



International Center for Economic Growth
Európai Központ

Vélemény Nr. 9

TÓTH MÁTÉ:

**ÁRFOLYAMPOLITIKAI PROBLÉMÁK ÉS
NEHÉZSÉGEK 2003-BAN**

2003. SZEPTEMBER

TARTALOMJEGYZÉK

<i>I. A háttér: Árfolyampolitika 2001-től</i>	<i>3</i>
<i>II. A januári spekulatív támadás</i>	<i>5</i>
<i>III. A sáveltolás</i>	<i>7</i>
<i>IV. A leértékelés és a versenyképesség</i>	<i>9</i>
<i>V. Az euró bevezetése 2008. január 1-től?</i>	<i>10</i>
<i>VI. Gazdaságpolitikai ajánlások</i>	<i>12</i>

I. A HÁTTÉR: ÁRFOLYAMPOLITIKA 2001-TŐL

2001 nyarán jelentős változtatás történt a magyar árfolyam-politikában. A korábbi előre bejelentett és rögzített ütemben leértékelődő központi paritás körüli árfolyamsávot kiszélesítették, majd rövid időn belül megszűnt a sávközép csúszó leértékelése is. A központi paritás körüli szélesebb, +/- 15%-os ingadozási sáv létrehozása szándékoltan az európai árfolyam-mechanizmus második változatának (ERM-2) mintájára történt. Az új árfolyamrendszer azonban lényeges pontokon különbözik az ERM-2-től: egyrészt a sáv gyenge szélén ill. sávon belül nem áll rendelkezésre az EKB rövid lejáratú finanszírozási eszköze, így elviekben a gyenge sávszél jóval sebezhetőbb, és sávon belüli intervenció lehetőségei is korlátozottak, másrészt Magyarországon a központi paritás az előbbi hiányosságok ill. az árfolyamrendszer egyoldalúan elkötelezett jellege miatt nem töltött (nem tölthetett) be nominális horgony szerepet.

Az árfolyam-politikai fordulattal párhuzamosan a monetáris politika keretrendszere is megváltozott: a szélesebb árfolyamsáv lehetőséget teremtett arra, hogy az inflációt a korábnál hatékonyabb eszközzel, az inflációs célkövetéses monetáris politika alkalmazásával tudja letörni az MNB. Fontos megemlíteni, hogy az új monetáris- és árfolyam-politikai keretrendszer már az induláskor magában hordozta az inflációs cél és az ingadozási sáv „erős” szélé által jelképezett árfolyamcél közti konfliktus lehetőségét. Az inflációs célkövetéses monetáris politika számára az alkalmazott árfolyamrendszer egyértelmű korlátot jelent, az MNB ugyanis egy bizonyos határon túl csak úgy képes megvédeni az inflációs célkitűzését, hogy egy potenciális spekulatív támadást kockáztat a sáv erős szélén. Az ingadozási sáv erős szélé tehát egy olyan bizonytalansági tényezőt jelent, amely nem teszi lehetővé teljes értékű inflációs célkitűzéses politika folytatását. A szóban forgó konfliktus bekövetkezésének valószínűségét növelte, hogy a jelentős mértékű működő- és portfólió tökebeáramlásokból, valamint a reálgazdasági felzárkózásból (ld. Balassa-Samuelson hatás) fakadóan (egyensúlyi) reálfelértékelődési nyomás (volt) tapasztalható a magyar gazdaságban, amely az inflációt letörni szándékozó monetáris politika mellett elsősorban a nominális árfolyam felértékelődésében tudott megjelenni.

Az alkalmazott árfolyamrendszer feltehetően egyfajta kompromisszumot jelentett a fiskális és a monetáris politika közt, amely értelmében az infláció letörése elsődleges fontosságú feladat, azonban a forint korlátok nélküli, a gazdasági növekedést veszélyeztető felértékelődése nem kívánatos. A kompromisszum kialakításában vélhetően egyes környező országok valutáinak 2001. év során tapasztalt erőteljes felértékelődése is szerepet játszhatott.

Magyarországon a monetáris politika elsődleges transzmissziós csatornája a nominális árfolyam, amely a pillanatnyi monetáris kondícióktól függetlenül is felértékelődési tendenciát mutat, így erős felértékelődési nyomást eredményezhet a jegybank inflációs célját védő kamatpolitikája. Az inflációs célkitűzés és az aktuális várható infláció különbségének alakulására az MNB saját inflációs előrejelzéséből, a piaci várakozások közvetlen felméréséből ill. a hosszabb lejáratú állampapírok hozamprémiumának alakulásából következett.

A monetáris politika előbbieken felvázolt adottságai mellett kulcsfontosságú, hogy a fiskális- és jövedelempolitika összhangban legyen a monetáris politikával, és ne veszélyeztesse a dezinflációs pályát. Egy, az inflációs várakozásokra kedvezőtlen hatású

fiskális fellazulás ugyanis felszínre hozhatja az árfolyamrendszer és monetáris politika közt feszülő inkonzisztenciát.

Sajnálatos módon azonban épp az új árfolyam és monetáris politikai keretrendszer indulását követően, 2001 második felétől kezdett fellazulni a korábbi szigorúbb fiskális politika, ami elsősorban a politikai ciklus végének közelségével magyarázható. A fokozódó költségvetési kiadások, amelyek főleg a belső fogyasztás ösztönzését célozták, veszélyt jelentettek az inflációs célok teljesülésére, amit az MNB kamatpolitikájával próbált ellensúlyozni: a csökkenő ütemű pillanatnyi inflációs rátát szándékolatlanul nem követte az alapkamat csökkentésével, mivel az előretekintő inflációs várakozások magasabb pillanatnyi reálkamatot indokoltak.

Az országgyűlési választások lezárultával a politikai ciklus újraindult, azonban szokatlan módon a fiskális politika azonnal erőteljes expanzióba kezdett, amely struktúrájából következően (főként béremelések) tartós és jelentős kiadásnövekedést vetített előre. A politikai ciklus megszokott lefutása szempontjából rendkívülinek számító fiskális fellazulás hatása az inflációs várakozásokban is tükröződött, így az MNB két részletben, összesen 100 bázisponttal kényszerült megemlíteni irányadó kamatlábát, az inflációs célok fenntarthatóságának védelmében.

Érdemes megemlíteni ehelyütt, hogy az MNB kamatpolitikájának vizsgálatakor kevésbé célravezető az irányadó kamatlábat a pillanatnyi inflációs rátával összevetni, és ily módon számított „reálkamatláb” mértékből a monetáris politikával kapcsolatos következtetéseket levonni. Az MNB irányadó kamatlábjának szintjét tehát – az inflációs célkitűzéses rendszer adottságainak megfelelően – minden esetben az adott- ill. a rákövetkező év decemberében várható év/év alapú várható infláció alakulásának tükrében célszerű vizsgálni.

I. A JANUÁRI SPEKULATÍV TÁMADÁS

A 2003. januári spekulatív támadás a hazai gazdaságpolitikai problémák állatorvosi lovának tekinthető: adott egyrészt egy inkonzisztens, a spekulatív támadás lehetőségét magában rejtő árfolyam és monetáris politikai keret, másrészt a felelőtlen fiskális politika rákényszeríti a jegybankot, hogy kamatpolitikájával a spekuláció által potenciálisan veszélyeztetett területre vigye az árfolyamot. A spekulatív támadás idején tehát a gazdaságpolitika többszörösen inkonzisztens *policy mix*-et alkalmazott, amely szinte szükségszerűen vezetett a januári eseményekhez.

Az új árfolyamrendszer bevezetésétől 2002 őszéig enyhe felértékelődési trend volt megfigyelhető a forint euróval szembeni árfolyamában, a felértékelődés részben egyensúlyi folyamatoknak, részben a szokatlan mértékű és időzítésű fiskális fellazulás következtében veszélybe kerülő dezinflációs pályát védeni kívánó jegybank szigorúbb monetáris politikájának tudható be. 2002 őszétől azonban, miután az ország EU csatlakozása a nizzai szerződés ír ratifikálását követően bizonyossá vált, az árfolyam erősödésében megjelent egy új, spekulatív elem. Természetesen a konvergencia-folyamatból és az euró bevezetésével kapcsolatos várakozásokból fakadóan az ún. konvergencia-spekuláció (vagy konvergencia-játék) korábban is megfigyelhető volt, azonban a ratifikációt követő erős – a reális makrogazdasági viszonyoktól elszakadó – optimizmus következtében az árfolyam elérte azt a kritikus távolságot a sáv szélétől, amelyen belül a spekulatív támadás bekövetkezésének valószínűsége fokozottan megnőtt. Fontos rámutatni, hogy a spekulációs lehetőséget elsősorban a sávszél esetleges feladása jelentette, nem pedig az európai és a hazai rövid hozamok közti megnövekedett különbözet.

A megnövekvő spekulációs nyomás az év végéhez közeledve öngerjesztővé vált, ugyanis a forint árfolyama egyre közelebb került az ingadozási sáv erős széléhez, ahol a jegybankot intervenció kötelezettség terhelte. Ekkor kezdett a valóságban is megmutatkozni az inflációs célkövetés és a sávós árfolyamrendszer fentebb bemutatott inkonzisztenciája. A sávhatáron ugyanis a jegybank törvényi kötelezettségének eleget téve intervencióra kényszerült: a határárfolyamon elviekben köteles volt az összes felmerülő forintkeresletet kielégíteni, amely a monetáris bázis túlzott megnövekedéséhez vezetett, amit a jegybank költséges sterilizációval tudott csak ellensúlyozni.

Első megközelítésre paradox módon ugyan, de könnyen elképzelhető hogy az erős sávhatár létéből fakadó spekulációs lehetőség hiányában (pl. szabadon, vagy irányítottan lebegő árfolyamrendszer esetén) a forint kevésbé erősödött volna. Nemzetközi tapasztalatok alapján ugyanis könnyen megállapítható, hogy az explicit ingadozási sávval rendelkező árfolyamrendszerekben a sávhatárok pusztán léte komoly vonzerőt jelentenek a spekulánsok számára, ugyanis megfelelő nagyságú devizapiaci pozíciókkal könnyen térdre lehet kényszeríteni egy kis nyitott gazdasággal rendelkező ország jegybankját, amely valamelyik sávhatár védelmében lép fel. Fontos megjegyezni, hogy a gyenge sávszélek iránti spekulatív támadások esetében a jegybank mozgásterét a nemzetközi tartalékok szintje által korlátozott, míg erős oldali támadás esetén technikai szempontból nincs korlátozó tényező, ugyanis a jegybank pénzteremtő képességét felhasználva korlátlan mennyiségben rendelkezésre tud állni a sávhatáron jelentkező többletkereslet kiegyenlítésére. Természetesen a jegybanknak tekintettel kell lennie a pénzpiacokra kerülő többlet-pénz mennyiség jelentette inflációs veszélyére, amely hatást megfelelő hozamú passzív oldali instrumentumok (az MNB esetében O/N és kéthetes betét) felkínálásával tud sterilizálni.

Az MNB a támadás előtt is csak inflációs céljának veszélyeztetése árán tudta volna mérsékelni az egyre fokozódó spekulatív nyomást, amely egy kevésbé kiélezett helyzetben jelentős hitelesség-vesztéshez vezethetett volna. A nemzetközi tapasztalatok alapján is valószínűsíthetően bekövetkező spekulatív támadás erejének megtörésére alkalmas eszközök elhamarkodott bevetése akár a sáveltolást célzó támadás azonnali kirobbanásához is vezethetett volna, így annak tényleges megtörténtekor a jegybank már csak kevésbé hatékony eszközöket tudott volna felhasználni.

2003 januárjában végül bekövetkezett a támadás, melynek során a spekulánsok több mint 4 milliárd eurónyi forintvétellel próbálták meg az MNB-t lebegési sáv erős szélének feladására kényszeríteni. Az MNB a spekulációs kísérletre irányadó kamatlábának drasztikus (összesen 300 bázispontnyi) csökkentésével, ill. az irányadó instrumentum rendelkezésre állásának mennyiségi korlátozásával, valamint az O/N kamatfolyosó +/-100bp-ről +/-300 bázispontra történő kiszélesítésével válaszolt. E lépések hatásosnak bizonyultak, így a spekulatív támadás nem járt sikerrel. Az MNB intézkedésével kapcsolatban két fontos dologra érdemes rámutatni: 1) az ezúton létrejött monetáris kondíciók hosszú távon fenntarthatatlanok, és erősen kontrasztot mutatnak az inflációs célkitűzéssel 2) ha az MNB már korábban is hasonló, de kisebb mértékű lépéseket tesz, az –amellett, hogy nem csökkentette volna feltétlenül sáveltolására irányuló spekulációs nyomást- a spekulatív támadás bekövetkezése esetén sokkal kisebb mozgásteret hagyott volna a jegybank számára.

Sajátos módon azonban a spekulánsok nem voltak kellően körültekintőek az árfolyamrendszer megváltoztatásának törvényi kereteinek ill. a magyar belpolitikai helyzet vizsgálatakor, így feltehetően nem vették számításba, hogy az árfolyamsáv módosításához a mindenkori kormányzat beleegyezése is szükséges, amely a szóban forgó időszakban szinte teljes bizonyossággal kizárható volt. Ehhez kapcsolódóan kell megemlíteni, hogy a fiskális és monetáris politika összehangolt és világos kommunikációjával, az árfolyamrendszer fentebb vázolt sajátosságainak kiemelt hangsúlyozásával jelentős mértékben csökkenteni lehetett volna a spekulatív támadás bekövetkezésének valószínűségét, amely a gazdaságpolitika egészének hitelessége szempontjából is előnyösebb megoldás lett volna. Természetesen a fiskális politika felelőssége is igen jelentős: költségvetési fellazulás hiányában az MNB nem kényszerült volna monetáris szigorításra a növekvő inflációs várakozásokat kompenzáló, inflációs célkitűzése védelmében.

Fentiek ellenére azonban elmondható, hogy a jegybank az előnytelen körülmények mellett (többszörösen inkonzisztens policy mix, túlköltekező, felelőtlen fiskális politika, romló makrogazdasági mutatók, kommunikációs hibák) sikeresen kezelte a spekulatív támadást: az árfolyamsávot nem kellett feladni, a 2003-as inflációs cél „kvázi-feladása” pedig – a *vis maior*-nak számító körülmények következtében – a lehető legalacsonyabb hitelességvesztés mellett történt.

II. A SÁVELTOLÁS

A forint euróval szembeni ingadozási sávjának eltolása mind a hazai, mind a külföldi piaci szereplők értékelése szerint súlyos gazdaságpolitikai hibának tekinthető. A fentebb említett többszörösen inkonzisztens policy mix a sáveltolás következtében még inkább ellentmondásossá vált. A szóban forgó intézkedés nem tekinthető kiigazításnak, koncepcionálisan elhibázott volt és tovább csökkentette a hatásos inflációs célkövetéses monetáris politika folytatásának esélyét.

A januári támadást követő hónapokban a jegybank az intervenció során megnövekedett devizatartalékait sávon belüli intervencióra használta fel, amivel átmenetileg sikerült stabilizálnia a forint árfolyamát. Fontos itt megemlíteni, hogy a túlzottan magas devizatartalék-állomány jelentős költségeket ró az MNB-re (így végső soron az államháztartásra), a devizaeszközök és a jegybanknál elhelyezett forintbetétek ill. sterilizációs instrumentumok hozamkülönbözetéből fakadóan.

A 2003-as évben egyre inkább nyilvánvalóvá vált, hogy a túlköltekező fiskális politika ill. a jelentős mértékű béremelések hatása jórészt a folyó fizetési mérleg hiányában csapódik le. A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozásában azonban a működőtőke helyét egyre inkább az adósságeneráló tételek vették át, amely az elvárt kockázati prémiumok növekedéséhez vezetett. Előbbiekből következően tehát feltételezhető volt, hogy a jegybanki intervenció lezárultát követően az árfolyam változatlan kamatszint mellett gyengülni fog.

Az árfolyam gyengülése a sávon belüli intervenció végének bejelentésével meg is indult, azonban az MNB ekkor a Pénzügyminisztérium kezdeményezésre a sávközép leértékelése mellett döntött. A döntés érthetetlen módon épp olyan időszakban született, amikor a forintárfolyam mindenféle külső beavatkozás nélkül már elérte az MNB ill. a PM által kívánatosnak tartott szintet, a sáveltolás következtében azonban az árfolyam tovább gyengült. A sávközép eltolását – ceteris paribus – a piaci árfolyam nem követi szükségszerűen, azonban egy inflációs célkövetést alkalmazó, hosszú távú hitelességre és következetességre törekvő monetáris politika mellett a szóban forgó lépés alapjaiban ingathatja meg a piaci szereplők bizalmát a jegybank inflációs célkitűzése iránti elkötelezettségében. Jelen esetben ez a sáveltolásból következő bizalomvesztés, és nem maga a sáveltolás vezetett a forintárfolyam – az MNB által nemkívánatosnak tartott – gyengüléséhez.

A kormányzati gazdaságpolitika megítélése szempontjából szintén elhibázottnak tekinthető a szóban forgó lépés, ugyanis alapvetően téves az a koncepció, amely szerint egy kis, nyitott konvergáló gazdaságban az árfolyam-politika alkalmas eszköz lehet a versenyképesség növelésére. Másrésztől azonban, az árfolyam gyengülése (gyengítése) ill. a monetáris politika hitelvesztése következtében fellépő inflációs nyomás (amely akár a jegybaki inflációs célkitűzés teljesülését is megakadályozhatja) rövid távon előnyös lehet az államháztartás bevételi oldala számára.

Fontos megjegyezni továbbá, hogy a magasabb várható infláció a termelékenység növekedését jelentősen meghaladó bérnövekedésből származó terheket sem enyhíti, ugyanis az MNB dezinflációs pályája még nem épült be teljes mértékben a munkaerő-piaci várakozásokba, így az attól való eltérés sem járhat olyan hatással, mint egy „meglepetésszerű” inflációs sokk. A sáveltolást követően az MNB feltehetőleg még kevésbé lesz képes befolyásolni a munka-erőpiaci inflációs várakozásokat, ami további (nem szándékolt) reálbér-

emelkedést és/vagy az inflációs céltartományt meghaladó inflációt eredményezhet. A kormányzat államháztartási bevételek növelését célzó intézkedéscsomagja valamint az *acquis* következtében megszűnő 0%-os ÁFA kulcs szintén az infláció ill. az inflációs várakozások emelkedésének irányába mutat. Az MNB 2003. augusztusi inflációs jelentésében már számol a fenti kockázati tényezőkkel, ill. egy, a jelentést követő állásfoglalásban *de facto* elismerte a 2004 decemberére vonatkozó 3,5% +/-1%-os célkitűzés feladását (módosítását): „Az inflációs kockázatok miatt a jegybank addig nem lát lehetőséget kamatsökkentésre, amíg az árfolyam tartósan nem stabilizálódik a 250-260 Ft/eurós sáv erős felében. Tartósan gyengébb árfolyamszint fennmaradása az irányadó kamatszint további emelését teheti szükségessé, hogy a 2004. év végi infláció 5,5% alatt maradjon”.

A sáveltolás következtében fellépő hitelességvesztés valamint az adóteher növelését célzó költségvetési törekvések komolyan veszélyeztetik az inflációs célkövetéses monetáris politika fenntarthatóságát, ami a spekulatív áramlások felerősödéséhez és a nominális konvergencia lelassulásához vezethet.

A hitelességi problémát jól mutatja, hogy a forint árfolyamának a kívánatos szintre történő visszatérítéséhez egyelőre 350 bázispontnyi effektív kamatemelés (EKB: -50bp, MNB: +300 bp) sem volt elegendő. A sáveltolás tehát összességében elhanyagolható mértékű, kizárólag rövidtávon és korlátozott körben megjelenő (a növekvő inflációs várakozásokkal korrigált bérszerződések megjelenéséig) ár-versenyképességi előnyhöz vezetett, amelynek ára a gazdaságpolitikai hitelességvesztés és a befektetői bizalom megrendülése volt.

Fontos ismételten rámutatni, hogy a forintárfolyam gyengülését nem a sáveltolás közvetlen hatása eredményezte, hanem a gazdaságpolitika egészének hitelességvesztése és a megrendült bizalom (amely nagyrészt a sáveltolás tényére és körülményeire vezethető vissza). Az árfolyam leértékelése technikailag csak erősen rögzített árfolyamrendszerekben kivitelezhető, széles sávú ill. lebegő rendszerekben az árfolyam leértékelődését csak közvetett eszközökkel és előre nem kalkulálható mértékben lehet elérni. A magyar gazdaságpolitika – még ha nem is feltétlenül szándékosan – *de facto* egy ilyen közvetett eszközzel élt: az árfolyam gyengülését az alkalmazott monetáris politikai rezsím hitelességének aláásásával érte el, ami hosszabb távon súlyos következményekkel járhat, különösképpen a monetáris integráció folyamatára nézve.

III. A LEÉRTÉKELÉS ÉS A VERSENYKÉPESSÉG

Ha feltételezzük, hogy a leértékelés technikailag kivitelezhető, abban az esetben is erősen kétséges, hogy a valutaárfolyam leértékelésével valóban el lehet érni a kívánt hatást, azaz az export-versenyképesség növelését. Fontos rámutatni, hogy maga a leértékelés felfogható a nettó exportőröknek kedvező rövid távú redisztribúcióként, a hazai fogyasztók ill. importőrök költségére. A forint korábbi csúszó-leértékelése egyfajta *puha költségvetési korlátot* jelentett a hazai nettó exportőrök számára, amely az 1995-ös stabilizációt követő pár évben közgazdaságilag is indokolt volt. 2003-ban azonban, gyökeresen eltérő monetáris rezsimmellett ill. az egységes európai piacra történő belépés küszöbén ezen puha költségvetési korlát esetleges újbóli megjelenése az elérni kívánt hatással ellentétben a versenyképesség romlásához vezetne.

Technikai szempontból vizsgálva a leértékelés ár- és költség-versenyképesség befolyásoló hatása számos tényezőtől függ együttesen: az exportra termelő vállalatok importfelhasználása, az export ill. az import keresletének ár rugalmassága (ld. Marshall-Lerner feltétel), az árak merevségének mértéke hazai ill. külföldi fizetőeszközben (azaz a hazai és a külföldi valutában történő árképzés szétválasztása, ld. *local- ill. producer currency pricing*), monopolisztikus struktúrák jelenléte az exportpiacokon valamint az importáló vállalatok körében, valamint az árfolyamváltozások begyűrűzési sebessége a hazai fogyasztói/termelői árakba. Még ha fel is tesszük, hogy fenti, igen erős korlátozó feltételek megengednek, a versenyképesség leértékelés útján történő növelését, akkor sem szabad megfeledkezni arról, hogy egy Magyarországhoz hasonló adottságokkal rendelkező ország esetében a leértékelés elsősorban a betanított munkaerőt alkalmazó, bér munkát végző vállalatokat érinti kedvezően, míg a gazdaságpolitika deklarált célja, hogy magasabb hozzáadott-értékű tevékenységet végző vállalatok betelepülését ösztönözze. Ez utóbbi vállalatok számára, amelyek jellemzően hosszabb időtávban, stratégiai szempontok szerint gondolkodnak, a munkaerő képzettsége, a humántőke-ellátottság ill. a stabil makrogazdasági körülmények legalább akkora súllyal számítanak, mint a pillanatnyi bérköltség-versenyképesség.

Az olcsó és képzetlen munkaerő tekintetében egyes környező országok Magyarországhoz viszonyítva már komparatív előnnyel rendelkeznek, ami a reálkonvergencia természetes következménye, így elhibázott az a koncepció, amely az említett termelési tényezőt intenzíven használó vállalatok kivonulását árfolyam-politikai manipulációval kívánja lassítani.

Az árfolyam változások begyűrűzésének sebessége eltérő lehet, a változás irányának függvényében. Ha feltételezzük, hogy az importőrök piacán nincs tökéletes verseny, akkor a piac szereplői megtehetik, hogy a számukra – ceteris paribus – kedvező árfolyam-erősödés hatását nem érvényesítik teljes mértékben az árképzésükben, míg az árfolyamgyengülés kedvezőtlen hatásait azonnal ráterhelik vevőikre. Előbbiekből következik, hogy egy árfolyamalapú dezinflációt folytató monetáris politika eredményeit egy hitelességvesztéssel járó, árfolyam-leértékelődést eredményező diszkrét lépés könnyen semmissé teheti. Különösen nehézé teheti a helyzetet, ha a munkaerő-piaci inflációs várakozások törékeny, és nagyfokú tehetetlenséget mutató csökkenő tendenciájában fordulat áll be, amely a későbbiekben rendkívüli módon megnehezítheti az infláció újbóli letörését.

Korábbiakhoz hasonlóan ugyanis ebben az esetben is feltételezhetjük, hogy az inflációs tendenciák aszimmetrikus hatásúak a várakozásokra: míg a dezinflációs tendenciára a nominálbérek jellemzően lassabban reagálnak, az infláció újbóli (meglepetésszerű) emelkedése bizalomvesztéshez, és a bérkövetelések azonnali megugrásához vezethet.

IV. AZ EURÓ BEVEZETÉSE 2008. JANUÁR 1-TŐL?

A Pénzügyminisztérium és az MNB 2003. júliusában bejelentette, hogy Magyarország 2008. január elsején kíván csatlakozni a GMU-hoz. Ahogy arra a bejelentést követő piaci reakciók is utaltak (enyhe forintgyengülés, hozamemelkedés), a kívánatos csatlakozási időpont kérdése számos problémát rejt magában, amelyek (nyilvános) megvitatására nem került sor a gazdaságpolitika irányítói részéről.

Így a felelőtlen fiskális politika és a deficitet kiadási oldali reformok helyett az adóterhek növelésével korrigálni kívánó törekvések, a sáveltolás, valamint az egyre kevésbé átlátható gazdaságpolitikai cél- és eszközrendszer aláásta a gazdaságpolitika hitelességét, és kételyeket támasztott a dezinflációs pálya ill. az inflációs célkövetés monetáris politika fenntarthatóságát illetően. A nominális konvergencia folyamatát veszélyeztető hazai gazdaságpolitikai hibák mellett érdemes megemlíteni, hogy egyrésztől mind az EKB mind az ECOFIN (ill. egyes tagállami jegybankok, ld. pl. a Deutsche Bundesbank 2003. május havi jelentését) az euró későbbi – a szükséges strukturális kiigazításokat követő – bevezetését tartanák szerencsésebbnek, másrésztől a nem rögzített árfolyamrendszereket alkalmazó tagjelölt országok közül is többen helyezkedtek kivárá álláspontra az euró bevezetésének időzítésével kapcsolatban.

Magyarország számára az euró bevezetése vitathatatlan nettó előnyökkel járna, az optimális valutaövezet elméletek kritériumai alapján. Fontos megjegyezni azonban, hogy az EU csatlakozást követően a magyar gazdaság két erőteljes és komplex aszimmetrikus sokkal fog szembesülni: az egyik magából az EU csatlakozásból következik (megváltozó piaci körülmények, az intézményi környezet, ill. a vállalatok elmaradása a felkészülésben, kofinanszírozásból, befizetésekéből származó költségvetési többletterhek stb.), a másik sok pedig a maastrichti deficitkritérium (ill. a későbbiekben a Stabilitási és Növekedési Egyezmény – SNE) teljesítése érdekében elkerülhetetlennek látszó, régóta halogatott, az államháztartás kiadási oldalát érintő szerkezeti reformokból fakadhat. Fenti sokkhatások lecsengése előtt (és különösen a gazdaságpolitika közelmúltbeli hibáit követően) erősen kétséges, hogy az ország egy hiteles és stabil központi paritással tud majd belépni az ERM-2 rendszerbe 2004 májusától. Ez a belépési dátum egyben azt is jelentené, hogy a 2008. januári GMU-tagság elnyeréséhez szükséges minimális időtartamnál szándékoltnál többet töltene az ország egy számára kevésbé előnyös árfolyamrendszerben, miközben a többi csatlakozó ország az ERM-2-ben eltöltött időszak minimalizálására törekszik.

Az ERM-2 rendszerben a konvergencia-kritériumok mihamarabbi teljesítésére törekvő monetáris politika egyre kevésbé lesz abban a helyzetben, hogy olyan, a nominális árfolyamra is ható lépéseket tegyen, amelyekkel veszélyezteti inflációs célkitűzését. E kööttség ismeretében a sávszél elleni spekulatív támadás ismét reális veszély lehet.

Ha a gazdaságpolitika az államháztartás kiadási oldalának megreformálását tovább halogatja, azzal egyrészt jelentősen veszélyeztetheti a maastrichti deficit (és államadósság) kritérium teljesülését, ill. az SNE követelményeinek történő megfelelést. Fontos rámutatni arra is, hogy az EU hatóságai a referencia-időszakban a konvergencia kritériumok számszerű teljesülése mellett az elért eredmények fenntarthatóságát is szigorúan vizsgálják¹.

¹ Noha egyes, a GMU-hoz korábban csatlakozó országok esetében volt példa a kritériumok „rugalmas” interpretációjára, az újonnan csatlakozó országoknál erre kevesebb esély van. Ugyanis az euró és a GMU létrejöttét támogató rendkívül erős politikai akarat jelen esetben már nem érvényesül, sőt a jelenlegi tagállamok joggal tarthatnak attól, hogy a túl korai, rugalmasan értelmezett feltételek melletti GMU-tagság, precedenst

Meg kell említeni továbbá, hogy a GMU-csatlakozást követően az állami gazdaságpolitikai preferenciák megjelenítésére valamint az esetlegesen jelentkező aszimmetrikus sokkok kezelésére kizárólag fiskális eszközök állnak majd rendelkezésre, így – a csatlakozási dátumtól függetlenül – elsődleges fontosságú, hogy Magyarország megfelelő költségvetési mozgástérrel ill. tartalékokkal (azaz lehetőleg a maastrichti 3%-os határt jelentősen alulmúló deficittel) lépjen be az eurózónába.

Az előbbiekből következően tehát a 2008-as GMU-csatlakozási dátum rendkívül ambiciózusnak tűnik, azonban egyelőre úgy tűnik, hogy ezen ambiciózus cél eléréséhez elengedhetetlenül szükséges átfogó gazdaságpolitikai lépések még váratnak magukra.

teremthet, és alááshatja a Stabilitási és Növekedési Egyezményt övező, amúgy is inogni látszó politikai konszenzust.

V. GAZDASÁGPOLITIKAI AJÁNLÁSOK

Magyarország nominális konvergencia folyamatában a jelenleg alkalmazott árfolyamrendszer egyre inkább korlátozó tényezővé válik. Az árfolyamsáv és az inflációs célkövetéses monetáris politika közti inkonzisztencia súlyossága először a 2003. januári események során mutatkozott meg. Az árfolyamsáv erős szélének megléte azóta olyan kockázati tényezőt jelent a dezinflációra törekvő monetáris politika számára, amely lehetetlenné teszi a hatékony és hatásos inflációs célkövetés folytatását.

Az árfolyamsáv a fiskális politika számára is egyfajta nemkívánatos védelmet jelent, ugyanis a monetáris politika lehetőségeinek korlátozottsága – a költségvetés kiadási oldalának szerkezeti reformja helyett – egyrészt az inflációs várakozásokat (is) növelő bevétel oldali fiskális lépéseket, másrészt a jövőben realizálódó magasabb infláción keresztül kényelmes többletbevételeket tesz lehetővé.

A hazai helyzet fentebb vázolt ellentmondásosságát, az inflációs célkövetést alkalmazó csatlakozó országok eddigi tapasztalatait és az EU illetékes szerveinek ajánlásait figyelembe véve a következő ajánlások tehetők:

1. mivel a 2008-as GMU-csatlakozás egyre inkább kivitelezhetetlennek tűnik, egy nagyobb valószínűséggel teljesíthető (tehát hitelesebb) céldátum (pl. 2009-2010) kijelölése, és a maastrichti kritériumok teljesítéséhez vezető hiteles, lehetőleg politikai konszenzussal megtámogatott útiterv meghirdetése lenne kívánatos.
2. az árfolyamsávot meg kellene szüntetni, az inflációs célkövetéses monetáris politika megtartása és rehabilitálása mellett, az ERM-II rendszerbe pedig csak akkor szabadna belépni, amikor a konvergencia kritériumok 2 éven belüli teljesítése nem ütközik komolyabb akadályokba.
3. Az explicit nominális árfolyamcél helyett a monetáris politikának egy, az egyensúlyi reálfelértékelődési tendenciát figyelembe vevő implicit reálárfolyam-pályára kellene „céloznia”, a nominális árfolyam irányított lebegtetése és az inflációs célkövetés együttes használatával.