monetary policy?, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 11, 1997 szeptember
- Beetsma, R.M.W.J. és Ploeg, F. van der: Exchange rates bands and optimal monetary accommodation under a dirty float, Working paper, University of Amsterdam, Amsterdam, 1992
- Blanchard, Olivier: Optimális Dezinfláció Magyarországon, Mérsékelt Infláció, Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai, Szerkesztette: Carlo Cottarelli és Szapáry György, 1998, IMF-MNB
- Blejer, M. J., Leiderman, Frenkel L. és Razin, A.: Optimum currency areas: new analytical and policy developments, IMF working paper, Washington, 1997
- Borensztein, E. és Masson, P.R.: Exchange rate arrangements of prviously centrally planned economies, Financial sector reforms and exchange arrangement in Easstern Europe, IMF occasional Paper, No. 102, 1993
- Chinn, M.D.: The usual suspects? Productivity and demand shocks ans Asia-Pacific real exchange rates, Oesterreichische Nationalbank working paper 31, 1998
- Csermely Ágnes: Az inflációs célkituzés rendszere, Közgazdasági Szemle, 1997. március
- Darvas Zsolt: Kamatkülönbtség és árfolyam-várakozások az elore bejeletett kúszó árfolyamrendszerben, Közgazdasági Szemle, 1996.
- De Grauwe, P.: The economics of monetary integration, Oxford University Press, Oxford, 1998
- European Comission: Agenda 2000: For a stronger and wider union, Vol. 1, DOC/97/6., Strassbourg, 1997 július
- Fischer, S.: The role of macroeconomic factors in growth, *Journal of Monetary Economics*, 32, 1993
- Gros, Daniel és Thygesen, Niels: *European Monetary Integration*, Longman, London, 1992
- Halpern László és Wyplosz, Charles: Equilibrium exchange rates in transition economies: further results, IMF staff papers, 1998 november
- Hochreiter, E. és Winckler, G.: The advantages of tying Austria's hand: the success of the hard currency strategy, *European Journal of Political Economy*, 83-111.o., 1995
- Horváth Ágnes és Szalai Zoltán: *Az európai Gazdasági és Monetáris Unió*, egyetemi jegyzet 1999
- IMF – Word Economic Outlook, Focus on Transition Economies, 2000 október
- Koping-Datorg: Konjunktúrajelentés, A Világgazdaság és a Magyar Gazdaság Helyzete és Kilátásai 1999 oszén, 1999/3

- Kopits György: A közép- és kelet-európai országok árfolyam-politikája az európai Gazdasági és Monetáris Unió összefüggésében, *Külgazdaság*, 2000/2
- Kornai János: Kiigazítás recesszió nélkül – Esettanulmány a magyar stabilizációról, *Közgazdasági Szemle*, 1996 július-augusztus
- Krugman, P. és Obstfeld, M.: *International economics: Theory and Evidence*, Addison-Wesley, New-York, 1997
- MacDonald, R.: What determines real exchange rates? The long and sort of it., IMF working paper, 1997
- Magyar Nemzeti Bank: Jelentés az infláció alakulásáról, 2000 március
- Magyar Nemzeti Bank: Éves és havi jelentések, 1995-2000-04-24
- Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A., Jadresic, E., Mauro, P. és Berg, A.: Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy, IMF working paper, 2000 áprilisa
- Obstfeld, M. és Rogoff, K.: *Foundation of international Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, 1996
- Official Journal of the European Communities, 1998 november 13.
- Oláh György és Vojnits Tamás: Hungary: Set for a convergence, OTP Bróker tanulmány, 2000 január
- Portes, R.: Integrating the Central and Eastern European Counties into the international monetary system, Center of Economic Policy Research occasional paper No. 14, London, 1994
- Rosati, D.: Exchange rate policies during transition from plan to market, *The Economic of Transition* 4, 1996
- Sachs, J.D.: Economic transition and the exchange rate regime, *American Economic Review Papers and Proceedings* 86, 1996
- Siklos L. Pierre és Ábel István: A reálárfolyam mint monetáris célváltozó és a sterilizációs gyakorlat Magyarországon, *Külgazdaság*, 1997/5
- Svensson, Lars E.O.: Why exchange rate bands?, *Journal of Monetary Economics* 33, 1994
- Szapáry György és Jakab Zoltán: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon, *Közgazdasági Szemle*, 1998 október
- Tarafás Imre: A kamat, az árfolyam és a forint hátralévo évei, megjelenés alatt, 2001
- Temprano-Arroyo, Heliodoro és Feldman, Robert A.: Selected transition and Mediterranean countries: an institutional primer on EMU and EU accession, *Economic of Transition*, Volume 7, 1999
- Treaty on European Union (Treaty of Maastricht), Brüsszel, 1992 február 12.
- Usprung János: Kell-e nekünk önálló valuta?, *Figyelo* 23. oldal, 2000/15. szám
- Weber, Axel A.: Sources of Currency Crises: An empirical analysis, Oesterreichische Nationalbank working paper 25, 1998 március