

EURÓPAI UNIÓ

Írország és a Gazdasági és Pénzügyi Unió

BARCZA GYÖRGY

*Írországban 1994 óta rendkívül magas a növekedés üteme, ami számos külső és belső tényező együttes, igen kedvező hatásának tulajdonítható. Ennek eredményeképpen Írország alig egy évtized alatt az Európai Unió kevésbé fejlett országából átlagon felüli fejlettségűvé vált, bizonyítva, hogy az utolérési folyamatnak nem szükséges 20-30 évig eltartania. A Gazdasági és Pénzügyi Unió (EMU) elindulása és a közös monetáris politika azonban – úgy tűnik – nem a legmegfelelőbb monetáris környezet az euróövezet átlagát többszörösen meghaladó ütemben növekvő kis, nyitott gazdaság számára. Tanulságos, hogy az EMU-tagság nem jelent automatikusan alacsony inflációt, sőt Írországban a valutaunió elindulását követő másfél év alatt régóta nem tapasztalt szintre szökött fel a fogyasztóiár-index. Az infláció emelkedése számos veszélyt rejt magában az egyedülállóan nyitott Írország számára, az ország igényeitől eltérő monetáris kondíciók okozta feszültségek miatt. A negatív reálkamatláb a belső, az euró és ezzel együtt az ír font leértékelődése pedig a külső kereslet növekedésén keresztül a gazdaság túlfűtöttségét idézte elő. Önálló monetáris politika hiányában a fiskális politikára hárulna a kereslet visszafogása, azaz a gazdaság „hűtése”. Társadalmi feszültségek, politikai okok és a korábbi döntések következményeként azonban a kormány csak igen korlátozott mozgástérrel rendelkezik ezen a területen. Jelenleg még nem látható, hogy milyen következményekkel számolhatunk hosszabb távon, de mivel a magyar GDP növekedése szintén jelentősen meghaladja az EMU-tagországok átlagát, érdemes figyelembe venni, hogy a korai EMU-tagság kockázatokkal is jár. Emellett, az adósságkezelés szempontjából figyelemre méltó az ír példa. Az adósságkezelő kihasználta a dinamikus GDP-bővülés és az ennek nyomán csökkenő adósságráta által biztosított lehetőséget, azt, hogy állampapírok cseréjével likvidebb, az euróövezet meghatározó országaihoz (Németország, Franciaország és Olaszország) képest is vonzó állampapírpiac alakuljon ki.**

Miközben az ír gazdasági csoda folytatódik, a Gazdasági és Pénzügyi Unió közös monetáris politikája által diktált alacsony kamatszint nem teremt megfelelő környezetet a túlhevülés jeleit mutató gazdaság számára. Az alacsony munkanélküliség és az ingatlanárak gyors emelkedése arra utal, hogy a rekordütemben növekvő gazdaság tartalékai kimerülőben vannak. Az euró leértékelődése keltette exportkereslet hatására a gazdasági növekedés azonban nemhogy lassulna, de a 10 százalékot meghaladó 2000. évi növekedés közel 2 százalékpontos gyorsulást jelent 1999-hez képest. A túlkereslet hatására egy év alatt 1,4 százalékról 6 százalék fölé emelkedett az infláció, a monetáris unió egységes kamatszintje miatt a reálkamat így negatívvá vált. A magas infláció miatt a szakszerve-

* A tanulmány része az ÁKK eurókonvergenciával foglalkozó stratégiai anyagának.

Barcza György, az Államadósság Kezelő Központ munkatársa.

zetek új bértárgyalásokat sürgettek, ez pedig az ár-bér spirál beindulásának veszélyével fenyeget.

A következőkben áttekintést adunk a növekedés hátterében álló okokról és foglalkozunk az országot az EMU-csatlakozásra felkészítő költségvetési és monetáris politikával. Később külön tárgyaljuk a magas infláció, valamint a gazdaság túlfűtöttségének okait és következményeit, illetve a közös monetáris politika negatív hatásait. A cikk végezetül bemutatja azokat a lépéseket, amelyek elősegítették az ír állampapírok versenyképességének megőrzését 1999 után is.

Az ír gazdasági csoda háttere

A 2000. év már a hetedik olyan év volt, amelyben az ír gazdaság 10 százalék közeli mértékben növekedett. Az 1994 óta tartó gazdasági csoda előtt azonban Írország helyzete közel sem volt irigylésre méltó. A 70-es, 80-as években a későbbi „kelta tigris” még Európa hátsó udvarának periferikus fejlődési pályáján mozgó tagja volt, fejlettsége az akkori EU-átlagnak mindössze 60-70 százalékát érte el. Az először 1962-ben kérelmezett, de csak 1973-ban végrehajtott EGK-csatlakozás önmagában még nem hozott megoldást az egyensúlytalansági problémákkal és a folyamatos kivándorlás ellenére magas munkanélküliséggel küzdő ország számára, pedig az állam gazdaságfejlesztési stratégiája már a 60-as évektől az export ösztönzésére koncentrált. A 90-es évekig tartó periferikus fejlődés egyik oka az volt, hogy a külföldi vállalatok betelepülése duális gazdaság-szerkezetet hozott létre: importnyersanyagra és olcsó munkaerőre épülő, termelékeny, de külföldi tulajdonú, valamint fejletlen, belföldi felhasználásra termelő hazai vállalatok működtek egymás mellett.

A periferikus fejlődés eredményeképpen a gazdaság a 80-as évek elején még komoly egyensúlytalansági problémákkal küzdött. A 17 százalék körüli munkanélküliségi ráta, a GDP 7 százalékát kitevő folyó fizetésimérleg-hiány, a 12 százalékra rugó költségvetési deficit, a magas infláció és a 118 százalékos adósságráta nem egy mintaországtól elvárt képet tükrözött.

1. táblázat

A főbb makrogazdasági mutatók alakulása

	1981–1986	1987–1993	1994–1998	1999	2000	2001
Reál GDP-növekedés (százalék)	2,1	4,8	9,2	10,8	7,5*	6,9**
– a nettó export növekedése (százalék)				25,7	23,2	10,7*
– a nettó export részesedése a GNP-ből (százalék)				30,3	32*	31*
Fogyasztóiár-index (százalék, éves átlag)	10,8	2,9	2,1	1,6	5,6	4,5*
Munkanélküliségi ráta (százalék)	13,8	15,2	11,4	5,5	4,3	3,8*
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)	–7,5	0,5	2,9	0,8	–0,3*	–1,3*
Államháztartás egyenlege (a GDP százalékában)	–12,5	–3,9	–0,2	2,0	4,5	4,3*
Államadósság/GDP			74,1	52,4	42**	36,1**

*A Központi Bank előrejelzése.

**IMF-becslés.

Forrás: NTMA [2001], OECD [1999], IMF [2000], Central Bank of Ireland [2001].

A fejlődés csak az 1987-es Nemzeti Felemelkedési Program hatására indult be, felgyorsulása pedig az 1993-as leértékeléshez köthető. A rövid idő alatt végbement látványos utolérési folyamat 1998-ra Írország fejlettségét az EU átlagának 115 százalékára emelte. A felzárkózás ráadásul alacsony (1-2 százalékos) infláció, csökkenő munkanélküliségi ráta, szufficites folyó fizetésimérleg- és költségvetési egyenleg kíséretében ment végbe. Az 1. táblázat foglalja össze a főbb makrogazdasági mutatók alakulását.

Jól képzett munkaerő

A hosszú távon is fenntartható fejlődéshez nélkülözhetetlen a jól képzett és folyamatosan rendelkezésre álló munkaerő. A munkaerő-kínálat bővülése mögött több tényező áll, ezek közül a legfontosabb a 70-es évek „baby boom”-jának felnövekvő generációja, a munkaképes korúak nagyobb aránya és a bevándorlás. Írország népessége tíz év alatt összesen 6,7 százalékkal nőtt (1999 áprilisában 3 744 700 fő volt), a foglalkoztatottak száma pedig még jelentősebben, 29 százalékkal növekedett ebben az időszakban. A foglalkoztatottak népességet meghaladó növekedése következtében a munkanélküliségi ráta az 1988. áprilisi 16,3 százalékos csúcsról 2000 márciusára 4,7 százalékra esett. Emellett folyamatosan, átlagosan évi 3,5-4 százalékkal javult a termelékenység, elsősorban a mezőgazdaság foglalkoztatásban betöltött szerepének csökkenése miatt. A primer szektorban dolgozók aránya 40 százalékról (1960) napjainkra 8 százalékra mérséklődött.

Sikeres kormányzati gazdaságfejlesztés és az EU-támogatások szerepe

Az iparpolitika a külföldiek írországi beruházásaira, valamint a feldolgozóipar fejlesztésére koncentrált, és sikerült a gyorsan növekvő, exportorientált ágazatokat kiépítenie. Ennek legfőbb eszköze a kedvezményes társasági nyereségadó volt. Az alacsony, mindössze 10 százalékos nyereségadót a kiemelt szektorokban tevékenykedő vállalatok az 1973-as EU-tagság óta igényelhetik és a többi tagország heves tiltakozása ellenére 30 évig sikerült fenntartani (12,5 százalékra történő emelésére csak 2003-ban kerül sor). Az iparnál kevésbé dinamikusan növekvő infrastruktúra mára a további fejlődés egyik legfőbb korlátja. Fejlesztésére átfogó gazdaságfejlesztési tervet (National Development Plan) dolgoztak ki, ami 2000–2006 között a közkiadások, az EU-támogatások és a magánkezdeményezések összehangolása révén 51,5 milliárd euró értékű beruházást irányzott elő.

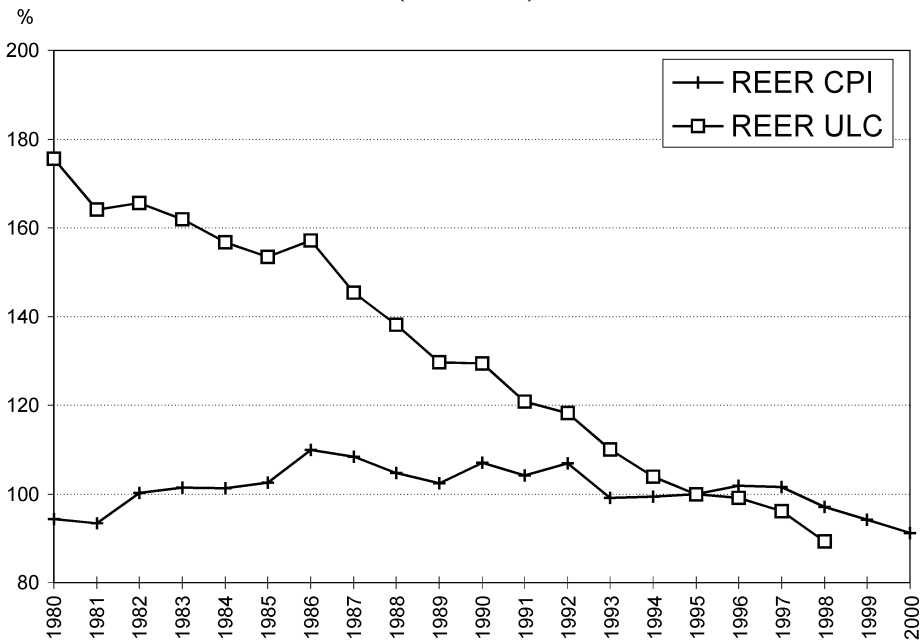
Csökkent a szerepe a korábban jelentős forrást biztosító Kohéziós Alapnak, amelyet az EU-tagállamok átlagos fejlettségi szintjének 90 százalékát el nem érő országok igényelhetnek. Ebből az alaptól az EU – tekintve Írország elért fejlettségét – 2003 után várhatóan már nem folyósít többé. A Közösségi Támogatási Keretből származó összes forrást a GDP 5 százalékára becsülik (OECD 1999, 17. o.), ami a közvetlen keresleti hatáson túl az infrastruktúra és az oktatás fejlesztésével tompította a költségvetéskiadás-csökkenés káros következményeit.

A versenyképesség megőrzése érdekében még 1987-ben vezették be a Szociális Partnerség rendszerét (Social Partnership), ennek keretében a kormányzat és a szakszervezetek több évre előre megállapodnak a béremelkedésről. Az eddig végrehajtott négy megállapodás során sikerült a béremelkedést évi 2-3 százalékos, tehát a termelékenység javulásának szintje alatt tartani.

Az ír gazdaság az OECD-országok közül (Luxemburgot kivéve) a legnyitottabbnak számít, 1998-ban az import és az export együttesen a GDP 163 százalékát érte el. Hasonlóan Magyarországhoz, az ország versenyképessége az alacsony munkaerőköltségen alapul. Amint az 1. ábrából is látszik, a munkaerőköltség alapján számított reálárfolyam 10 év alatt közel 40 százalékkal értékelődött le. Ugyanezen időszak alatt a fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam is leértékelődést mutat, igaz, az 1993-as leértékelés és az 1999 óta bekövetkezett eurógyengülés hatását leszámítva inkább stabilnak nevezhető. A dinamikus (1990–1998 között átlagosan évi 32 százalékos) exportbővülést egyrészt a Nagy-Britanniával kötött szabad kereskedelmi megállapodás (1965) és az Egységes Európai Piac (Single European Market) megteremtése tette lehetővé, elindítója pedig az 1993 februárjában végrehajtott 10,5 százalékos leértékelés volt.

1. ábra

A reálárfolyam-mutatók alakulása
(1995 = 100)



Magyarázat: REER CPI= fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam,
REER ULC= munkaerőköltség alapján számított reálárfolyam.

Forrás: IMF (IFS), Bloomberg.

Közvetlen külföldi befektetések

A gyors ütemű gazdasági növekedés nem valósulhatott volna meg a külföldi tartós tőkebefektetések nélkül. A közvetlen működőtőke-áramlás alakulását mutatja be a 2. táblázat és a 2. ábra.

A 2. táblázat csak az OECD-országokból érkező közvetlen befektetéseket tartalmazza.

Az OECD-országokból érkező közvetlen befektetések összege

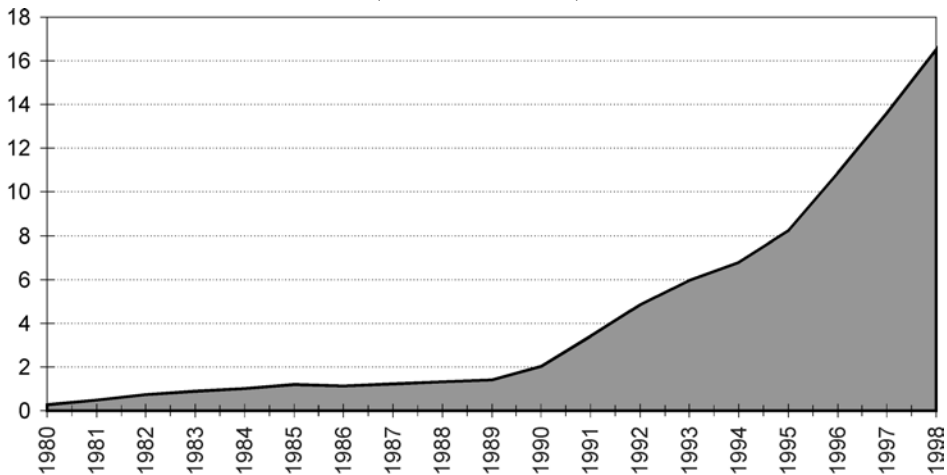
	1981–1985	1986–1990	1991–1997
Összege (millió dollár, átlagosan évente)	178	96	1124
Részesedés az összes OECD-tagországba érkező működőtőke-áramlásból (százalék)	0,48	0,06	0,66

Forrás: OECD [1999].

Az OECD az éves közvetlen tőkebeáramlást a GDP 2 százalékára becsüli. A külföldi közvetlen befektetések kétharmada az USA-ból érkezik, elsősorban zöldmezős beruházások, valamint a már meglévő vállalkozások fejlesztésének céljából (tehát nem vállaltfelvásárlás vagy összeolvadás miatt).

2. ábra

A kumulált közvetlen befektetések állománya 1980–1998 között
(Milliárd dollárban)



Forrás: IMF (IFS), Bloomberg.

A külföldi vállalatok a technológiai ágazatokban (elsősorban elektronika, számítástechnika), a gyógyszeriparban és az exportálható pénzügyi és vállalati szolgáltatásokban meghatározó jelentőségűek. A külföldi társaságok 1996-ra a feldolgozóiparban dolgozók 47 százalékát foglalkoztatták, a termelés 66 százalékát adták, az ipar exportjában pedig 84 százalékos részesedéssel bírtak.

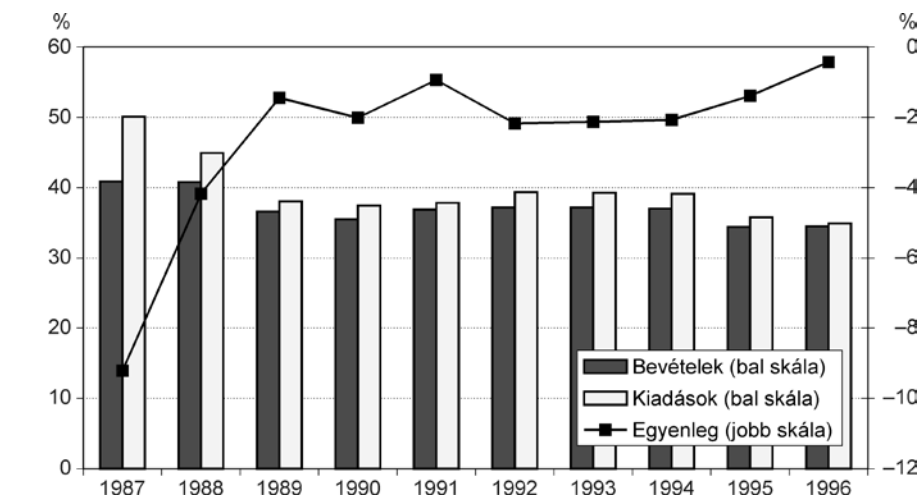
A külföldi érdekeltségnek természetesen nemcsak közvetlen hatásai voltak. A kormányzat külön programterv felállításával igyekezett segíteni a hazai és külföldi vállalkozások közötti beszállítói kapcsolatok erősítését. Az OECD [1999] országtanulmánya szerint azonban e kapcsolatban nem a félkész termékek gyártása és beszállítása, hanem a termeléshez szükséges kiegészítő szolgáltatások (pénzügyi, marketing) vásárlása a jelentős.

A fejlődés 1988-as beindulását megelőzte egy költségvetési kiigazítási program, ezért egyesek a folyamatot „expanzív költségvetési szűkítésnek” (expansionary fiscal restraint) nevezték el. Elméleti indoka az volt, hogy a költségvetési egyenleg javítása a jövőben várható adócsökkentés miatt a magánszektor kiadásainak a költségvetési kiadáscsökkenést meghaladó növekedésével járt, tehát összességében keresletösztönző hatást gyakorolt. Az OECD értékelése szerint azonban nem ez magyarázza a kettős javulást. Véleményük szerint a költségvetési politika prociklikus magatartása áll a háttérben, azaz a fiskális kiigazítás megelőzte a világgazdasági körülmények javulását, az általános kamatcsökkenési tendenciák bekövetkezését. A gazdasági növekedés pedig önmagában is a költségvetés javulását idézte elő.

A közös monetáris politika keretei között a költségvetés lenne az anticiklikus gazdaságpolitika legfőbb eszköze. Az elsődleges egyenleg növelésével csökkenthető lenne az összkereslet, ami pedig az inflációs nyomást fékezne. 2000-ben az államháztartás egyenlege várhatóan 3,7 százalékos GDP-arányos többletet mutat, az elsődleges egyenleg pedig elérheti a GDP 6 százalékát, tehát a számok első látásra költségvetési szigorot sejtetnek. Az IMF ugyanakkor rámutat, hogy a gazdasági ciklus hatásaitól megtisztított, kamatfizetés nélküli strukturális egyenleg nem változott 1996 óta. Véleménye szerint ezért a fiskális politika restriktív helyett inkább semlegesnek tekinthető. (Lásd a 3. ábrát.)

3. ábra

A konszolidált központi költségvetés főbb számainak alakulása a GDP százalékában

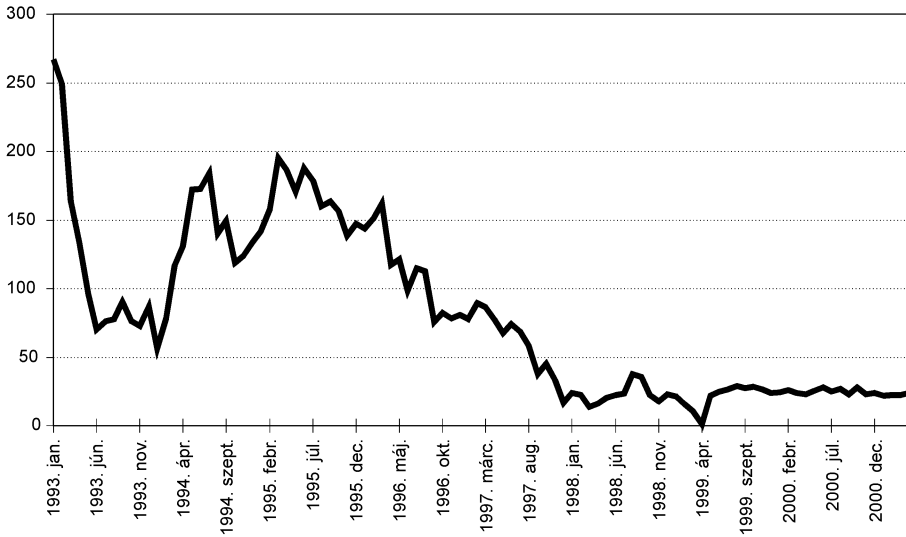


Forrás: IMF [2000].

Az 1999 előtti néhány évben a monetáris politika alapvető célja az EMU-tagság elnyerése volt. Az árfolyam-stabilitási és az inflációs kritériumnak való megfelelés nem okozott nehézséget a folyó fizetésimérleg-többlettel és az EU-országok pénzromlási ütemének átlaga alatti inflációs mutatóval rendelkező ország számára. A hosszú távú kamatok konvergenciája már 1997 decemberére véget ért (lásd a 4. ábrát). A német államkötvényekhez képest számított kamatfelár ekkorra a 10 éves futamidőn 21 bázispontra mérséklődött.

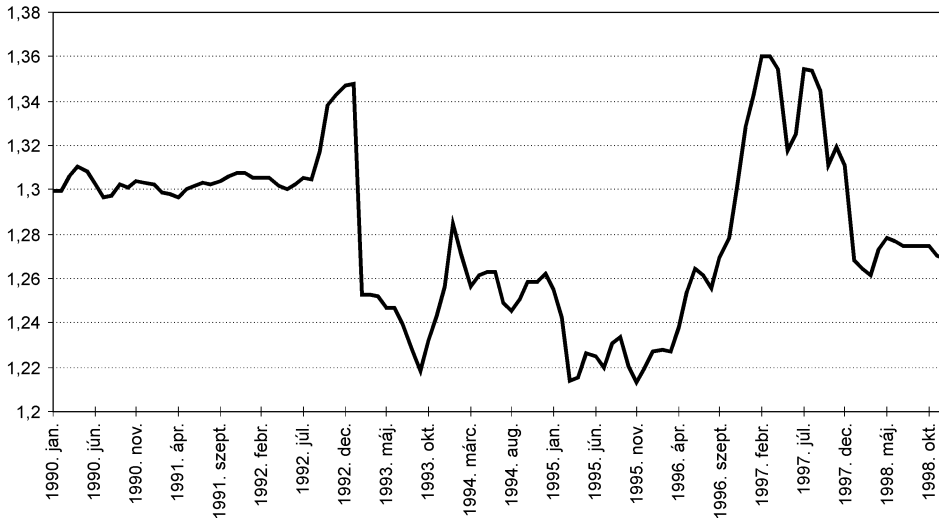
A 10 éves ír államkötvény-hozam felára a német államkötvény-hozamhoz képest

Bázispont



Forrás: Bloomberg, saját számítás.

Az ír font árfolyama ECU-ben (Font/ECU)



Forrás: Bloomberg.

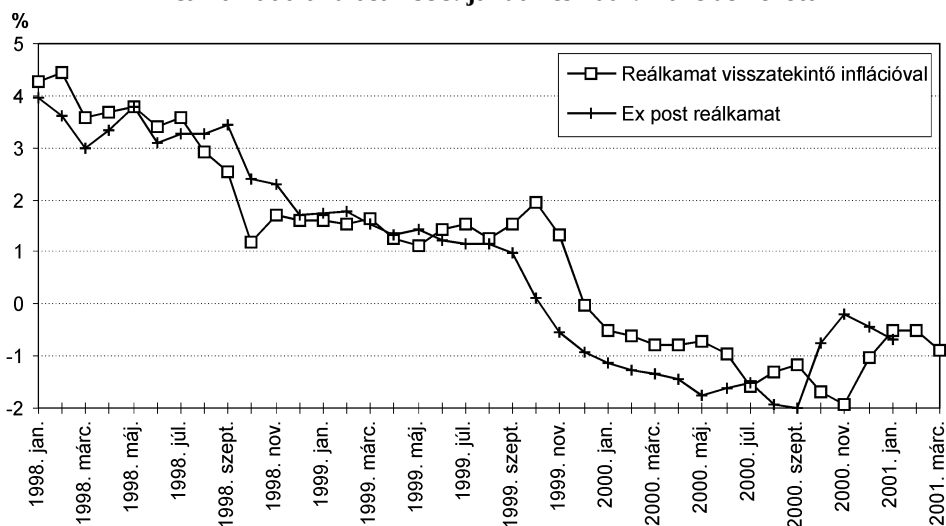
A csatlakozás előtti utolsó évben, tehát 1998-ban a monetáris politika számára az árfolyam- és kamatpolitika alakítása is kihívást jelentett. Az első problémát az ír font árfolyama jelentette. Az 1997 augusztusa óta emelkedő infláció és az ennek nyomán kialakult leértékelési várakozások miatt megvolt a veszélye, hogy 1998 hátralévő részében jelentős leértékelődés következik be, és így a konverziós ráta az egyensúlyinál leértékeltebb árfolyamon rögzül. A megoldást a középárfolyam kiigazítása jelentette, 1998. március 16-án az ír font középárfolyamát 3 százalékkal felértékeltek. A felértékelés következtében az ír font sávon belüli helyzete megváltozott, az ingadozási sáv erős oldaláról átkerült a gyenge oldalra. Az árfolyam közelebb került a gyenge oldali sáv-szélhez, ezzel pedig a sávon belüli lehetséges leértékelődés mértéke lecsökkent.

A döntés sikeresnek bizonyult, a leértékelődési várakozások gyorsan elcsendesedtek, és az év hátralévő részében nem következett be jelentős árfolyammozgás (lásd az 5. ábrát).

Az árfolyamkérdés rendezése után további megoldást igényelt a kamatsökkentés időzítése. A monetáris aggregátumok és a magánszektornak nyújtott hitelállomány gyors növekedése szigorú monetáris politikát igényelt, ezért a jegybank a csatlakozásig 3–5 százalékos reálkamatlábát tartott fenn, a kamatsökkentésre pedig a lehető legkésőbb – a résztvevők közül utolsóként – került sor (lásd a 6. ábrát).

6. ábra

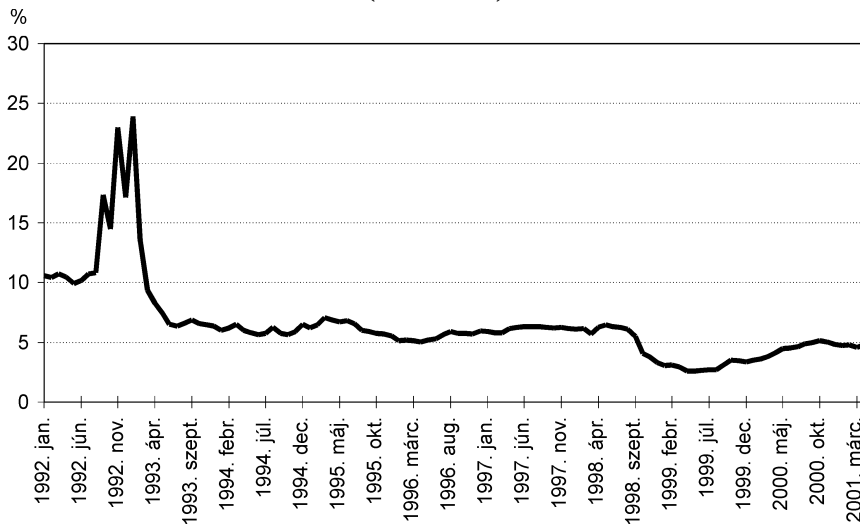
A reálkamat alakulása 1998. január és 2001. március között



Forrás: Bloomberg.

1998-ban, a csatlakozás előtti évben az aktív 1 hetes repokamat október 12-ig változatlanul 6,19 százalékon maradt, ekkor és november 9-én még egyszer 1,25 százalékpontos csökkentésre került sor. Utoljára pedig a többi EMU-tagország jegybankjával összehangolva december 4-én csökkentett kamatot a jegybank (ekkor a repokamatot 3 százalékra csökkentették). A jegybanki kamatlépésekkel összhangban a rövid távú piaci kamatok is csak 1998 októberétől mérséklődtek (lásd a 7. ábrát).

A három hónapos bankközi kamat alakulása (1992–2001)



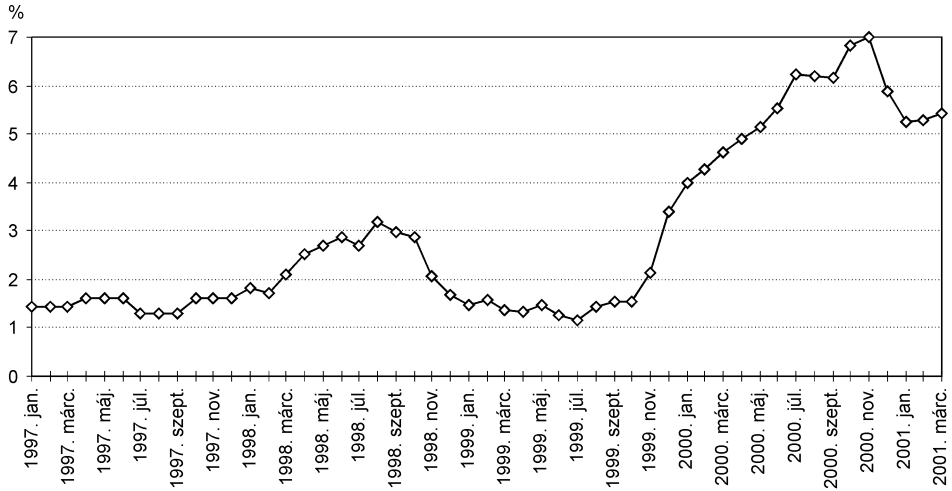
Forrás: Bloomberg.

Miután a jegybanki kamatok az euróövezet szintjére süllyedtek, az infláció emelkedése miatt a rövid futamidőn negatív reálkamatláb alakult ki. A monetáris politika fellazult, a hitelállomány növekedése felgyorsult. A magánszektorban nyújtott hitelállomány éves növekedése az 1998. decemberi 22,6 százalékról 2000 áprilisra 28,6 százalékra gyorsult. A negatív reálkamatot Írország euróövezeten belüli csekély súlya miatt az Európai Központi Bank nem tekinti különösebb problémának, a gazdaság túlfűtöttségének szempontjából azonban egyáltalán nem kedvező.

Áralakulás

Írországban az infláció 1993–1997 között az EU-átlag alatt volt. A többi EU-tagországnál tartósan alacsonyabb infláció elsősorban a nominál effektív (a külkereskedelem szerkezetének megfelelően súlyozott) árfolyam 1997-ig tartó felértékelődésének volt köszönhető. Az ír font 1997-ben bekövetkezett leértékelődése 1998 nyarán 3 százalék fölé emelte a 12 havi fogyasztóiár-indexet (amely ekkor 1,5 százalékponttal haladta meg az EU-átlagot), de ezt követően az EMU elindulásáig tartó árfolyam-felértékelődés és később a kamatsökkenés rövid távú következményeiként a 12 havi áremelkedés 1999 közepéig egészen 1,4 százalékig csökkent. 1999 júliusa óta azonban egyre erőteljesebb a pénzromlás, aminek következtében 2000 novemberére már 6,9 százalékra, tehát az euróövezet átlagának több mint háromszorosára gyorsult az éves áremelkedés üteme. Az infláció felpörgésének külső és belső okai is vannak. Egyrészt a már korábban is létező inflációs nyomás került a felszínre, másrészt az euró és vele együtt az ír font leértékelődése tovább növelte az ír termékek és szolgáltatások iránti külföldi keresletet. A beruházások árindexe 1997–1998-ban is 7 százalék fölötti mértékben nőtt (elsősorban az építési, szerelési költségek növekedése következtében), a közösségi fogyasztás árindexének emelkedése pedig meghaladta az 5 százalékot, így a GDP-deflátor már 1998-ban 4 százalékot ért el (lásd a 8. ábrát).

Az infláció alakulása 1997–2001 között
(Év/év)



Forrás: IMF (IFS), Bloomberg.

Az eurónak és vele együtt az ír fontnak a dollárhoz és az angol fonthoz viszonyított leértékelődése miatt az eurózónán kívülre irányuló export iránti kereslet tovább fokozódott. A megnövekedett külföldi keresletet a reálfelértékelődés csillapítaná, de az ír font rögzített árfolyama miatt ez nem következhet be az árfolyam nominális felértékelődésén, hanem csak a partnerországoknál magasabb infláción keresztül.

A pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából az infláció mellett további veszélyt jelent az ingatlanárak indokolatlan mértékű emelkedése. Az ingatlanok ára 1993–1999 között körülbelül megkétszereződött. A gyors áremelkedéshez szükség volt a felfokozott, „önbeteljesítő” várakozásokra is, ez pedig előrevetíti a korrekciót. 1999 elején az ingatlanárak éves növekedési üteme 30 százalékkal érte el csúcspontját, azóta mérséklődött, de az évi 18-20 százalékos körüli szint továbbra is kiemelkedően magas. Az IMF rámutat, hogy az Írországból végbement ingatlanpiaci „boom” felülmúlja a 90-es évek elején megfigyelt finn, angol, svéd és norvég fejleményeket, amelyeket minden esetben korrekció követett.

Az IMF – az Európai Központi Bank véleményével összhangban – ugyanakkor egy esetleges korrekciót nem tart veszélyesnek, tekintettel arra, hogy az ingatlanokhoz kapcsolódó hitelállomány nem jelentős (IMF, 2000, 17. o.). Kiemeli, hogy az ingatlanárak esetleges csökkenése a vagyonhatás miatt akár még kedvezően is hathat a fogyasztásra és így az összkeresletre is. Egyúttal felhívja a figyelmet, hogy a további áremelkedés a jelzálogkölcsönök felfutásával együtt (ez a negatív reálkamattal valószínű) már komolyan veszélyeztetheti a bankrendszert.

A gazdaságpolitika jelenlegi helyzete

Írországból – Magyarországhoz hasonlóan – a Pénzügyminisztérium mind az inflációt, mind a gazdasági növekedést alultervezte 2000-re. Az éves átlagos áremelkedésre a 3 százalékos, a GDP-növekedésre 7,4 százalékos tervezett értéket augusztusban 5,25 százalékra, illetve 10,5 százalékra módosította az ír Pénzügyminisztérium.

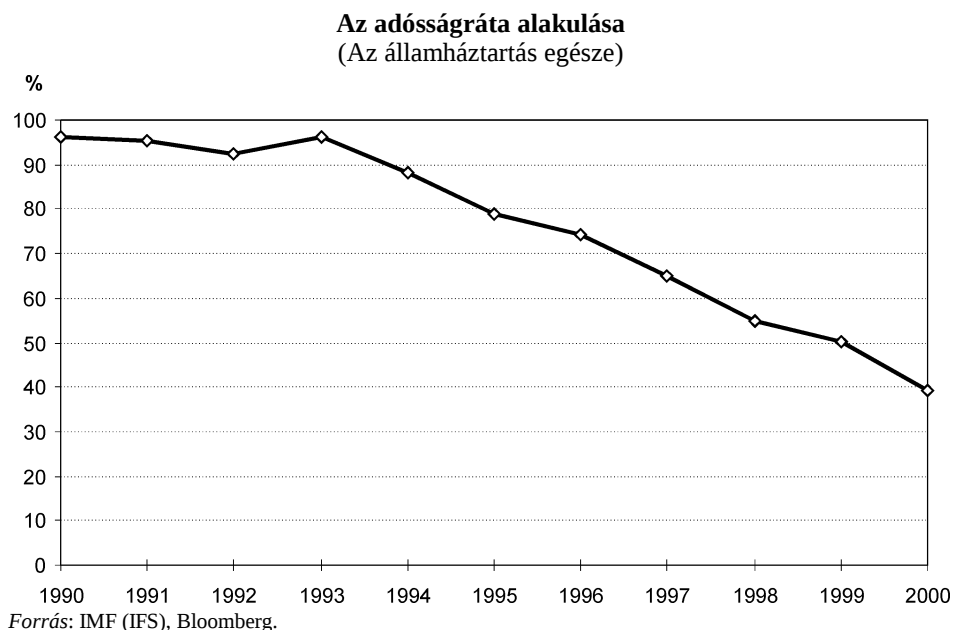
Az éves átlagos áremelkedés végül 5,6 százalék, a GDP pedig 10,75 százalék lett, a gazdaság túlfűtöttsége tehát nem mérséklődött. A kormány nehéz helyzetben van, a gazdaság hűtése a jövedelempolitika és az adópolitika lenne a legalkalmasabb, ezek azonban – mint látni fogjuk – nem éppen a kívánt keresletcsökkenés irányába hatnak.

Ma is, mint a felzárkózás időszakában a jövedelempolitika legfontosabb eszköze a már említett Szociális Partnerség intézménye. A 2000 márciusában lezajlott bértárgyalásokon elfogadott megállapodás 2001–2003 között évi 5,5 százalékos béremelést és az adócsökkentés révén további évi 2,5 százaléknyi reáljövedelem-növekedést tartalmaz. A megállapodást azonban a júliusi inflációs adat miatt máris kifogásolták a szakszervezeti vezetők, újratárgyalást és az ezzel járó további béremelést követelve.

A szakszervezetek álláspontját igazolta, hogy a kormány a tárgyalások idején valóban megígérte, hogy az infláció nem fog 5 százalék fölé emelkedni. A további béremelkedés ugyanakkor az ár-bér spirál beindulásának veszélyével és tartósan magas inflációval járhat. Ez a forgatókönyv a külső kereslet csökkenéséhez szükséges reálfelértékelődéssel is együtt járna, ami azonban a beruházások visszaesését és így munkanélküliséget okozna. Egyes vélemények szerint egy ilyen reálfelértékelődés körülbelül 2-3 évig tartó 10 százalék körüli ár- és béremelkedés esetén következne be (Minford, 2000).

A belföldi kereslet elszaladásának veszélyességét mutatja, hogy a korábban a gazdaság motorjának számító külföldi kereslet igen erőteljes és jövőbeli mérséklődésére az euró jelenlegi helyzetében nem számíthatnak. Mivel az export 22 százaléka Nagy-Britanniába, 14 százaléka pedig az USA-ba irányul, az euró leértékelődése csak fokozza a gazdaság túlfűtöttségét. Ezt támasztják alá a külkereskedelmi adatok is, 1999-ben az euróövezetbe irányuló export 3,4 százalékkal, míg az euróövezeten kívülre irányuló export volumene 21,3 százalékkal bővült.

9. ábra



Mindezek ellenére a jegybank 2000. nyári (júniusi adatokra épülő) jelentésében nem tekinti problémának a fogyasztóiár-index emelkedését. A jegybank átmeneti (a dohánytermékek és az alkoholos italok adóemeléséhez illetve az olajárhoz kapcsolódó) hatásoknak tulajdonította a gyorsulást, és 2001-re 3,9 százalékos átlagos áremelkedést várt. Ha az infláció lassulása nem folytatódik és tartósan 6 százalék körüli szinten marad – *Minford* szerint –, alapvetően két megoldás kínálkozik a kormány számára.

Átmeneti termékadó bevezetésével mérsékelni kell az ír termékek iránti keresletet. A már előirányzott adócsökkentési lépések és a kormányzat elleni támadások közepette ez igen valószínűtlen.

Az ír font átmenetileg kilép az euróövezetből, és az Egyesült Királyság csatlakozásáig, illetve az ír font egyensúlyi szintre történő felértékelődéséig kívül marad a valutaunióból. Ez ugyancsak valószínűtlen, hiszen ez a monetáris unióból való kilépést jelentené.

Az államadósság és kezelése

A bruttó államadósság és a GDP arányára vonatkozó konvergenciakövetelmény teljesítése nem okozott nehézséget, hiszen a növekedés és a költségvetési egyenleg együttesen kedvező alakulása miatt a mutató javulása minden várakozást felülmúlt (lásd a 9. ábrát).

Az ír adósságkezelő intézmény, a National Treasury Management Agency (NTMA) az euró bevezetésekor felkészülten várta az adósságkezelést érintő várható nehézségeket. Új szolgáltatások bevezetésével, illetve az állampapír-struktúra átalakításával igyekezett kivédeni az élesedő verseny és az adósságállomány méretéből eredő hátrányos következményeket. Mivel az ír állampapírpiacon részesedése a teljes euróövezeten belül körülbelül 1 százalék, az ír adósságkezelőnek is szembe kellett néznie a kis országok adósságkezelésének nehézségeivel. Egyrészt az árfolyamkockázat megszűnésével a belföldi megtakarítások a korábbinál nagyobb arányban külföldi befektetésekbe áramlanak, másrészt az egyes sorozatokból kibocsátott állomány a nagyobb adósságállománnyal rendelkező országok által kibocsátott állampapír-sorozatoknál kisebb, ezért az ír állampapírok likviditási szempontból kevésbé vonzóak a külföldi befektetők számára. Az alacsony piaci forgalom és az illikvid papírok miatt az adósságkezelő számára a kibocsátás drágább lesz annál, mintha ez a technikai probléma nem lenne. A megoldást az állampapírcsere jelentette, ami sem a kibocsátó, sem a vásárló számára nem jelentett veszteséget, hanem mindkét fél számára előnyökkel járt.

A korábban magas – 8-9 százalékos – kuponnal kibocsátott kötvényeket a Security Exchange Programme (SEP) keretében alacsonyabb kamatozású papírokkal cserélték le (lásd a 3. táblázatot). A kötvénycsere végrehajtását indokolta, hogy a magas kupon miatt a régebben kibocsátott állampapírok névértéküknél magasabb piaci áron forogtak. A befektetési alapok kezelői számára a névérték és a piaci ár különbsége a portfólió értékelésénél tökevesztésként jelentkezett, ezért ezek az értékpapírok kevésbé voltak népszerűek. Az 1999 májusában három aukción az állampapírcserébe bevont állampapírok 91 százaléka helyett új kötvények kerültek forgalomba. A csere hatására az államadósság után kisebb kamatkiadást kellett és kell fizetni, a befektetők pedig likvid és könnyen eladható papírok birtokosai lettek. Az új állampapírok kuponjai pedig 2,75–4,6 százalék között vannak, szemben a régi papírok 6–9,25 százalékos kuponjaival.

A csere hátránya, hogy a nominális adósságállomány csak kisebb mértékben csökkent. Az adóssággráta 1999-ben 2 százalékponttal 47 százalékra mérséklődött, a csere nélkül 6 százalékponttal 43 százalékra csökkent volna.

**A Security Exchange Programme (SEP) keretében visszavásárolt
és eladott állampapírok**

Visszavásárolt papír típusa	Mennyiség, névértéken (Millió euró)	A kinnlevő állomány százalékában
6,5% Treasury Bond 2001	896	30
9,25% Capital Stock 2003	1272	81
6,25% Treasury Bond 2004	1908	83
8% Treasury Bond 2006	2675	94
6% Treasury Bond 2008	1912	93
8,75% Treasury Bond 2012	1238	96
8,25% Treasury Bond 2015	2369	98
Összesen	12 272	
Újonnan kibocsátott állampapírok		
2,75% Treasury Bond 2002	2837	
3,5% Treasury Bond 2005	4344	
4% Treasury Bond 2010	5561	
4,6% Treasury Bond 2016	3491	
Összesen	16 232	

Forrás: NTMA Press Release [1999], saját számítás.

A régi papírok újra cserélése mellett növelték az egyes sorozatokból kibocsátott állomány összegét. Az NTMA 3–5 milliárd euróban határozta meg a kívánatos sorozatnagyságot. Emellett az elszámolás és kamatszámítás módját hozzáigazították az eurókötvény-piac szokásaihoz. A változtatások következtében az ír állampapírok kamatfelára az 1999-es év folyamán fokozatosan csökkent a többi kis ország állampapírjaihoz képest.

Irodalomjegyzék

- Central Bank of Ireland [1998, 1999, 2000, 2001]: Annual Report.
 IMF [1998, 1999, 2000]: Ireland: Staff Report for the Article IV Consultation.
 Kovács Zoltán Ákos [1999]: Írország, a „kelta tigris” gazdasági sikerei az 1990-es években. *Külgazdaság*, 5. szám.
 Minford, Patrick [2000]: Ireland’s race against inflation can’t be won with the euro. Nem publikált kézirat.
 NTMA [1997, 1998, 1999]: Annual Report.
 NTMA [1999]: National Treasury Management Agency Press Release. December 30.
 NTMA [2000, 2001]: Information Memorandum.
 OECD [1999]: OECD Economic Surveys: Ireland.