



International Center for Economic Growth  
Európai Központ

# *Vélemény* Nr. 1

**GÁSPÁR PÁL:**

**NÖVEKEDÉS ÉS EGYENSÚLY: A SZÜKSÉGES  
FORDULAT(OK)**

**2002. SZEPTEMBER**

## **Tartalomjegyzék**

<i>Bevezetés</i>	<i>3</i>
<i>I. A növekedési és egyensúlyi problémák: folyamatok és okok</i>	<i>4</i>
I.1. Lassuló és változó szerkezetű növekedés	4
I.2. Növekvő egyensúlyi problémák	7
I.3. A kiváltó okok	10
<i>II. A gazdaságpolitikai korrekció elemei</i>	<i>11</i>
<i>Melléklet I. Árfolyam-politikai dilemmák és kérdések</i>	<i>14</i>
<i>Melléklet II. Dezinflációs kérdőjelek</i>	<i>17</i>

## Bevezetés

A hazai gazdaságpolitika hatása a makrogazdasági folyamatok alakulására korlátozott: a növekedést, a főbb egyensúlyi mutatók alakulását egyre inkább a globális folyamatok, a vállalatok piaci döntései, valamint az Európai Unió, illetve GMU-s csatlakozás által teremtett intézményi és makrogazdasági feltételek és korlátok határozzák meg. Ugyanakkor a gazdaságpolitikának abban van szerepe, hogy az említett, részben exogén feltételek által meghatározott pályán belül miképpen fejlődik a gazdaság. A ráhatás különösen erőteljes a külső és belső egyensúly, az infláció, míg valamivel korlátozottabb a gazdaság növekedése esetén.

A gazdaságpolitika 2001-ben hibás választ adott az exogén körülmények romlására, hiszen egy erőteljesen expanzív jövedelem- és fiskális politikával kívánta tompítani a romló világgazdasági konjunktúra nyomán lassuló növekedést. Miközben a külső körülmények nem javultak, a gazdaságpolitikai válasz sikertelen volt, mert a növekedési ütem lassulása mellett jelentős egyensúlyi feszültségek halmozódtak fel. Bár több gazdaságpolitikai döntés (az árfolyamrendszer módosítása, a monetáris politikában az inflációs célkitűzésre történő átállás) helyesnek bizonyult, több területen a gazdaságpolitika hibás és felelőtlen volt. Ezért elkerülhetetlen a félfordulat, mert a gazdasági növekedés mostani szerkezete rossz, a költségvetési és a jövedelempolitika nem fenntartható, és meg kell állítani a gazdaság és különösen a kereskedelembe kerülő javak szektorában bekövetkezett versenyképesség romlást.

A tanulmány kettős céllal íródott. Egyrészt röviden megkísérli vázolni a problémák okait, hiszen az elemzők és szakértők körében is jelentős eltérés van a mai helyzet, a kilátások és a szükséges gazdaságpolitikai lépések megítélését illetően. Másrészt olyan általános szempontokat és konkrét javaslatokat fogalmaz meg, amelyek elősegíthetik a növekedés és egyensúly javulását.

A rövid elemzés a következő szerkezetben épül fel. Az első fejezet bemutatja a gazdaság növekedésében és az egyensúlyi mutatókban bekövetkezett romlást és meghatározza azokat az okokat, amelyek az elmúlt 2 évben ebben szerepet játszottak. Meghatározó hangsúlyt kap benne az államháztartás folyó és állomány mutatóinak alakulása, az államháztartási deficit növekedése mögött álló okok elemzése, valamint a jövedelempolitika fellazulása nyomán a gazdaság versenyképességének romlása. A tanulmány második fejezete megfogalmazza azokat a gazdaságpolitikai javaslatokat, amelyek az ICEG Európai Központ szerint szükségesek a növekedési és egyensúlyi problémák együttes kezeléséhez, és megalapozhatják a kilábalást a mai helyzetből.

A tanulmány két melléklettel egészül ki. Az első röviden értékeli a Forint árfolyamának alakulását a rugalmasabb árfolyamrendszerre történő átállást követő másfél év tapasztalatai alapján. A második a monetáris politika dilemmáit vizsgálja, különös tekintettel a dezinfláció ütemére és fenntarthatóságára.

## I. A növekedési és egyensúlyi problémák: folyamatok és okok

### I.1. Lassuló és változó szerkezetű növekedés

A magyar gazdaság a külső megrázkódtatások (a feltörekvő piacokon bekövetkezett valutaváltságot, a világkereskedelem növekedési ütemének lassulása, a keresztárfolyamok hektikus alakulása, az euró bevezetés emiatti bizonytalanság a GMU-ban) ellenére 1997-2000 között átlagosan 4,7%-kal növekedett. A növekedés fő mozgatói a vállalati beruházások, illetve a külső konjunktúra és a gyors termelékenység növekedés nyomán javuló versenyképességű export voltak. A gyors átlagos éves növekedés mellett a gazdaság növekedési üteme folyamatosan lassul 1999 utolsó negyedétől kezdődően: miközben 2000 első felében a negyedéves GDP növekedés még 5% körüli volt, addig 2002 első felében ez az érték 3%-ra mérséklődött.

Figyelembe véve a növekedést meghatározó tényezőket a növekedési ütem mérséklődése természetes folyamat. A magyar gazdaság növekedését – a magas reál- és pénzügyi nyitottság miatt – döntően a külső – és ezen belül az Euró-zóna – konjunktúra alakulása határozza meg. Ezt jól szemlélteti a grafikon is, amely mutatja a hazai növekedés együttmozgását az Euró-zónáéval.

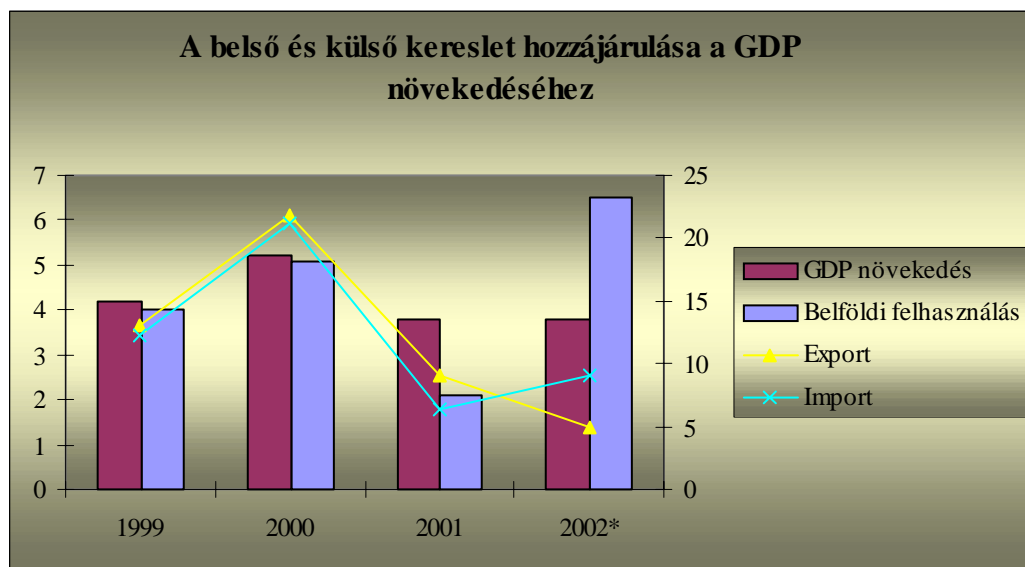


A globális konjunktúra lanyhulása 2001-től két csatornán keresztül hatott erőteljesen a hazai növekedésre. Egyrészt a világgazdaság – és ezen belül az export 75%-át felvevő Európai Unió – lassulása mérsékelte az export növekedési ütemét: miközben a 1997-2000 között az export átlagosan 19,5%-kal (ezen belül 2000-ben még közel 22%-kal) bővült, addig 2001-2002-ben várhatóan 7,9%-kal növekszik.

A kedvezőtlen globális konjunktúra negatívan befolyásolta a multinacionális cégek által determinált vállalati beruházásokat. Tekintettel a beruházások és az export szoros korrelációjára, függésére az exporttól és a multinacionális cégek pénzügyi helyzetétől, a romló értékesítési kilátások és pénzügyi helyzet az állóeszköz-felhalmozás növekedés erőteljes lassulásával jártak. A vállalati beruházások GDP növekedésénél nagyobb mértékű csökkenése ugyanakkor természetes folyamat: az értékesítése lehetőségek beszűkülése és a vállalatok pénzügyi helyzetének romlása elkerülhetetlenül a felhalmozás visszafogását eredményezi.

Idén a gazdaság növekedése vélhetően azonos lesz az előző évvel időben eltérő lefutással: tavaly a negyedéves növekedés lassult, míg 2002-ben enyhén gyorsul. A korábbi évekkal szemben a lassuló növekedés mellett a növekedés szerkezetében is hármas kedvezőtlen változás következett be.

Egyrészt változott a külső és belső kereslet hozzájárulása a növekedéshez. A külső és a belső kereslet 1999-2000-ben egyaránt dinamikusabban növekedett. Tavaly a belső kereslet mérséklődött a vállalati beruházások visszaesése miatt, miközben a külső kereslet hozzájárulása összességében pozitív maradt, mert az import és az export növekedési ütemei időben eltérő időzítéssel csökkentek. Idén viszont fordulat következett be, mert az export és import növekedési üteme között 2001-ben meglévő különbség előjelet vált (az import 2002-ben gyorsabban növekszik az exportnál) és ennek nyomán romlik a külső kereslet hozzájárulása a növekedéshez. Ezzel szemben 2002-ben keresleti oldalról a növekedésben egyre markánsabb szerepet játszik a belföldi felhasználás dinamikus növekedése.

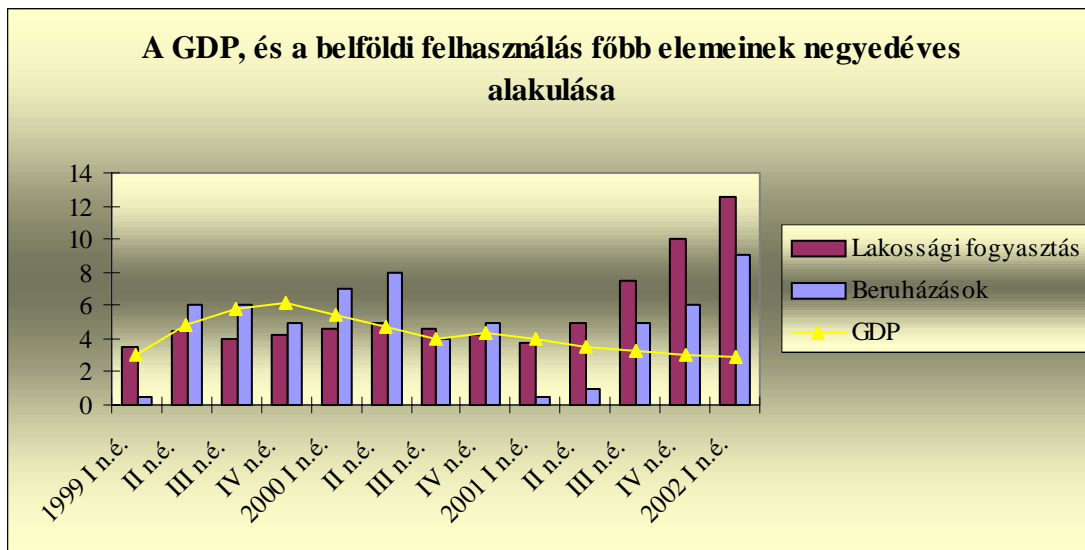


A növekedés fenntarthatósága szempontjából a belföldi kereslet növekedése mellett problémát jelent, hogy bővülésében eltérő a fogyasztás és a beruházások szerepe: a fogyasztás dinamikusabban, a beruházások lassú ütemben növekednek. Ráadásul a beruházásokon belül a növekedés kizárólag az állami beruházásokhoz kapcsolódik, hiszen a vállalati beruházások idén mérséklődnek a tavalyi szinthez képest.

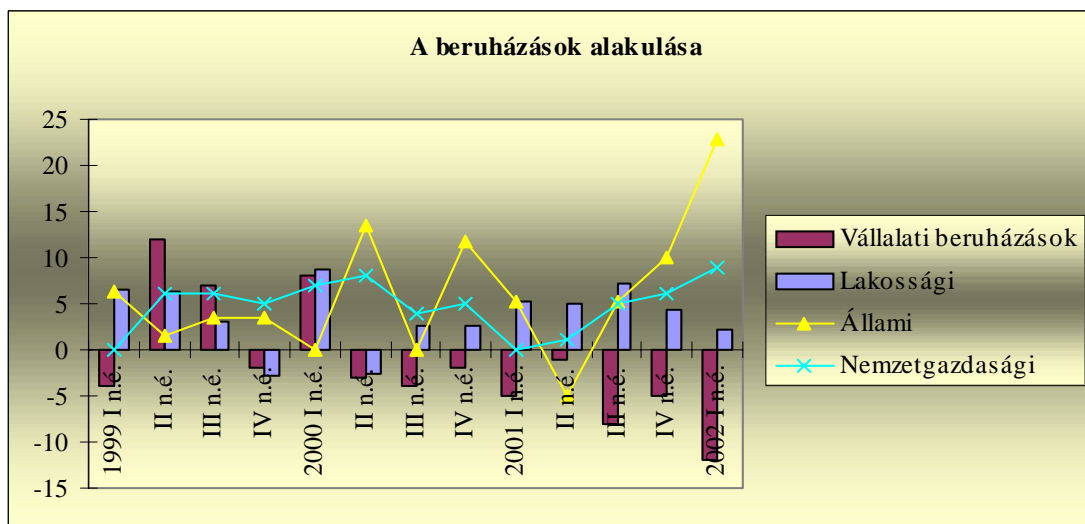
A lakossági fogyasztás a megelőző 3 év átlagosan 4,2%-os növekedését követően 2002-ben akár 10%-t is megközelítő mértékben emelkedhet. A fogyasztás alakulására egyaránt hatnak folyó és állomány-hatások. A folyó tényezők közül növekedését elsősorban a 2001-től megfigyelhető expanzív jövedelempolitika és az ezzel összefüggő növekvő bériáramlás magyarázza. A nettó reálkeresetek 1998-2000 között átlagosan 2,5%-kal bővültek: ezzel szemben 2001-2002-ben átlagosan 8,5%-os, idén pedig 10,5%-os lesz növekedésük. A jövedelmek növekedése a lakossági megtakarítás stagnálásával párosul, aminek következtében a jövedelemtöbblet a fogyasztás növekedésében csapódik le.

A lakossági fogyasztás növekedéséhez azonban állomány (stock) hatások is hozzájárulnak. Egyrészt a fogyasztás növekedésében áthúzódó hatással jelentkeznek a korábbi években elhalasztott fogyasztás pótlása, valamint a korábbi pozitív vagyonhatások (pl. amelyek az ingatlanárak és ezen keresztül az ingatlanvagyon növekedésével voltak összefüggésben) lakossági fogyasztást növelő hatása. Másrészt a fogyasztást növeli a jövedelmek alakulásától függetlenül a

jövedelemtulajdonosok likviditási korlátjának enyhülése a lakossági hitelezés gyors növekedése nyomán. Tekintettel arra, hogy a lakosság bruttó adósságállománya folyó jövedelméhez és a GDP-hez vetítve is töredéke a fejlett országokban tapasztalhatónak, az adósságállomány növekedésével finanszírozott fogyasztás bővülése tartós folyamat lesz.



A lakossági fogyasztás növekedése mellett 2002-ben jelentős a közösségi fogyasztás bővülése is, ami mögött az expanzív fiskális politika hatása érhető tetten. A lakossági és közösségi fogyasztás növekedésének bővülésének eredményeképpen a fogyasztás bővülés meghaladja a belföldi felhasználás növekedését. A közösségi szektor expanzív hatása azonban a fogyasztással szemben elsősorban az állami beruházások esetében érhető tetten.

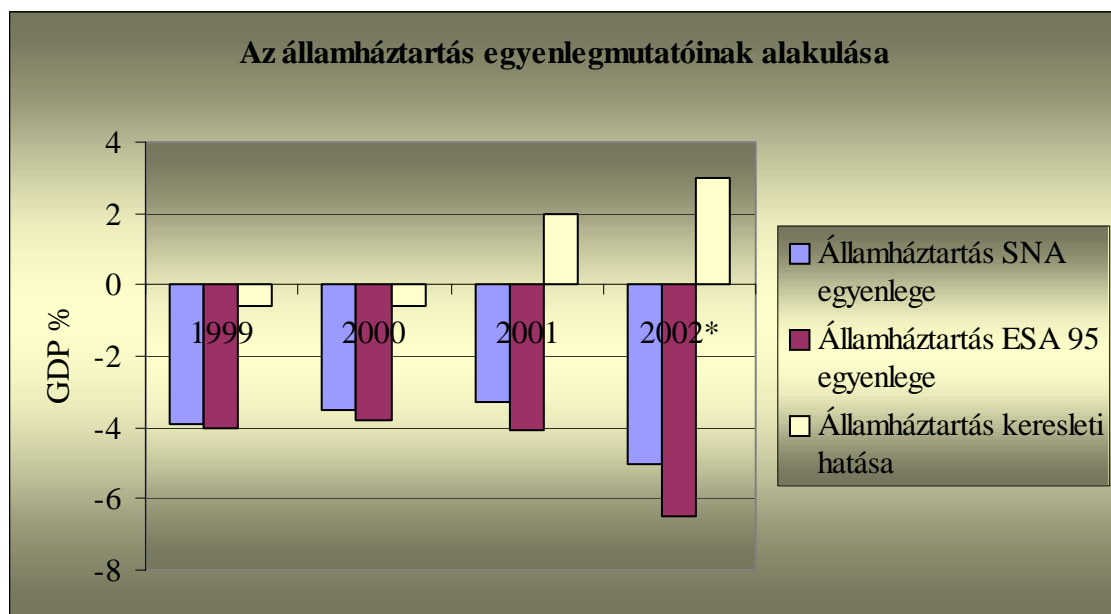


A beruházások mérsékelt ütemű növekedésén belül ugyanis a vállalati beruházások 2002-ben erőteljesen csökkentek, miközben az állami beruházások szárnyalnak. Az állami beruházások növekedésében a politikai ciklus hatása mellett (a parlamenti és az önkormányzati választások évében mindig erőteljesebb az állami beruházások növekedési dinamikája) elsősorban a külső dekonjunktúra hatásait semlegesíteni kívánó gazdaságpolitika szándéka áll. Az állami beruházások növekedése szükséges, hiszen a gazdaság versenyképességét erősítő területekre irányulhat, azonban

a 2001-ben és elsősorban 2002-ben megfigyelhető dinamika nem fenntartható és finanszírozható. Az állami beruházásokkal szemben a vállalati beruházások erőteljesen lassultak 2002-ben, visszatükrözve a vállalatok jövedelmezőségében, illetve a konjunkturális kilátásokban bekövetkezett romlást.

## I.2. Növekvő egyensúlyi problémák

A növekedési ütem lassulása az egyensúlyi feszültségek kiéleződésével párosul. Ennek egyik legmarkánsabb jele az államháztartás egyenlegének erőteljes romlása, amely kimutatható az államháztartás teljes hiányát, elsődleges egyenlegét és keresleti hatását illetően is. Az államháztartás teljes hiánya jelentősen növekszik a GFS és az állam egyéb alrendszerei által végrehajtott tranzakciókat is elszámoló ESA 95-ös rendszerű számítás szerint is: az előbbi a tavalyi 3,5%-ról akár 5%-ra, míg az utóbbi 4,1%-ról 6,5%-ra emelkedik. A hiány növekedése mellett annak mértéke is kezd aggasztó lenni: alacsony infláció mellett kis nyitott gazdaságban huzamosabb ideig nem lehet jelentősebb feszültségek és költségek nélkül ekkora hiányt fenntartatni.



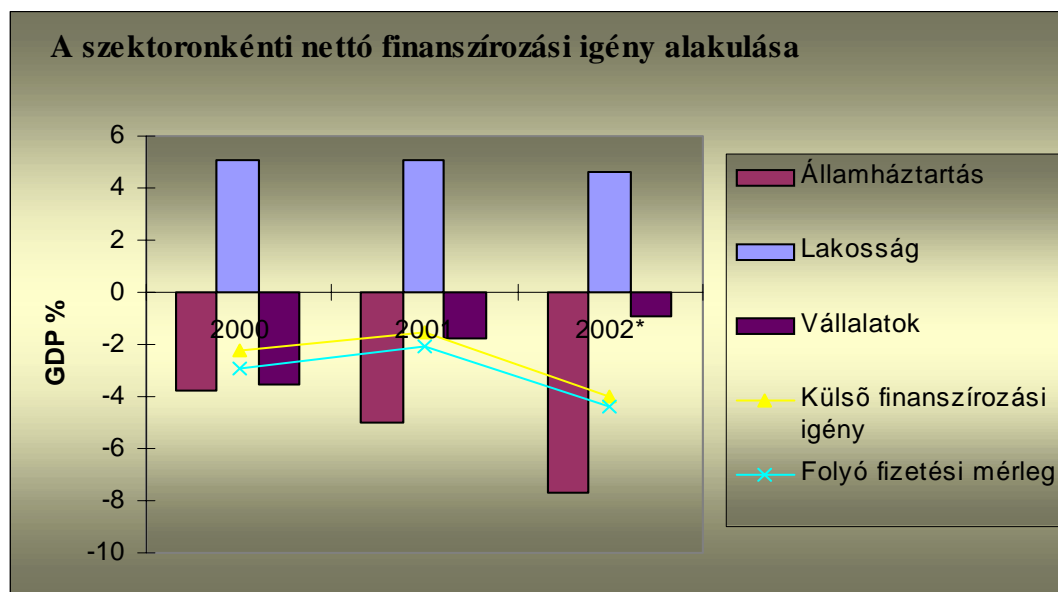
Az államháztartási hiány növekedésében szerepet játszik a ciklikus tényezők kedvezőtlen hatása: a gazdasági lassuló ütemű növekedése mérsékli az elsődleges bevételek növekedését. Ráadásul - szemben az elmúlt 2 évvel - idén az államháztartás már nem számíthat az alultervezett inflációból eredő többletbevételekre sem. Ugyanakkor a hiány növekedésének fő eleme kiadási oldalon keresendő: az államháztartási kiadások 2001-ben és 2002-ben is rendkívül dinamikus emelkednek, köszönhetően az anticiklikus jellegű fiskális politikának, a jelentős jövedelemkiáramlásnak a közösségi szektorban, illetve az állami beruházások dinamikus növekedésének.

A kiadások növekedése nyomán az elsődleges egyenleg hiánya idén elérheti a GDP 2-2,5%-át. A növekvő hiány erősíti a költségvetés keresleti hatását: miközben 1999-2000-ben az államháztartás pozíciója csökkentette, addig 2001-ben az MNB adatai szerint 2 százalékkal, míg 2002-ben már előreláthatólag 3 százalékkal gerjeszti a belföldi keresletet.

Az egyensúlyi feszültségek növekedésének másik jele, hogy növekszik a gazdaság külső finanszírozási források iránti kereslete és kedvezőtlenül alakul az egyes nemzetgazdasági szektorok

nettó megtakarítói pozíciója. Miközben tavaly enyhén mérséklődött a nemzetgazdaság nettó külső források iránti kereslete, addig 2002-ben GDP arányosan több mint duplájára emelkedhet (1,7%-ról 4% fölé). A külső finanszírozási igény növekedésével párhuzamosan a folyó fizetési mérleg hiánya is kétszeresére növekszik, ami GDP arányos szintjét tekintve még nem veszélyes, de szerkezetét tekintve már káros.

A nettó külső finanszírozási igények növekedése mögött – ahogy azt a következő grafikon is mutatja - kizárólag az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójának romlása áll. Már 2001-ben is a nemzetgazdaság nettó finanszírozási igényének csökkenésén belül az államháztartás nettó finanszírozási szükséglete jelentősen növekedett és a külső finanszírozás csökkenését csak a vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciójának erőteljes javulása tette lehetővé, köszönhetően a vállalati beruházások jelentős csökkenésének. Idén az államháztartás nettó megtakarítói pozíciója tovább romlik (előzetes számítások szerint 2002-ben a finanszírozási szükséglete GDP arányosan elérheti a 7,7%-ot, ami éppen duplája a két évvel előttinek) és ez már a külső finanszírozási szükséglet növekedésével párosul, mert a magánszektor nettó megtakarítói pozíciója enyhén javul (ugyanis a lakossági szektor nettó finanszírozási képességének enyhe csökkenését a vállalati erőteljesebb javulása kíséri, köszönhetően a beruházások változatlanul kedvezőtlen alakulásának).

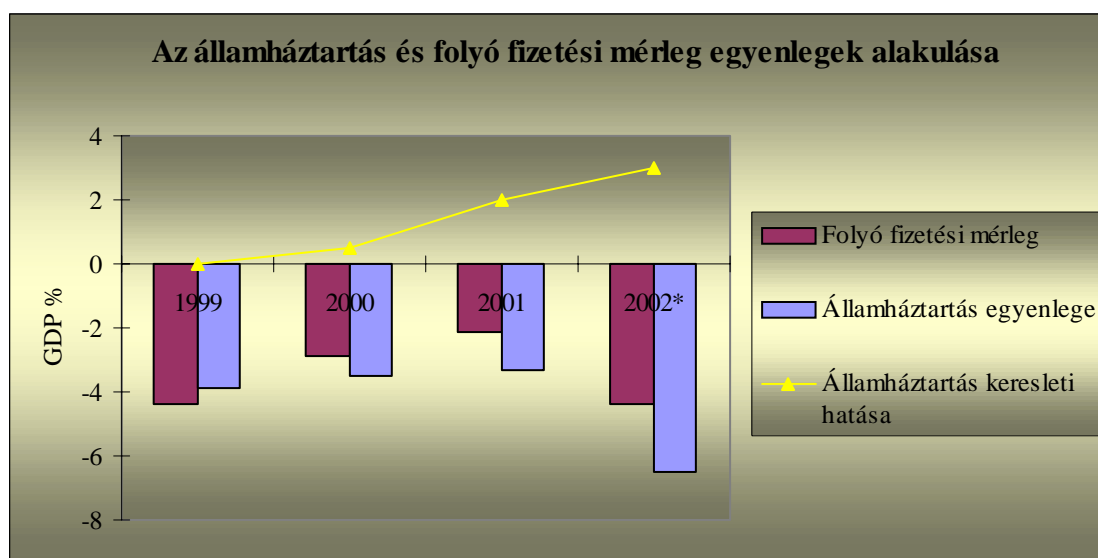


Mindezek eredményeképpen csak azért marad a GDP 4%-a alatt a külső forrásbevonás mert a magánszektor nettó megtakarítói pozíciója javul, köszönhetően a beruházások jelzett csökkenésének. Ez a szerkezet azonban hosszú távon nem fenntartható, és mivel a külső finanszírozás jelentősebb növelése nélkül kell a vállalatok 2003-tól előreláthatólag növekvő felhalmozását finanszírozni, az államháztartásnak javítani kell nettó megtakarítói pozícióját.

Az államháztartás és a külső finanszírozási igények, valamint az államháztartás keresleti hatása és a folyó fizetési mérleg hiány együttmozgása jelzi azt, hogy kialakulóban van az ikerdeficit a hazai gazdaságban. Az ikerdeficit nem a folyó fizetési és az államháztartási hiány párhuzamos növekedését jelenti, hanem, hogy az államháztartás játssza a meghatározó szerepet a folyó fizetési mérleg deficit növekedésében. A két mutató közötti kapcsolatot különböző módon lehet kimutatni, de ezek között a legelterjedtebb a keresleti hatás és a nemzetgazdasági szektorok nettó megtakarítói pozíciójának elemzése alapján történő.



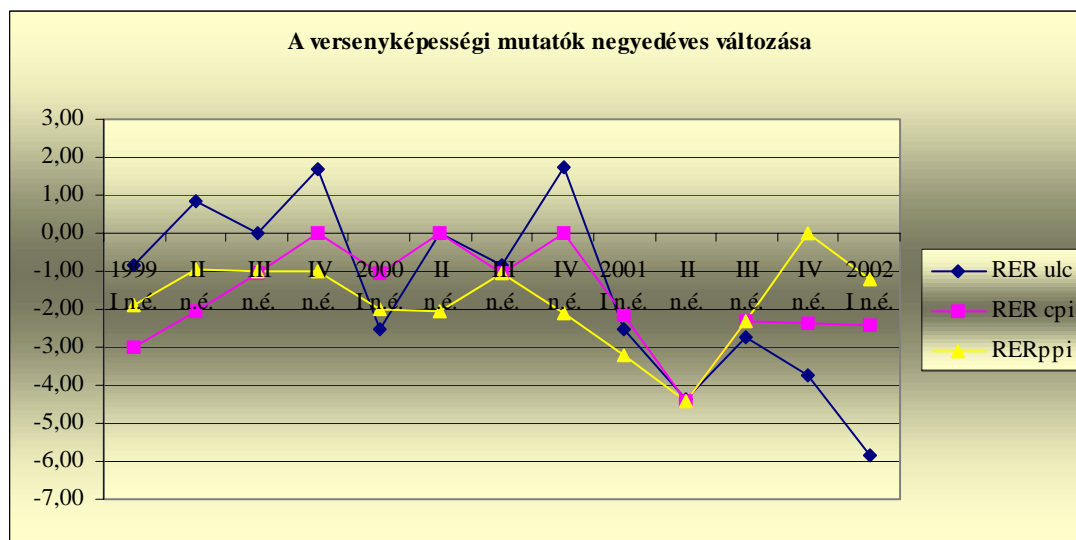
A keresleti hatás alapján valószínűsíthető, hogy az államháztartási hiány növekedése szerepet játszik a folyó fizetési mérleg deficit emelkedésében. Az államháztartási deficit növekedésében fontos az állami szférában kifizetett jövedelmek és bérek, a közvetlen közösségi fogyasztás és a beruházások növekedése. A lakossági jövedelmek növekedése – mivel nem párosul a megtakarítások növekedésével - a fogyasztás és ezen keresztül az importkereslet bővülésében csapódik le. Az importot növeli a közösségi fogyasztás és beruházások növekedése is, bár ezek importigényessége eltér a lakossági fogyasztástól. A kapcsolat intenzitásánál figyelembe kell venni, hogy az államháztartási deficit késleltetve hat a folyó fizetési mérleg deficitre, mivel időbe telik amíg a kiadások, a lakossági jövedelmek növekedése kihat az importkereslet bővülésére.



A másik lehetőség az ikerdeficit kimutatására, ha az egyes szektorok, illetve a teljes nemzetgazdaság nettó megtakarítói pozíciójának alakulását elemezzük. Ez alapján látható, hogy a külső finanszírozási szükséglet és a folyó fizetési mérleg deficit növekedése mögött az államháztartás romló nettó megtakarítói pozíciója áll. Tavaly még a magánszektor nettó megtakarítói pozíciójának javulása lehetővé tette az államháztartás finanszírozási szükségletének kielégítését a külső finanszírozás növelése nélkül, idén azonban már a magánszektor nem képes tovább csökkenteni nettó megtakarítói pozícióját és a külső finanszírozási igény növekszik a növekvő államháztartási deficit miatt. Abban az esetben, ha nem történik korrekció és a vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciója is a szektorra jellemző irányba fordul el, akkor 2003-ra jelentős lehet a külső finanszírozási szükséglet.

A gazdasági növekedés dinamikája és fenntarthatósága, valamint az egyensúlyi folyamatok alakulása szempontjából legalább olyan súlyos és időigényesen korrigálható probléma, hogy megbomlott a termelékenység és a reáljövedelmek növekedése között 1996-tól tavalyig fennállt kapcsolat, ami hozzájárul a versenyképesség csökkenéséhez. A grafikonunk mutatja, hogy 2001-et megelőzően eltérően alakult a költség- és az ár-versenyképesség: az előző kedvezőbben alakult, mint az utóbbi, mivel az árindex alapon számított reál-árfolyamindexek már 1998 óta folyamatos és időben kissé gyorsuló felértékelődést mutatnak. Ezt 2001-ig a csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben elsősorban az árfolyam-politika dezinflációs célzatú felhasználása okozta: a hazai valuta leértékelésének mértéke elmaradt az inflációs különbségektől. Az ár-versenyképesség romlása 2001-ben felgyorsult, mert a fennálló inflációs eltérésekhez hozzáadódott a nominális árfolyam felértékelődése is.

A költség-versenyképesség ettől eltérően alakult 2001-ig, köszönhetően a munkatermelékenység és a reálbér-növekedés közötti pozitív résnek. A munkatermelékenység növekedése jelentősen meghaladta a reálbérek emelkedését és ez a fajlagos munkaköltség alapon számított reál-árfolyamindex felértékelődését eredményezte. A folyamat azonban 2001-ben megtört és a nominális árfolyam erősödése mellett a gyors nominális és reálbér-növekedés miatt a költség-versenyképesség erőteljesen romlott és a reál-árfolyamindex felértékelődött. A költség-versenyképesség romlásához nagyjából azonos mértékben járult hozzá a nominális árfolyam felértékelődése, valamint a munkatermelékenység és reálbér közötti rés csökkenése.



A reálbérek és a termelékenység növekedési üteme közötti résben bekövetkezett váltás önmagában is probléma, de külön gondot jelent a változás mértéke, illetve időbeli egybeesése a külső kereslet mérséklődésével. Ez kihat a kereskedelemben kerülő javak szektorának versenyképességére, az export növekedési ütemére és ezen keresztül a nettó export gazdasági növekedéshez történő hozzájárulására.

### I.3. A kiváltó okok

A mai növekedési és egyensúlyi problémák egyik kiváltó oka a hazai gazdaság szempontjából exogén adottság: a nemzetközi konjunktúra romlása és a főbb kereskedelmi partnerek növekedési ütemének lassulása. Ez közvetlenül mérsékelte a GDP növekedési ütemét, illetve közvetve befolyásolta a ciklikus hatáson át az államháztartás és a fizetési mérleg egyenlegeket.

A jelenlegi egyensúlyi problémák másik kiváltó oka, hogy a rugalmas árfolyamrendszerrel inkonzisztens költségvetési és jövedelempolitika valósul(t) meg. A rugalmas árfolyam csak egymással összhangban álló monetáris és fiskális politika mellett lehet sikeres. Ráadásul Magyarországon várható volt az árfolyamrendszerben bekövetkezett váltást követően a nominális árfolyam felértékelődése és ennek ár-versenyképességet rontó hatása. Ezt kellett volna összehangolt fiskális és monetáris politikával semlegesíteni, de ez nem következett be, mert a jövedelem- és a fiskális politika inkább felerősítette a folyamatokat.

A rugalmas árfolyamra történő áttérés ugyanis a jövedelem- és fiskális politika erőteljes fellazulásával párosult: GDP arányosan az államháztartás hiánya 2000 és 2002 között 3,5%-ról 6,5%-ra, keresleti hatása pedig 0,5%-ról 3%-ra növekszik, miközben a nominális jövedelemkiáramlás erőteljesen gyorsul. A laza fiskális és jövedelempolitika célja a negatív külső

keresleti sokk semlegesítése volt a növekedési ütem fenntartása érdekében. Az anticiklikus fiskális politika céljai ugyanakkor nem teljesültek: nem sikerült a gazdasági növekedés ütemének csökkenését megtörni, miközben a külső és belső egyensúlyi problémák felerősödtek.

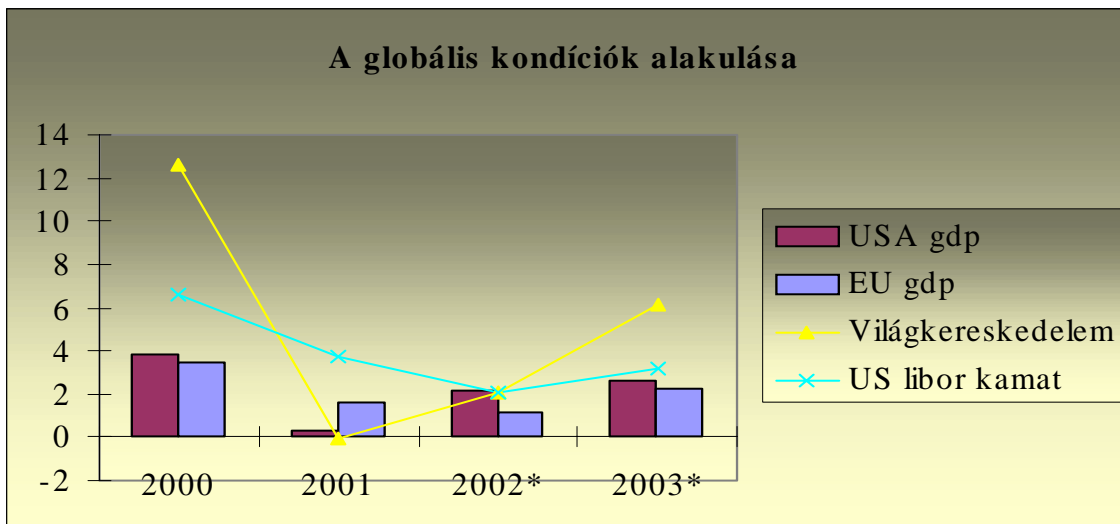
A rugalmas árfolyamrendszeren belül a nominális árfolyam alakulása azonnal jelzést küld a gazdasági szereplőknek arról, hogy a piacok mennyire tekintik fenntarthatónak a gazdaságpolitikát. A fenntarthatatlan fiskális és jövedelempolitikai expanzió eddig nálunk csak azért nem a hazai valuta gyengüléséhez, hanem erősödéséhez vezetett, mert közben jelentősen szigorodott a monetáris politika.

A szigorodást jelzi, hogy miközben 2001 november óta az Európai Központi Bank (ECB) nem emelte a kamatokat, a jegybank 2001-ben az infláció mérséklődésétől elmaradó ütemben csökkentette az irányadó kamatot, amely 2002-ben 100 bázisponttal emelkedett is. Ha emellett figyelembe vesszük a forint árfolyamának felértékelődését, akkor a monetáris kondíciók indexe (amely egyszerre tükrözi a kamatok és az árfolyam változásának hatását) erőteljesen szigorodó monetáris környezetet jelez. A monetáris kondíciók szigorodása mutat rá a legfontosabb gazdaságpolitikai problémára, nevezetesen hogy a lebegő árfolyamrendszerre történő átállás nem megfelelő monetáris- fiskális politikai mix mellett következett be.

Ugyanakkor a laza fiskális (és jövedelem-) politika társulása a szigorú monetáris politikával a lehető legkedvezőtlenebb párosítás egy felzárkózó, kis nyitott gazdaságban. Egyrészt ez a gazdaságpolitikai mix közvetlenül hozzájárulhat a hazai valuta erősödéséhez, köszönhetően a kamatfelár és ennek nyomán a portfólió tőkebeáramlások növekedésének. Másrészt – függően a kereslet jövedelem-, illetve kamatrugalmasságának mértékétől – ez a külső egyensúly romlását eredményezheti a belföldi felhasználás és kereslet növekedése miatt. Végezetül, a gazdaságpolitikai mix kedvezőtlen lehet a növekedés dinamikája és szerkezete szempontjából is, mert a hitelköltségek növekedése visszaveti a vállalati beruházások dinamikáját. A jelenleg alkalmazott szigorú monetáris és laza fiskális politikai mix tartósan nem fenntartható, amire az említett költségek mellett nemzetközi példák is utalnak: ezek között elégséges a 2000-2002-es lengyel, a 2000-2001-es cseh, vagy az 1994-1997-es görög esetekre utalni.

## **II. A gazdaságpolitikai korrekció elemei**

A növekedéssel és az egyensúllyal kapcsolatos feszültségek mellett további problémát jelent, hogy romlottak a rövidtávú konjunkturális kilátások. A korábbi várakozásokkal szemben, amelyek a növekedési fordulatot az USA és az Európai Unió esetében az év első felére tették, időben később kezdődik és dinamikáját tekintve sokkal mérsékeltebb lesz a fejlett gazdaságok fellendülése. Ráadásul a globális politikai bizonytalanság ismételen az olajárak emelkedését és ezen keresztül a cserearányok romlását vetíti előre, miközben a nemzetközi kereskedelem és a közvetlen tőkebefektetések növekedése messze elmarad az 1990-es évek végén tapasztalt ütemektől.



Emiatt nem számíthatunk a nemzetközi konjunktúra gazdaságpolitikai korrekciót segítő (pl. az elsődleges egyenleget a gyorsabb reálnövekedés révén javító) áldásos hatásaira. A tanulmány elején a növekedéssel és a makrogazdasági folyamatokkal összefüggésben említett feszültségek, valamint a nemzetközi konjunktúra javulásának időbeli és mértékbeli csúszása ezért egyaránt felvetik a gazdaságpolitikai fordulat szükségességét. Ennek központi eleme a fiskális és jövedelempolitikai kiigazítás kell, hogy legyen.

A költségvetési politikában jelentős megszorításra van szükség annak érdekében, hogy az elsődleges egyenleg javuljon, mérséklődjön az államháztartás keresleti hatása és teljes hiánya. A korrekció során a bevételek növelésének lehetősége korlátozott: sem a növekedés, sem pedig az infláció nem teszi lehetővé jelentősebb többletbevétel realizálását. Emellett a gazdaság versenyképességének növelése érdekében elkerülhetetlen a centralizációs hányad mérséklése, miközben az EU csatlakozással előtérbe kerülő harmonizációs feladatok is az adóterhelés mérséklését igénylik. Ezért az államháztartási korrekciónak az államháztartási kiadások csökkentésére kell irányulnia, ahol három területre lehet koncentrálni.

Egyrészt mérsékelni kell az állami beruházások növekedésének ütemét: bár a beruházások fontos szerepet játszanak a gazdaság versenyképességének erősítésében, ösztönzik a magánszektor beruházásait, növekedésük 2001-2002-ben megfigyelt mértéke nem fenntartható és finanszírozható. Másrészt nagyon szigorú keretek közé kell szorítani az elmúlt 1,5 év bércorrekcióit követően a költségvetési szektorban engedélyezett bérnövekedést. Az áthúzódó hatások miatt így is jelentős lesz a jövedelemkiáramlás ezen a területen, és ezért minden további bércorrekciót 2003-ban a lehetséges legalacsonyabb szintre kell korlátozni. Harmadrészt elkerülhetetlen az intézményi szerkezet racionalizálása a dologi és bérjellegű kiadások csökkentése érdekében.

A jövedelempolitika területén nehézséget jelent, hogy az idejében bekövetkező áthúzódó hatások miatt a jövedelemkiáramlás a közösségi szektorban és emiatt nemzetgazdasági szinten is 2003-ban is jelentős lesz. Ezért a versenyképesség fenntartása és a vállalati szektorra nehezedő nyomás mérséklése érdekében a versenyszektorban a bruttó bérek növekedési ütemét a GDP növekedési üteme alatt kellene tartani 2003-ban.

A jövedelem- és fiskális politikai váltás alapozhatja meg a monetáris szigor fokozatos mérséklését, a kamatszint infláció mérséklődésével összhangban lévő csökkentését. A monetáris kondíciók azonban

vélhetően gyorsan és sokat nem enyhülhetnek, mert a Forint felértékelődése folytatódik, és ez semlegesíti a kamatok csökkenéséből a monetáris enyhülés irányába mutató esetleges hatásokat.

A gazdaságpolitikai korrekció nem elkerülhető, a halogatásból eredő költségek lemérhetők – a gazdaságok között meglévő összes eltérés mellett – többek között Lengyel- és Csehország példáin. A növekedésben és az egyensúlyi folyamatokban szükséges váltás mellett a költségvetési (és jövedelempolitikai) kiigazítás azért is szükséges, mert ha Magyarország a meghirdetett ütemben akar csatlakozni az euró-övezethez, akkor 2005-re Maastricht-kompatibilis költségvetési egyenlegre van szükség. Ehhez viszont az elkövetkező 2-3 évben – még kedvező növekedés és ciklikus hatások mellett is - erőteljesen csökkenő hiányra van szükség, miközben a harmonizációs igények (pl. az általános forgalmi adókulcsok csökkentése), illetve a csatlakozással és a kofinanszírozással összefüggő kiadások addicionális és egyenleget rontó terhet jelentenek.

De az euró-övezeti csatlakozás kényszere nélkül is (sőt ebben az esetben még inkább) szükséges a kiigazítás, hogy csökkenjen a gazdaság pénzügyi sérülékenysége, a külső pénzügyi sokkoknak történő kitettsége. Kis nyitott gazdaságban, rugalmas árfolyamrendszer mellett tartósan nem finanszírozható és fenntartható jelentősebb költségek nélkül az államháztartás magas hiánya: a csökkenő befektetői bizalom és finanszírozási hajlandóság, valamint a kockázati prémium emelkedése megköveteli a korrekciót.

A költségvetési kiigazítás szempontjából viszont kedvező, hogy – hasonlóan több fejlett gazdasághoz (pl. skandináv államok az 1990-es évek elején, vagy Olaszország a GMU –ra történő felkészülés során) - Magyarországon is járhat növekedést ösztönző nem-keynesiánus hatásokkal. A fiskális korrekcióból eredő rövidtávú negatív keresleti sokkot középtávon ugyanis semlegesítheti a kiigazításból eredő pozitív növekedési hatás, aminek oka a magánszektor bővülő finanszírozási lehetőségei, a befektetői várakozások javulása lehet.

## Melléklet I. Árfolyam-politikai dilemmák és kérdések

Az egyensúlyi és növekedési folyamatok elemzésekor gyakran felmerül, hogy a problémák kialakulásában szerepet játszik az árfolyamrendszer tavalyi változása és a hazai valuta felértékelődése. Az érvelés szerint a felértékelődésnek meghatározó szerepe volt a kereskedelemben kerülő javak szektora versenyképessége csökkenésében (elsősorban a hazai termelőket illetően), és ez - az export lassuló és az import gyorsuló növekedésén keresztül – negatívan hatott a gazdasági növekedésre is. Az elmúlt másfél év árfolyamfolyamatai értékelésének és interpretálásának adható egy ettől a gyakran említett változattól eltérő magyarázata is, amely a következő állításokat tartalmazza:

1. A múlttal kapcsolatosan kijelenthető, hogy szükséges és célszerű volt a 2001-ben bekövetkezett váltás a rugalmasabb árfolyamrendszer felé. A rugalmas árfolyam ugyanis jobban képes kezelni a hazai gazdaságra váró rövid- és középtávú kihívásokat. Így rövidtávon a rugalmas árfolyam az erőteljes árfolyam-begyűrűzéssel, a monetáris politika nagyobb szabadságfokával és a fiskális politikára ható fegyelmező erejével gyorsabb és kisebb költségek mellett megvalósuló dezinflációt eredményezhet. Középtávon a flexibilis árfolyam mellett könnyebb kezelni a gyors növekedésből és felzárkózásból, illetve az euró-övezethez történő csatlakozásból eredő feszültségeket és a két folyamat közötti átváltásokat, mint a rögzített, vagy a meghatározott pályán mozgó árfolyamrendszer mellett. Ugyanakkor a rugalmas árfolyam működésének a rögzítettel egyenrangú feltétele a makrogazdasági fegyelem és konzisztencia érvényesülése, ami sajnálatos módon nem teljesült az elmúlt években.

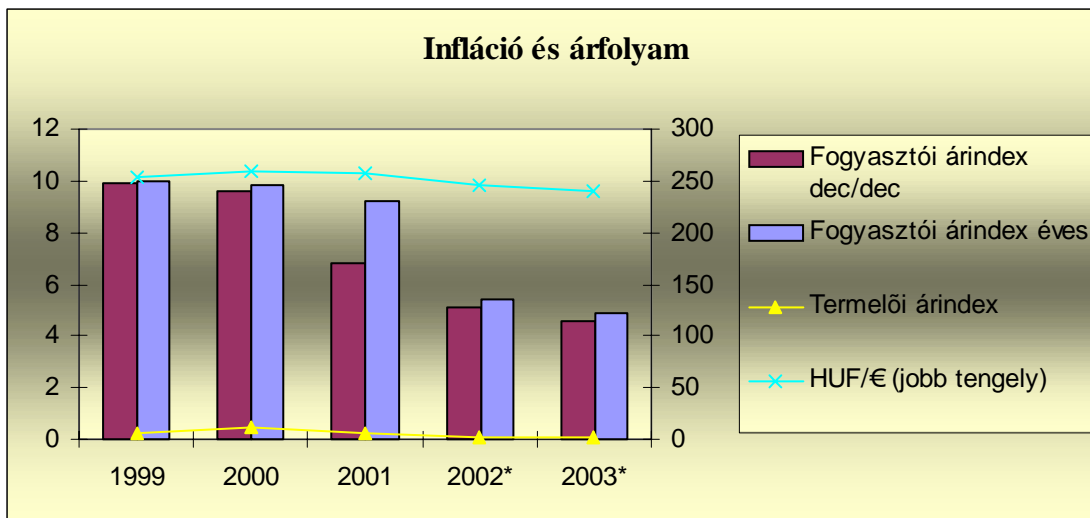
2. Az elmúlt 1,5 évben megfigyelt, időszakosan érvényesülő árfolyam-erősödésnek három forrása volt. Az egyik ilyen tényező az Euró árfolyamának változása: a kezdeti gyengülést követően az Euró erősödött a dollárral szemben és ez magával hozta az Euróhoz kötött forint árfolyamának relatív erősödését is. A másik tényező az exogén - elsősorban a feltörekvő gazdaságokat érintő - sokkok voltak, amelyek relatíve növelték a portfolió befektetők szemében a hazai befektetések vonzerejét. Az argentin, a török, illetve a lengyel válság nyomán a befektetők átrendezték feltörekvő gazdaságokat érintő portfolióikat és csökkentették a kockázatosnak tartott gazdaságok arányát és ezáltal felszabaduló forrásaik egy részét biztonságosabbakba fektették.

Ilyen áttérítés volt megfigyelhető a portfolió befektetők körében Lengyelország és Magyarország között, amikor 2001 közepétől erőteljesen növekedett Lengyelország rovására a magyar papírok aránya a befektetők portfoliójában. A forint erősödését eredményező harmadik tényező a már említett gazdaságpolitikai mix volt: a szigorú monetáris politika és az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése a Forint árfolyamát erősítette.

3. Az említett tényezők közül több hatása csak átmenetinek tekinthető: változás következhet be az Euró és a főbb kulcsvaluták keresztárfolyamában, enyhülhet a befektetőket a feltörekvő piacok problémái által érintő nyomás, amelyek közvetve hatnak a Forint árfolyamára is. Ugyanakkor az átmeneti tényezők mellett figyelembe kell azt is venni, hogy a lebegő árfolyamrendszerre történő áttérés mellett elkerülhetetlen volt a hazai valuta felértékelődése.

Egyrészt a korábbi árfolyamrendszeren belül a Forint alulértékelt volt mind egyensúlyi értékéhez, mind a többi kelet-európai valutához képest. Másrészt a rugalmas árfolyamrendszerre történő áttérés mellett módosult a reálfelértékelődés és az ezzel szorosan összefüggő Balassa-Samuelson-hatás szerkezete és forrása. Miközben a korábbi árfolyamrendszerben ez az előre bejelentett pályán haladó

nominális árfolyam mellett elsősorban az inflációs eltérésekből fakadt, addig a rugalmas árfolyamrendszerben ennek a forrása a nominális árfolyam erősödése lett.



Végezetül a hazai valuta árfolyamának alakulásánál figyelembe kell azt is venni, hogy az elmúlt 4-5 évben a kelet-európai gazdaságokban (illetve általában a feltörekvő gazdaságok többségében) a hazai valuta jelentősen erősödött, amikor áttértek a rugalmas árfolyamrendszerre. Kelet-Európában a legjelentősebb felértékelődés a szabadon lebegő lengyel valutánál tapasztalható, de hasonlóképpen erősödött az új rendszerre történő átállást követően a cseh és a szlovák korona is. Ilyen értelemben a hazai valuta felértékelődése nem egyedi, hanem más országok tapasztalatával összhangban lévő folyamat.

4. Összességében a reálfelértékelődés mind a költség-, mind az áralapon számított indexeknél jelentős volt az elmúlt 18 hónapban. Az ár-alapú versenyképesség már az árfolyamrendszert megelőzően romlott köszönhetően az árfolyam dezinflációs célokra történő felhasználásának. Az árfolyamrendszerben bekövetkezett váltást követően a reálfelértékelődés és az ár-versenyképesség csökkenése felgyorsult, amihez az inflációs eltérések mellett már a nominális árfolyam felértékelődése is hozzájárult. A kereskedelemben kerülő javak versenyképessége szempontjából azonban elsősorban a költség-alapon számított reálárfolyam mutató felértékelődése kedvezőtlen: ennek dinamikája meghaladta az ár-versenyképesség romlását, köszönhetően a nominális bérek gyors növekedésének, amihez már nem társult a termelékenység korábban tapasztalt erősödése.

5. A nominális felértékelődés makrogazdasági hatásai vegyesek, szerkezeti hatásai viszont összességében kedvezőek. A felértékelődés tevékeny szerepet játszik az infláció mérséklődésében, a dezinfláció kibocsátási költségeinek csökkentésében köszönhetően az árfolyam-csatorna kiemelt szerepének a monetáris transzmisszióban. A felértékelődés természetesen csökkenti a kereskedelemben kerülő javak versenyképességét, de ehhez a reálbérek és a munkatermelékenység alakulása közötti rés növekedése még inkább hozzájárul(t). Ráadásul a felértékelődés külkereskedelmi hatásainál figyelembe kell venni, hogy az export növekedési üteme jelentősen nem csökkent 2001-hez képest, miközben a külső importkereslet mérséklődése negatívan hatott.

Több tényező járult hozzá ahhoz, hogy a felértékelődés az exportra korlátozottan és szelektíven hatott: így a korábbi reál-felértékelődés ellenére a vállalatok versenyképességi tartalékkal rendelkeznek, az export zömét a felértékelődés nem érintette kedvezőtlenül a magas importtartalom, illetve az energiaárak és cserearányok kedvezőbb alakulása miatt. Összességében a külkereskedelmi mérleg hiány növekedésének fő forrása a 2002-re rendelkezésre álló I-VII. havi adatok alapján

elsősorban a belföldi felhasználás és az importkereslet növekedése volt. A felértékelődés értékelésénél azt is figyelembe kell venni, hogy szerkezeti hatásai hosszabb távon pozitívak: elősegítheti/kikényszerítheti a termelékenység további növekedését, növeli a tőke-intenzív termelés és export arányát, illetve felértékeli a munkaerőt.

6. A jövőt illetően figyelembe kell venni, hogy a hazai valuta további reálfelértékelődése elkerülhetetlen. Ezt indokolja az árfolyam alulértékeltisége hosszú távú egyensúlyi értékéhez képest, az Euró-övezettel szembeni növekedési rés, valamint az Európai Unióhoz történő csatlakozás hazai valutát erősítő hatásai. Az EU csatlakozás növeli a hivatalos és a magáncsatornákból várható nettó erőforrás-beáramlást és ennek addicionális felértékelődést eredményező hatása lesz. A gazdaság növekedése és felzárkózása, a makrogazdasági egyensúly alakulása szempontjából is kedvezőbb, ha a reál-felértékelődés elsősorban nem az inflációs eltéréseken, hanem a nominális árfolyam felértékelődésén keresztül valósul meg. Ezt indokolja továbbá, hogy majdan az Euró-övezethez történő csatlakozás során a nominális árfolyam és inflációs cél között jelentkező átváltások miatt engedni kell a valuta nominális felértékelődését, többek között az inflációs cél teljesülése érdekében is.



## Melléklet II. Dezinflációs kérdőjelek

A monetáris politika számára nagy kihívást jelent az infláció alakulása és a fogyasztói árak növekedésének az inflációs célkitűzésben 2003 decemberre meghatározott 3,5%+/-1%-os sávon belül tartása. A fogyasztói árindex növekedése idén a jegybank által 2002 decemberére megfogalmazott inflációs célsáv felső értéke 5,5%-s lehet. Az ideai erőteljes dezinfláció mellett azt is figyelembe kell venni, hogy egyes tényezők idén átmeneti hatással kedvezően alakították az inflációt, miközben a következő évre áthúzódó inflációgerjesztő hatások erőteljesek lehetnek.

Az ideai dezinflációban jelentős szerepet játszik, hogy a fogyasztói árindexben több mint 25%-os súllyal szereplő iparcikkek ára mérsékelten emelkedik. Ennek egyik oka az importált infláció mérséklődése és ezen belül a német termelők árak lassú növekedése köszönhetően annak, hogy az euró-övezeten belül mérsékelt a termelési költségek növekedése a lassuló növekedés és az euró erősödése miatt. Az iparcikkek árnövekedését mérsékelő másik tényező a Forint erősödése és az importköltségek csökkenése. Hasonlóképpen kedvezően alakultak az üzemanyagárak is, köszönhetően az olajárak mérsékelt növekedésének, valamint a Forint erősödésének.

Az inflációt befolyásoló másik tényező a hatósági árak átlagos fogyasztói áremelkedéstől elmaradó növekedése, amiben egyedi tényezők játszanak szerepet: így a gázárak elmaradó kiigazítása, vagy a TV előfizetési díjak eltörlése.

Az árszínvonal növekedését mérséklő utolsó tényező a mezőgazdasági és élelmiszerárak tavalytól elmaradó növekedése. Itt a tartósan lassúbb növekedés ellen hat a jövedelemkiáramlás és a fogyasztás növekedése, ami idővel felfelé hajtja az élelmiszerárakat is. A jövedelemkiáramlás hatása eddig elsősorban a piaci szolgáltatások körében jelent meg, és ennek alakulása még döntő hatással lehet arra, hogy az elkövetkező hónapokban sikerül-e az inflációt az 5,5%-os plafon alatt tartani.

Összességében, az átlagos és az év végi fogyasztói árindex jelentős csökkenésében tartós és átmeneti tényezők is szerepet játszanak. A tartós tényezők közül elsősorban a Forint ingadozások melletti erősödése, míg az átmeneti tényezők között az importált és a mezőgazdasági árak csökkenése, valamint a hatósági árak lassú emelkedése fontos.

Mindezen tényezőket figyelembe véve a következő évben az inflációban jelentős csökkenés nem várható sem az éves, sem a december/december mutatók alapján. Három tényező van, amely nehézséget okoz az infláció további mérséklésében. Egyrészt, 2002-vel szemben jövőre már várhatóan magasabb lesz az importált infláció, köszönhetően az olajárak növekedésének, valamint a magasabb Euró-övezeti inflációnak. Az importált infláció hazai árakra gyakorolt hatását csak részben tudja mérsékelni a Forint várható erősödése, és ez hat az üzemanyagok és az iparcikkek árának növekedésére is.

Másrészt 2003-ra megfordulhat az élelmiszer- és mezőgazdasági árak csökkenése/stagnálása és mind keresleti, mind kínálati okok miatt magasabb árnövekedés várható. Továbbá, 2003-ban nem tartható a hatósági árak növelésének politikai okok miatti halogatása sem, és a szabályozott körben jelentősebb árnövekedés várható, mint idén. Ezen két tényező hozzájárulása a fogyasztói árindex alakulásához 2003-ban ellentétes lehet, összevetve az ideivel.

Végezetül, kérdéses a bérciáramlás és ennek keresleti hatása: az ideai béremelkedés a költségvetési szektorban jelentős áthúzódó hatással jár, míg a magánszektorban kérdéses, hogy sikerül-e a

kívánatos keretek között tartani a nominális jövedelemkiáramlást. A jövedelem-kiáramlás hatása már érződik a kiskereskedelmi forgalom növekedésében, ami előbb-utóbb megjelenik a fogyasztói árak alakulásában is.

Összességében a jegybank által kitűzött inflációs sáv felső értékének teljesíthetősége elsősorban azon múlik, hogy sikerül-e a bérnövekedést a magánszektorban szigorú keretek között tartani illetve, hogy milyen ütemben képes a fiskális politika az államháztartási hiányt és keresleti hatását mérsékelni. Figyelembe véve az ebben rejlő bizonytalanságot, valamint az áthúzódó és egyedi tényezők hatását, 2003 végén az infláció kissé a jegybanki cél fölött, 4,7-4,9% körül alakulhat. A dezinfláció kulcsa nem a monetáris politika kezében van, hiszen a kamatpolitika kellőképpen szigorú, hanem a fiskális politikában: jelentős fiskális és jövedelempolitikai szigorítás nélkül nem várható az infláció lényeges csökkenése. A gazdaságpolitika emellett még erőteljesebb deregulációval segítheti az infláció kínálati tényezőinek kezelését.