

Kornai János

## Kiigazítás recesszió nélkül

Esettanulmány a magyar stabilizációról

---

1995. március 12-én a magyar kormány és a központi bank szigorú kiigazítási és stabilizációs programot hirdetett meg. A cikk az első eredmények számbavételére tesz kísérletet. A program meghirdetése előtt Magyarország két egymást követő évben hatalmas fizetésimérleg-hiányt mutatott fel, és nemzetközi megítélése romlani kezdett. A program radikális intézkedései nyomán elkerülhetővé vált a mexikói válsághoz hasonló pénzügyi katasztrófa. Sok makrogazdasági mutató jól érzékelhető javulást jelez: lényegesen csökkent a kereskedelmi mérleg és a folyó fizetési mérleg hiánya, a költségvetés elsődleges egyenlege pozitív lett. Az ilyesféle stabilizációs programokat rendszerint súlyos visszaesés és a munkanélküliség nagy növekedése kíséri. Magyarország elkerülte ezeket a mellékhatásokat: a GDP drasztikus visszaesés helyett valamelyest tovább növekedett, és a munkanélküliség változatlan maradt. A javulásnak nagy ára volt: az életszínvonal erőteljes csökkenése, az infláció felgyorsulása, bár a magyarországi infláció még mindig a kézben tartott, mérsékelt infláció sávjában maradt.

A cikk ismerteti a program heterodox módszereit: 1. nagy leértékelés, az előre meghirdetett csúszó árfolyam rezsimjének bevezetése, valamint ideiglenes importvám pótlék kivetése; 2. határozott jövedelempolitika, amely 12 százalékos reálbércsökkenést kényszerített ki; 3. fiskális intézkedések, köztük jóléti jogosultságok csökkentése (a program meghirdetése előtt ezek a jogosultságok tabuk voltak); 4. a hitelkínálat átcsoportosítása a vállalati szektor javára, a jövedelmezőség növekedése; 5. feszített (bár nem mértéktelenül feszített) monetáris politika, amely lehetővé tette a sikeres vállalatok expanzióját; 6. a privatizáció felgyorsítása, nagy és sikeres lépések egyes kulcsszektorok (energia, telekommunikáció) privatizációjában.

Végezetül a tanulmány óva int a túlzott magabiztosságtól és felhívja a figyelmet a potenciális veszélyekre. A makrogazdasági javulás még törékeny. A magyar fejlődés legbiztosabb sajátossága a termelékenység erőteljes és folyamatos növekedése.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> A kutatást az Országos Tudományos Kutatási Alap támogatta (A politika és a gazdaság kölcsönhatása a poszt-szocialista transzformáció időszakában, OTKA 018280). A cikket előadtam az *Economic Transformation and Development of Central and Eastern Europe: What Lessons from the 1990s* című OECD-CCET konferencián (Párizs, 1996. május 29–30) és megjelenik a *Salvatore Zecchini* által szerkesztett *Lessons from Economic Transition* című konferenciakötetben. Hálas vagyok *Kovács Mária*nak az adatok összeállításában és a cikk szövegének szerkesztésében végzett munkájáért. Köszönöm *Rimler Judit*, *Benedict Ágnes* és *Miguel Messmacher* kutatásban nyújtott segítségét. Sokat tanultam a *Dániel Zsuzsával*, *Rüdiger Dornbuschsal*, *John McHale*-l, *László Csabával*, *Neményi Judittal*, *Oblath Gáborral*, *Jeffrey Sachsszal*, *Surányi Györggyel* és *Charles Wyplosz*-szal folytatott konzultációkból; néhányan közülük olvasták a cikk első változatát. Köszönöm értékes tanácsaikat. Természetesen a tanulmányban foglaltakért kizárólag én tartozom felelősséggel.

Magyarország kormánya és központi bankja 1995. március 12-én erélyes kiigazítási-stabilizációs programot jelentett be.<sup>2</sup> Tizenöt hónapja folyik a program végrehajtása. Cikkem kísérletet tesz az eddigi eredmények számbavételére és értékelésére.

A kiigazítás és a stabilizáció kifejezéseket sokféle gazdaságpolitikai program megnevezésére használják; a program többnyire magában foglal – más komponensek mellett – radikális inflációcsökkentő intézkedéseket. A magyarországi 1995-ös program esetében nem erről van szó. Ez a kiigazítási-stabilizációs programoknak abba az osztályába tartozik, amely főképpen a folyó fizetési mérleg és a költségvetés súlyos egyensúlyzavarának kiküszöbölésére, és ezzel együtt a külső és belső adósságválság elhárítására irányul.

Tizenöt hónap rövid idő. Óvatosnak és mértéktartónak kell lenni az első sikerek ünneplésével – az eredmények könnyen kicsúszhatnak a kezünkből. Tulajdonképpen helyesebb lett volna cikkem címébe beiktatni: „kiigazítás – *mind a mai napig* recesszió nélkül”.<sup>3</sup> Ezzel a figyelmeztetéssel kiegészítve érdemes már most számba venni az eddigi fejleményeket.<sup>4</sup> Írásom főként azokra a tapasztalatokra összpontosítja a figyelmet, amelyek túlmutatnak az egyedi magyar eseten és másutt is tanulságosak lehetnek.

A cikk felépítése a következő. Először a program eddigi eredményeit és a megvalósításért fizetett költségeket és áldozatokat tekinti át. Majd az alábbi kérdésekre keresi a választ: milyen eszközöket alkalmazott a program, és milyen mértékben használhatók ezek az eszközök a továbbiakban. Végül a következő időszak feladatairól, az eddig elért eredményeket fenyegető veszélyekről és a magyar fejlődés perspektíváiról szól.

### Eredmények és költségek

A legfontosabb makrogazdasági mutatószámokat az 1. táblázat foglalja össze; erre többször visszatérek majd.

#### *A fenyegető katasztrófa elhárítása*

A posztoszocialista magyar gazdaságban sok kedvező folyamat ment végbe a kilencvenes években. Lényegében befejeződött az árak és a külkereskedelem liberalizálása, tömegesen jöttek létre magánvállalkozások, és nagymértékben előrehaladt az állami vállalatok privatizálása, nagyarányú strukturális átalakulás ment végbe a termelés összetételében, a

<sup>2</sup> Az 1995-ös kiigazítási-stabilizációs program egyes elemeinek megtervezéséhez még az előző pénzügyminiszter, Békesi László vezetésével kezdtek hozzá. A programot azután az új pénzügyminiszter, Bokros Lajos és a Magyar Nemzeti Bank új elnöke, Surányi György vezetésével dolgozták ki. Horn Gyula miniszterelnök a pénzügyminiszterrel és a központi bank elnökével együtt jelentette be a programot a televízióban az ország nyilvánossága számára.

Bokros egy éven át kiemelkedő szerepet játszott a program kidolgozásában, megmagyarázásában és végrehajtásának szorgalmazásában. A köznyelv „Bokros-csomagnak” nevezte a programot. Cikkemben személytelen elnevezést használok, mert a magyar kormány miniszterelnöke mindvégig vállalta a programmal kapcsolatos politikai felelősséget, és mert a kormány, a parlamenti többség és a központi bank együttesen felel azért, ami a program keretében végbemegy; mind az eredményekért, mind pedig a hibáért. A kormány és az új pénzügyminiszter ígérete szerint a program végrehajtása Bokros Lajos lemondása után is folytatódik.

<sup>3</sup> Valójában két vagy még inkább három év kell ahhoz, hogy egy kiigazítási-stabilizációs program hatásait igazán értékelni lehessen. Így például *Alesina–Perotti* [1995] tanulmánya a fiskális kiigazítást akkor nevezi sikeresnek, ha az erőteljes lépést követő harmadik évben már számottevő (legalább 5 százalékpontos) javulás mutatkozik az államadósság/GDP arányban.

<sup>4</sup> Eddig főként magyar napi- és hetilapok cikkirói, továbbá a kormány és a központi bank belső jelentései vállalkoztak összefoglaló értékelésekre; ezeket igyekeztem felhasználni cikkemben (lásd például *MNB* [1996a], *Pénzügyminisztérium* [1996a]). A részletesebb tanulmányok közül kiemelem *Köves* [1995b] és *Oblath* [1996] munkáit.

1. táblázat  
Makrogazdasági folyamatok Magyarországon, 1993–1995

Mutatók	1993	1994	1995
1. GDP (évi növekedési ütem, százalék)	-0,6	2,9	1,5 <sup>a</sup>
2. Egy főre jutó GDP <sup>b</sup> (dollár)	3 745	4 061	4 300
3. Háztartások fogyasztása <sup>c</sup> (évi növekedési ütem, százalék)	1,3	-0,4	-5,7 <sup>a</sup>
4. Bruttó állóeszköz-felhalmozás (évi növekedési ütem, százalék)	2,0	12,5	1,2 <sup>a</sup>
5. Export <sup>d</sup> (évi volumenindex)	-13,1	16,6	8,1
6. Import <sup>d</sup> (évi volumenindex)	20,9	14,5	-4,0
7. Kereskedelmi mérleg egyenlege <sup>e</sup> (millió dollár)	-3 247	-3 635	-2 442
8. Folyó fizetési mérleg egyenlege (millió dollár)	-3 455	-3 911	-2 480
9. Nettó konvertibilis adósságállomány <sup>f</sup> (millió dollár)	14 927	18 936	16 817
10. Konvertibilis valutatartalék <sup>f</sup> (a folyó fizetési mérlegben szereplő import százalékában)	59,4	60,2	79,0
11. Munkanélküliségi ráta <sup>g</sup> (százalék)	12,1	10,4	10,4
12. Foglalkoztatás <sup>h</sup> (foglalkoztatottak a lakosság százalékában)	42,2	40,2	39,5
13. Konszolidált állami költségvetés egyenlege (GFS-egyenleg <sup>i</sup> , a GDP százalékában)	-5,2	-7,4	-4,0
14. Infláció (évi fogyasztói árindex)	22,5	18,8	28,2
15. Bruttó átlagkeresetek <sup>j</sup> (évi növekedési ütem, százalék)	22,0	24,7	16,8
16. Nettó átlagkeresetek <sup>k</sup> (évi növekedési ütem, százalék)	17,9	27,1	12,6
17. Egy keresőre jutó reálbér (évi növekedési ütem, százalék)	-3,8	7,0	-12,2

<sup>a</sup> Előzetes adat.

<sup>b</sup> Az átlagos hivatalos kereskedelmi árfolyamon dollára számított GDP.

<sup>c</sup> A háztartások tényleges végső fogyasztása a GDP-ből.

<sup>d</sup> Az export- és importadatok vámstatisztikán alapulnak. Az 1993-ra vonatkozó importadat tartalmazza az adósságtörlesztés fejében Oroszországból származó fegyverimportot is.

<sup>e</sup> Kereskedelemmel összefüggő fizetések a folyó fizetési mérlegben.

<sup>f</sup> December 31.

<sup>g</sup> Regisztrált munkanélküliek száma az adott év végén az előző év gazdaságilag aktív népességének százalékában.

<sup>h</sup> Január 1.

<sup>i</sup> Részletesebb fiskális adatokat és magyarázatot tartalmaz a cikk 4. táblázata.

<sup>j</sup> A teljes munkaidőben foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete; 1993–1994-ben a több mint húsz, 1995-ben a több mint tíz főt foglalkoztató szervezetek adataiból számított index.

*Forrás:* 1., 3. és 4. sor: *KSH* [1996c], 1995: *KSH* [1996a] és *KSH* közlése; 2. sor: *KSH* [1996a]; 5. és 6. sor: *KSH* [1995a], 253. o., 1995: az MNB számítása a *KSH* adatai alapján; 7. és 8. sor: 1993: *MNB* [1995], 109. o., 1994–1995: *KSH* [1996b], 41. o.; 9. sor: 1993: *MNB* [1995], 111. o., 1994–1995: *KSH* [1996b], 41. o.; 10. sor: az MNB számítása; 11. sor: *MNB* [1996b], 57. o.; 12. sor: *KSH* [1995c], 4–5. o.; 13. sor: *MNB* [1996c]; 14. sor: *KSH* [1995a], 286. o., 1995: *KSH* [1996b], 37. o.; 15. és 16. sor: *KSH* [1996d], 1995: *KSH* [1996b], 38. o.; 17. sor: *KSH* [1996d], 1995: *Pénzügyminisztérium* [1996b], 14. táblázat.

külkereskedelem hozzáigazodott a KGST összeomlása utáni helyzethez – hogy csak néhányat említsek a legfontosabb változások közül. 1994-ben a GDP, az 1990. évi fordulatot követő nagy transzformációs visszaesés után, ismét növekedni kezdett.

Ugyanakkor a magyar fejlődés aggasztó vonásokat is mutatott. A szocialista rendszer súlyos makrogazdasági örökséget hagyott maga után, elsősorban igen nagy külföldi adósságot. Ebben a tekintetben a magyar gazdaság rosszabb feltételekkel indult, mint a legtöbb posztoszocialista gazdaság. Számos olyan nehéz feladat volt, amelyre az 1990–1994 között hatalmon volt kormányzat nem vállalkozott, s az 1994-ben hatalomra került új kormányzat

is hónapokon át vonakodott az elvállalásuktól. A folyó fizetési mérleg hiánya már 1993-ban elérte a GDP 9,0 százalékát, és amikor ez a következő évben megismétlődött, s újra 9,5 százalékos hiány keletkezett, akkor a külső pénzügyi egyensúly megbomlása valóságos fenyegető veszéllyé vált. Részben ezzel függött össze a költségvetés növekvő hiánya: a nemzeti számlák szerinti hiány 1994-ben a GDP 8,2 százalékára nőtt.<sup>5,6</sup>

Az egyensúlyzavar következtében meggyorsult a külső és belső adósság növekedése. A növekvő adósságszolgálati teher tovább növelte a folyó fizetési mérleg és a költségvetés hiányát, és ennek pótlására még további kölcsönöket kellett felvenni. A kedvezőtlen pénzügyi makromutatók láttán a nemzetközi pénzügyi világ bizalma – amely korábban éppen az adósságait mindig pontosan teljesítő Magyarország felé fordult a legszívesebben Kelet-Európában – kezdett meggyengülni. Közismert, hogy ez önmagát gerjesztő folyamat: a Magyarországról alkotott kép romlása kedvezőtlenebbé váló hitelfeltételekben realizálódott, tovább taszítva az országot az adósságvörény felé.

Az egymást követő kormányzatok vonakodásának, a mind inkább elkerülhetetlenné váló radikális lépések húzásának-halasztásának történelmi, politikai és társadalmi okait egy korábbi cikkemben elemeztem (*Kornai* [1995–1996]); ezekre itt nem tudok kitérni. Csak a politikai kulisszák mögé betekintő történészek fogják majd kideríteni, hogy végül is milyen hatások együttese vetett végett az évtizedeken át megszokott magatartásnak, a „keresztül-evickélés” politikájának. Bizonyos, hogy a mexikói válság elrettentő példája fontos szerepet játszott abban, hogy a magyar kormány végül is radikális akcióra határozta el magát. Nyomasztó volt olvasni a nemzetközi pénzügyi sajtóban a találgatásokat: melyik ország lesz a következő Mexikó után – és ott látni Magyarországot nevével első számú esélyesként.

Ami Magyarországon 1995 márciusában történt, *preventív* terápia volt. A legfontosabb eredménye annak a katasztrófának az elhárítása volt, amely bekövetkezett volna, ha a kiigazítási-stabilizációs programhoz nem kezdenek hozzá. Ezt próbálok szemléltetni először a 2. táblázattal, amely a mexikói és magyar fejleményeket hasonlítja össze, majd a 3. táblázattal, amely néhány más országban végbement krízisek lefolyását ismerteti; mégpedig olyan epizódokat, amelyek természete hasonlított a program meghirdetése előtti magyarországi helyzethez.<sup>7</sup>

Nem szeretném túlzásba vinni az analógiát; minden ország története egyedi és szigorúan véve egyedülálló. Mégis vannak fontos hasonlóságok a magyar fejlődés és a 2. és 3. táblázatokban szereplő többi ország ott leírt epizódjai között.<sup>8</sup>

– Ezek kis, nyitott országok, amelyekben igen nagy szerepe van a külkereskedelemnek. Valamennyiben kedvezőtlen jelenségek mutatkoztak a külkereskedelemben, az import elszaladt az exporthoz képest. Nem utolsósorban a külkereskedelmi egyensúlyzavar miatt bajok mutatkoztak a folyó fizetési mérleggel.

– A felsorolt országok egy részében költségvetési hiány is súlyosbította a helyzetet.

<sup>5</sup> Az adatok forrása *MNB* [1995], 172. és 234. o., lásd továbbá az 1. és a 4. táblázatot.

<sup>6</sup> A kiigazítási-stabilizációs program irányítóinak álláspontját lásd a következő írásokban: *Bokros* [1995a], [1995b], [1996] és *Surányi* [1995a], [1995b], [1996].

Az 1993–1995-ös időszakban kialakult magyar makrogazdasági helyzetet elemző írások közül kiemelem a következőket: *Antal* [1994], *Békési* [1993], [1994], [1995], *Csaba* [1995], *Erdős* [1994], *Köves* [1995a], [1995b], *Lányi* [1994–1995], *Oblath* [1995] és *The World Bank* [1995].

A magam álláspontjáról lásd *Kornai* [1994], amely a program meghirdetése előtt íródott, továbbá a program végrehajtása során írott *Kornai* [1995], [1995–1996] tanulmányokat.

<sup>7</sup> A latin-amerikai válságok és elhúzódó pénzügyi egyensúlyzavarok irodalmából főleg a következő munkákra támaszkodtam: *Cooper* [1992], *Dornbusch–Fischer* [1993], *Dornbusch–Werner* [1994], *Dornbusch–Goldfajn–Valdés* [1995], *Krugman* [1991], *Little–Cooper–Corden–Rajapatirana* [1993], *Sachs* [1996], és *Sachs–Tornell–Velasco* [1995].

<sup>8</sup> A rövidség kedvéért a 2. és a 3. táblázat nem tartalmaz minden hasonlóságot tükröző mutatót.

2. táblázat  
Makrogazdasági mutatók: Magyarország versus Mexikó, 1994–1995

Mutatók	Mexikó		Magyarország	
	1994	1995	1994	1995
1. GDP (évi növekedési ütem, százalék)	3,7	-6,6 <sup>a</sup>	2,9	1,5 <sup>a</sup>
2. Reál-magánfogyasztás <sup>b</sup> (évi növekedési ütem, százalék)	3,7	-12,0 <sup>a</sup>	-0,4	-5,7 <sup>a</sup>
3. Ipari termelés (évi növekedési ütem, százalék)	4,1	-7,8 <sup>a</sup>	9,6	4,8
4. Foglalkoztatás a feldolgozóiparban <sup>c</sup> (a foglalkoztatottak számának évi változása, százalék)	1,1	-7,7 <sup>a</sup>	-9,1	-5,3
5. Reálkeresetek <sup>d</sup> (évi növekedési ütem, százalék)	3,7	-12,6 <sup>a</sup>	7,0	-12,2
6. Infláció <sup>e</sup> (évi fogyasztói árindex)	7,1	51,9	18,8	28,2
7. Folyó fizetési mérleg egyenlege/GDP (százalék)	-7,9	-0,2 <sup>a</sup>	-9,5	-5,4 <sup>a</sup>
8. Nettó külső adósság/GDP <sup>f</sup> (százalék)	32,2	37,6 <sup>a</sup>	45,9	38,4

<sup>a</sup> Előzetes adat.

<sup>b</sup> Magyarország esetében a háztartások tényleges végső fogyasztása a GDP-ből.

<sup>c</sup> Mexikó esetében decemberi adat, változás az előző év decemberéhez képest. Magyarországra vonatkozóan a foglalkoztatottak átlagos száma; az 1995-ös magyar adat a több mint tíz főt foglalkoztató vállalatokra vonatkozik. Mexikó esetében országos, a teljes foglalkoztatottságot és munkanélküliséget mutató adatok, amelyek statisztikailag összehasonlíthatók lennének a magyarországi adattal, nem állnak rendelkezésre. A magyar adatokra vonatkozóan lásd az 1. táblázat 11. és 12. sorait, amelyekből kiderül, hogy a feldolgozóipari munkanélküliség növekedésével párhuzamosan más ágazatokban csökkent a munkanélküliség, mivel az összes foglalkoztatás és az országos munkanélküliségi ráta csaknem változatlan maradt. Mexikóra vonatkozóan nem áll rendelkezésre információ a szektorok közötti változásokról.

<sup>d</sup> Mexikóra vonatkozólag a feldolgozóipari havi reálkeresetek, Magyarország esetében az egy keresőre jutó reálbér adata szerepel a táblázatban (lásd az 1. táblázat j megjegyzését).

<sup>e</sup> Mexikó esetében decemberi adat, változás az előző év decemberéhez képest.

<sup>f</sup> A nettó külföldi adósság adata Mexikó esetében csak az államadósságot tartalmazza, a Magyarországra vonatkozó adat egyaránt tartalmazza a külföldi államadósságot és az üzleti szektor külföldi adósságát.

*Forrás:* Mexikó: Az adatokat Miguel Messmacher gyűjtötte, illetve számította, a következő források alapján: 1., 3. és 4. sor: 1994: *Banco de Mexico* [1995], f. o., II-16, II-3 és II-9 táblázat, 1995: *Banco de Mexico* [1996b]; 2. sor: *OECD* [1995], 3. táblázat; 5. sor: *OECD* [1996], 62–63. o.; 6. sor: *Banco de Mexico* [1996a], III-1 táblázat; 7. sor: *IMF* [1996b], 394–395. o. és 1994: *Banco de Mexico* [1995], IV-1b táblázat, 1995: *Banco de Mexico* [1996b]; 8. sor: *Pénzügyminisztérium (Mexikó)* [1995]. Magyarország: 1., 2., 5. és 6. sor: lásd az 1. táblázat 1., 3., 17. illetve 14. sorának forrásait; 3. sor: *KSH* [1996b], 8. o.; 4. sor: 1994: *KSH* [1995a], 143. o., 1995: *MNB* [1996b], 56. o.; 7. és 8. sor: *MNB* [1996c].

– Több elemző úgy véli: a bajok egyik oka, esetleg fő oka a reálárfolyam emelkedése, s ezzel együtt a hazai pénznem túlértékelődése volt.

– A szőben forgó országokba különböző formákban nagy mennyiségű hitel és befektetés áramlott be; hosszú időn át vonzóak voltak a hitelezők és befektetők számára. Az egyes országok pénzügyi helyzete számottevő mértékben függött a hitelezők és a befektetők bizalmától.

Ennyit emelnék ki az *előzmények* közül; ezekben a vonásokban hasonlít a magyar és a táblázatokban szereplő többi ország története. Itt azonban elválik egymástól. A többi, itt említett országban *bekövetkezett* a katasztrófa, Magyarországon viszont erre nem került sor.

Noha minden válságepizód története más és más, de szinte mindegyikre jellemző egy kumulatív folyamat. Olyasféle esemény ez, mint amikor tűz üt ki egy zsúfolt teremben: pánik tör ki, rohannak az emberek a szűk kijárat felé, s eközben egymást letapossák és elzárják a kijáratot (*Kindleberger* [1978]). A pénzügyi válságokban az emberek rémülten vonják ki a pénzüket, próbálnak gyorsan túladni befektetéseiken, viharos tőkemenekülés

## 3. táblázat

(a-e)

## Válságok és kiigazítások néhány latin-amerikai országban

A táblázatok általános magyarázata:

A 0. év az az év, amelyben a válságepizód alatt a legnagyobb volt a folyó fizetési mérleg hiánya. Az egyes országok esetében a 0. évként választott naptári évet a táblázat 3. oszlopa adja meg.

Az országok sorrendje a GDP-visszaesés nagysága szerinti sorrendet követi. (Chile szerepel az 1. helyen, mivel a kiválasztott országok közül Chilében volt a legnagyobb a GDP visszaesése, 14,1 százalékos csökkenéssel 1982-ben.) Az országok sorrendje minden táblázatban azonos.

A táblázatot *Miguel Messmacher* állította össze.

## 3.a táblázat

A GDP évi növekedési üteme

(százalék, a növekedés pozitív, a csökkenés negatív)

Ország	A legnagyobb folyó fizetési-mérleg-hiány éve		A kiigazítás megkezdésének éve									
	1981	1982	-4.	-3.	-2.	-1.	0.	1.	2.	3.	4.	
Chile	1981	1982	9,9	8,2	8,3	7,8	5,5	-14,1	-0,7	6,4	2,5	
Costa Rica	1981	1981	8,9	6,3	4,9	0,8	-2,3	-7,3	2,9	8,0	0,7	
Argentína	1981	1981 <sup>a</sup>	6,2	-3,3	7,3	1,5	-5,7	-3,1	3,7	1,8	-6,6	
Brazília	1982	1983 <sup>a</sup>	5,0	6,8	9,1	-4,4	0,6	-2,9	5,4	7,9	7,5	
Mexikó	1981	1982	3,4	8,3	9,2	8,3	7,9	-0,6	-4,2	3,6	2,6	

<sup>a</sup> A táblázatban a leértékelés éve szerepel.

Forrás: IMF [1995], országtáblázatok.

## 3.b táblázat

A folyó fizetési mérleg egyenlege/GDP

(százalék, deficit negatív, többlet pozitív)

Ország	A legnagyobb folyó fizetési-mérleg-hiány éve		A kiigazítás megkezdésének éve									
	1981	1982	-4.	-3.	-2.	-1.	0.	1.	2.	3.	4.	
Chile	1981	1982	-5,3	-7,1	-5,7	-7,1	-14,5	-9,5	-5,7	-11,0	-8,6	
Costa Rica	1981	1981	-7,5	-10,3	-13,8	-13,7	-15,6	-10,4	-9,9	-6,9	-7,4	
Argentína	1981	1981 <sup>a</sup>	3,2	2,8	-0,5	-2,3	-2,8	-2,8	-2,3	-2,1	-1,1	
Brazília	1982	1983 <sup>a</sup>	-3,5	-4,8	-5,5	-4,5	-5,9	-3,5	0,0	-0,1	-2,0	
Mexikó	1981	1982	-2,2	-3,0	-4,0	-5,4	-6,5	-3,4	3,9	2,4	0,4	

<sup>a</sup> A táblázatban a leértékelés éve szerepel.

Forrás: IMF [1995], 154–155. o. és országtáblázatok; Mexikó, 1977–1978: *The World Bank* [1995b], 464–466. o.

3.c táblázat

A reálárfolyam növekedési üteme  
(százalék, felértékelődés negatív, leértékelődés pozitív)

Ország	A legnagyobb fizetési-mérleg-hiány éve	A kiigazítás megkezdésének éve	-4.	-3.	-2.	-1.	0.	1.	2.	3.	4.
Chile	1981	1982	-10,6	-6,7	-4,2	-16,0	-7,9	81,9	-3,4	27,4	13,6
Costa Rica	1981	1981	2,2	0,9	2,3	-4,1	239,3	-37,5	-16,3	2,6	1,2
Argentína	1981	1981 <sup>a</sup>	-16,0	-34,4	-30,8	-30,4	96,2	168,6	11,4	10,3	-39,9
Brazília	1982	1983 <sup>a</sup>	1,1	48,2	-4,4	4,7	6,2	66,0	13,8	4,1	-40,9
Mexikó	1981	1982	-5,9	-7,4	-6,9	-10,8	-3,3	96,5	-14,8	-12,3	22,2

<sup>a</sup> A táblázatban a leértékelés éve szerepel.

Megjegyzés: A reálárfolyam növekedési üteme =  $(1 + \text{nominális árfolyam változása rátája}) \times (1 + \text{Egyesült Államokbeli infláció}) / (1 + \text{hazai infláció})$ .

Forrás: IMF [1995], országtáblázatok.

3.d táblázat

Infláció  
(a fogyasztói árak évi átlagos változása, százalék, növekedés pozitív)

Ország	A legnagyobb fizetési-mérleg-hiány éve	A kiigazítás megkezdésének éve	-4.	-3.	-2.	-1.	0.	1.	2.	3.	4.
Chile	1981	1982	91,1	40,1	33,4	35,1	19,7	9,9	27,3	19,9	30,7
Costa Rica	1981	1981	4,2	6,7	8,7	18,4	36,9	89,4	33,0	11,8	15,1
Argentína	1981 <sup>a</sup>	1981 <sup>a</sup>	176,0	175,5	159,5	100,8	104,5	164,8	343,8	626,7	672,1
Brazília	1982 <sup>a</sup>	1983 <sup>a</sup>	38,7	52,7	82,8	105,6	97,8	142,1	197,0	226,9	145,2
Mexikó	1981	1982	29,0	16,2	20,0	29,8	28,7	98,8	80,8	59,2	63,7

<sup>a</sup> A táblázatban a leértékelés éve szerepel.

Forrás: IMF [1995], 122–123. o.

megy végbe – s éppen a pánik gyorsítja fel a folyamatot, erősíti önmagát, és ettől olyan meredek az összeomlás. Magyarországon ezt a pánikot sikerült megelőzni.<sup>9</sup>

Ahol a katasztrófa bekövetkezik, ott a legrámaibb következmény a termelés rövid idő alatti súlyos visszaesése, és ennek kísérőjelenségeként a munkanélküliség hirtelen megnövekedése (lásd a 2. és a 3. táblázatot). Ez az a brutális folyamat, amely az aggregált kereslet gyors kontrakciójával csökkenti a hazai felhasználást, és helyreállítja a termelés

<sup>9</sup> Azok a közgazdászok, köztük e sorok írója is, akik szorongással figyelték a mexikói eseményeket, óvakodtak attól, hogy nyilvánosan katasztrófafenyegetésekkel riogassák a lakosságot és a vonakodó politikusokat. Félő volt, hogy az ilyesféle ijesztgetés önmegvalósítóná válhat és pánikot kelthet. Nehéz volt egyszerre megnyugtatólag hatni a magyar közvéleményre s a nemzetközi üzleti világra, azaz tartózkodni a pánikkeltéstől – és eközben mégis mozgósítani a válság megelőzésére.

3.e táblázat  
A magánfogyasztás évi változása  
(százalék, növekedés pozitív, csökkenés negatív)

Ország	A legnagyobb fizetési mérleghiány éve		A kiigazítás megkezdésének éve								
	1981	1982	-4.	-3.	-2.	-1.	0.	1.	2.	3.	4.
Chile	1981	1982	16,6	9,8	14,2	14,4	15,5	-35,6	-8,1	25,2	-5,6
Costa Rica	1981	1981	11,9	9,1	2,0	-2,5	-3,1	-7,9	3,7	7,5	3,1
Argentína <sup>b</sup>	1981	1981 <sup>a</sup>	2,5	-1,4	14,0	8,0	-3,8	-6,2	4,1	3,8	-6,8
Brazília	1982	1983 <sup>a</sup>	2,3	9,6	6,6	-4,2	3,9	0,7	5,2	2,7	6,8
Mexikó	1981	1982	0,3	9,3	9,9	9,4	8,3	-6,5	-7,0	4,4	4,1

<sup>a</sup> A táblázatban a leértékelés éve szerepel.

<sup>b</sup> Argentína esetében teljes fogyasztás.

Forrás: *The World Bank* [1995b], 12–13. o., 104–105. o.

és a felhasználás közötti megbomlott arányt. Magyarország a preventív kiigazítási-stabilizációs programmal kikerülte (óvatosabban: mind ez ideig kikerülte) a recesszióknak ezt a csapását. Nálunk ez különösen fájdalmas lett volna, hiszen még ki sem hevertük az 1990-et követő transzformációs recesszió okozta bajokat. Ha összevetjük az 1. táblázatot a 2. és a 3. táblázattal, leolvashatjuk: Magyarországon 1995-ben nem zuhant, sőt szerény mértékben még nőtt is a termelés; nem ugrott meg, hanem lényegében változatlan maradt a munkanélküliség.

A válságok és stabilizációk történetében járatos magyar és külföldi közgazdászok méltányolják ezt az eredményt – de a magyar lakosság nem sokra értékeli, holott ez a program legfontosabb sikere! Az utca embere nem érzi sikerélménynek a meg nem élt katasztrófa elhárítását. Sőt, még olyan felelőtlen vélemények is elhangzottak: jobb lett volna Mexikó sorsára jutni.<sup>10</sup> Akkor végre elengedték volna az adósságainkat és ugyanúgy kihúztak volna bennünket is a bajból, mint ahogy azt az Egyesült Államok, más fejlett országok és a nemzetközi pénzügyi intézmények tették Mexikóval. Túl azon, hogy nagyon is kétséges, milyen segítségben részesült volna az Egyesült Államok határától jóval távolabb lévő Magyarország – Mexikó még a segítség ellenére is szörnyű árat fizetett a katasztrófa bekövetkeztéért.

#### *A makrogazdasági arányok kiigazításának megkezdése*

Túl a rövid távú preventív hatáson, a program már eddig is lényeges pontokon elkezdte azoknak a kedvezőtlen makrogazdasági arányoknak a kiigazítását, amelyek tulajdonképpen a katasztrófa előtti állapot mélyen fekvő okai voltak. Remélhető, hogy ez közép- és hosszú távon is kedvező hatást gyakorol majd. Kiemelem a következő változásokat:

1. A legfontosabb: a folyó fizetési mérleg hiánya, amely két éven át makacsul igen magas magas volt, 1995-ben 1994-hez képest lényegesen, a GDP százalékában számítva 4 százalékponttal csökkent (lásd a 2. táblázatot).

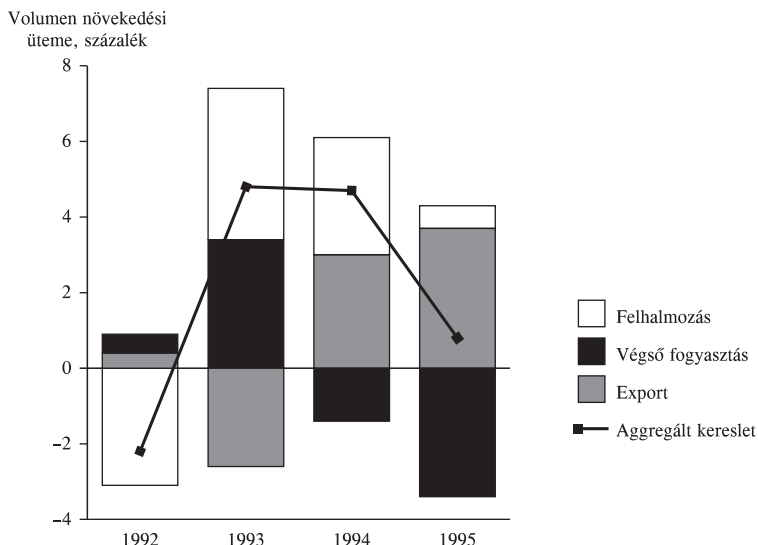
2. Az export volumene, amely már az előző évben is erőteljesen nőtt, 1995-ben további 8,1 százalékkal emelkedett; az 1995-ös kiigazítási-stabilizációs program va-

<sup>10</sup> Ilyen nézetekről számol be Kocsis [1995] cikke.



1. ábra

Az aggregált kereslet volumenváltozásában szerepet játszó tényezők



Megjegyzés: Az ábra alapjául szolgáló 1995-ös adatok nem esnek egybe az 1. és a 2. táblázatban közölt adatokkal, mert különböző előzetes becsléseken alapulnak, bár a változás mindkét esetben azonos irányba mutat.

Forrás: MNB [1996a], 4. o.

lóban export vezérelte kiigazításnak minősíthető. Ugyanakkor az import volumene, amely az előző évben számottevően nőtt, most 4,0 százalékkal csökkent (lásd az 1. táblázatot).

3. Csökkent a hazai felhasználás, de, mint említettem, a termelés nem esett vissza, hanem valamelyest nőtt. Ezt éppen az arányok változása tette lehetővé: felhasználási oldalon nőtt elsősorban az export, továbbá (ha csekély mértékben is) a beruházás részaránya, és csökkent a fogyasztásé. Kínálati oldalon nőtt a hazai termelés és csökkent az import részaránya. Ezt mutatja be az 1. és a 2. ábra.

4. Csökkent a GFS-módszer szerint számba vett költségvetési hiány, a GDP százalékában számítva, 3,4 százalékponttal (lásd az 1. táblázatot).

5. Nőtt a vállalati szektor jövedelmezősége; átlagban 3,8 százalékról 8,2 százalékra.<sup>11</sup> A nyereséges vállalatok nyeresége megnőtt, a veszteségesek vesztesége csökkent. Az összes kihelyezett hitelek közül csökkent az államháztartás és nőtt a vállalati szektor számára nyújtott hitel. Mindez javítja a vállalati szektor növekedési esélyeit.

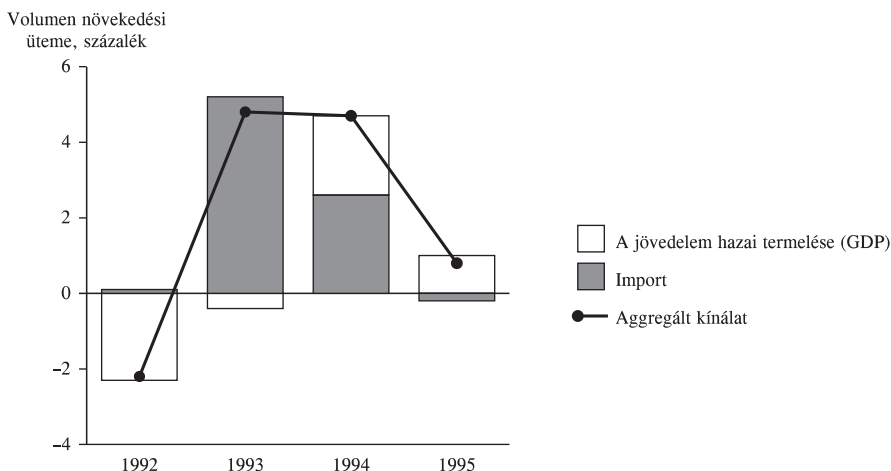
A kiigazítási-stabilizációs program megnövelte a pénzügyi világ Magyarország iránti

<sup>11</sup> Az idézett mutatószám egy hányados, amelynek számlálójában a vállalati szektor „felhalmozási célú saját forrása” szerepel, nevezőjében pedig a GDP. A felhalmozási célú saját forrás definíciója: értéksökkenés + adózás előtti eredmény-társasági adó. Az adat forrása: Pénzügyminisztérium [1996a] 20. o.

A Szentgyörgyvári-Baár tanulmány ([1996], 18. o.) egy másik definíciót is alkalmaz: adózás előtti jövedelmezőség = (összes bevétel - összes költség) / összes bevétel. Ez a vállalati szektor egészének átlagát tekintve 1992-ben negatív volt: -3,2 százalék, 1994-ben +3,3 százalékra emelkedett, és 1995-ben tovább nőtt +7,2 százalékra.

2. ábra

Az aggregált kínálat volumenének változásában szerepet játszó tényezők



*Megjegyzés:* Lásd az 1. ábrához fűzött megjegyzést.

*Forrás:* MNB [1996a], 5. o.

bizalmát. Ismét javulni kezdtek a hitelminősítések; elhárultak a magyar kölcsönfelvételek útjába torlódott akadályok. A tekintélyes világlapok, a kelet-európai befektetésekben és hitelezésben érdekelt nagy bankok kedvező értékelést adtak a programról. Végre sor került a hitelmegállapodás megkötésére az IMF-fel, majd Magyarországot felvették az OECD-be. Ez a két esemény hivatalos pecsétet ütött az immár ismét megjavult magyar bizonyítványra.

### A kiigazítás ára

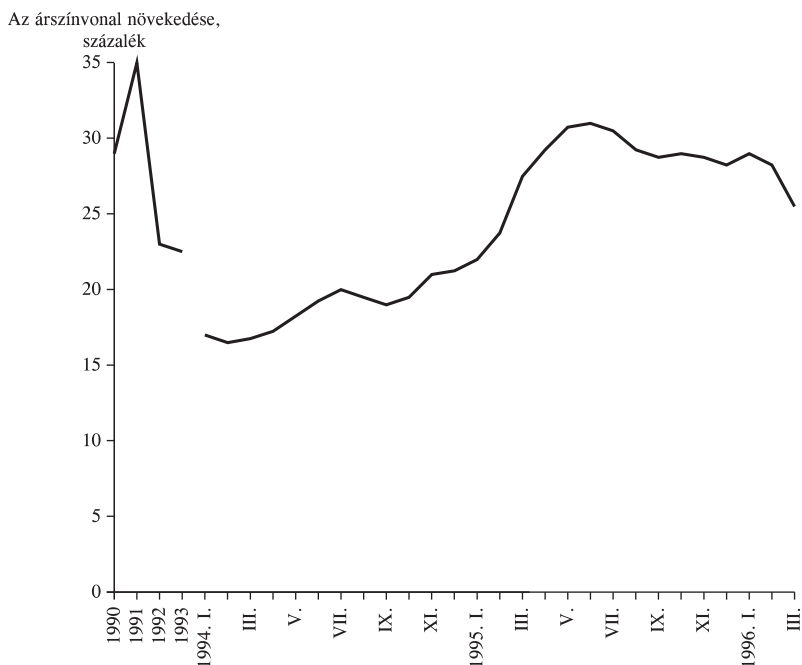
A makrogazdasági folyamatok kiigazításáért súlyos árat kellett fizetni.

A 3. ábra szemlélteti, hogy a leértékelés és más, már korábban elhatározott intézkedések (például az energiaárak emelése) nyomán hogyan lódult meg az infláció. Igaz, még így is benne maradt a mérsékelt ütemű, kézben tartott infláció tartományában, s a kiigazítási-stabilizációs program életbe lépése utáni csúcsponthoz képest most ismét lassul.

A nominálbérek emelkedése messze elmaradt az árszínvonalétól. Ennek következtében a reálbérek drasztikusan csökkentek. Ezzel egy időben a költségvetési kiadások megszorítása keretében több korábbi szociális juttatást csökkentettek vagy megszüntettek.

Ezekről a változásokról a következő fejezetben még szó lesz. Itt most csak annyit jegyzek meg: az egészséges makroökonómiai egyensúly jobb megközelítése érdekében a magyar lakosság széles rétegei súlyos áldozatokat hoztak. Sokak életszínvonala, amely már korábban is csökkent, most még tovább romlott; az egyenlőtlenség növekedett. A lakosság számottevő részében, s természetesen elsősorban a program közvetlen anyagi veszteségeinek körében gyengült a biztonságérzet, és elharapódzott a kiábrándultság és elkeseredettség.

3. ábra  
Fogyasztói árindexek  
(A változás üteme százalékban)



*Megjegyzés:* Az adatok 1991–1993-ra az évi átlagos árszínvonal változását adják meg az előző évhez képest, míg 1994–1996-ra havi átlagos árszínvonal-változást mutatnak az előző év azonos hónapjához képest.

*Forrás:* 1991–1993: KSH [1995a], 286. o., 1994: MNB [1996b], 67. o., 1995–1996: KSH [1996e], 63. o.

### A program eszközei

Az 1995-ös kiigazítási-stabilizációs program eszköztárának meghatározását nagymértékben szűkítette az, hogy itt nem hosszú piacgazdasági múlttal rendelkező országról van szó, hanem olyan gazdaságról, amely sok évtizedes szocialista múlt után lépett a poszt-szocialista átalakulás útjára. Noha a helyzet és a gondok sok hasonlóságot mutatnak más, hasonló gazdasági fejlettségű országokéval, például több latin-amerikai ország problémáival, azért érdemes mindig szem előtt tartani az eltérő múltat.

A program megvalósításához a kormány és a központi bank többféle eszközt alkalmazott párhuzamosan. *Heterodox* gazdaságpolitikáról van itt szó, amely a pénzügyi stabilizáció ortodox eszközeit kiegészítette számos nem ortodox módszer alkalmazásával. A program nevezetes tulajdonsága, hogy *nem* követte azt a dogmatikus ajánlást, amely az egyensúly helyreállítását egyszerűen kontrakcióval, az aggregált kereslet válogatás nélküli szűkítésével végezte volna el, ami együtt járt volna a termelés súlyos visszaesésével. Ehelyett olyan kiigazításra törekedett, amely, még ha átmenetileg lassítja is a növekedést, de a lassulást minimálisra próbálja csökkenteni, s el akarja kerülni a termelés abszolút visszaesését. Nem abszolút kontrakció, hanem a termelés és a

felhasználás struktúrájának átrendezése révén közeledtünk a kívánatos makroarányokhoz.<sup>12</sup>

Külön problémát okoz, hogy az eszközök egy része csupán meghatározott ideig vehető igénybe. Legfeljebb kezdő lökést adhatnak a kiigazítási folyamatnak, de a későbbiekben már nem számíthatunk rájuk. Az áttekintés során külön kiemelem majd, melyek a csupán átmenetileg használható eszközök.

### *Árfolyam- és külkereskedelmi politika*

A program meghirdetése előtti időszakban a kormány és a központi bank időről időre leértékelte a forintot, de két leértékelés között az árfolyam fix volt. Két baj volt ezzel az árfolyam-politikával. Az egyik: a forint reálárfolyama, a névleges leértékelések ellenére felértékelődött; s ez a tendencia időnként, például 1991–1992-ben különösen felgyorsult. (Lásd a 4. ábrát, továbbá Halpern [1996] és Oblath [1995] tanulmányait.) A másik baj az árfolyam-politika kiszámíthatatlansága volt: senki sem tudhatta előre, mikor kerül sor leértékelésre és az milyen mértékű lesz. Újra és újra húztak-halasztottak régóta esedékes árfolyam-kiigazításokat. Ez megnehezítette a befektetők megfontolt üzleti kalkulációját. A finisben mindinkább megerősödött a leértékelési várakozás, s kibontakozóban volt a forint elleni spekulatív támadás.

A két baj leküzdésére a program a következő intézkedéseket hozta.

Kezdő lépésként 9 százalékkal leértékelték a forintot. Azonnali hatállyal bevezették az előre meghirdetett csúszó árfolyam rezsimjét.<sup>13</sup> E szerint a központi bank hosszabb időre (6–12 hónapra) előre bejelenti, hogy milyen ütemben értékeli le a forintot. Ez havi 1,9 százalékkal indult, majd későbbi szakaszokban fokozatosan csökkentették az ütemet. 1996-ban havi 1,2 százalék lesz a leértékelés üteme.

Az ütem megszabásánál arra törekszik a monetáris politika irányítása, hogy nagyjában-egészében megőrizze az iniciális leértékeléssel képzett reálárfolyamot; elejét vegye a forint újbóli reálfelértékelődésének. A leértékelés előirányzott üteme a hazai és a külföldi infláció<sup>14</sup> közötti ütemkülönbség gondos prognózisára épül. Előre mérlegelendő, hogy a magyar termelékenység várható alakulása mellett költségoldalón mekkora nominálbér-emelés „fér be” az infláció tervezett felső határértékébe.

Az előre bejelentett csúszó árfolyamnak megfelelő kamatpolitikával kell kiegészülnie. Ha a kamatláb nem elég magas, akkor a befektetőknek érdemes tömegesen átváltaniuk a forintban befektetett pénzüket kemény devizára, és azt kivonni Magyarországról. Ez az árfolyam összeomlásával járna.

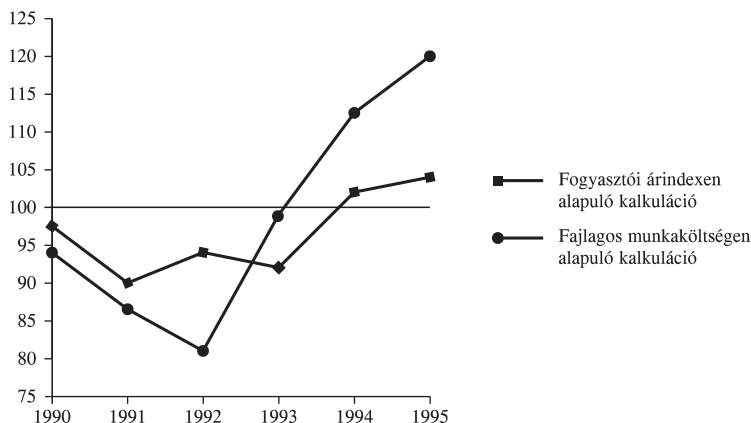
Sikerként könyvelhető el, hogy mind ez ideig sikerült teljes biztonsággal tartani a meghirdetett árfolyamot. A központi bank önmaga számára egy plusz-mínusz 2,5 százalékos sávot jelölt ki a meghirdetett árfolyam körül; akkor interveniál, ha a bankközi devizapiacon kialakuló árfolyam kilépne ebből a sávból. Nos, a piaci árfolyam eddig sohasem lépett ki az intervenció sávból. A lakosságot és a turistákat kiszolgáló utcai fekete (vagy inkább sűrű) devizapiac árfolyamai sem térnek el a hivatalos árfolyamtól. A magánmegtakarítás a külföldi devizamegtakarítás felől a forintban történő megtakarítás felé tolódik el. Ez év elejétől a folyó tranzakciók síkján hivatalosan is konvertibilis

<sup>12</sup> Ez a gondolat állt a program végleges kidolgozása előtt, 1994 nyarán publikált saját gazdaságpolitikai javaslataim tengelyében (Kornai [1994]).

<sup>13</sup> Az előre meghirdetett csúszó árfolyamrezsimet elemzi Kopits [1996].

<sup>14</sup> A magyar külkereskedelem tényleges megoszlását tükröző devizakosár átlagos inflációja minősül ebben az összefüggésben „külföldi inflációnak”.

4. ábra  
Reálárfolyam



Megjegyzés: A 100-nál nagyobb indexszám az előző évhez képest reáleértékelődést, a 100-nál kisebb pedig reálfelértékelődést jelent.

Forrás: Szentgyörgyvári-Baár [1996] 2. o.

lett a forint.<sup>15</sup> Mindez együttvéve lecsillapította az ebben a szférában mutatkozó spekulációt, nagymértékben megerősítette a forint iránti bizalmat, és a monetáris politika szava-hihetőségét.

A kezdő leértékelés és az ezt követő folyamatos további leértékelés együttesen igen drasztikus nominális leértékelést eredményezett. Az 1995. novemberi árfolyamot a 12 hónappal korábbihoz hasonlítva, 30,6 százalékos nominális leértékelés ment végbe. A reál effektív árfolyam változása, amint azt a 4. ábra szemlélteti, ennél persze kisebb mértékű, hiszen, mint említettem, meglődült az infláció. Többféle mérési mód ismeretes. Ha az ipari nagykereskedelmi árindexszel mérjük az inflációt, akkor a forint reál effektív árfolyama – a fent említett időszakban – 5,5 százalékkal csökkent; ha a szezonaritást kiszűrve, az ipari fajlagos munkaköltség változását vesszük alapul, akkor 1995 első tíz hónapjában – 1994 első tíz hónapjához képest – a csökkenés 17,1 százalékos.<sup>16</sup> Nyitva hagyom ezen a helyen a mérés módszertani problémáit. Annyi bizonyos, hogy az inflációt meghaladó mértékű nominális leértékelés ment végbe, s ezzel számottevően javult a magyar termelés versenyképessége az exportpiacokon.<sup>17</sup>

A leértékelés és az új árfolyam-politika mellett a program egyéb eszközökkel is igyekezett a külkereskedelem kiigazodásához hozzájárulni.

Nyolcszázalékos importvám-pótlékokat vezettek be, megtévezve ezzel a már korábban is alkalmazott vámok hatását. A program elzárkózott attól, hogy adminisztratív eszközökkel, újabb kvótákkal korlátozza az importot. De célszerűnek mutatkozott az, hogy a nemzetközi egyezmények által megengedett átmeneti jelleggel, két évre többletvámmal

<sup>15</sup> A magyar forint konvertibilitása megfelel az IMF VIII. cikkely szerinti folyó fizetési mérleg konvertibilitás (*current account convertibility*) kritériumnak. Sőt, ezen felül kielégíti az OECD által igényelt, a bizonyos tőkeműveletekre is kiterjedő konvertibilitási követelményeket is.

<sup>16</sup> Az adatok forrása: MNB [1996a], 25. o.

<sup>17</sup> A reálárfolyam és a versenyképesség méréséről s az ezzel kapcsolatos jelenlegi magyar helyzetről és a problémákról kitűnő áttekintést ad Szentgyörgyvári-Baár [1996] tanulmánya.

fékezze le az importkereslet elszaladását. Ez egyúttal számottevő költségvetési többletbevételt is eredményez.<sup>18</sup>

A program tehát bizonyos fokig aszimmetrikus: különlegesen nagy hangsúlyt fektet az importkereslet fékezésére. Ez azonban differenciáltan történik, mert főképpen a fogyasztás által gerjesztett importkeresletet akarja visszaszorítani. Az importvámptéleket visszatérítik azoknak, akik a behozott terméket beruházásra vagy exporttermelésre használják fel. Ez még jobban aláhúzza, hogy a program a beruházás és az export által vezérelt növekedést kívánja szolgálni.

Ugyanakkor el kell ismerni: a gazdaságpolitika itt közel jár a protekcionizmus határmezsgyéihez. Csupán a fenyegető fizetésimérleg-válság alapján legitimálható az import megkülönböztetett kezelése. Ha tartósan ezt az utat járnánk, az a relatív árak torzulását idézné elő és fékezne a hatékonyság javítását. A későbbiekben, az eredmények konszolidálódása után a vámok csökkentése és a még szélesebb nyitás felé kell haladnunk; ez az az út, amely *tartósan* gyors növekedéshez vezet.

A jövődő árfolyam-politika ügyében sokféle vita folyik. Az egyik vitatott kérdés az árfolyam-politika és az infláció csökkentésére irányuló politika közötti kapcsolat. Akárcsak sok más országban, Magyarországon is vannak hívei annak az álláspontnak, amely a reálfelértékelődést eszközként kívánná felhasználni az infláció lassítására.<sup>19</sup> Nézetem szerint ez súlyos hiba lenne. Az infláció igen súlyos baj, de amíg kézben tartott és benne marad a mérsékelt infláció sávjában, elviselhető. Ha viszont a forint felértékelődése következtében újra romlani kezdene a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg, és újra megindulna az a folyamat, amely a bizalom megrendülésével jár együtt, akkor ismét az adósságválság küszöbére kerülnénk. A reálfelértékelési tendencia, más tényezők mellett, mindenütt ott van a vétkesek között, ahol a fizetési és az adósságválság bekövetkezett.<sup>20</sup> Ezt igazolja a 3. táblázat: valamennyi válságepizódót megelőzte a reálfelértékelődés. Magyarország számára is, akárcsak a többi kis nyitott gazdaság számára, az exportvezérelt növekedés jelenti az igazi, tartós kiutat a mai vergődésből. A gazdaság versenyképességét sokféle eszközzel kell szolgálni; ezekről még szó lesz a továbbiakban; mindenestre elsősorban ennek szolgálatába kell állítani az árfolyam-politikát is.

### *Jövedelmi politika*

A kiigazítás keretében elkerülhetetlen volt a fogyasztás erőteljes csökkentése. Az ortodox recept különlegesen fájdalmas kúrával éri ezt el: a termelés súlyos visszaesésével együtt magymértékben megnő a munkanélküliség, s ez a munkaerő-piaci mechanizmus révén lejjebb szorítja a reálbéreket. Ez nagy késleltetéssel megy csak végbe, a bérek

<sup>18</sup> Az elemzések jelezték, hogy egyes termékek, például a személyautók importja különösen meglódult. Ezért itt a vámpótlékon felül többlet fogyasztási adót vetettek ki.

<sup>19</sup> Ez a jelenlegi árfolyamrezsim keretében azt jelentené, hogy a nominális leértékelés előre bejelentett üteme legyen határozottan alacsonyabb az infláció várható üteménél. Az előre bejelentett árfolyam működ-jék olyan nominális horgonyként, amely lefelé húzza az infláció ütemét.

<sup>20</sup> A válságokkal kapcsolatban lásd a 7. lábjegyzetben már idézett irodalmat. Magyarország számára is tanulságosak *Dornbusch-Goldfajn-Valdés* [1995] tanulmányának a megállapításai: „... az az antiinflációs politika, amely az inflációcsökkenést úgy kívánja elérni, hogy a leértékelés rátáját az inflációs ráta alá szorítja, gyakori módja túlértékelés kialakulásának. Mivel a reálárfolyam lefelé merev, a túlértékelést nem lehet könnyen bér-ár deflációval megszüntetni, és ez végső soron [az árfolyam] összeomlásához és leértékeléshez vezet. Az a kísértés, hogy az árfolyamot használják fel gyors disinflációs eredmények elérésére, elkerülvén nagy munkanélküliség keletkezését, nagyon is nyilvánvaló gyorsmegoldás, de az eredmények gyakran illuzorikusak. Az összeomlás után magasabb lesz az infláció, mint a kiinduló állapotban volt.” (251–252. o.)

merevsége és a munkaerő-piaci alkalmazkodás súrlódásai miatt. Tulajdonképpen sokkal nagyobb többlet-munkanélküliség képes csak kialakítani azt a makroökonómiai szempontból szükséges bérszínvonalat, mint amennyi egy súrlódás- és késleltetésmentes mechanizmus esetén vezetne el ehhez a szinthez. A bérgörbéről szóló empirikus irodalom (lásd elsősorban *Blanchflower–Oswald* [1994]) a következő hüvelykujjszabályt sugalmazza: a bér 10 százalékos csökkentéséhez meg kell duplázni a munkanélküliséget. Nem érdemes végigjátszani azt a gondolat kísérletet, hogy vajon ez az empirikus szabályosság, amelyet főképpen adott országban belüli regionális különbségek megfigyelésére alapoznak, mennyiben lett volna érvényes a mai Magyarországra. Annyit azonban ez a szám is érzékeltet: a már amúgy is magas, 10 százalék feletti munkanélküliségi ráta igen lényeges megnövekedése vezetett volna csak el állami beavatkozástól mentes úton a fogyasztás–beruházás–export makroökonómiai szempontból kívánatos új arányaihoz.

Ehelyett a kiigazítási-stabilizációs program keretében más, nem ortodox úton, a béreket történelmi közvetlen állami beavatkozással szorították le a reálbéreket. Magyarországon 1992-ben megszűnt a központi állami bérszabályozás. Évről évre tárgyalások folynak a munkavállalók és a munkaadók szervezetei, valamint a kormány között a bérekről, a foglalkoztatásról és a gazdaságpolitika más időszakos kérdéseiről. Még ha el is jutnak megegyezéshez, annak nincs kötelező ereje. 1995 elején is folytak tárgyalások, de végleges eredmények nélkül. A program meghirdetése szinte puccsszerűen robbant. A munkaadók némileg fanyalognak, de azért támogatták a programot. A szakszervezetek álláspontja szóródott: az éles tiltakozásoktól, sztrájkoktól és utcai tüntetésektől szervezésétől az aránylag rezignált tudomásulvételig sokféle reakció jelent meg a különböző szakmákban és különböző időpontokban. A magyar heterodox program tehát, például az izraeli stabilizációtól eltérően, nem épült a szakszervezetekkel kötött deklarált megegyezésre (lásd *Bruno* [1993]).

A kormány egyoldalúan korlátozta a nominálbérek emelkedését a költségvetés által finanszírozott szervezetekben (közigazgatás, fegyveres testületek, oktatás és egészségügy), továbbá azokban a vállalatokban, amelyekben még uralkodó az állami tulajdon. A rövidség kedvéért nem térek ki arra, hogy ebben a szélesebb értelemben vett állami szektorban miképpen differenciálták a nominálbérek megengedett emelkedését. Mindenesetre ez az emelkedés lényegesen lassabb volt, mint a fogyasztói árszínvonal hirtelen megnövekedése. A magántulajdonban lévő szektor béreibe nem avatkozott be a kormányzat. Mivel azonban az állami és a magánszektor jelentős részben közös munkaerő-kínálaton osztozkodnak, a magánmunkaadók is alapjában véve követték az állami munkaadók bérpolitikáját.

Amint az az 1. táblázatból kiderült: a reálbérek több mint 12 százalékkal csökkentek. Ezt úgy is felfoghatjuk: a foglalkoztatott munkavállalók súlyos reálbéráldozatot hoztak az eddigi foglalkoztatási szint megőrzése érdekében. A munkaerőpiac története ismereteket, vállalati vagy országos méretekben, amikor a foglalkoztatottak önként, egymás iránti szolidaritásból hozzák meg ezt az áldozatot.

Az 1995-ös magyarországi kiigazítási-stabilizációs program keretében ezt az áldozatot két tényező kényszerítette ki. Az egyik az állami intervenció, a másik pedig a meglepetés ereje volt. A makroökonómia ismert megállapítása, hogy a gazdaság szereplői másképpen reagálnak a várokozásnak megfelelő és a nem anticipált, nem várt inflációra. Előbbihez előre hozzáigazodnak a bérkövetelésekkel, utóbbiakhoz már nem tudnak idejében alkalmazkodni. Érvényben lévő bérszerződéseik leblokkolják vagy legalábbis erősen beszűkítik cselekvési lehetőségeiket.<sup>21</sup> Bizonyára ez a hatás is hozzájárult az igen gyors reáljövedelem-csökkenéshez.

<sup>21</sup> A nem anticipált infláció hatásairól lásd *Sachs–Larrain* [1993], 349–352. o.

Megállapítható, hogy az árfolyam-politika mellett a jövedelempolitikai intervenció volt a program eddigi eredményességének egyik kulcsa.

Kétséges, hogy a jövedelmi politikának ezek az elemei meddig tarthatók fenn. Bizonyára tovább fog csökkenni az állami szektor részaránya; ez egymagában is szűkíti az 1995. évi intervencióhoz hasonló eszközök lehetőségét. Nem zárható ki, hogy nő az ellenállás ezzel a jövedelempolitikával szemben.

Nemcsak a *lehetőségek* szűkülnek; meggondolandó, mennyire *kívánatos* ezeknek az eszközöknek az alkalmazása. Ellene szólnak a méltányos jövedelemeloszlás követelményei: itt most azokat a jövedelmeket korlátozták, amelyeket a legkönnyebb volt „megfogni”, s ezt nemcsak a vesztesek sérelmezik, de bántja mások igazságérzetét is.

### *Fiskális politika*

A programot megelőző időszakban a költségvetési deficit növekedő tendenciát mutatott. (Lásd a 4. táblázatot.) Félő volt, hogy az ország adósságörvénybe kerül. Fiskális oldalon ez azt jelentette volna, hogy a költségvetés súlyosbodó kamatterhe miatt mind nagyobb a deficit, a költségvetés növekvő kölcsönigényének kiszorító hatása miatt mind magasabb a kamatláb, ettől még inkább nő a kamatteher és így tovább.<sup>22</sup>

A program megállította ezt a tendenciát és hozzákezdett a megfordításához. A legfontosabb változás az, hogy az elsődleges költségvetésen belül a kiadások reálértéke jelentős mértékben csökkent, miközben a bevételek reálértéke körülbelül azonos szinten maradt. Ennek következtében az elsődleges költségvetés egyenlege hiányból többletbe csapott át.<sup>23</sup> Ez forrást nyit meg az államháztartásra súlyos terhet rakó államadósság csökkentésére, s az önmagát gerjesztő államadósság-spirálból való kitörésre.<sup>24</sup>

A fiskális szférában végbement változásokkal kapcsolatban kiemelek néhány olyan intézkedést, amelyek egyes univerzális szociális jogosultságokat csökkentettek, illetve a rászorultság elve alapján juttatásokat szűkítettek.

- Megszűnt a felsőoktatás teljes ingyenessége. A tandíj ugyan az oktatási költségnek csak egy töredékét fedezi, de legalább részlegesen megfelel annak az elvnek, hogy az, aki egy életen át élvezni fogja a diploma jogán kapott magasabb jövedelmet, maga is járuljon hozzá ehhez a beruházáshoz. Sajnálatos, hogy mind ez ideig nem szerveződött meg a diákok számára nyújtandó hitelek rendszere.

- A rászorultság elve alapján leszűkültek azok köre, akik gyermekgondozási segélyre, gyermeknevelési támogatásra és családi pótlékra jogosultak.

- Megszűnt a fogászati ellátás általános és teljes ingyenessége. Célzott kivételek (például gyermekek és fiatalok, öregek, rászorultak) számára továbbra is ingyenes marad ez a juttatás. Csökkent és célzottabbá vált a gyógyszerek költségvetési támogatása.

- Elkezdődött az aktív időszak meghosszabbítása, a kötelező nyugdíjkorhatár felemelése. (Magyarország azok közé az országok közé tartozik, amelyekben ez a korhatár különösen alacsony volt: nők esetében 55, férfiakéban 60 év.)

Tulajdonképpen még igen kevés gyakorlati lépés történt a jóléti szektor megreformálá-

<sup>22</sup> A magyar államháztartás adóssághelyzetének legjobb áttekintése *Borbély-Neményi* [1994], [1995] tanulmányaiban található.

<sup>23</sup> A program fiskális politikájának alapos elemzését adja *Oblath* [1996], 81–84. o., 95–97. o.

<sup>24</sup> A konszolidált államháztartási bruttó adósságállomány/GDP mutatószám valamelyest nőtt, az államháztartási bruttó adósságállomány/GDP mutatószám gyakorlatilag nem változott (lásd a 4. táblázatot). Mindkét mutatószám esetében lényeges csökkenés kívánatos ahhoz, hogy az ország makrogazdasági helyzete közelebb kerüljön az Európai Unió által előírt normához.



4. táblázat  
A konszolidált állami költségvetés egyenlege és a bruttó államadósság  
(a GDP százalékában)

Mutatók	1992	1993	1994	1995 <sup>a</sup>
1. A konszolidált állami költségvetés elsődleges, nemzeti számlák szerinti (SNA) egyenlege	2,7	-2,0	-2,8	2,0
2. A konszolidált állami költségvetés finanszírozási igénye				
SNA-rendszer	-6,9	-5,5	-8,2	-6,5
GFS-rendszer	-6,0	-5,2	-7,4	-4,0
3. Az államháztartás bruttó adóssága	79,2	90,0	87,6	87,7
Konszolidált bruttó államadósság	65,2	83,4	82,5	86,5
Hazai	12,1	23,2	23,5	24,5
Külföldi	53,3	60,2	59,0	62,0
Nemzetközi tartalékok	15,7	21,9	20,3	33,0

*Megjegyzés:* A konszolidált állami költségvetés a központi kormányzat mellett magában foglalja a költségvetésen kívüli alapokat, a társadalombiztosítási, az egészségbiztosítási alapokat és a helyi önkormányzatokat is. Az SNA- és a GFS-módszer közötti fő különbségek: az állami költségvetés SNA-rendszerében a privatizációs bevétel és az állam által nyújtott hitelek törlesztése nem szerepel bevételként a költségvetésben, így – szemben a GFS-módszerrel – a finanszírozási igényt ezek a tételek nem csökkentik; az SNA-módszer a külföldi hitelfelvételt bevételként tartja nyilván, míg a GFS-rendszer finanszírozásként. A konszolidált bruttó államadósság magában foglalja az államháztartás teljes (hazai és külföldi) adósságát, valamint a Magyar Nemzeti Bank külföldi adósságát.

<sup>a</sup> Előzetes adat.

*Forrás:* MNB [1996c] és a Magyar Nemzeti Bank közlése.

sára.<sup>25</sup> Kár, hogy egyik-másik intézkedést kellő előkészítés nélkül, kapkodva vezették be.<sup>26</sup> Ám még így is van szimbolikus jelentősége annak, hogy egyáltalán sor került ilyen rendelkezésekre. Az elmúlt három évtizedben a változások egyirányúak voltak: évről évre újabb jogosultság, az állam újabb jóléti elkötelezettsége adódott hozzá a korábbiakhoz. A jogosultságok mindenkori rendszere politikai tabu volt; nem volt olyan politikai erő, amely vállalta volna a fájdalmas reformokat. Most bebizonyosodott, hogy igenis lehet változtatni. Ez utat nyit a reformgondolkodásra ezen a területen is. Megkezdődött a jóléti szektor reformjára vonatkozó javaslatok kidolgozása és az elképzelések megvitatása. Sajnálatos, hogy ez még csak a kezdet kezdetén tart.<sup>27</sup>

A nemzetközi tapasztalat azt mutatja, hogy a fiskális reformok akkor tartósak, ha inkább a kiadások csökkentésén, s kevésbé a bevételek növelésén alapulnak (lásd *Alesina-Perotti* [1995], *Giavazzi-Pagano* [1994]). Ez fokozottan érvényes Magyarországra, amely azok közé az országok közé tartozik, amelyekben a legmagasabb az állami kiadások és a GDP aránya. (Lásd az 5. táblázatot.) A program radikális lépéssel elindult ezen az úton. A költségvetési deficit 1995. évi csökkentése a következő aránnyal jellemezhető: 1 forint bevételnövekedés körülbelül 3 forint kiadáscsökkentéssel társult.<sup>28</sup>

A fiskális reform nagyobb része hátravan; ez magában foglalja majd az állam szerepének

<sup>25</sup> A fentiekben felsorolt konkrét kiadáscsökkentő változások aránylag még kevésbé befolyásolták az 1995. évi fiskális helyzetet; igazából 1996-ban s még inkább 1997-ben éreztetik majd hatásukat.

<sup>26</sup> Nagy hiba, hogy egyes intézkedések, eredeti formájukban, sértették az alkotmányosság követelményeit, s ezért az Alkotmánybíróság megsemmisítette azokat.

<sup>27</sup> Lásd *The World Bank* [1995a]. A jóléti szektor reformjához szólott hozzá többek között *Andorka-Kondratas-Tóth* [1995], *Augusztinovics* [1993], *Augusztinovics-Martos* [1995], *Ferge* [1995], [1996a], [1996b], *Kornai* [1996].

<sup>28</sup> Saját számítás, az MNB [1996b] 110. o. adatai alapján.

5. táblázat  
A konszolidált állami költségvetés kiadásai  
Nemzetközi összehasonlítás  
(a GDP százalékában)

Ország	Év	A konszolidált állami költségvetés		
		folyó	tőke- kiadásai	teljes
Litvánia	1993	22,0	2,6	24,6
Kazahsztán	1993			23,5
Észtország	1993	30,2	2,0	32,2
Oroszország	1993			32,9
Egyesült Államok	1992	36,3	2,5	38,8
Románia	1992	37,0	4,4	41,4
Egyesült Királyság	1991	39,7	4,1	43,8
Franciaország	1992	46,2	4,6	50,9
Csehország	1993	41,4	6,8	48,2
Kanada	1991	48,3	2,2	50,5
Németország <sup>a</sup>	1992	45,7	4,9	50,6
Ukrajna	1993	50,4	1,7	52,1
Ausztria	1992	46,8	5,5	52,3
Belgium	1992	50,7	3,1	53,8
Hollandia	1992	52,7	3,8	56,5
Norvégia	1990	53,2	3,5	56,7
Magyarország	1994	55,1	6,7	61,8
Dánia <sup>a</sup>	1993	58,9	2,8	61,8
Svédország	1993	67,6	3,3	71,0

<sup>a</sup> Előzetes adat.

*Forrás:* Horváth [1996] 11. o. Elsődleges források: IMF [1994a]; Litvánia és Észtország: IMF [1994b], Kazahsztán: IMF [1994c], Ukrajna: IMF [1994d], Oroszország: IMF [1994e], Magyarország: a Pénzügyminisztérium kiadványai alapján számított adat. A GDP-adat forrása Ausztria és Németország esetében: *The World Bank* [1995b].

újraértékelését. Számos olyan funkciót, amelyet korábban az állam látott el, bürokratikus úton, az adófizetők pénzéből, egészben vagy részben át kell adni a piacnak, profitorientált és nonprofit szervezeteknek, valamint a civil társadalom szerveződéseknek.

### *Monetáris politika és a megtakarítások*

Amikor a pénzügyi kormányzat és a központi bank az előre bejelentett csúszó árfolyam-rezsim mellett döntött, ezzel lényegesen szűkebbre vonta a monetáris politika mozgásterét. A választott rezsim egy adott időpontra vonatkozóan alapjában véve *fix* árfolyamot szab meg, illetve csak azt engedi meg, hogy az árfolyam egy szűk sávon belül térjen el a fix középértéktől. Igaz, a dinamikát tekintve a fix árfolyam folyamatosan módosul, ez azonban nem változtat azon, hogy a jelenlegi eljárás a fix, nem pedig a flexibilis, lebegő rezsimnek családjába tartozik. Márpedig ez azzal jár, hogy a központi banknak nincsen módjában önmaga számára monetáris mennyiségi feladatokat kitűznie, hanem alkalmazkodnia kell a pénzkereslet-pénzkínálat adta feltételekhez.

Bizonyos eszközei még így is maradnak: a kötelező tartalékráta megszabása, a kereskedelmi bankok kötelező vagy önkéntes betéteiért fizetett kamat megszabása, nyílt piaci műveletek stb. Mindenesetre szorongató az a tudat, hogy a központi bank, amelynek

alkotmány adta kötelessége az infláció elleni küzdelem, tulajdonképpen a második vonalba került ezen a fronton. Az első vonalban a költségvetési hiány és a jövedelmek elszaladása körül folyik a harc.

Miközben a monetáris politika szigorú volt, a kiigazítási-stabilizációs programot nem annyira az összes hitelkihelyezés szűkítésével kívánta szolgálni, hanem sokkal inkább annak átcsoportosításával. Az 1995. évet az jellemezte az előző évvel szemben, hogy relatíve kevesebb pénzügyi forrás jutott a költségvetésnek, és relatíve több a vállalati szektornak. Ez az átcsoportosítás is a program nem ortodox vonásai közé tartozik.

A monetáris szférában az egyik leginkább örvendetes jelenség tulajdonképpen eléggé váratlan volt. Miközben a gazdaságpolitika a háztartási jövedelmek szűkítésére irányult, a háztartások megtakarítása megnőtt. A háztartások nettó hitelnyújtása az 1994. évi 294 milliárd forintról 1995-re 391 milliárd forintra nőtt.<sup>29</sup> Ez az inflációt leszámítva 3 százalékos megtakarításnövekedést jelent. Bizonyára több tényező játszott szerepet. Egy ideig eléggé megemelkedtek a reálkamatok ahhoz, hogy megtakarításra ösztönözzenek.<sup>30</sup> Ezen túlmenően talán az is megtakarításra készítet, hogy mind többen érzik: a jövőre elég sok bizonytalanságot rejt magában, s nem építhetnek egyértelműen a paternalista állam segítségére. Sok minden változás tudatosítja ezt az emberekben: a teljes foglalkoztatottságot és a krónikus munkaerőhiányt felváltó tömeges munkanélküliség, a korábban puha költségvetési korlát megkeményedése és ezzel együtt a vállalat túlélésének állandó fenyegetettsége, valamint a jóléti állam által vállalt univerzális jogosultságok várható csökkentése. *Feldstein* [1974] felvetette: az állami gondoskodás kiterjesztése csökkenti a magánmegtakarítást. Azóta vita folyik arról a nyugati világban, hogy ez a hipotézis mennyire állja meg a helyét. Most a posztkommunista átmenet laboratóriumában mód lesz a hipotézis újfajta tesztelésére, ezúttal az ellenkező előjelű folyamat tükrében. Korai még messzemenő következtetéseket levonni az 1995. évi magyar adatokból. A magyar megtakarítások még sokat ingadozhatnak, sokféle egyéb tényező (elsősorban a kamatok és a jövedelmek) hatására. Mindenesetre tanulságos lesz a folyamat nemzetközi összehasonlító megfigyelése.

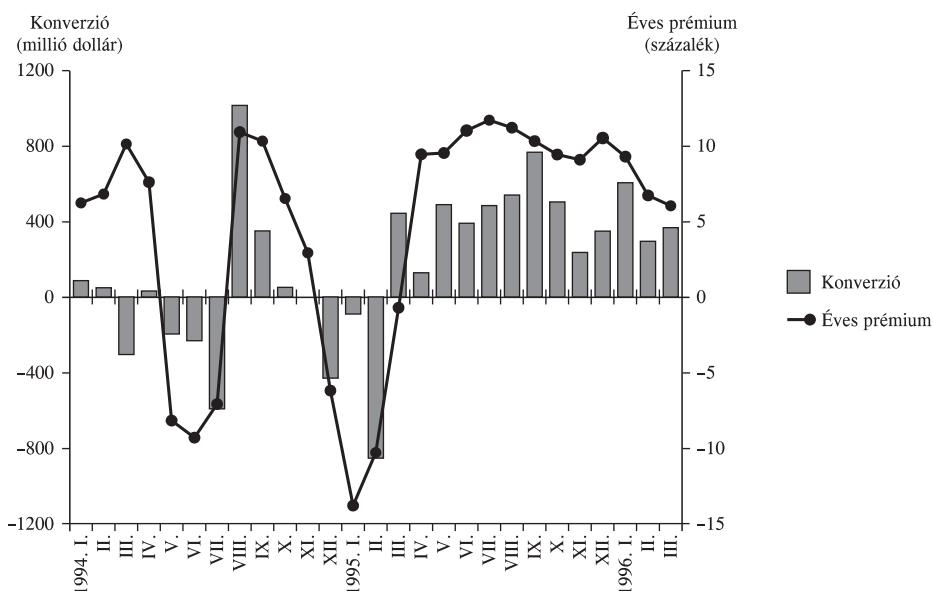
A magyar gazdaság külső és belső egyensúlya szempontjából igen nagy a jelentősége annak, hogy a háztartási megtakarítási ráta minél kevésbé ingadozzon, és a háztartási megtakarítás reálértékben megbízhatóan növekedjék. Ha újra visszaesne, az többek között azonnal éreztetné a hatását az aggregált keresletre és végső soron a folyó fizetési mérlegre. Többféle módon segíthető a megtakarítás növekedése:

– Kívánatos lenne, ha a háztartási megtakarítások reálhozama minél kisebb ingadozással, tartósan pozitív maradna. (Az 5. ábra szemlélteti, hogy ezt a szilárdságot évek óta nem sikerült elérni.) A program első sikerei nyomán megfordult a korábbi irányzat: a (jórészt rejtett) tőkemenekülés helyett megkezdődött a külföldi tőke beáramlása. A befektetők egy része nem törekszik tartós reálfelbefektetésre, hanem inkább csak rövid lejáratú állampapírokat vásárol. Ezek igen vonzó befektetésnek bizonyulnak, hiszen az árfolyamkockázatot szinte teljesen kiküszöböli a jelenlegi árfolyamrezsim, s a magyar állampapír jelentős és biztos reálhozamot ígér. Ez a beáramlás már eddig is jelentős mértékben

<sup>29</sup> A háztartási szektor nettó hitelnyújtása = bruttó pénzmegtakarítás – hitelfelvételi többlet. (Mindhárom adat flow változó.) Az adat forrása: *Pénzügyminisztérium* [1996b], 14. táblázat.

<sup>30</sup> A forintban kimutatott összes háztartási megtakarítás növekedéséhez hozzájárult az is, hogy a folyamatos leértékelés következtében nő a devizabetét forintellenértéke.

5. ábra  
Konverzióprémium



*Megjegyzés:* Az ábrán a háromhónapos kincstárjegy prémiuma és a Nemzeti Banknál történő konverzió szerepel.

A konverzió ábrája: a negatív előjel a forintról konvertibilis valutára történő nettó konverziót jelöli, a pozitív előjel pedig a konvertibilis valutáról forintra történő nettó konverziót.

A prémium ábrája: a prémium a kincstárjegy többlet hozama, a valutabetétek átlagos kamata és a forint nominális leértékelése felett [prémium =  $(1 + \text{kincstárjegy hozam}) / (1 + \text{százalékos árfolyamváltozás} + \text{kincstárjegy futamideje alatt}) / (1 + \text{devizakamat})$ ]. Az árfolyamváltozás számításához használt valutakosár (70 százalék német márka, 20 százalék dollár) a magyar külkereskedelem arányait tükrözi.

A számítás 1994-re és 1995-re tényadatokon, 1996 első negyedévére pedig előzetes becslésen alapul.

*Forrás:* A Magyar Nemzeti Bank közlése.

lejjebb szorította a korábban magas kamatokat. A háztartási megtakarítás szempontjából káros lenne, ha a kamatszint túlságosan leesne.<sup>31</sup>

– Folytatni kell azokat a reformokat, amelyek szűkítik az adóból (illetve az adószerűen kirótt kötelező járulékokból) finanszírozott bürokratikus közszolgáltatások körét és kiszélesítik a decentralizált nyugdíjpénztárak, betegbiztosító pénztárak, lakásépítési takarékpénztárak szerepét. Amint ezek a reformok éreztetni fogják a hatásukat nemcsak az ingyenes szolgáltatások és transzferek szűkülésében, hanem az adók és járulékok csök-

<sup>31</sup> A spekulatív rövid távú tőkebeáramlás egyéb nagy problémákat is okoz. A kemény deviza konverziója erősíti az inflációs nyomást, a sterilizáció igen költséges. Az így keletkező devizatartalék-többlet jelenlétére nem lehet biztosan számítani, mert amilyen könnyen jött, olyan könnyen elillanhat. Nehéz megállapítani, mi is lenne a kamatok és állampapírhozamok kívánatos szintje. És még ha tudnánk is, a központi bank csak közvetve és kísérletezésekkel tud hatni a jelenleg még igen nagy súrlódással működő, „vékony” hitel- és tőkepiacra. (Lásd erről a kérdésről Darvas [1996], Darvas–Simon [1996], Dornbusch–Goldfajn–Valdés [1995], Sachs [1996].)

kentésében is, ösztönözni fogják a magánmegtakarítást. Ez egyúttal feltétele a decentralizált tőkepiac kibővülésének, és annak, hogy nagyobb szerephez jussanak az institutionális befektetők.

### Privatizáció

A privatizáció újabb hulláma nem volt az 1995 márciusában bejelentett kigazítási-stabilizációs csomag része. Ellenkezőleg, a pénzügyi vezetés többször is hangsúlyozta: a gazdaság súlyos egyensúlyzavarát akkor is le kell küzdeni, ha nem keletkeznek rövid időn belül nagy privatizációs bevételek. Joggal hangoztatták: a privatizáció gyakorlati megvalósulását nem szabad alárendelni rövid távú fiskális szempontoknak.

Hosszú ideje folyt már több kulcságazat privatizációjának előkészítése. Sok késlekedés és huzavona után végül is elkészültek az akciót szabályozó törvények, s kiépült a természetes monopóliumok regulációjának jogi és szervezeti infrastruktúrája. Amikor ezeken a teendőkön sikerült túljutni, egyszerre felgyorsult a folyamat. Néhány hónapon belül igen nagy lépéssel haladt előre az energiaszektor és a távközlés privatizációja. Több nagy állami bankot és egész sor jelentős feldolgozóipari vállalatot is privatizáltak. Az 1995-ben és a korábbi években megvalósult privatizálás pénzügyi eredményeit a 6. táblázat tekinti át.

A vevők zömében nagy nyugati vállalatok voltak. A velük kötött szerződések előírják e kulcságazatok erőteljes fejlesztését. Hogy csak egyetlen példát említsék: évtizedeken át a hiánygazdaság egyik legkeservesebb megnyilvánulása volt a telefonhiány; éveken át százazrek vártak arra, hogy telefon legyen a lakásukban. A privatizálás megkezdése óta, 1994-től 1996 első negyedévéig 650 ezer új telefonvonalat helyeztek üzembe. A koncessziós szerződés legalább évi 15,5 százalékos fejlesztési kötelezettséget ír elő, amit a Matáv az eddigiekben túlteljesített.<sup>32</sup> Néhány év múlva a telefonszolgáltatás eladók piacából vevők piacává válik.

Külön is figyelemre méltó, hogy nemcsak az új külföldi tulajdonosok vállalkoznak, privatizálási megállapodás keretében, fejlesztési feladatokra. A már korábban magyarországi tulajdont szerzett nagy nemzetközi vállalatok sorra-rendre újabb beruházásokba fognak, ami hozzá fog járulni a magyar gazdaság korszerűsítéséhez.

Nem ennek a cikknek a feladata a magyarországi privatizálás tapasztalatainak elemzése.<sup>33</sup> Itt most csak a makrogazdasági mellékhatásokra térek ki. Az 1995. évi közvetlen külföldi tőkebefektetés, beleértve a privatizálással összefüggésben befizetett összegeket, körülbelül 4,6 milliárd dollár volt (lásd a 6. táblázatot). Az összeg nagyságát jól szemlélteti az a tény, hogy a külső egyensúlyhiány legrosszabb évében, 1994-ben 3,9 milliárd dollár volt a folyó fizetési mérleg hiánya, ami már más, korábban tárgyalt hatásokra 1995-ben 2,5 milliárd dollárra csökkent (lásd az 1. táblázatot).

Vita folyt a hirtelen ölünkbe hullott bevétel felhasználásáról. Sok igénylő jelentkezett; nagy volt a nyomás a pénz „népszerű” felhasználására, magyarán: elfogyasztására. Végül felülkerekedett a közgazdasági józanság; az a döntés született, hogy a kulcságazatok privatizációjából eredő bevételt a magyar államadósság csökkentésére kell felhasználni. Adatván a nagy adósságteher, az ily módon létrejövő kamatmegtakarítás ígérkezik a legbiztosabb – és már csak ezért is leghatékonyabb – befektetésnek. Arról nem is szólva,

<sup>32</sup> Az adatok a Matávtól származnak.

<sup>33</sup> Erről a kérdésről lásd Laki [1993], Major-Mihályi [1994], Mihályi [1992], [1994], [1995], Voszka [1992], [1993], [1994].

6. táblázat  
A külföldi közvetlen tőkebeáramlás Magyarországra, 1990–1995  
(millió dollár, évi flow-adatok)

Beruházás formája	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Készpénzben történő külföldi tőkebeáramlás	311	1459	1471	2339	1147	4453
ebből: privatizációs bevétel	8	329	519	1202	104	3024
Apportként behozott külföldi tőke	589	155	170	142	173	117
Összes külföldi közvetlen beruházás	900	1614	1641	2481	1320	4570

*Forrás:* Az Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt. közlése, kivéve az 1995-ös privatizációs bevétel adatot, amely a Magyar Nemzeti Bank közlése.

hogy az eladósodottság csökkenésének számos kedvező externális hatása van az ország pénzügyi helyzetének megítélésére és a befektetői kedv ösztönzésére.

### Hogyan tovább?

A további fejlődés meghatározója jelentős részben nem a gazdasági, hanem a politikai szféra. Kész lesz-e a kormány, annak minden tagja és a jelenlegi parlamenti többség tovább folytatni az eddigi gazdaságpolitikát? Nem fog-e irányt váltani, különösen annak tudatában, hogy mind közelebb kerülünk az 1998-ban esedékes választásokhoz? Milyen lesz a lakosság különböző csoportjainak viszonya a kiigazítás és stabilizáció eredményeihez és költségeihez; milyen erőviszonyok alakulnak ki a támogatók és az ellenzők között? És mivel a feladatok nagy része messze túlmutat 1998-on, mi lesz a választások utáni kormányzat és parlamenti többség politikai összetétele és gazdaságpolitikája? Ezen a helyen csak kérdéseket tettem fel, annak jelzésére: tisztában vagyok azzal, hogy a válaszoknak perdöntő jelentőségük van a jövő megítélése szempontjából. Mégis más tanulmányaimra marad a kísérletem e kérdéskör megválaszolására – ebben a munkámban a szorosabban vett közgazdasági és gazdaságpolitikai prognózisra és ajánlásokra szorítokozom.

### Hosszan tartó folyamat

Az 1995-ös magyarországi kiigazítási-stabilizációs program kisméretű „sokkterápia” volt, amely egyes makrogazdasági mutatók tekintetében hamar gyors javulást hozott. A nemzetközi tapasztalat azonban azt mutatja: az eredmények törékenyek és hamar kicsúszhatnak a gazdaságpolitika kezéből.

A gazdaság különböző bajai között sokfajta interakció érvényesül. Van olyan gazdasági nehézség, amelynek csökkentése egyúttal segít a másik gond enyhítésében is. Csak két példát említek a kedvező interakciókra, az „üdvözítő köröknek” (az „ördögi körök” ellenpárjának) szemléltetésére. Amikor kisebb lesz a költségvetési hiány, akkor a kormányzat összes kölcsönigényének csökkenése *crowding-in* hatással jár, több forrás jut magánhitelezésre, ami gyorsítón hat a növekedésre; ez növeli a költségvetési bevételt, és tovább csökkenti a hiányt. Az állami kölcsönigény szűkülése egyúttal a külföldi hitelekre irányuló keresletet is csökkenti, ezáltal javul az ország adóssághelyzete. Csökken az adósságért fizetett kamatfelár. Ezért is érdemes lényegesen tovább haladni a magyarországi költségvetési hiány csökkentésében.

A másik példa: az üzleti körök hangulata. A program néhány hónap alatt megnövelte a vállalkozók és befektetők bizalmát Magyarországon és külföldön. A Kopint-Datorg 1987 óta negyedévenként tesz fel az üzleti helyzetre és a kilátásokra vonatkozó azonos kérdéseket vállalati vezetőknek. Legutóbbi jelentésük szerint (*Kopint-Datorg* [1996]) a feldolgozóiparban 1996 januárjában kedvezőbb volt a helyzetmegítélés, mint bármikor a korábbi évtizedben. A külföldi befektetések új hulláma, amelyről a privatizálás során már szó volt, ugyancsak ezt igazolja. A bizakodás maga is növekedési tényezővé válik, a növekedés folytatódása, jó esetben gyorsulása pedig tovább erősíti az optimizmust.

Vannak azonban kedvezőtlen interakciók, „ördögi körök” is, amelyekkel józanul számolni kell. Erre is néhány példát hozok fel. A cikk korábbi részeiben szó volt már a reálárfolyam szinten tartásáról, ami – adott inflációs ütem mellett – azzal azonos ütemű nominális leértékelést tesz szükségessé. Ez beépül az inflációs várakozásokba, s hozzájárul a tehetetlenségi (inerciális) infláció rögzödéséhez. Igen nehéz egyszerre tovább javítani az ország külkereskedelmi helyzetét, megakadályozni eladósodottságának növekedését és *ugyanakkor* disinflációt megvalósítani. További példák: a növekedés erőltetése fiskális eszközökkel súlyosbíthatja a költségvetési hiányt, s megfordítva, a költségvetési deficit minden áron való letörése például nagy adóemelésekkel recessziót okozhat. Ami az egyik baj szempontjából gyógyszer, az a másik baj szempontjából méreg.

A hasonló problémákkal viaskodó latin-amerikai országok tapasztalata azt mutatja, hogy ez a küszködés akár egy-két évtizeden át is eltarthat. Hol az egyik, hol a másik gazdasági feszültség éleződik ki, majd az aktuális baj elleni terápia ismét egy másik nehézséget okoz. Van olyan ország, amely egy-egy sikeres részleges stabilizációs akció után újra és újra visszaesik a régi bajok valamelyikébe: vagy a termelés esik súlyosan vissza, vagy a folyó fizetési mérleg egyensúlya bomlik meg, vagy az infláció gyorsul meg, vagy egynél több baj támad fel. Chile, a gazdasági szempontból talán legsikeresebbnek tartott latin-amerikai ország, 1978-ban került át a gyors infláció tartományából a mérsékelt ütemű, évenként 20–40 százalékos infláció tartományába. További 17 évig tartott, amíg az infláció a mérsékelt sávból végre 1995-ben eljutott az egyszámjegyű inflációig, miközben mindvégig impozáns ütemben, átlagosan évi 4,8 százalékkal nőtt a termelés.<sup>34</sup> Nem zárható ki az, hogy Magyarországon ez hamarabb valósul meg – de nem számíthatunk rá teljes bizonyossággal. Kár magunkat és egymást azzal hitegetni, hogy elegendő egyetlen nagy kiigazítási-stabilizációs akció, s utána két-három éven belül maguktól rendbe jönnek a dolgok.

Az egyik legnagyobb veszély éppen az elbizakodottság. „Most már egy kicsit jobb a helyzet, most már nincs szükség ugyanolyan szigorra, mint korábban ...” – ez csábító gondolat minden kormánypolitikus számára. Már is mutatkoznak Magyarországon ilyen jelek. Például ez év elején ismét megugrott a nominálbérek kiáramlása, ismét megnőtt az import, a beruházási tevékenység lassulni látszik. Állandó készenléti állapotra van szükség, amely tüstént fellép a kedvezőtlen jelenségek ellen.

Elgondolkoztatóak ebből a szempontból a program előzményei. Van olyan nézet a reformok politikai és társadalmi hátterét vizsgáló politikai-gazdaságtani kutatók körében, hogy a politikus kizárólag a már *bekövetkezett* válság hatására kész népszerűtlen akcióra (*Drazen-Grilli* [1993]). A magyar program, mint korábban már hangsúlyoztam, preventív jellegű volt, ami félig igazolja, félig cáfolja ezt a hipotézist. Ha nem is maga a krízis, de annak fenyegető közelsége húzta meg a ravaszt. Mennyire kell közel jutni a válsághoz, hogy a politikus összeszedje a bátorságát? Lehetetlen-e arra számítani, hogy már

<sup>34</sup> Az adatok forrása: *IMF* [1995], 122–123. o., 288–291. o., és 1995-re: *IMF* [1996b], 65. o. és *Instituto Nacional de Estadísticas* [1996].

bekövetkezett válság, sőt válságfenyegetettség nélkül is, pusztán a közgazdasági összefüggések belátásának hatására kellően „karbantartsák” a gazdaságot?

Megvallom, nem vagyok biztos a válaszban. Még az olyan konszolidált, stabil országokban, mint az Egyesült Államok vagy Franciaország is húzzák-halasztják a réges-rég megérett fiskális reformokat és/vagy szigorúbb monetáris politikát, mert a következmények népszerűtlenek lennének.

### *A prioritások megválasztása*

Visszatérve a magyarországi helyzetre, az egyik nehéz probléma a gazdaságpolitika prioritásainak, a párhuzamos feladatok relatív súlyának helyes megválasztása. Sok vita folyik erről. Nézetem szerint nincs univerzális szabály, amely minden országra (vagy akár csak egy szűkebb körre, a posztszocialista országok mindegyikére) és minden időszakra egyöntetűen érvényes lenne. Ha az országban gyors infláció vagy éppenséggel hiperinfláció uralkodott el, akkor vitathatatlanul az első számú feladat annak lefékezése, legalább évi 30–40 százalékos ütemre. Elégséges tapasztalat bizonyítja, hogy ez az egészséges fejlődés nélkülözhetetlen feltétele (*Bruno–Easterly* [1995], *Végh* [1992], *Fisher–Sahay–Végh* [1996]). Ám az már kevésbé egyértelmű, hogyan kell megválasztani a prioritásokat akkor, amikor már a mérsékelt sávba ért az infláció.

A mérsékelt infláció sávjában a disinfláció rendkívül költséges; az esetek többségében eddig még nem sikerült megvalósítani a munkanélküliség lényeges növekedése, a termelés súlyos visszaesése nélkül. Akkor már az látszik a kisebbik rossznak, ha az ország jó ideig együtt él a mérsékelt inflációval. Vigyáz arra, hogy az ne szaladjon el, hanem szigorúan kézben tartsák. A hangsúlyt azonban a kiegyensúlyozott, tartós növekedés feltételeinek megteremtésére kell áthelyezni. Ez magában foglalja a költségvetési deficit csökkentését, az állami kiadások leszorítását, a külső eladósodottság növekedésének megállítását (s ahol szükséges, az adósság/GDP arány javítását), az export és a beruházások előmozdítását. Mindez elősegíti azt, amit sok más módon is indokolt előmozdítani: a növekedés felgyorsulását. Mindennek melléktermékeként, kísérőjelenségeként – helyes jövedelmi és árpolitikával, valamint monetáris politikával társulva – az infláció fokozatosan lassulhat. Nézetem szerint nem lenne célszerű az adott helyzetben az infláció sürgős és radikális lefékezését minden más feladat elébe helyezve erőltetni.

Lehetséges, hogy a posztszocialista gazdaságok ebből a szempontból is érdekes kísérleti laboratóriumnak bizonyulnak majd. Más-más induló helyzet alapján, más-más gazdaságpolitikát alkalmaznak a különböző kormányok, vannak és bizonyára lesznek a jövőben is országok, amelyek pénzügyi kormányzata az árfolyam reálfelértékelését használja fel az inflációs ütem csökkentése érdekében. A magam részéről Magyarországon ez ellen érvelek, és továbbra is elővigyázatosságot ajánlok a forint reálfelértékelődésének és a kereskedelmi mérleg újbóli romlásának fenyegetésével szemben.<sup>35</sup>

### *Biztató jel: a termelékenység növekedése*

Miközben az olvasó érezheti, hogy a magyar gazdaságot több ponton sebezhetőnek tartom, s megpróbálom felhívni a figyelmet a veszélyekre, ugyanakkor van a gazdaságnak egy alapvetően fontos dimenziója, amely nagy bizakodással tölt el, és ez a munka termelékenységének növekedése. Már korábban szó volt a cikkben arról, hogy javul a

<sup>35</sup> Hasonló álláspontot fejt ki *Darvas–Simon* [1995].



7. táblázat  
Munkatermelékenység posztoszocialista országokban  
Nemzetközi összehasonlítás

Ország	Átlagos munkatermelékenység (Reál GDP/foglalkoztatás; 1989=1)					
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bulgária	1,00	0,97	0,88	0,89	0,88	0,91
Csehország	1,00	0,97	0,88	0,89	0,88	0,91
Magyarország	1,00	0,98	0,92	1,05	1,11	1,16
Lengyelország	1,00	0,92	0,91	0,98	1,00	1,07
Románia	1,00	0,95	0,83	0,77	0,81	
Oroszország		1,00	0,89	0,74	0,66	0,57
Szlovákia	1,00	0,98	0,95	0,93	0,92	0,96

*Forrás: McHale [1996, 1. táblázat] számítása az alábbi források alapján: European Commission [1995], EBRD [1995] és a Short-Term Economic Indicators: Transition Economies OECD-kiadvány különböző számai.*

magyar export versenyképessége. Ez részben az árfolyam alakulásán múlik, de még ennél is fontosabb a fundamentális reálfolyamat hatékonysága. A növekedés (és a magyaréhoz hasonló kis, nyitott gazdaság esetében: az export vezérelte növekedés) kulcskérdése a termelékenység dinamikája.

A 7. táblázat több posztoszocialista ország termelékenységi idősorait hasonlítja össze.<sup>36</sup> Ez a mutató Magyarországon alakult a legkedvezőbbben. Több tényező játszott ebben közre.

Miközben a tulajdonviszonyok átalakulása lassabban haladt, mint ahol úgynevezett „tömeges privatizációt” hajtottak végre, azaz ingyenesen osztottak szét elaprózott tulajdonjogokat, a magyar privatizációs folyamat inkább teremtett „valóságos” tulajdonosokat. Főként olyan természetes személyek vagy korábban már létező élő vállalkozások váltak tulajdonossá, akik vagy amelyek valóságos felügyeletet tudnak gyakorolni a menedzsment felett, és ki tudják kényszeríteni a profitmotiváció érvényesülését. Ez is hozzájárult ahhoz, hogy számos vállalatban mélyreható átszervezés (*restructuring*) ment végbe.

Magyarországon valóban megkeményedett a költségvetési korlát. Ezt előmozdították a piaccgazdasággal konform, a pénzügyi fegyelmet erősítő törvények: az új csődtörvény, banktörvény és számviteli törvény. Igaz, egy időben súlyos nehézségeket okozott a csődtörvény néhány szélsőségesen megfogalmazott előírása, de az első hibákat gyorsan korrigálták. Végeredményben mégis csak természetes szelekció megy folyamatosan végbe, s ennek nyomán azok a vállalkozások maradnak életben, amelyek valóban hatékonyak és jövedelmezőek.<sup>37</sup>

Az előbbiekkal összefügg, hogy Magyarországon többé-kevésbé megvalósult a szocialista rendszerben kialakult kapun belüli munkanélküliség felszámolása. A magyar gazdaságban már jórészt végbement az a sok emberi szenvedéssel, a munkahely elvesztésé-

<sup>36</sup> A posztoszocialista országok termelékenységének összehasonlításáról lásd *McHale [1996]*.

<sup>37</sup> Sajnos, a tendenciák nem egyértelműek. A súlyos pénzügyi helyzetben lévő vállalatoknak ma már jóval ritkábban dobnak oda mentőkötelet. Viszont a vállalati szektor pénzügyi bajainak egy része mostanában inkább a „nem teljesítő bankhitelek” formájában jelenik meg. A bankokat pedig eddig többnyire kimentették a csőd elől. (Igaz, kevésbé magabiztosan építhetnek az állami segélyakcióra, mint a múltban, hiszen immár sor került néhány életképtelen bank felszámolására.) Mindenesetre nem állítható, hogy már túljutottunk volna a puha költségvetési korlát szindrómáján.

nek kínzó élményével együtt járó keserves folyamat, amelyet, úgy tűnik, jó néhány más posztoszocialista országban megpróbálnak elodázní.

Valamennyi eddig felsorolt változás egyik közös magyarázata: a külföldi közvetlen tőkebefektetés különlegesen magas aránya Magyarországon. A Kelet-Európába irányuló külföldi tőkebefektetésnek mintegy a fele Magyarországra jött. Ez nemcsak makropénzügyi szempontból kedvező, hanem hozzájárult új termékek, új technológiák és új vállalatirányítási módszerek bevezetéséhez, a munkafegyelem és a szervezettség megerősödéséhez.

A munka termelékenységének folyamatos növekedése önmagában nem elégséges a gazdaság tartós növekedéséhez. Sok egyéb körülménynek is kedvezően kell alakulnia; egy részükkel részletesen foglalkozott a cikk. Az azonban elméletileg is belátható és széles nemzetközi gazdaságtörténeti tapasztalattal igazolható: ez az egyik legfontosabb – vagy talán a legfontosabb – feltétele annak, hogy a gazdaság egészségesen és tartósan fejlődjék. Többek között ez is okot ad arra, hogy a sok nehézség közepette bizakodhassunk a magyar gazdaság jövőjében.

### Hivatkozások

- ALESINA, A.–PEROTTI, A. [1995]: Reducing Budget Deficits. Kézirat. A Growing Government Debt – International Experiences című konferencián elhangzott előadás. Stockholm, június 12.
- ANDORKA RUDOLF–KONDRATAS, A.–TÓTH ISTVÁN GYÖRGY [1995]: A jóléti rendszer jellemzői és reformjának lehetőségei. Közgazdasági Szemle, 1. sz., 1–29. o.
- ANTAL LÁSZLÓ [1994]: Az örökség. A gazdaság helyzete és a feladatok. Társadalmi Szemle, 49. évf., 10. sz., 12–21. o.
- AUGUSZTINOVICS MÁRIA [1993]: Egy értelmes nyugdíjrendszer. Közgazdasági Szemle, 5. sz., 415–431. o.
- AUGUSZTINOVICS MÁRIA–MARTOS BÉLA [1995]: Számítások és következtetések nyugdíjreformra. Közgazdasági Szemle, 11. sz., 993–1023. o.
- BANCO DE MEXICO [1995]: Indicadores Economicos, december.
- BANCO DE MEXICO [1996a]: Indicadores Economicos, február.
- BANCO DE MEXICO [1996b]: Indicadores Economicos, május, internet-adatbázis.
- BÉKESI LÁSZLÓ [1993]: A feladat öt szöglete. *Farkas Zoltán* interjúja Békesi Lászlóval. Társadalmi Szemle, 48. évf., 3. sz., 3–13. o.
- BÉKESI LÁSZLÓ [1994]: A társadalom még nincs tisztában a gazdasági helyzettel. *Karsai Gábor* interjúja Békesi Lászlóval. Figyelő, július 14., 13–15. o.
- BÉKESI LÁSZLÓ [1995]: Mást választhatunk, de „jobbat” aligha. Népszabadság, július 8, 17–18. o.
- BLANCHFLOWER, D. G.–OSWALD, A. J. [1994]: The Wage Curve. MIT Press, Cambridge és London.
- BOKROS LAJOS [1995a]: A leendő pénzügyminiszter huszonöt pontja. Bokros Lajos szakmai cselekvési programjának alapvonalai. Népszabadság, február 17., 15. o.
- BOKROS LAJOS [1995b]: Az államháztartásról, a stabilizációról. Bokros Lajos pénzügyminiszter tájékoztatója. Pénzügyi Szemle, 40. évf., 4. sz., 259–262. o.
- BOKROS LAJOS [1996]: Növekedés és/vagy egyensúly – avagy az 1995. március 12-én meghirdetett stabilizáció tanulságai. Népszabadság, március 11., 8. o.
- BORBÉLY LÁSZLÓ ANDRÁS–NEMÉNYI JUDIT [1994]: Az államadósság növekedésének összetevői 1990–1992-ben. Közgazdasági Szemle, 2. sz., 110–126. o.
- BORBÉLY LÁSZLÓ ANDRÁS–NEMÉNYI JUDIT [1995]: Eladósodás, a külső és belső államadósság alakulása az átmenet gazdaságában (1990–1993). Megjelent: Rendszerváltás és stabilizáció. A piacgazdasági átmenet első éve. Szerk.: *Mellár Tamás*. Magyar Trendkutató Központ, Budapest, 123–166. o.
- BRUNO, M. [1993]: Crisis, Stabilization, and Economic Reform: Therapy by Consensus. Oxford University Press, New York.

- BRUNO, M.–EASTERLY, W. [1995]: Inflation Crises and Long-Run Growth. NBER Working Paper Series, No. 5209, National Bureau of Economic Research, Harvard University, Cambridge, augusztus.
- COOPER, R. N. [1992]: Economic Stabilization and Debt in Developing Countries. MIT Press, Cambridge és London.
- CSABA LÁSZLÓ [1995]: Gazdaságstratégia helyett konjunktúrapolitika. *Külgazdaság*, 39. évf., 3. sz., 36–46. o.
- DARVAS ZSOLT [1996]: Exchange Rate Premia and the Credibility of the Crawling Target Zone in Hungary. Discussion Paper Series, No. 1307, Centre for Economic Research, London, január.
- DARVAS ZSOLT–SIMON ANDRÁS [1996]: Tőkebeáramlás, árfolyam- és pénzpolitika. Kézirat. Magyar Nemzeti Bank, közgazdasági és kutatási főosztály, Budapest, február.
- DORNBUSCH, R.–FISCHER, S. [1993]: Moderate Inflation. *The World Bank Economic Review*, 7. évf., 1. sz., 1–44. o.
- DORNBUSCH, R.–WERNER, A. [1994]: Mexico: Stabilization, Reform and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1. sz., 253–315. o.
- DORNBUSCH, R.–GOLDFAJN, I.–VALDÉS, R. O. [1995]: Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. sz., 219–293. o.
- DRAZEN, A.–GRILLI, V. [1993]: The Benefit of Crises for Economic Reforms. *American Economic Review*, 83. évf., 3. sz., 598–607. o.
- EBRD [1995]: Transition Report. London.
- ERDŐS TIBOR [1994]: A tartós gazdasági növekedés realitásai és akadályai. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz., 463–477. o.
- EUROPEAN COMMISSION [1995]: Employment Observatory: Central and Eastern Europe, No. 7.
- FELDSTEIN, M. [1974]: Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation. *Journal of Political Economy*, 82. évf., 5. sz., 905–926. o.
- FERGE ZSUZSA [1995]: A magyar segélyezési rendszer reformja, I. Esély, 1. sz.
- FERGE ZSUZSA [1996a]: A magyar segélyezési rendszer reformja, II. Esély, 1. sz.
- FERGE ZSUZSA [1996b]: A szociálpolitika esélyei. *Vigilia*, megjelenés alatt.
- FISCHER, S.–SAHAY, R.–VÉGH, C. A. [1996]: Stabilization and Growth in Transition Economies: The Early Experience. Kézirat. The International Monetary Fund, Washington, D.C., január.
- GIAVAZZI, F.–PAGANO, M. [1990]: Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. *NBER Macroeconomics Annual*, 75–116. o.
- GIAVAZZI, F.–PAGANO, M. [1996]: Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience. *Swedish Economic Policy Review*, május, megjelenés alatt.
- HALPERN LÁSZLÓ [1996]: Real Exchange Rates and Exchange Rate Policy in Hungary. Discussion Paper Series, No. 1366, Centre for Economic Policy Research, London, március.
- HORVÁTH PIROSKA [1996]: Vizsgálatok az állami redistribúció tanulmányozásához. Kézirat. Budapest.
- IMF [1994a]: *International Financial Statistics Yearbook 1994*. Washington, D.C.
- IMF [1994b]: *IMF Economic Review*, 7. sz. International Monetary Fund.
- IMF [1994c]: *IMF Economic Review*, 16. sz. International Monetary Fund.
- IMF [1994d]: *IMF Economic Review*, 17. sz. International Monetary Fund.
- IMF [1994e]: *IMF Economic Review*, 18. sz. International Monetary Fund.
- IMF [1995]: *International Financial Statistics Yearbook 1995*. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- IMF [1996a]: *International Financial Statistics*, február, International Monetary Fund.
- IMF [1996b]: *International Financial Statistics*, április, International Monetary Fund.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICAS [1996]: Internet-adatbázis, május.
- KINDLEBERGER, C. P. [1978]: *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*. Basic Books, New York.
- KOCSIS GYÖRGYI [1995]: Mégis, kinek a bőrére. *Heti Világgazdaság*, október 28., 100. o.
- KOPINT–DATORG [1996]: Konjunktúrateszt-eredmények a feldolgozóiparban, az építőiparban és a kiskereskedelembeben, 1995. IV. negyedév. Budapest.
- KOPITS, G. [1996]: Hungary's Preannounced Crawling Peg. *Acta Oeconomica*, megjelenés alatt.

- KORNAI JÁNOS [1994]: A legfontosabb: A tartós növekedés. A makrogazdasági feszültségekről és a kormány gazdaságpolitikájáról. A Népszabadságban augusztus 29. és szeptember 2. között öt folytatásban megjelent cikksorozat.
- KORNAI JÁNOS [1995]: A magyar gazdaságpolitika dilemmái. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz., 633–649. o.
- KORNAI JÁNOS [1995–1996]: Négy jellegzetesség. A magyar fejlődés vizsgálata politikai gazdaságtani megközelítésben, I–II. rész. *Közgazdasági Szemle*, 1995. 12. sz., 1097–1117. o. és 1996. 1. sz., 1–29. o.
- KORNAI JÁNOS [1996]: Az állampolgár és az állam: A jóléti rendszer reformja. *Mozgó Világ*, 22. évf., 2. sz., 33–45. o.
- KÖVES ANDRÁS [1995a]: Egy alternatív gazdaságpolitika szükségessége és lehetősége. *Külgazdaság*, 39. évf., 6. sz., 4–17. o.
- KÖVES ANDRÁS [1995b]: Gazdaságpolitikai dilemmák és lehetőségek a Bokros-csomag után. *Külgazdaság*, 39. évf., 11. sz., 4–18. o.
- KRUGMAN, P. [1991]: *Financial Crises in the International Economy*. Megjelent: *The Risk of Economic Crisis*. Szerk.: M. Feldstein. The University of Chicago Press, Chicago és London, 85–128. o.
- KSH [1995a]: Magyar statisztikai évkönyv 1994. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH [1995b]: A KSH jelenti, 12. sz. Központi Statisztikai Hivatal.
- KSH [1995c]: A nemzetgazdaság munkaerőmérlege. Január 1. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH [1995d]: Foglalkoztatottság és kereseti arányok, 1993–1995. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH [1996a]: KSH Statisztikai Hírek, április 2. Központi Statisztikai Hivatal.
- KSH [1996b]: A KSH jelenti, 1. sz. Központi Statisztikai Hivatal.
- KSH [1996c]: Magyarország nemzeti számlái, 1991–1994. Budapest, Központi Statisztikai Hivatal, megjelenés alatt.
- KSH [1996d]: Főbb munkaügyi folyamatok. Negyedéves jelentés. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH [1996e]: Statisztikai Havi Közlemények, 2–3. sz.
- LAKI MIHÁLY [1993]: Chances for the Acceleration of Transition: The Case of Hungarian Privatization. *East European Politics and Societies*, 7. évf., 3. sz., 440–451. o.
- LÁNYI KAMILLA [1994–1995]: Alkalmazkodás és gazdasági visszaesés Magyarországon és más országokban. I. Tények és magyarázatok. II. Gazdaságpolitika és szelekció. *Társadalmi Szemle*, 49. évf., 12. sz., 13–25. o. és 50. évf., 1. sz., 3–19. o.
- LITTLE, I. M. D.–COOPER, R.N.–CORDEN, W.M.–RAJAPATIRANA, S. [1993]: *Boom, Crisis and Adjustment. The Macroeconomic Experience of Developing Countries*. Oxford University Press, a Világbank számára publikált kiadvány, Oxford.
- MAJOR IVÁN–MIHÁLYI PÉTER [1994]: Privatizáció – hogyan tovább? *Közgazdasági Szemle*, 3. sz., 214–228. o.
- McHALE, J. [1996]: *Equilibrium Employment Rates and Transformational Slumps*. Kézirat. Harvard University, Cambridge, március.
- MIHÁLYI PÉTER [1992]: Fosztogatás – osztogatás – fosztogatás. Az állami tulajdon tündöklése és bukása. *Közgazdasági Szemle*, 11. sz., 1001–1017. o.
- MIHÁLYI PÉTER [1994]: Privatization in Hungary: An Overview. Megjelent: *Privatization in the Transition Process. Recent Experiences in Eastern Europe*. Szerk.: Y. Akyüz, D. J. Kotte, Köves András és Szamuely László. United Nations Conference on Trade and Development és Kopint–Datorg, Genf és Budapest 363–385. o.
- MIHÁLYI PÉTER [1995]: Privatisation in Hungary: Now Comes the „Hard Core”. Kézirat. A V. World Congress for Central and East European Studies című konferencián elhangott előadás, Varsó, augusztus 6–11.
- MNB [1995]: *Annual Report 1994*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [1996a]: Az 1995. évi gazdasági és pénzügyi folyamatokról. Budapest, február.
- MNB [1996b]: Havi Jelentés, 2. sz. Magyar Nemzeti Bank.

- MNB [1996c]: Előterjesztés és jelentés az 1996. évi rendes közgyűlésnek a Magyar Nemzeti Bank 1995. évi üzlettevéről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, április.
- MNB [1996d]: Éves jelentés 1995. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, április.
- OBLATH GÁBOR [1995]: A költségvetési deficit makrogazdasági hatásai Magyarországon. *Külgazdaság*, 39. évf., 7/8. sz., 22–33. o.
- OBLATH GÁBOR [1996]: Makrogazdasági folyamatok. Megjelent: Konjunktúrajelentés. A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 1996 tavaszán. Budapest: Kopint–Datorg, 1. sz., 79–118. o.
- OECD [1995]: OECD Economic Outlook, december.
- OECD [1996]: Economic Indicators, március.
- PÉNZÜGYMINISZTERIUM (MEXIKÓ) (SHCP) [1995]: Informe sobre la Situacion Economica, las Finanzas Publicas y la Deuda Publica. 4. negyedév.
- PÉNZÜGYMINISZTERIUM [1996a]: A gazdaság helyzete 1995–96 fordulóján. Budapest, február.
- PÉNZÜGYMINISZTERIUM [1996b]: Tájékoztató az 1995. évi és az 1996. év eleji gazdasági folyamatokról. Budapest, március.
- SACHS, J. D. [1996]: Economic Transition and the Exchange Rate Regime. Kézirat. Harvard Institute for International Development, Harvard University, Cambridge.
- SACHS, J. D.–LARRAIN, F. B. [1993]: Macroeconomics in the Global Economy. Harvester Wheatsheaf, New York.
- SACHS, J. D.–TORNELL, A.–VELASCO, A. [1995]: The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned? Discussion Paper, No. 1724, Harvard Institute of Economic Research, Harvard University, Cambridge, május.
- SURÁNYI GYÖRGY [1995a]: A gazdaság örökölt strukturái gúzsba kötik az országot. Válaszol Surányi György, a Nemzeti Bank elnöke. *HVG*, április 29., 47–48. o.
- SURÁNYI GYÖRGY [1995b]: Önmagunkkal kell megállapodásra jutni. Beszélgetés árakról, bérekről, kamatokról Surányi Györggyel, az MNB elnökével. Bossányi Katalin interjúja. *Népszabadság*, december 30., 1. és 10. o.
- SURÁNYI GYÖRGY [1996]: Jobban igen, másként nem. Szombati MH-extra Surányi Györggyel, a Magyar Nemzeti Bank elnökével. Pintér Dezső riportja. *Magyar Hírlap*, január 6., 9. o.
- SZENTGYÖRGYVÁRI ARTÚR–BAÁR ILONA [1996]: A magyar nemzetgazdaság nemzetközi versenyképessége 1995-ben, kitekintés 1996-ra és 1997-re. Kézirat. Magyar Nemzeti Bank, közgazdasági és kutatási főosztály, Budapest, április.
- VÉGH, C. A. [1992]: Stopping High Inflation. *IMF Staff Papers*, szeptember, 39. évf., 3. sz., 626–695. o.
- VOSZKA ÉVA [1992]: Not Even the Contrary is True: The Transfigurations of Centralization and Decentralization. *Acta Oeconomica*, 44. évf., 1/2. sz., 77–94. o.
- VOSZKA ÉVA [1993]: Variations on the Theme of Self-Privatization. *Acta Oeconomica*, 45. évf., 3/4. sz., 310–318. o.
- VOSZKA ÉVA [1994]: Centralization, Renationalization, Redistribution: The Role of the Government in Changing the Ownership Structure in Hungary, 1989–93. Discussion Paper Series, No. 916, Centre for Economic Policy Research, London, február.
- WORLD BANK, THE [1995a]: Hungary: Structural Reforms for Sustainable Growth. Document of the World Bank, Country Operations Division, Central Europe Department, Report No. 13577-HU, Washington, D.C., június 12.
- WORLD BANK, THE [1995b]: World Tables 1995. Washington, DC.