

KOPITS GYÖRGY

Hogyan segítheti elő a fiskális politika a valutaválságok megelőzését?

A tanulmány azoknak a feltörekvő piacú gazdaságoknak a válságperiódusait tekinti át, amelyek az 1990-es években rögzített – fix vagy előre bejelentett csúszó – árfolyamrendszert alkalmaztak. Ezekből az esetekből arra lehet következtetni, hogy nagyfokú tőkemobilitás esetén a jelentős államháztartási deficit – legyen az nyílt vagy rejtett –, illetve a piacnak a költségvetési politika fenntarthatóságában megingott bizalma sebezhetővé teszi ezeket a gazdaságokat a valutaválságokkal szemben. A tanulmány mellett érvel, hogy a jól ütemezett fiskális kiigazítás jelzése, amely kétségtelenné teszi az alapvető strukturális reformintézkedések alkalmazását, csökkenti a válság iránti érzékenységet. Ilyen értelemben az egyre több – feltörekvő piacú – gazdaságban bevezetett makroszintű fiskális szabályok hatékony eszközei lehetnek a valutaválságok megelőzésének.*

A fizetésimerleg-válságok megelőzésének lehetséges eszközeit tekintve, általában sok figyelmet szentelünk az országokon belüli pénzügyi rendszer szabályozásának, a monetáris politika szigorításának, a különböző tőkekorlátozások vagy éppenséggel az árfolyamkötelek lazításának. Miközben gyakran látható, hogy a külső egyensúlytalanságnak a fiskális politika is alapvető oka, a fiskális politikáról mint egy lehetséges válság megállításának eszközéről vegyes elképzelések vannak. A fiskális megoldásnak kétféle megközelítése szokásos. Ortodox nézőpontból, ha baj van a gazdasági fundamentumokkal, rendszerint felgyorsított és szigorú költségvetési kiigazítást ajánlanak. Az alternatív megoldás az, amikor felmérik a szükséges kiigazítás mértékét és a vele járó – outputvesztéssel mért – valószínű áldozatot, de kimondva vagy hallgatólagosan elhalasztják a fiskális korrekciót, és rövid távú pénzügyi eszközökre támaszkodnak, beleértve az agresszív kamatpolitikát, amíg meg nem nyugszik a felbolydult tőkepiac. E két ellentétes nézettől eltérően cikkünk a fiskális eszközöknek a legkevesebb outputvesztéssel járó, hatékony használatát tárja fel a rögzített árfolyamrendszert alkalmazó, feltörekvő piacú, nyílt gazdaságokban, azzal a céllal, hogy azok kevésbé vagy egyáltalán ne legyenek kitéve a valutaválságoknak.

Az elemzés háttéréként először is érdemes vázolni, hogy mi volt a feltörekvő piacú gazdaságok fiskális politikájának szerepe a kilencvenes évek főbb valutaválságaiban,

*A cikk bővített változata annak az előadásnak, amely a pénzügyi válságokról az Osztrák Nemzeti Bank által 1999. november 21. és 23. között Bécsben tartott konferenciára készült. Hasznos felvetéseikért a szerző köszönettel tartozik *Stalley Fischernek*, *G. A. Mackenziének*, *Steven Symanskynak*, *Székely Istvánnak* és *Vito Tanzinak*. A cikkben kifejtett nézetek a szerző személyes nézeteit tükrözik, amelyek nem szükségszerűen esnek egybe a Nemzetközi Valutaalap álláspontjával.

amelyek környezete a tőke egyre nagyobb mobilitásával jellemezhető. Ezután rövid áttekintés következik arról, hogyan magyarázzák a létező elméletek a fiskális politika hozzájárulását a válságokhoz. A cikk ebben az összefüggésben rámutat a gazdaságpolitikai jelzésadás lehetőségére, a piac kedvezőtlen hangulatának megfordítására, és ezzel a gazdaság sebezhetőségének csökkentésére a spekulatív támadások ellen. Ezen belül kiemeli a makroszintű fiskális szabályoknak a krízisek megelőzésében játszott – a gazdasági tevékenység szintjében viszonylag kis veszteséggel járó – potenciális szerepét.

Válságepizódok

Célszerű a válsághelyzetek áttekintését az 1930-as évek elejének osztrák valutaválságával kezdeni. Történelmi szempontból meglepő az osztrák válságnak a mai feltörekvő piacú gazdaságok tapasztalataival való hasonlósága. A krízist megelőzően Ausztria – amelynek árfolyamrendszere rögzített, tőkepiaca nyitott, pénzügyi rendszere rosszul szabályozott volt – nagyfokú tőkeingadozásnak volt kitéve. Annak ellenére, hogy a költségvetés az 1920-as évek közepe óta egyensúlyt mutatott, az 1931-es váratlan kismértékű deficit – a Credit-Anstalt tartozásai mögötti teljes körű állami garanciával – válsághoz vezetett. A növekvő munkanélküliségre várható kormányzati válaszként, a közsféra megugró tartozásaitól és a költségvetési hiányok jövőbeli monetizálásától való félelem légkörében a gazdasági szereplők spekulatív támadást indítottak az osztrák valuta ellen, és a rögzített árfolyamparitás feladására kényszerítették a központi bankot.¹

Igen érdekes, hogy – az osztrák esethez hasonlóan – a legutóbbi válságok nem mind-egyikéhez tartozott nagymértékű költségvetési hiány (ellentétben az 1960-as és az 1980-as évek válságaival), és a válságot megelőző időszakban egyik érintett országban sem monetizálták közvetlen módon a hiányt (lásd az *1. táblázatot*).² Oroszország, Brazília és Ecuador kimagaslik a GDP 6-8 százalékát kitevő államháztartási deficittel (amelynek egy része a valuta védelméből eredő kamatszámra), valamint a GDP 46–83 százalékához viszonyított – jórészt rövid lejáratú papírokban levő – bruttó államadóssággal. Ehhez képest más válságos országok hivatalosan az egyensúlyhoz közeli helyzetet vagy éppen többletet mutattak, valamint emellett az eladósodottság jóval kisebb rátáit is – kivétel: Mexikó a maga hatalmas, alapvetően rövid lejáratú, *nettó* adósságtömegével.³

Mivel nem vizsgáldták a szűkre szabott hivatalos kormányzati számlákon túl, a mexikói, a cseh és az ázsiai krízis számos megfigyelője *ipso facto* arról tudósított, hogy a költségvetési politika a válság kitörésében legfeljebb elenyésző szerepet játszott.⁴ Ez az

¹ E várakozásokat részben a háború utáni magas inflációs időszak emléke táplálta. Az osztrák válság átfogó dokumentálását lásd *Schubert* [1991].

² A valutaválságot cikkünkben a rögzített árfolyamrendszer összeomlásával azonosítjuk, legyen az árfolyam fix vagy előre bejelentett módon csúszó, sávokkal operáló vagy sávok nélküli. Egy ilyen rendszerbe elvileg még egy szorosan menedzselte lebegtetés is belefér. Az *1. táblázatban* szereplő országok mindegyike nagyfokú nyitottságot mutat, azt a devizaforgalom és a tőkekorlátozás indexével mérve, a részletes magyarázatot lásd *Tamirisa* [1999].

³ Nem szabad elfeledkezni arról, hogy a tényleges költségvetési hiány nagyságára az érintett országok legtöbbjében a válságok előtti időszak trend feletti növekedése is hatott. Az ilyen időkben a ciklikusan kiigazított, más szóval strukturális deficit valószínűleg lényegesen nagyobb a tényszerűen mutatkozónál.

⁴ Lásd például *Sachs–Tornell–Velasco* [1996] a mexikói válságról. Ugyanők adathiány miatt az országokat összehasonlító vizsgálatukban sem használták a költségvetési egyensúly vagy államadósság adatait. *Begg* [1998] elutasította a költségvetés-politikát a cseh válság okai közül. *Radelet–Sachs* [1998] hasonlóképp figyelmen kívül hagyta az ázsiai válság lehetséges költségvetés-politikai tényezőit. A másik oldalon *Lane és szerzőtársai* [1999], valamint *Berg* [1999] felismerték azoknak az implicit kormányzati kötelezettségeknek a valószínű szerepét az ázsiai válságban, amelyek a pénzügyi intézményeknek nyújtott garanciákból fakadtak.

I. táblázat

A sebezhetőség egyes mutatói a válságok előtt^a
(más utalás hiányában a GDP százalékában)

Ország	Árfolyamrendszer		A devizaforgalom és a tőkekorlátozások indexe ^b	Hivatalosan kimutatott költségvetési egyenleg ^c	Bruttó államadósság		Kétes banki kintlevőségek (az összes kölcson százalékában)	Garanciák bevezetése a bankok kötelezettségeire
	a rögzítés módja	a rendszer és a feladásának időpontja			hivatalosan kimutatott	egyéb ^d		
Mexikó	csúszó	1994. december	0,21	-	38 ^f	2 ^{e,f}	9 ^f	%
Csehország	fix	1997. május	0,19	-2	11	16	29	%
Thaiföld	fix	1997. július	0,40	-1	4	30 ^h	19	igen
Indonézia	fix	1997. július	0,34	2	24	17 ^h	17	igen
Korea	fix	1997. október	0,40	-1	11	32 ^h	16	igen
Oroszország	csúszó	1998. augusztus	0,56	-8	46	...	4 ^f	%
Brazília	csúszó	1999. január	0,47	-8	56	...	11	
Ecuador	csúszó	1999. február	0,13	-6	83	...	9 ^f	igen ⁱ

^a A mutatószámok a fix vagy előre bejelentett csúszó árfolyamrendszer feladása előtti időszakra vonatkoznak (vagy az időpontot tartalmazó időszakra).

^b Az index értéke 0 és 1 között van: 0 a leginkább liberális, 1 a leginkább korlátozó rendszer indexe.

^c Tejjes államháztartásra vonatkozik.

^d A hivatalos kimutatásokban nem szereplő kötelezettségek, beleértve a feltételes kötelezettségeket, kivéve a társadalombiztosítási intézményekét.

^e Nettó adósság.

^f Jelentős mértékben alábecsült.

^g A bankszektor (beleértve a fejlesztési bankokat) jelentős része állami tulajdonban van.

^h A bankszektor konszolidációja (recapitalization) alapján becslés.

ⁱ Az off-shore letéteket is beleértve.

Forrás: EBRD, IBRD és IMF.

állítás azonban megkérdőjelezhető, ha az országok közötti összehasonlítást a sebezhetőségi mutatók szélesebb körére terjesztjük ki – meg ha ez számos mérési nehézséggel jár.⁵ Az itt bemutatott mérőszámokon túl, ha pontatlanul is, de érdemes megkísérelni az állami pénzügyi intézmények kvázifiskális tevékenységének, valamint a kormányzat által nyíltan vagy rejtetten vállalt kezességek nagyságának felmérését a válság előtti időszakban.

Mexikóban, Csehországban és Oroszországban a gyenge és állami befolyás alatt álló pénzügyi intézmények közvetítették a burkolt támogatásokat. E kvázifiskális tevékenységek – nagyrészt rövid távú kötelezettségek formájában – jelentős, *a mérlegekben nem szereplő* államháztartási hiánnyal és adóssággal jártak együtt, fokozva a valuta sebezhetőségét, az összeomlásnak téve ki az árfolyamrendszert. Tudniillik a válság közeledtével a befektetőknek egyre inkább szemet szűrt e kvázifiskális tevékenységek burjánzása, akkor is, ha a mutatókban nem is szerepeltek.⁶

Tudomásul kell venni, hogy bizonyos esetekben – különösképpen Ázsiában – a kvázifiskális egyensúlytalanságról és az állami kezességvállalásról nagyon csekély mennyiségű mértékadó adat van a válság előtti időszakban, és így egyértelműen nem lehet megbecsülni a fiskális politika válsághoz való hozzájárulását. Az is igaz, hogy a hiányzó adatok nem számszerűsíthetők teljesen kielégítően a bankkonszolidációk *ex post* állami költségeivel. Minimum annyi azonban kimondható, hogy a költségvetési politika erősítette a magánszektor (túlnyomórészt rövid távú) eladósodását. Határozott bizonyítékok nélkül is látható, hogy sok befektető hitt abban – bizonyos biztatás nyomán –, hogy az állam végül is helytáll a bajbajutottakért. (Lásd például: *Krugman* [1998]).

Valamennyi vizsgált, válság sújtotta országban – az egyetlen kivétel talán Brazília – a jórészt szabályozatlannak mondható bankrendszer közvetítésével először erőteljes tőkebeáramlás zajlott, majd jelentősen bővült a belföldi hitelek állománya, amely semlegesítette a későbbi tőkekivitel. Ahogy a valutatartalékok estek, kihívás érte a kormányzatot a túlértékelt valuta védelmére, és ördögi kör indult be. Bár első látásra talán nem nyilvánvaló, de az így felhalmozódó kétes kölcsönökre a gazdaság szereplői úgy tekintettek, mint amelyekre rejtett állami garancia érvényes, ami a bankrendszer megmentésére irányuló várakozásokat táplált. Ebben az értelemben – bár a válságban a bankrendszer gyengeségei önmagukban nem voltak költségvetési tényezők – úgy tekintettek rájuk, mint amelyek (a mögöttük álló implicit állami garanciák révén) fenntarthatatlan költségvetési helyzetet tükröznek. A jövőbeli költségvetési deficitekre való várakozás végül is önbeteljesítővé vált, amikor a hatóságok bejelentették az általános garanciák kiterjesztését a bankok betéteseire és hitelezőire. Mivel feltételezték az államról, hogy vállalja a végsőhitelező-szerepet,⁷ a tő-

⁵ A közszférának a statisztikákban nem szereplő adósságát a legtöbb esetben alábecsülik, és hasonlóképpen súlyosan alábecsült volt a kétes kinnlevőségek hányada a válság előtt Mexikóban, Oroszországban és Ecuadorban.

⁶ *Gil-Díaz-Carstens* [1997] tárgyalja, hogy Mexikóban a kormányzat befolyása alatt álló fejlesztési bankok központi szerepet játszottak a pénzügyi közvetítésben, és hozzájárultak a krízishez. *Polackova* [1999] becsléseket tartalmaz a Csehország állami bankjaival kapcsolatos kezességekről. Mexikó és a Csehország esetében a hozzávetőleges becslések azt mutatják, hogy a bankrendszerhez kapcsolódó kvázifiskális deficit a válság előtt minimum a GDP a 4-5 százalékára rúghatott. Oroszországban az állami tulajdonban levő Sberbank uralta a bankrendszert, ami módot nyújtott a kváziköltségvetési tevékenységek közvetítésére.

⁷ Ez a szerep természetesen félreértése volt a végső hitelező (vagy: utolsó menedék bankja) klasszikus szerepének, amely által a központi bank hitelét nyújt egy anonim hitelkérésre jó biztosíték ellenében és büntetőkamattal. Egyik feltétel sem állt fenn, amikor a kormányzat kihúzta a bajból a leggyengébb bankokat. Ugyanakkor érthető, hogy a bankok túlfutását látva, a hatóságok kényszerítőnek érezték, hogy teljes védelmet nyújtsanak a betéteseknek és hitelezőknek. Ilyen esetben azonban mindent meg kell tenni, hogy korlátot szabjanak az erkölcsi kockázatnak és a költségvetési kiadásoknak. Lásd *Baliño és szerzőtársai* [1999].

keinjekciókkal és a bankok kötelezettségeire nyújtott explicit garanciák kiterjesztésével az állami szektor rövid távú fizetőképessége kérdésessé vált, elősegítve a spekulatív támadást. Ebben az összefüggésben az implicit garanciák explicitté tétele az ázsiai országokban és Ecuadorban olyan eseménynek tekinthető, amely beindította és/vagy elmélyítette a válságot.

Az is elmondható, hogy ha a gazdaságpolitika inkonzisztens, és a fiskális politika nem fenntartható – legyen ez világos a költségvetési hiány és eladósodás hivatalos számaiból, vagy legyen rejtve a kvázifiskális tevékenységekben és feltételes kötelezettségekben –, továbbá a tartalékokban csökkenés következik be, akkor egy gyenge kormány rossz jelzései sietthetnek is a válságot. A homályos vagy ellentmondásos kormányzati kijelentések – egy-egy esetleges kedvezőtlen törvénnyel vagy jogi természetű döntéssel együtt – annak jelzésekként is értelmezhetők, hogy a vezetés nem kötelezi el magát a korrekcióra. Ez volt a helyzet Brazíliában 1998 végén és 1999 elején, ahol a makrostabilizációs program egyik intézkedésének törvényhozók általi visszautasítása, továbbá a szövetségi és a helyi hatóságok szembenállása a rögzített árfolyam feladásához vezetett.⁸

Általánosan fogalmazva: a legtöbb érintett országban a válság egyik fontos oka a költségvetés átláthatóságának hiánya volt. Az állam pénzügyei nemcsak a bankok megmentését tekintve voltak meglehetősen rejtettek. Nem volt átlátható a közszféra intézményeinek terjedelme sem, amihez a kvázifiskális tevékenységek burjánzásán és az implicit garanciákon túl az államháztartás elszámolási gyakorlatait is hozzáértjük. Néhány országban a bér- és nyugdíjfizetési hátralékok által leszorított pénzforgalmi deficitek egyszerűen elfedték az eredményszemléletű hiányt. Ilyen körülmények között bizonyosan hozzájárul a válsághoz az, ha a hivatalos valutatartalékok csökkenésének és a állami kötelezettségek felhalmozódásának korábban ismeretlen nagysága hirtelen kitudódik, és a kormányzat nem kötelezi el magát az ezekhez vezető inkonzisztens gazdaságpolitika korrekciójára.

Az elméleti keret

Az elméleti irodalom jó része a válságok két hulláma – először az 1960-as évektől az 1980-as évekig a fejlődő országokban, másodsor az 1990-es években az Európai Pénzügyi Rendszer (EMS) és a feltörekvő piacú gazdaságok országaiban jelentkező válságok – nyomán jött létre. A kutatás motivációja elsősorban a válságok előrejelzése és megelőzése volt. Egyúttal sikerült a fizetésimérleg-válságok kialakulásának átütő elméleti magyarázatában számottevő előrehaladást elérni. Az irodalom hasznos keretet ad a költségvetési okok elemzéséhez és költségvetési jellegű megoldások kimunkálásához is, de korlátozottan veszi tekintetbe a politikai gazdaságtani és az intézményi oldalt.

Az első generációs modellek a fiskális politika és az árfolyamrögzítés közötti, az árfolyamrendszer feladásához vezető inkonzisztenciákra világítanak rá. Egyszerűen elmondva: a nagy és monetizált költségvetési hiány a tartalékok fokozatos eséséhez vezet, ami a valuta elleni támadás esetén nullára zuhan (lásd *Krugman* [1979] elemzését). Az alapmodell nyitott a továbbfejlesztésre: például a tartalékcsökkenés semlegesítésének, a pénzkereslet alakulásának és az adósságból finanszírozott költségvetési hiány-

⁸ Nevezetesen a Kongresszus nem szavazta meg a tb-járlék tervezett emeléseit és a járulékköteletség kiterjesztését a közszolgálati nyugdíjrendszerhez tartozókra. Ezt követte, hogy néhány tartomány kormányzója elutasította a szövetségi állammal szemben fennálló adósságszolgálati kötelezettségeit.

nak a megjelenítésére (lásd *Calvo* [1997]). E megközelítés ezért nemcsak a válságok korábbi hullámának, hanem a jelenleginek az elemzésére is alkalmas, ami Oroszország, Brazília és Ecuador esetét illeti.

Az alapmodell ugyanis nemcsak a hivatalosan kimutatott költségvetési egyenleggel, hanem a kvázifiskális tevékenységekkel összefüggő egyensúlytalansággal vagy a garanciavállalások felhalmozódásából eredő jövőbeli hiányokkal is működtethető, különösen, ha az egyensúlyhiány monetizálására számítunk. Így a kormányzat nettó pénzügyieszköz-állománya – ideértve a feltételes eszközök és kötelezettségek különbségét is – a spekulatív támadások kulcsváltozójának tekinthető. Amikor a kormányzat nettó pozíciója nagymértékben a negatív irányba változik, az még inkább szükségszerűen vezet az árfolyamrögzítés feladásához, akárcsak a többi első generációs modellben.⁹

A második generációs modellekben a tőke nagymértékű – gyakran spekulációs buborék által vonzott – beáramlása fordul át a válság előtti időszakban kifelé áramlásba, ami alapulhat – de nem feltétlenül – a gazdaságpolitika inkonzisztenciáján. A valuta tényleges megtámadását a befektetők véleményének megfordulása, azaz a piaci várakozásoknak a jó egyensúlyból a rossz egyensúlyba való eltolódása (lásd például: *Obstfeld* [1994]) vonja maga után. Az első generációs modellekben feltételezett lineáris viselkedéssel szemben, amely szükségszerűen vezet a krízishez, ezek a többegyensúlyi modellek (*multiple-equilibrium models*) megengedik a gazdaságpolitika nem lineáris jellegű viselkedését.¹⁰ A vélemények kedvezőtlen megváltozását az inkonzisztens gazdaságpolitikai várakozások idézhetik elő, amely változás a kvázifiskális tevékenységekből és kezességvállalásokból következő költségvetési hiányból fakadhat, például a gyengélkedő bankok megmentését feltételezve.¹¹ Ez a magyarázat a vizsgált válságepizódok legtöbbszörre alkalmas, különösen az ázsiai válságra, amely – úgy tűnik – kívül marad az első generációs modellek működési körén.

Összegezve, a valuták sebezhetőségét nemcsak a nagy explicit avagy kimutatott költségvetési hiány fokozza, hanem ugyanígy hat annak észlelése is, hogy a költségvetés rejtetten nem fenntartható. Ezért támadás érheti a valutát, amikor a befektetők tudomására jut, hogy a kormányzat nettó kötelezettségei meghaladtak egy bizonyos küszöböt, vagy amikor a kormány a seigniorage lefölezéséről dönt, ahelyett hogy fiskális kiigazítást indítana útjára, hogy hosszabb időn keresztül (intertemporal) is a költségvetési korláton belül maradjon. Az események sorában a válság kiváltó oka az a jelzés, hogy a kormány az árfolyam feladásával fogja megoldani a gazdaságpolitika inkonzisztenciáját, ahelyett hogy megfékezne az államháztartás egyensúlytalanságát.

A jelzésadások szerepe

Az első generációs modellek szellemében a valutaválság megelőzésének ortodox receptje a felgyorsított, szigorú fiskális kiigazítás, amely az államháztartás egészét felöleli (beleértve az elkülönített alapokat és kvázifiskális tevékenységeket), és elég

⁹ A modell céljára definiált nettó eszközök magukban foglalják a tartalékok és feltételes eszközök összegének és az államadósságnak a különbségét, valamint a magánbankok biztosítással rendelkező kötelezettségeit. E modell kifejlesztéséhez mint további ösztönzőt a kockázatos pénzügyi közvetítésre azonosította *Dooley* [1998] a pénzintézetek szabályozás alá nem tartozó betéteiből fakadó profit elkülönítését az offshore befektetésekre. Ehhez hasonló megközelítést tartalmaz: *Corsetti–Pesenti–Roubini* [1999].

¹⁰ Az állam politikájának elemzését, továbbá az első és második generációs modellek egyfajta összehasonlítását lásd *Flood–Marion* [1998].

¹¹ Ennek egy alkalmazását az ázsiai válságra lásd *Burnside–Eichenbaum–Rebelo* [1999].

erőteljes ahhoz, hogy korrigálja a gazdaságpolitika következetlenségeit.¹² Demokratikus, választásokon alapuló rendszerben azonban egyre nehezebb a rövid távú kiigazítási program megvalósítása. Ráadásul, ha politikailag megvalósítható lenne is, ez a recept nem kívánt ellenhatásokkal járhat. Egyrészt a felgyorsított kiigazítás gyakran túlzottan támaszkodik gyors bevételt jelentő, de torzító hatású adókra vagy a termelőberuházásokra szánt források megnyirbálására – különösen akkor, ha a fiskális rendszer merev.¹³ Másrészt még rosszabbul járhat a gazdaság, amikor a pénzforgalmi deficitet fizetési hátralékok felhalmozásával vagy általános bércsökkenéssel nyomják le, amely intézkedések a későbbiekben könnyen hoznak fordított előjelű változást, és ezáltal elmaradnak a szükséges strukturális reformok. Úgy összegezhethetjük a helyzetet, hogy az ilyen kiigazítás tartalma és sebessége valószínűleg prociklikus hatással jár, és felerősíti a válság előtti tőkekiáramlás kedvezőtlen következményeit a reálgazdaságban.¹⁴

A többegyensúlyi modell összefüggésrendszerében a befektetőknek a gazdaság fundamentumairól alkotott véleményét új információk, sokkok (ideértve külső hatások begyűrűzését is) és a gazdaságpolitikai irány változásáról szóló bejelentések formálják újra.¹⁵ Ennek megfelelően a jelzésadás egy elkövetkező fiskális kiigazításról kedvezően befolyásolhatja a mai várakozásokat. A fundamentumok jövőbeli korrekciójának várakozása előcsalhatja a befektetők kedvező reakcióit, amelyek mindaddig ki is tartanak, amíg a jelzést középtávon eléggé széles körű és konkrét strukturális reformintézkedések követik.

Hasznosnak bizonyul, ha a gazdaságpolitika időbeli következetességének megfelelően a jelzésadás két típusát különböztetjük meg. Az első típusban a kezdeti szigorúságnak (melyet lazulás követ) nincs hitele; a második típus ezzel ellentétben (miközben lehet, hogy kevésbé szigorú) kitartó és hiteles.¹⁶ Miközben a gazdaságpolitikai jelzésadás formális beillesztése a második generációs modellekbe meghaladja cikkünk kereteit, az érvelés oda vezet, hogy a csupán kezdeti szigor helyett a fiskális politikának kitartásra és hitelességre kell törekednie.

Brazília közelmúltja szolgál két példával az olyan költségvetés-politikai jelzésadásra, amelyek valutaválságot védtek ki, de az őket követő visszalépések végül is válsághoz vezettek. 1997 júliusában Braziliában korrekciós intézkedéscsomagot vezettek be, hogy kivédjék az ázsiai válság esetleges begyűrűzését. 1998 októberében pedig az orosz válság nyomán fellépő, még az előzőnél is kritikusabb helyzetben, a brazil hatóságok hároméves fiskális kiigazító programot indítottak el. A pénzpiacok mindkét esetben kedvezően fogadták a bejelentett intézkedéseket. A második csomag mögött azonban nem húzódtak meg kulcsfontosságú elköteleződések, bizonyos érdekcsoportok elengedhetetlen támogatása hiányzott hozzájuk, így a hitelesség eróziója csak sietette az 1999. januári krízist. Az utóbbi eset tiszta példája annak, hogy a gazdaságpolitikai bejelentéseket tettenek kell követniük.

¹² *Begg* [1998] például amellel érvel, hogy a cseh válság jelentős költségvetési többlettel megelőzhető lett volna.

¹³ Ez a helyzet az olyan országokban, ahol nagy arányt képviselnek a megcímkezett adóbevételek (Ecuador), vagy ahol az adóztatást jelentős mértékben a helyi kormányzat szintjére delegálták (Brazília).

¹⁴ A helyzet bizonyos értelemben hasonlít arra, hogy amikor az ütközés elkerülése érdekében az autó fékjére taposunk, legalább akkora bajt hozhatunk a jármű utasaira, mint maga a karambol.

¹⁵ A mérleg által korlátozott többegyensúlyi modell (*balance-sheet constrained multiple-equilibrium model*) egy újabb változatát elemezve *Krugman* [2000] úgy találta, hogy a költségvetési expanzió – különösen nagy-hitelező ország esetében – jó egyensúlyhoz vezethet; miközben a költségvetési megszorítás válsághoz vezet, ha azt nem kísérik a kormányzat bizalomépítő jelzései.

¹⁶ E megközelítés egy alkalmazását a monetáris politikára lásd *Drazen-Masson* [1994].

A hiteles költségvetés-politikai jelzésadás egyik fő hozadéka – részben azért, mert lélegeztételhez juttat –, hogy általában igényesebb közép-távú kiigazítást tesz lehetővé, valószínűen anticiklikus kimenetellel.¹⁷ Mivel nagyobb esélye van arra, hogy széles konszenzust teremtsen a strukturális reformokhoz, a kiigazítás valójában még expanziós is lehet. Másképpen megfogalmazva, a bérbefagyasztás, beruházáscsökkenés és más, a keresletet átmenetileg visszafogó intézkedések helyett a kiigazításnak tartósan ható reformintézkedésekből kell állnia. Ilyen a felesleges munkaerő elbocsátása a közszolgáltatból, az ártámogatásoknak célzott transzferekkel való kiváltása, vagy éppen az adóalap bővítése. Természetesen, ha szükséges, akkor a kiigazítás zászlajára kell tűzni a bankrendszer átalakítását is.¹⁸ Az ilyen reformlépések számos fejlődő és számos ipari országnak hoztak makrogazdasági stabilitást és növekedést.¹⁹

Az említett reformintézkedések egy közép-távú kiigazítási program keretein belül hozhatók meg. Nemcsak a valutaválság megelőzésére, hanem az ár- és árfolyam-stabilitás biztosítására is nagyobb lehetőséget nyújt azonban az, ha makroszintű fiskális szabályokat vezetnek be.²⁰ A költségvetési egyensúly követelménye vagy az államadósságnak szabott határok, ha hitelesen alkalmazzuk őket, valóban jelentős előnyökkel járnak. Ezek az előnyök megnyilvánulhatnak a kockázatikamat-felárak és így a kamatok csökkenésében, valamint a növekedés fellendülésében, ahogy azt részben például néhány jelentékeny mértékben eladósodott EU-tagország esetében tapasztalhattuk a Gazdasági és Monetáris Unióhoz (EMU) való konvergenciájuk során.

Nem meglepő ezért, hogy a közelmúltban néhány feltörekvő piacú gazdaságban ambiciózus fiskális szabályokat léptettek életbe. Argentína és Peru költségvetési egyensúlyi és kiadási korlátokat vezetett be, továbbá stabilizációs alapot hoztak létre a ciklikus ingadozás hatásainak mérséklésére. Brazíliában a hatóságok hasonló kiigazítással és kiadási korlátokkal, valamint adósságkorlátokkal élnek. A szabályok valamennyi esetben átlátható jelentési és elszámolási eljárásokat is tartalmaznak (lásd a Függelékét). Más országok (Chile, Kolumbia, India, Venezuela) számára is komoly megfontolás tárgya, hogy a jövőben ők is hasonló fiskális szabályokat alkalmazzanak. Végül, az Európai Unióba való felvétele érdekében több közép-kelet-európai ország kifejezte szándékát arra, hogy közelítse költségvetését az EMU államháztartási hiány, illetve adósság referenciaértékeihez, és idővel részt vegyen a Stabilitási és Növekedési Egyezményben.

Ahhoz, hogy a fiskális szabályok sikeresen működjenek, először gondosan ki kell tűzni a konvergenciapályát. A szabályoknak kellően rugalmasaknak kell lenniük a külső sokkok levezetéséhez, és kihágás esetén büntetniük kell (ami gyakran csak „presztízvesztéséget” jelent).²¹ Mindennél előbbre való azonban, hogy a szabályokat a lehe-

¹⁷ Ugyanakkor ez a módszer sem zárja ki az egyszerű vagy átmeneti intézkedéseket. Ilyen például a privatizációs bevételek felhasználása arra, hogy rövid távon enyhítsék a közszféra kölcsönös szükségleteit.

¹⁸ Nagyfokú óvatossággal kell azonban eljárni, ha megfelelő kockázati kamatok és korrekciós lépések nélkül emelik a bajba jutott bankok likviditását, és szélesítik garanciáit – mert el kell kerülni a morális kockázatot és egy esetleges költséges konszolidáció várakozását. Az ilyen konszolidációk csak bizonyos körülmények között igazolhatók „a túl nagy ahhoz, hogy elbukjon” doktrína optimális alkalmazásaiént (lásd *Frexias* [1999]).

¹⁹ Lásd például Dánia és Írország költségvetési konszolidációjának elemzését: *Giavazzi–Pagano* [1990], *Bertola–Drazen* [1993]. Az ipari országok egy nagyobb csoportjáról lásd *Alesina–Perotti* [1997]. Hasonló a tapasztalat a fejlődő és az átmeneti gazdaságokkal kapcsolatban is: Ghána és Törökország esete a korai 1980-as években, Chile az 1980-as évek közepe óta és Lengyelország az 1990-es évek elején.

²⁰ Ez összefér (mint ellenpont) *Mishkin–Savastano* [2000] nézetével, amely szerint a költségvetési fegyelem és az egészségesen működő bankrendszer alapvetők az inflációs célok végrehajtásához, illetve a kemény árfolyamrögzítéshez, ahogy azt például számos latin-amerikai ország gyakorlatában láthatjuk.

²¹ A fiskális szabályok hatékony bevezetéséhez elengedhetetlen jellemzők és feltételek tárgyalását lásd *Kopits–Symansky* [1998].

tő legátláthatóbb módon alkalmazzák, azaz korlátozzák az elszámolási „kreativitás” terét, valamint hogy átfogó és gyakori jelentéstételi kötelezettség legyen. A megkövetelt információknak tartalmazniuk kell a költségvetés sebezhetőségének mutatóit (ilyeneket fentebb számszerűsítettünk), a feltételes kötelezettségeknek a kockázattal kiigazított mérőszámát is beleértve.²²

Összegezve: a fiskális szabályokat a bankszférában, a társadalombiztosításban, az államháztartáson belüli költségvetési kapcsolatokban és az adózásban bevezetett strukturális reformok keretének kell felfognunk. Az összefüggés fordítottja, hogy ezek a reformlépések szükségképpen megkönnyítik a fiskális szabályok betartását.²³ Egy ilyen szabály hitele és így alkalmassága a válság megelőzésére végső soron a reformterületeken való előrehaladáson múlik. Tény, hogy a pénzügyi piacok egyre alaposabban követik nyomon, monitorozzák a reformokat, hogy megtanulnak az országok között azok saját teljesítménye szerint különbséget tenni, és arra támaszkodni a feltörekvő piaccgazdaságokról kialakított kollektív vélemény helyett.²⁴

Összefoglalás és következtetések

A fiskális politika és az árfolyamrendszer közötti inkonzisztencia a szabályozatlan pénzügyi rendszerű nyitott gazdaságokat – amint azt az 1990-es években számos jól ismert eset illusztrálja – sebezhetővé teszi fizetésimérleg-válságokkal szemben. Az államháztartás nagy méretű *explicit* hiányát és alapvetően rövid távú eladósodottságot mutató esetek (Oroszország, Brazília, Ecuador) mellett, a sebezhetőség éppolyan valóságos olyankor is, amikor az *implicit* hiányt a pénzügyi piacok fenntarthatatlannak ítélik (Mexikó, Csehország, Thaiföld, Indonézia, Dél-Korea).

Miközben az úgynevezett első generációs modellek inkább alkalmasak a nagymértékű *kimutatott* költségvetési hiány melletti válságok magyarázatára, a második generációs modellek azokra az esetekre is jók, ahol a válságot az indította meg, hogy megváltoztak a befektetői *nézetek* a költségvetési politika fenntarthatóságáról. Következésképpen, a valutaválság megelőzhető, ha a kormányzat átütő jelzéssel szolgál arról, hogy ütemes fiskális kiigazítást hajt végre, amelyhez komoly strukturális reform járul – lehetőleg széles társadalmi konszenzussal mögötte. E kezelésmód előnyei a következetességhez és tartóssághoz kapcsolódnak, miközben a szigorú és felgyorsított kiigazításnak politikai korlátai lehetnek, emellett valószínűleg prociklikus és megfordítható.

A fiskális politikai jelzésadás csak akkor hatásos a krízis megelőzésére vagy a bizalom helyreállítására a krízis után, ha hiteles tud lenni. A hitelességet pedig az alapvető strukturálisreform-intézkedések következetes végrehajtásával lehet elérni (ha ez szükséges, beleértve a bankrendszer átalakítását is). Különösen fontos ilyen intézkedéseket alkalmazni fiskális szabályok (mint jelzésadás) kereten belül. Ilyeneket vezetett be nemrég –

²² Az államháztartás fennálló adósságának szintje és összetétele, az összes kötelezettség és kezesség értéke mellett különösen fontos a társadalombiztosítási intézmények nettó kötelezettségeinek jelenértéke (lásd *Kopits–Craig* [1998], valamint *Schick* [1999]). A kezességeket súlyozni kell a kockázattal, nagyon hasonlóan ahhoz, ahogy a kereskedelmi bankok tőkeemfelelési mutatóinak bizonyos alkotóelemeit a Bázeli Bizottság előírásában.

²³ Hasonló felvetés, hogy nehéz elképzelni, hogyan is fogja betartani az EMU néhány tagja a költségvetési referenciaértékeket a jövőben, ha nem hajt végre alapvető reformokat az állami nyugdíjrendszerben és egészségügyben.

²⁴ A nemzetközi kereskedelmi bankok a rövid távú makrogazdasági és pénzügyi fejlemények mellett egyre gondosabban figyelik a strukturális reformokhoz tartozó történéseket is.

a költségvetés átláthatóságának követelményeivel együtt – néhány feltörekvő piacú gazdaság (Argentína, Brazília, Peru). Az államháztartás egyensúlyára és eladósodottságára vonatkozó szabályok valóban hatásos eszközei lehetnek a sebezhetőség csökkentésének vagy megszüntetésének ezekben a – tőkemozgásra nyitott – országokban. Az ilyen szabályok betartása – a kormányzati intézmények, a gazdaságpolitika és az elszámolási rendszer nagyfokú átláthatóságával párosulva – egy idő után stabilitást és növekedést biztosít. Végezetül megjegyezzük, hogy jól működő fiskális szabályok, ha azokat a gyakorlat már igazolta, eredményesen válthatják fel a rögzített árfolyamrendszert.

Hivatkozások

- ALESINA, A.–PEROTTI, R. [1997]: Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects. IMF Staff Papers, Vol. 44, június, 210–248. o.
- BALIÑO, J. T.–ENOCH, C.–GULDE, A. M.–LINDGREN, C. J.–QUINTYN, M.–TEO, L. [1999]: Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia. IMF Occasional Paper, 188, IMF, Washington.
- BEGG, D. [1998]: Pegging Out: Lessons from the Czech Exchange Rate Crisis. Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, 1956, szeptember, London.
- BERG, A. [1999]: The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes. Kiadatlan kézirat.
- BERTOLA, G.–DRAZEN, A. [1993]: Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the Effects of Fiscal Austerity. American Economic Review, Vol. 83, március, 11–26. o.
- BURNSIDE, C.–EICHENBAUM, M.–REBELO, S. [1999]: Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis. Policy Research Working Paper, 2174, World Bank, Washington.
- CALVO, G. [1997]: The Unforgiving Market and the Tequilazo. Megjelent: *Fanelli, J. M.–Medhora, R.* (szerk.): Financial Reform in Developing Countries. Macmillan, New York.
- CORSETTI, G.–PESENTI, P.–ROUBINI, N. [1999]: Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis. European Economic Review, Vol. 43, június, 1211–1236. o.
- DOOLEY, M. P. [1998]: A Model of Crises in Emerging Markets. International Finance Discussion Paper, 630, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- DRAZEN, A.–MASSON, P. R. [1994]: Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers. Quarterly Journal of Economics, 735–754. o.
- FLOOD, R. P.–MARION, N. P. [1998]: Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. NBER Working Paper, 6380, január, Cambridge, MA.
- FREIXAS, X. [1999]: Optimal Bailout Policy, Conditionality, and Constructive Ambiguity. Kiadatlan kézirat.
- GIAVAZZI, F.–PAGANO, M. [1990]: Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of two Small European Countries. NBER Macroeconomics Annual, 1990. MIT Press, Cambridge, MA.
- GIL-DÍAZ, F.–CARSTENS, A. [1997]: Pride and Prejudice: The Economics Profession and Mexico's Financial Crisis. Megjelent: *Edwards, S.–Naim, M.* (szerk.): Mexico 1994: Anatomy of an Emerging-Market Crash. Carnegie Endowment for International Peace, Washington.
- KOPITS, G.–CRAIG, J. [1998]: Transparency in Government Operations. IMF Occasional Paper, 158, IMF, Washington.
- KOPITS, G.–SYMANSKY, S. [1998]: Fiscal Policy Rules. IMF Occasional Paper 162 IMF, Washington.
- KRUGMAN, P. [1979]: A Model of Balance-of-Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, augusztus, 311–325. o.
- KRUGMAN, P. [1998]: What Happened to Asia? Kiadatlan kézirat, január.
- KRUGMAN, P. [2000]: Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis. Kiadatlan kézirat, február.
- LANE, T.–GHOSH, A.–HAMANN, J.–PHILLIPS, S.–SCHULTZE-GATTAS, M.–TSIKATA, T. [1999]: IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment, IMF Occasional Paper, 178, IMF, Washington.
- MISHKIN, F.S.–SAVASTANO, M. A. [2000]: Monetary Policy Strategies for Latin America. NBER Working Paper, 7617, március, Cambridge, MA.
- OBSTFELD, M. [1994]: The Logic of Currency Crises. NBER Working Paper, 4640, Cambridge, MA.
- POLACKOVA, H. [1999]: Dealing with Contingent Liabilities in the Czech Republic. Kiadatlan kézirat.

- RADELET, S.–SACHS, J. [1998]: The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Brookings Papers on Economic Activity, Washington, 1–87. o.
- SACHS, J.–TORNELL, A.–VELASCO, A. [1996]: Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. Brookings Papers on Economic Activity, Washington, 147–215. o.
- SCHUBERT, A. [1991]: The Credit-Anstalt Crisis of 1931. Cambridge University Press, Cambridge.
- SCHICK, A. [1999]: Budgeting for Fiscal Risks. Kiadatlan kézirat, szeptember.
- TAMIRISA, N. T. [1999]: Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade. IMF Staff Papers, Vol. 46. március, 69–88. o.

Függelék

Fiskális szabályok Argentínában, Brazíliában és Peruban

Argentínában az 1999 szeptemberében elfogadott költségvetési fizetőképesség törvénye (*Ley de Solvencia Fiscal*) szerint a szövetségi kormány köteles:

- a) hároméves konvergencia időszaka után, 2003-tól kezdve, összegyensúlyban tartani a költségvetést;
- b) az elsődleges kiadások reálnövekedési ütemét a GDP reálnövekedési ütemén belül – illetve a reál GDP csökkenése esetén nullán – tartani.

Annak érdekében, hogy mérsékeljék a gazdasági ciklus hatását a költségvetésre, a törvény stabilizációs alapot létesít, amelynek bevétele a privatizációs bevételekből és az esetleges többletek megcímkézett részéből származik, és amelyből a gazdasági ciklus lefele menő ágában lehet összegeket lehívni. Ha az alap a GDP 3 százalékánál nagyobb összeget halmoz fel, a többletet a külföldi adósság törlesztésére, beruházásra vagy szociális kiadásokra lehet fordítani. A tartományi kormányzatok nem tartoznak a törvény hatálya alá. Ajánlott azonban számukra is hasonló fiskális szabályok bevezetése, amelynek néhány tartomány már eleget tett, mások jelenleg mérlegelik ezt.

Peruban a fiskális elővigyázatosságnak és átláthatóságnak törvénye (*Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal*) 1999 decembere óta van érvényben. A törvény általános elvként szögezi le, hogy a kormánynak középtávon kiegyensúlyozott vagy többlettel járó pozíciókat kell tartania költségvetésében. A törvény gyakorlatilag a teljes államháztartást felöleli, maguk a szabályok nagyon hasonlítanak az argentin törvény szabályaihoz. Nevezetesen kötelezi a hatóságokat, hogy

- a) a GDP 1 százalékának határai között tartsák az összegyenleget és
- b) az elsődleges kiadások éves növekedési ütemét ne emeljék 2 százalékpontnál nagyobb mértékben az éves inflációs ráta fölé. Szükségállapot vagy nemzetközi válság esetén a szabályok felfüggeszthetők; a GDP csökkenése esetén a hiány a GDP 2 százalékáig emelkedhet.

Ez a törvény is tartalmaz stabilizációs alapot, amelyet a bevételi többletek és a privatizációs bevételek meghatározott hányadából képeznek, és igénybevételére ciklikus visszaesés esetén van mód. A GDP 3 százalékát meghaladó nettó felhalmozás az államadósság visszafizetésére fordítható.

Brazíliában a 2000 májusában (2001-es hatályba lépéssel) meghozott fiskális felelősség törvénye (*Lei de Responsabilidade Fiscal*) kötelezi a szövetségi kormányt, a tartományok kormányait és a helyi önkormányzatokat, hogy

- a) a folyó egyenleget egyensúlyban tartsák;
- b) a személyi kifizetéseket, beleértve a nyugdíjakat is, a nettó folyó bevétel 60 százaléka (a szövetségi kormány esetében 50 százaléka) alatt tartsák (a nettó folyó bevétel a bruttó bevételek transzferektől és egyszeri bevételektől megtisztított összege) és

c) adósságuk és a nettó folyó bevétel hányadát középtávon az államelnök által kitűzött határ alatt tartásuk. A törvény ezen kívül részletes szabályokat tartalmaz a váratlan kiadások és az adókedvezmények kezelésére, a garanciák nyújtására és az állami nyugdíjak emelkedésének finanszírozására.

Mindhárom ország törvénye átláthatósági követelményeket is tartalmaz. *Ex ante* követelmények vannak a költségvetési célok publikálására a hároméves költségvetési irányelveken belül, *ex post* követelmények pedig a költségvetés végrehajtásával kapcsolatos információk átfogó és kellő időben történő nyilvánosságra hozatalára, valamint a fiskális szabályoknak való megfelelés értékelésére. Az utólagos információk jellege szoros összefüggésben van az úgynevezett általánosan elfogadott elszámolási elvekkel. A fiskális szabályoknak való megfelelés és a költségvetéssel kapcsolatos jelentések a törvényhozás felügyelete és elbírálása alatt állnak. Argentínában a nemzeti számvevőszék segíti ebben a kongresszust, Brazíliában pedig a számvevő bíróság és az államügyész hivatal. Brazíliában külön törvény ír elő szankciókat a fiskális felelősség törvénye megsértésének eseteire.