

Darvas, Zsolt; Szapáry, György

Working Paper

Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak

IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2008/27

Provided in Cooperation with:

Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies,
Hungarian Academy of Sciences

Suggested Citation: Darvas, Zsolt; Szapáry, György (2008) : Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak, IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2008/27, ISBN 978-963-9796-45-4, Hungarian Academy of Sciences, Institute of Economics, Budapest

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/108138>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2008/27

**Az új EU-tagországok megfelelése az
optimális valutaövezet
kritériumainak**

DARVAS ZSOLT – SZAPÁRY GYÖRGY

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2008/27

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Műhelytanulmányaink célja a kutatási eredmények gyors közlése és vitára bocsátása.
A sorozatban megjelent tanulmányok további publikációk anyagául szolgálhatnak.

Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak

Darvas Zsolt
tudományos munkatárs
MTA Közgazdaságtudományi Intézet
E-mail: darvas@econ.core.hu

Szapáry György
vendégprofesszor
Közép-Európai Egyetem
E-mail: guszap@t-online.hu

2008. december

ISBN 978-963-9796-45-4
ISSN 1785-377X

Publisher:
Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences

Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak

DARVAS ZSOLT – SZAPÁRY GYÖRGY

Összefoglaló

A cikkben a szerzők azt vizsgálják, hogy az EU-hoz 2004 óta csatlakozott tizenkét új tagállam az euróövezethez való csatlakozás szempontjából milyen mértékben felel meg az optimális valutaövezet elmélete (Optimal Currency Area, OCA) által támasztott kritériumoknak. Fő következtetésük az, hogy e kritériumoknak való megfelelés terén az új tagok helyzete nem rosszabb, sőt több esetben még jobb is, mint a régieké. Ezért e feltételeknek való megfelelés az új tagállamokban önmagában nem akadályozza az euró bevezetését. Ezt azon empirikus tanulmányok is megerősítik, amelyek kimutatták, hogy a valutaövezeti tagság önmagában is hozzájárul a gazdasági ciklusok együttmozgásához és a pénzügyi integrációhoz, illetve hogy a fiskális fegyelem, amelyet az EU felügyeleti struktúrája testesít meg, erősíti az optimális valutaövezeti endogenitást az euróövezetben, csökkentve az országspecifikus fiskális sokkok kialakulásának esélyét.*

Tárgyszavak: optimális valutaövezet, endogenitás, euró bevezetés

JEL kódok: E32, E60, F30

* Jelen tanulmány egy jól körülhatárolt részét képezi annak a hosszabb tanulmánynak, amelyet „Euro area enlargement and euro adoption strategies” címmel az Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóságának (DG ECFIN) megbízásából az „EMU@10” projekt részeként készítettünk (lásd: *Darvas– Szapáry*, 2008a). Köszönjük a hozzászólásokat és a hasznos tanácsokat *Olivier Blanchardnak, Marco Butinak, Csajbók Attilának, Zdeněk Čechnek, Servaas Deroose-nak, Égert Balázsnak, Jürgen Krögernek, Paul Kutosnak, Jean Pisani-Ferrynek, Christopher Pissaridesnek, Schepp Zoltánnak, Massimo Suardinak, Székely Istvánnak* és a Külgazdaság anonim lektorának, továbbá a szemináriumok és konferenciák résztvevőinek az Európai Bizottságban Brüsszelben, a Magyar Nemzeti Bankban és a Corvinus Egyetemen Budapesten, az észt központi bankban Tallinnban, a Münsteri Egyetemen, az EU Bizottság és a brazil jegybank által szervezett konferencián São Paulóban, valamint a kanadai Wilfrid Laurier Egyetemen Waterlooban. A tanulmányban kifejtett vélemények a szerzők saját véleményei, és nem szükségszerűen tükrözik az Európai Bizottság nézeteit. A tanulmány az Európai Bizottság hozzájárulása alapján jelenik meg magyar nyelven is. Jelen tanulmány a Külgazdaság, LII. évf., 2008. november–december számában (4–28. o.) jelent meg.

Darvas Zsolt, az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos munkatársa és a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa. A tanulmány megírásakor az Argenta Pénzügyi Kutatócsoport kutatási főtanácsadója. E-mail cím: darvas@econ.core.hu
Szapáry György, a Közép-Európai Egyetem tanára és az OTP Bank Igazgatóságának tagja, a Magyar Nemzeti Bank korábbi alelnöke. E-mail cím: gzap@t-online.hu

Compliance with the optimum currency area requirements of the new member states of the EU

ZSOLT DARVAS –GYÖRGY SZAPÁRY

Abstract

In this article the authors study how well the new member states of the EU satisfy the optimum currency area (OCA) properties. The main conclusion of the article is that the standing with respect to these properties has significantly improved over the years and is by now, on the whole, not worse, and in some cases is even better, than the standing of the current euro area members. The authors regard compliance with the OCA requirements not much of an issue anymore as regards the readiness for euro adoption. This is even more so considering the empirical evidence that there are forces of endogeneity at work within the euro area. An important new element of endogeneity is the enhanced fiscal discipline embodied in the EU fiscal rules which tends to reduce the likelihood of idiosyncratic fiscal policy, a frequent source of asymmetric shocks.

Keywords: optimum currency area, endogeneity, euro introduction

BEVEZETÉS

Egy valutaunióhoz való csatlakozás kívánatos közgazdasági kritériumait az optimális valutaövezet (Optimum Currency Area, röviden OCA) elméletének irodalma tárgyalja.¹ A Mundell [1961] által útjára indított elmélet, amelyet később sokan továbbfejlesztettek, azt állítja, hogy a valutaövezeti tagságból származó előnyök attól függenek, hogy a tagországok rendelkeznek-e bizonyos közös jellegzetességekkel, amelyeket optimális valutaövezeti tulajdonságoknak nevezünk. Ilyenek: az üzleti ciklusok együttmozgása, a gazdaságok strukturális konvergenciája, a munka- és árupiac rugalmassága, valamint a pénzügyi integráció. Amikor egy valutaövezethez való csatlakozás előnyeit és hátrányait mérlegeljük, akkor fontos, hogy figyelembe vegyünk, hogy az illető ország milyen mértékben felel meg ezeknek a kritériumoknak. Jelen tanulmányunkban az EU-hoz 2004 óta csatlakozott tizenkét új tagállam esetén vizsgáljuk, hogy ezen országok milyen mértékben felelnek meg e kritériumoknak. A vizsgálatnak az ad különös aktualitást, hogy e tizenkét állam nem rendelkezik olyan mentességgel, mint Dánia és az Egyesült Királyság, így az Európai Unió szerződése értelmében be kell vezetniük az eurót, döntési joguk csak az időzítést illetően van. E tizenkét állam közül négy már be is vezette, illetve a közeljövőben bevezeti az eurót: Szlovénia 2007-ben, Ciprus és Málta 2008-ban, Szlovákia pedig 2009-ben.

Tanulmányunkban e tizenkét tagállamra vonatkozóan vizsgáljuk a külkereskedelmi integráltságot, az üzleti ciklusok összehangoltságát, a kibocsátás volatilitását, a gazdasági struktúrákat és a pénzügyi integrációt az euróhoz elsőként csatlakozott 12 ország aggregátumát viszonyítási alapnak tekintve.²

¹ Az euróövezethez való csatlakozás *jogszabályi* kritériumait pedig a maastrichti szerződésben fogalmazták meg; magyar nyelven lásd például: *Neményi* [2003]. A maastrichti kritériumoknak és az optimális valutaövezeti kritériumoknak nincsen közvetlen kapcsolódása egymáshoz, aminek a fő oka az lehetett, hogy könnyen mérhető, a politikusok és a széles közvélemény számára is érthető kritériumokat kellett jogfeltételként megszabni. Az államháztartási deficitre és államadósságra, az inflációra, a kamatlábra és a devizaárfolyamra vonatkozó kritériumok teljesítése reményt adhat arra, hogy az adott ország képes legyen a monetáris unión belül sikeresen működni és egyben az optimális valutaövezet kritériumainak is megfelelni.

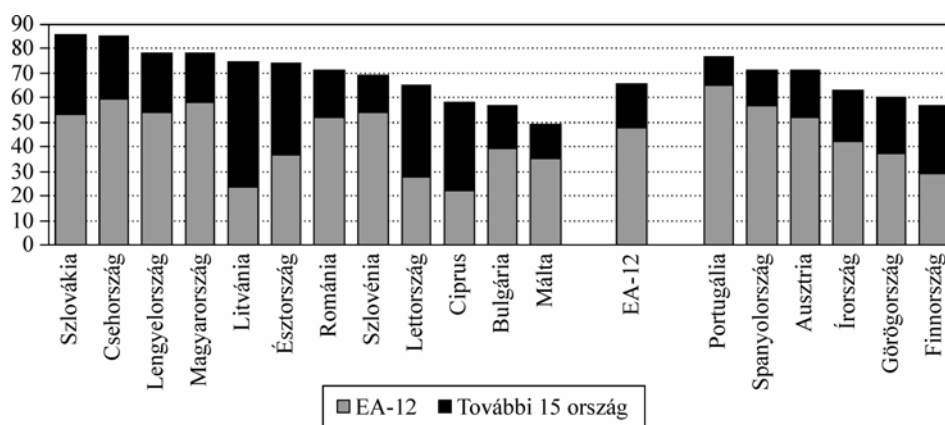
² Ezért mikor az euróövezetről beszélünk ebben a tanulmányban – beleértve a táblázatokat és ábrákat is –, mindig a 12 régi eurózónatagra (*euro area 12*, röviden: EA-12) utalunk, amelyek 1999-ben és 2001-ben csatlakoztak az euróövezethez. További jelölési konvenciónk, hogy a 15 régi EU-tagországra (amelyek 2004 előtt váltak az EU tagjaivá) EU-15-ként hivatkozunk, illetve az EU összes, 27 tagjára EU-27-ként.

KÜLKERESKEDELMI INTEGRÁLTSÁG ÉS AZ ÜZLETI CIKLUSOK ÖSSZEHANGOLTSÁGA

Az üzleti ciklusok összehangoltsága kiemelkedik az optimális valutaövezet kritériumai közül, mivel ha a ciklusok együtt mozognak, akkor minimális az a költség, amit a kontraciklikus monetáris politikai lépésekről való lemondás jelent. Így az egyik első teendőnk az, hogy megvizsgáljuk, az új tagállamok ciklusai mennyire állnak összhangban az euróövezeti tagok ciklusával. A *külkereskedelmi integráltság* az egyik fő csatorna, amelyen keresztül az üzleti ciklusok az egyik országból a másikba begyűrűzhetnek (Frankel–Rose, 1998).³ Ahogy az az 1. ábrán is látható, a visegrádi országok (Csehország, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia), valamint Románia és Szlovénia exportjának nagy részét teszi ki az euróövezetbe irányuló kivitel, sőt ezekben az országokban ez az arány számos euróövezeti tag hasonló arányát is meghaladja. Ugyanakkor a balti államok exportjában az euróövezet részesedése viszonylag alacsony. Azonban, ha a teljes EU-27-et tekintjük mint célországokat, a balti országok számottevően jobb arányt érnek el, a többi új tagországhoz közeli eredménnyel.⁴

1. ábra

**Az EA-12 és az EU-27 részesedése az exportban (százalék),
2004–2006 közötti időszak átlaga**



Megjegyzés: Az EA-12-re számított érték a 12 eurózónatag súlyozott átlaga. Az országokat az EU-27-be irányuló exportjuk alapján rendeztük sorba.

Forrás: Saját számításaink az IMF Direction of Trade Statistics adatai alapján.

³ A valutaunió önmagában is hozzájárulhat a külkereskedelmi integráltság fokozódásához, ahogyan erre elsőként Rose [2000] felhívta a figyelmet. Sok más szerző talált hasonló szignifikáns pozitív hatást, bár ezek a hatások nem voltak olyan jelentősek, mint Rose esetében. Lásd: Rose–Stanelly [2005], Baldwin [2006], valamint Baldwin et al [2008] metaelemzéseit e témakör empirikus kutatási eredményeiről.

⁴ Bussie re, Fidrmuc és Schnatz [2005] egy gravitációs modellt alkalmazva azt találták, hogy a legtöbb nagy új tagállam esetében a külkereskedelmi forgalom már megközelíti a „potenciális” értéket, ami arra utal, hogy bár van lehetőség ezen országok számára, hogy tovább növeljék piaci részesedésüket az euróövezetben, az integráció üteme lassú lesz. Ugyanakkor a balti országok még jelentős mértékben növelhetik tovább külkereskedelmi integráltságukat az euróövezettel.

Mára sok olyan tanulmány áll rendelkezésre, amely az új tagállamok *gazdasági ciklusainak együttmozgásával* foglalkozik. *Fidrmuc és Korhonen* [2006] ebben a témában áttekintő elemzést végzett 35 publikált empirikus tanulmány eredményeiről. Irodalomfeldolgozásuk kimutatja, hogy Magyarország, Lengyelország és Szlovénia gazdasági ciklusai erősen korrelálnak az euróövezet ciklusával. *Fidrmuc és Korhonen* elemzése csak 2005-ig publikált cikkekre terjed ki, ezek többsége pedig legfeljebb 2002-es, illetve még korábbi adatokra támaszkodik. Ezért cikkünkben saját korábbi, 2002-ig terjedő időszakra végzett kutatásunkat (*Darvas–Szapáry, 2004b*) 2007 első negyedévéig terjedő adatok alapján frissítettük.

A 2. ábra a GDP-ciklusok korrelációját mutatja az új tagállamokra és az euróövezet országaira az 1995–2007-es időszakra.⁵ A GDP a gazdasági aktivitás legátfogóbb mérőszáma, és így még akkor is értékes közelítést ad a teljes gazdasági ciklusra, ha technikailag a gazdasági ciklusok összehangoltsága sok aggregátum együttmozgását jelenti. Magyarország és Litvánia kivételével a ciklusok együttmozgása az új tagállamokban az 1995–1998 közötti időszak óta olyan szintre növekedett, ami néhány esetben (különösen Lettország, Szlovákia és Szlovénia esetében) számos euróövezeti tag szintjét is meghaladja. Így nincs nyilvánvaló kapcsolat az összehangoltság szintje és a felzárkózás eddigi mértéke között. Magyarországon a korábbi magas korreláció az utóbbi években csökkent, részben a fiskális megszorításoknak – amelyek a fenntarthatatlanul magas költségvetési hiány kiigazítását célozták –, részben pedig a beruházások lassuló szintjének köszönhetően, az utóbbiak a magas költségvetési hiány és a növekvő államadósság miatt valamelyest a makrogazdasági stabilitással kapcsolatos bizonytalanságot tükrözik. Ezek a folyamatok Magyarországon az euróövezet gazdasági fellendülésével egy időben nagymértékben csökkentették a kibocsátás növekedését.

Litvánia az egyetlen ország, amely negatív korrelációt mutat. Ez részben a litván exportban Oroszország nagy súlyának (11 százalék) köszönhető, részben pedig azoknak az aszimmetrikus sokkoknak, amelyek az ország keresztülment (az 1998-as orosz válság utóhatásai, a mezőgazdasági termelés visszaesése, az olajfinomítás széthullása). Ésszerű arra számítani, hogy az elkövetkező években Magyarország gazdasága a fiskális konszolidáció előrehaladtával újból együtt fog mozogni az euróövezetével, továbbá hogy Litvániát a jövőben kevesebb aszimmetrikus sokk éri majd.

⁵ *Darvas és Szapáry* [2004b] tanulmányunkban öt különböző mérőszámot alkalmaztunk az összehangoltság mérésére: a ciklusok egyidejű mozgását a trendszűrés két különböző módszerét használva: a Hodrick–Prescott- (HP) szűrőt és a frekvenciaszűrőt (*band-pass filter*, BP); a ciklus fáziseltolódását; a ciklus volatilitását; a ciklus perzisztenciáját; a ciklus impulzusválaszát. Mivel a legtöbb ország esetében mindegyik mérőszám ugyanolyan előjelű volt, ezért cikkünkben a frissített adatokat csak a korrelációk és a volatilitás tekintetében tárgyaljuk, a HP- és frekvenciaszűrő felhasználásával. Nem használtuk a legnépszerűbb SVAR-módszert hosszú távú identifikációs megközelítésekkel, mivel ez nagyon bizonytalan becsléseket ad. *Darvas* [2008] továbbá megmutatta, hogy a hosszú távú megközelítések eredményei nem robusztusak a mintára és a trendszűrő módszerre.

Empirikus kutatások kimutatták, hogy egy valutaunióban való részvétel önmagában is a gazdasági ciklusok jobb együttmozgásához vezet a megnövekedett külkereskedelmi integráció miatt. Ezt a jelenséget az optimális valutaövezet endogenitásának nevezzük (*Frankel–Rose*, 1998). Ez azt jelenti, hogy egy ország valószínűleg jobban megfelel az optimális valutaövezet kritériumainak *ex post*, mint *ex ante*.⁶ Egyre több tanulmány foglalkozik azzal, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió és az ehhez való csatlakozás előkészületei a monetáris unió tagjainak jobb együttmozgását okozták-e. A tanulmányok egy része a ciklusmutatók korrelációját vizsgálja, míg egy másik része a sokkok eredetét keresi hasonlóságok és különbségek után kutatva. *De Haan, Inklaar és Jong-A-Pin* [2006] a szakirodalmat áttekintve arra a következtetésre jutnak, hogy míg az euróövezet gazdasági ciklusai a konvergencia és a divergencia időszakát is átérték, elég sok bizonyíték mutat arra, hogy az 1990-es években a gazdasági együttmozgás az euróövezetben nőtt.⁷ Saját korrelációs számításaink 2007 első negyedévéig megerősítik ezt az eredményt. A 2. ábra azt mutatja, hogy a GDP korrelációja az 1990-es évek közepétől a 12 euróövezeti tagország közül kilencben növekedett a HP- (Hodrick–Prescott) szűrőt használva, és körülbelül az országok felében, ha a frekvenciaszűrőt (*band-pass filter*, BP) használjuk. Ez első látásra azt jelentheti, hogy érvényesültek az endogenitás törvényei az euróövezeti tagok esetében, ami figyelemre méltó folyamat, tekintve hogy a külkereskedelmi integráltság már az euróbevezetés előtt is magas fokú volt az eurózóna országaiban.⁸ Ez a folyamat figyelemre méltó az új tagországok szempontjából, mivel azt jelenti, hogy ezeknek az országoknak kevésbé kell törődniük a gazdasági ciklusaik együttmozgásának jelenlegi mértékével, hiszen ez tovább fog növekedni, amint csatlakoztak a monetáris unióhoz.

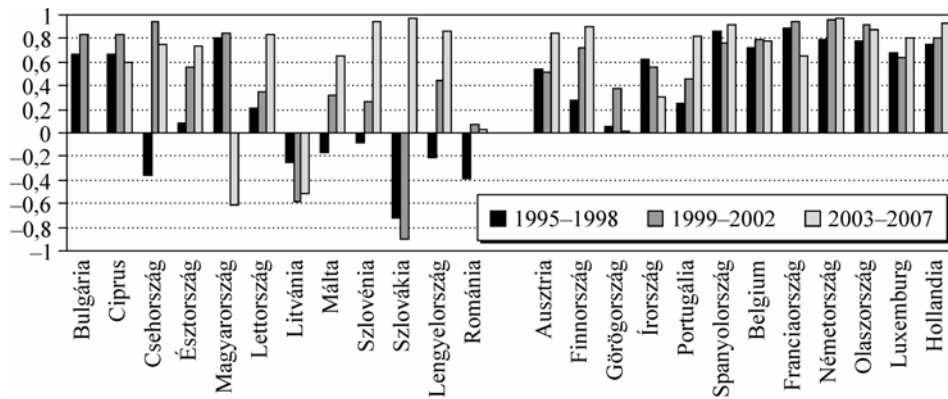
⁶ *Eichengreen* [1992], *Bayoumi és Eichengreen* [1996] és *Krugman* [1993] úgy érvelnek, hogy a külkereskedelem magasabb szintje nagyobb szakosodáshoz és ezáltal kisebb összehangoltsághoz vezetne. *Frankel* [2005] elveti ezt a gondolatmenetet, arra hivatkozva, hogy a külkereskedelem nagy részét manapság a termelési tényezők és a félkész termékek kereskedelme teszi ki, amelyek pozitív korrelációt idéznek elő a ciklusokban. Mások (*Imbs*, 2004 és *Fidrmuc*, 2001, 2004) azt találták, hogy az iparágak közötti kereskedelem kapcsolatba hozható a pozitív korrelációkkal. *Bun és Klaasen* [2007], valamint *Mico, Stein és Ordóñez* [2003] azt találták, hogy az euróbevezetés valóban növelte az euróövezet belső kereskedelmét.

⁷ *Eickmeier* [2006] nemstacionárius dinamikus faktormodellt használva azt találta, hogy az euróövezeti tagok kibocsátásának szórása csökkent az euróbevezetés előkészületei alatt, azonban különbségek továbbra is léteznek. A tanulmány egyben az idevágó irodalmat is jól összefoglalja.

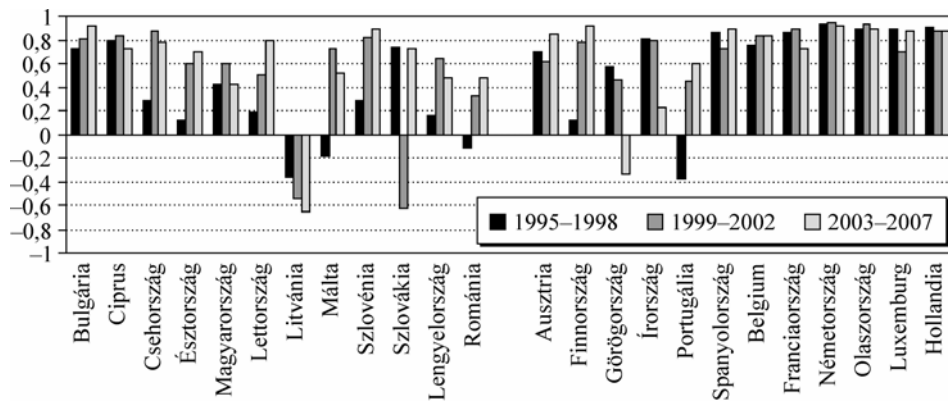
⁸ *Gayer* [2007] azt találta, hogy az euróövezetben 2003 körül ideiglenes csökkenés volt tapasztalható a gazdasági ciklusok összehangoltságában, azóta viszont majdnem mindegyik ország esetében újból növekvő.

A gazdasági ciklusok összehangoltsága az EA-12-vel 1995–2007 között

A panel: A Hodrick–Prescott-szűrőt használva



B panel: A frekvenciaszűrőt (BP) használva



Megjegyzés: A mutatott értékek a negyedéves adatok alapján számított egyidejű korrelációs együtthatók.

Forrás: Saját számításaink az Eurostat adatai alapján.

A fiskális szabályok léte az EU-ban az optimális valutaövezeti endogenitás egy újabb elemét jelenti az euróövezet jelenlegi és leendő tagjaira nézve. A túlzotthiány-eljárás megszabja, hogy egy ország költségvetési hiánya nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát, ami egyben az euróbevezetés egyik maastrichti kritériuma is. A stabilitási és növekedési egyezmény (*Stability and Growth Pact – SGP*) ezen túl megszabja, hogy a tagállamoknak középtávon kiegyensúlyozott vagy szufficites ciklikusan kiigazított költségvetéssel kell rendelkezniük.⁹ Az optimális valutaövezettel foglalkozó irodalom szempontjából azonban a fő kérdés az, hogy vajon létezik-e közvetett kapcsolat e szabályok által előidézett fiskális konvergencia és a konjunktúraciklusok együttmozgása között.

⁹ Csaba [2006] részletesen elemzi a Stabilitási és Növekedési Egyezmény kritikáit mind a régi, mind az új EU-tagországok szemszögéből, és arra a következtetésre jut, hogy a kritikákkal ellentétben éppen az egyezmény szigorú (akár az előírtnál is szigorúbb) alkalmazása nemcsak a tagországok gazdasági érdeke, hanem a fenntartható növekedés előfeltétele is.

Hogyan kellene hatnia a tartós fiskális divergenciának a konjunktúraciklusok együttmozgására? Egy ország gazdaságára hatással lehetnek aszimmetrikus sokkhatások (például árfolyam és/vagy bér jellegű sokkhatások). Továbbá a közös külső sokkoknak (például olajársokk) is lehetnek aszimmetrikus hatásai, ha az adott országon belül a sokk tovaterjedése eltérő. Ha ezek az aszimmetrikus hatások tartósak, és részben sikerül semlegesíteni azokat diszkrecionális költségvetési politikával vagy a költségvetés stabilizáló hatású automatizmusaival, akkor a fiskális *divergencia* elvben nagyobb mértékű együttmozgást tehet lehetővé a konjunktúraciklusokban. Tegyük fel például, hogy Ausztria és Belgium azonos költségvetési pozícióval indul, és tökéletesen összehangolt konjunktúraciklusokkal rendelkezik. Ausztriát tartós negatív sokkhatás éri, amelyre a költségvetési politika expanzív eszközökkel reagál a ciklust érő hatások semlegesítése érdekében. Ebben az esetben Ausztria konjunktúraciklusa összhangban marad a belga gazdaság ciklusával *egyéb feltételek azonossága esetén*, miközben az osztrák költségvetési deficit eltér a belgától. Azonban a költségvetési politika is lehet sokkhatások forrása, például tisztán politikai okokból, amint ezt a nemzetközi szakirodalomban többen is kimutatták. Tegyük fel, hogy az osztrák költségvetési politika expanzív eszközökhöz nyúl és osztrák expanziót generál, miközben sem Belgiumot, sem Ausztriát nem érte sokkhatás. Ebben az esetben a fiskális divergencia csökkenteni fogja a konjunktúraciklus összehangolását.

Ha tehát a költségvetési politikák divergenciája lényegében az aszimmetrikus sokkhatásra adott válaszként fogható fel, akkor a divergencia éppen megnövelt konjunktúraciklus együttmozgását segítheti; ha azonban a fiskális sokkhatások maguk indítják be a konjunktúraciklus ingadozásait, akár az ellenkezője az igaz.

Hogy vajon melyik mechanizmus lehet az erősebb, arra *Darvas, Rose és Szapáry* [2005] tanulmányban kerestük a választ. 21 OECD-ország negyven évre kiterjedő adatait felhasználva megmutattuk, hogy az eltérő fiskális politikával rendelkező országok kevésbé összehangolt ciklusokkal rendelkezhetnek. Arra is találnak bizonyítékot, hogy a kisebb elsődleges deficit vagy nagyobb szufficit kedvez a gazdasági ciklusok korrelációjának. Továbbá egy nagyobb, 115 országra kiterjedő mintát használva azt találják, hogy a kisebb költségvetési hiány/nagyobb többlet kevésbé volatilis gazdasági ciklusokkal párosul. *Furceri* [2007] továbbá azt találja, hogy a fiskális konvergencia csökkenti a gazdasági ciklusok volatilitását.

Ezek az eredmények semmiképpen sem triviálisak, hiszen az országspecifikus fiskális politika gyakran okoz aszimmetrikus sokkokat. Az eredmények azt mutatják, hogy az EU költségvetési szabályai által megtestesített fiskális szigor hozzájárul a gazdasági ciklusok hasonlóságához (azaz nagyobb korrelációjához és kisebb volatilitásához), és ezáltal a közös monetáris politikát megfelelőbbé teszi a monetáris unió tagjai számára.

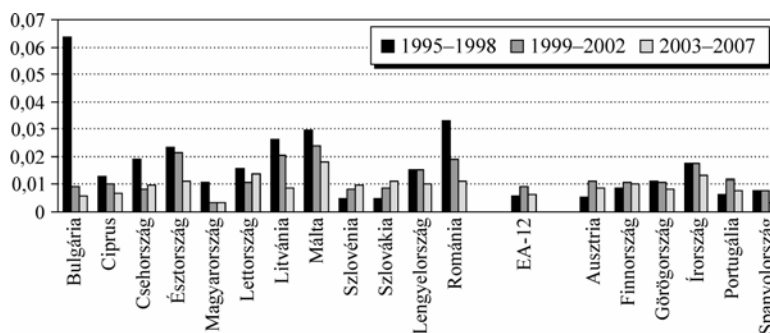
A KIBOCSÁTÁS VOLATILITÁSA ÉS A GAZDASÁGI STRUKTÚRÁK

A szakirodalomban megjelent az az érvelés (Thimann, 2005), hogy a gazdasági növekedésben és ezáltal annak változékonyságában lévő potenciálisan jelentős különbségek – amelyeket a felzárkózási folyamat idéz elő – a monetáris integráció szempontjából lényegesek. Ha jelentős különbségek vannak, akkor olyan megfelelő gazdaságpolitikai eszközökre lenne szükség, amelyek biztosítanák a makrogazdasági stabilitást. A 3. ábra azt mutatja, hogy a GDP volatilitása – Szlovéniát és Szlovákiát leszámítva (ahol alacsony volt a volatilitás már a kilencvenes években is) – mindegyik új tagállamban jelentős mértékben csökkent az 1990-es évek közepe óta, azonban továbbra is magasabb valamelyest, mint az euróövezetben. A kisebb volatilitás okai a kezdeti gazdasági átmenettel járó sokkok megszűnése, az 1998-as orosz válság óta a nagy külső sokkok hiánya, illetve sok ország stabilitásorientáltabb makrogazdasági politikája, ami legtöbb esetben az euróbevezetés ösztönözte fiskális politikát jelenti. Ezekben az adatokban nem található kapcsolat a felzárkózás szintje és a kibocsátás volatilitása között.

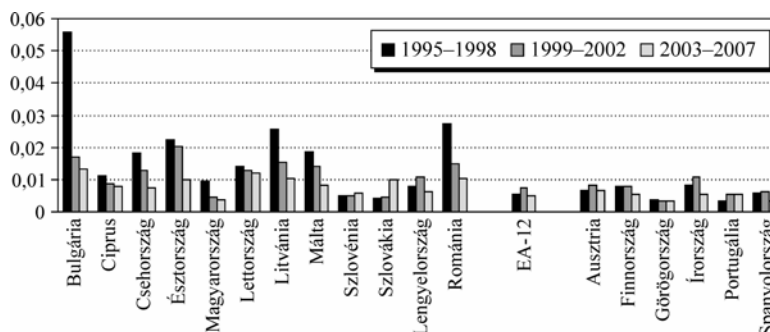
3. ábra

A gazdasági ciklusok volatilitása 1995–2007 között

A panel: A Hodrick–Prescott-szűrőt használva



B panel: A frekvenciaszűrőt (BP) használva



Megjegyzés: A jelzett értékek a GDP-ciklusok negyedéves adatai alapján számított szórásai.

Forrás: Saját számításaink az Eurostat adatai alapján.

**A gazdaság struktúrája (százalék),
az 1995–1997 és 2004–2006 közötti időszakok átlagai**

	1995–1997				2004–2006			
	Mezőgazdaság	Építőipar	Ipar	Szolgáltatások	Mezőgazdaság	Építőipar	Ipar	Szolgáltatások
Bulgária	19,0	3,9	26,9	50,3	9,6	5,4	24,6	60,3
Ciprus	4,6	8,2	13,8	73,4	2,9	8,2	11,5	77,4
Csehország	4,6	7,5	32,7	55,2	3,1	6,6	31,3	59,1
Észtország	7,6	5,9	22,2	64,3	3,6	7,3	21,3	67,8
Magyarország	6,4	4,5	26,9	62,2	4,5	4,8	25,6	65,1
Lettország	7,2	4,3	25,2	63,3	4,0	6,2	15,5	74,2
Litvánia	11,8	7,3	24,3	56,6	5,7	7,8	26,3	60,2
Málta	2,9	4,6	22,9	69,7	2,8	4,7	18,2	74,3
Lengyelország	7,4	6,9	27,1	58,7	4,7	6,0	25,0	64,3
Románia					10,9	7,3	27,3	54,5
Szlovénia	4,1	5,7	29,9	60,3	2,6	5,8	28,8	62,9
Szlovákia	5,6	6,6	30,8	57,1	4,3	6,7	28,7	60,4
Euróövezet	2,8	5,9	22,9	68,3	2,1	6,1	20,3	71,5
Ausztria	2,5	8,0	22,5	67,0	1,7	7,6	22,4	68,2
Finnország	4,1	4,7	27,7	63,5	2,8	5,8	26,0	65,4
Görögország	9,2	6,5	15,4	68,9	5,5	8,0	13,1	73,6
Írország	6,2	5,5	32,4	55,9	2,3	9,5	27,1	61,2
Portugália	5,3	6,6	22,2	65,9	2,9	6,6	18,5	72,0
Spanyolország	4,9	7,3	22,0	65,9	3,4	11,5	17,8	67,3

Megjegyzés: A táblázatban szereplő értékeket folyó árakon számítottuk.

Forrás: Eurostat.

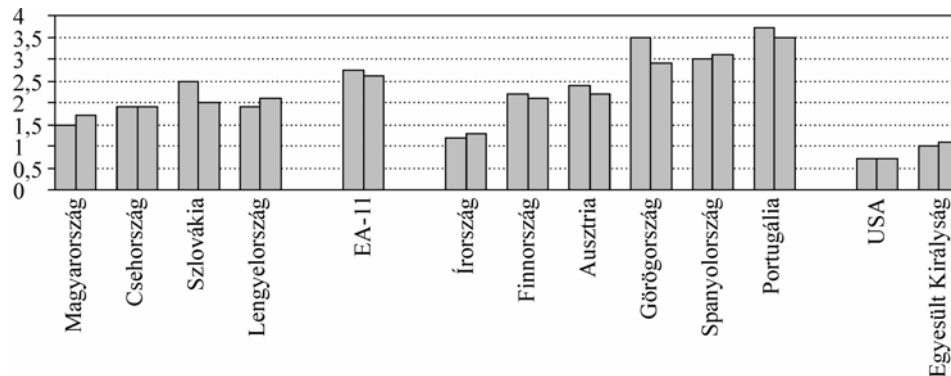
A gazdasági ciklusok összehangoltsága szempontjából a gazdasági szerkezet a másik olyan tényező, ami fontos lehet. Minél inkább hasonló egymáshoz a termelés szerkezete, annál kisebb az esélye, hogy az országokat aszimmetrikus sokkok érik. Ahogy azt az 1. táblázat mutatja, az új tagállamokban a mezőgazdaság részesedése észrevehetően csökken, és ezzel közeledik az euróövezet szintjéhez. A szolgáltatások részesedése alacsonyabb az új tagokban, azonban egyértelműen konvergál az euróövezet magasabb szintje felé. Valamekkora konvergencia az ipar tekintetében is megfigyelhető, jóllehet ennek részesedése még mindig magasabb az új tagokban, mint az euróövezetben. Az építőipar részesedése is konvergál, leszámítva Észtországot és Litvániát. Összességében elmondhatjuk, hogy megfigyelhető konvergencia, azonban ami ennek mértékét illeti, vannak különbségek az új tagok között. Ahogy az az 1. táblázatból leolvasható, ilyen különbségek az euróövezet tagjai között is léteznek. Az új tagok közül Ciprus és Málta emelkedik ki abban a tekintetben, hogy ezekben az országokban a legkisebb az ipar részesedése, és a legnagyobb a szolgáltatásoké: ezek az arányok még némelyik euróövezet ország arányain is túlmutatnak. A kelet-közép-európai országokban a fejlettség szintjében nem rajzolódik ki egyértelmű tendencia, és ez részben a relatív árkonvergenciában is tükröződik. *Angeloni, Flad és Mongelli* [2007] ugyanakkor rámutatnak, hogy a termelési

szervezetek konvergenciáját részben a relatív árak konvergenciája okozza, mivel változatlan árakon a gazdasági struktúrák konvergenciája kisebb.

MUNKAERŐ- ÉS ÁRUIACOK

A monetáris unióban a bér- és ár rugalmasság, valamint a munkaerő-piaci mobilitás segítheti az aszimmetrikus sokkokhoz való alkalmazkodást. A munkaerőpiac rugalmasságát általánosságban a munkaerő védeltségére vonatkozó szabályozások szigorúságával (*employment protection legislation*, EPL), az aktív munkaerő-piaci ösztönzőkre vonatkozó kiadásokkal (*Active Labour Market Policies*, ALMP), a munkaadóterheivel és a munka szervezethez fűződő fokával (szakszervezetek) mérhetjük. Általában az a vélekedés, hogy a munkaerő védeltségére vonatkozó kevésbé szigorú szabályok, a magasabb aktív munkaerő-piaci ösztönzőkre szánt kiadások, az alacsonyabb adóterhek és az alacsonyabb szervezethez fűződő nagyobb rugalmassághoz vezetnek, azonban ezek között összhangot és kompromisszumot kell tartani: ezen eszközök között ugyanis létezhetnek összetett kölcsönhatások is az egyes országokban alkalmazott rendszerektől függően (Európai Bizottság, 2006). Mindazonáltal, ha összességében tekintünk ezekre a tényezőkre, akkor ezek jól mérhetik egy ország munkaerő-piaci rugalmasságát. Az euróövezeti tagokhoz képest a négy visegrádi országban OECD-adatok alapján a munkaerő védeltségére vonatkozó szabályok viszonylag kevésbé szigorúak (lásd a 4. ábrát), viszont kevesebbet költenek az aktív munkaerő-piaci ösztönzőkre (lásd az 5. ábrát), a munkaadóterhei pedig magasak (lásd a 6. ábrát). A szervezethez fűződő mértéke a visegrádi országokban országonként eltérő (lásd a 7. ábrát), viszont a központi béralku jellemzően gyenge (lásd: Riboud, Sanchez-Paramo és Silva-Jauregui, 2002, továbbá Angeloni, Flad és Mongelli, 2007). Ennek oka, hogy a szakszervezetek a szocialista rendszerekben az állampártok szervei voltak, a gazdasági átalakulás pedig a szakszervezetek hatalmának szétaprózódásához vezetett. A kollektív béralku manapság jellemzően az állami szektorra korlátozódik, míg a magánszektorban a bértárgyalások általában vállalati szinten valósulnak meg (Riboud, Sanchez-Paramo és Silva-Jauregui, 2002).

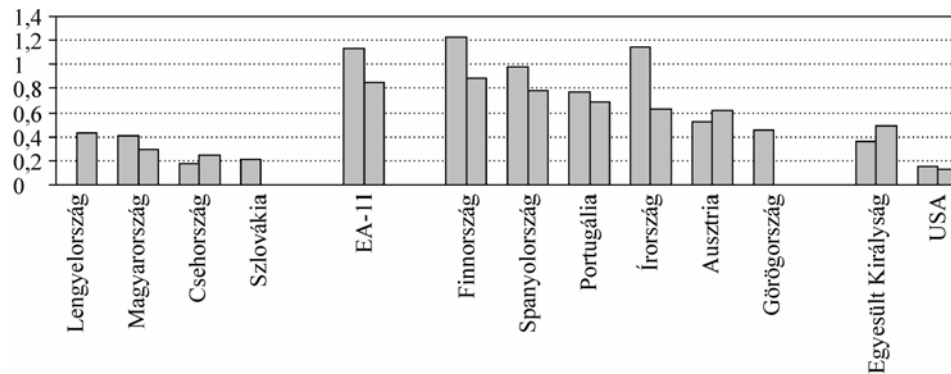
**A munkaerő védeltségére vonatkozó szabályozások (EPL)
az 1990-es évek végén és 2003-ban**



Megjegyzés: Minden ország két oszloppal rendelkezik: a bal oldali oszlop az 1990-es évek végére, a jobb oldali pedig 2003-ra vonatkozik. Az országokat (minden egyes országcsoportban) 2003-as EPL-indexük alapján rendeztük sorba. Az EA-11 tizenegy régi euróövezeti tag súlyozott átlaga (Luxemburg kivételével).

Forrás: OECD Employment Outlook 2004, 2. táblázat, A2.4 (117. o.).

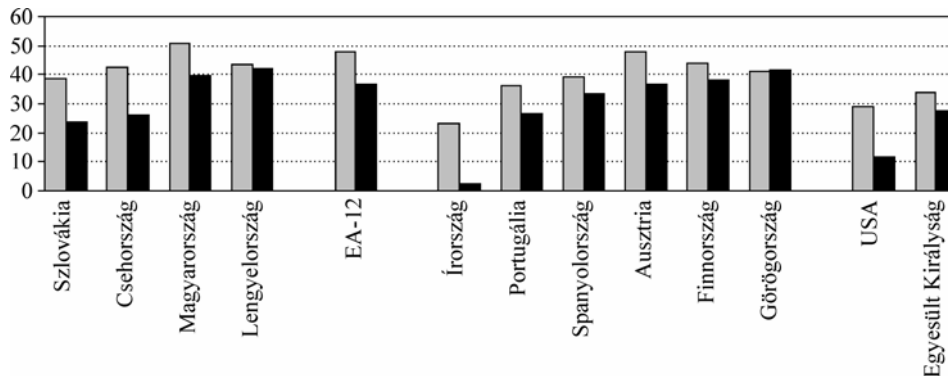
**Az aktív munkaerő-piaci kiadások (ALMP) (a GDP százalékában)
az 1990-es évek végén és 2005–2006-ban**



Megjegyzés: Minden ország két oszloppal rendelkezik (kivéve Lengyelország, Szlovákia és Görögország): a bal oldali oszlop az 1990-es évek végére, a jobb oldali 2005–2006-ra vonatkozik. Az országokat (minden egyes országcsoportban) 2005–2006-os ALMP-indexük szerint rendeztük sorba. Az EA-11 tizenegy régi euróövezeti tag súlyozott átlaga (Luxemburg kivételével).

Forrás: OECD.

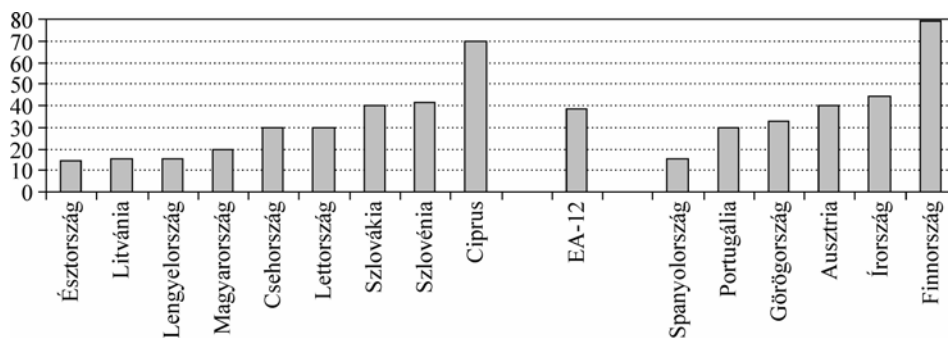
**Adóék egyéni munkavállaló, valamint egy átlagos család esetén
(a teljes bérköltség százalékában) 2006-ban**



Megjegyzés: Az adóéket – mely a munkaerő foglalkoztatói költsége és az ennek a költségnek megfelelő nettó fizetés különbségének mértéke – a következő módon számítják: a személyi jövedelemadónak, valamint a foglalkoztatói és munkavállalói társadalombiztosítási hozzájárulásoknak az összes béradóval együtt vett összegéből levonják a munkavállalóhoz kerülő összes (nettó) juttatásokat, és a kapott értéket kifejezik a teljes bérköltség százalékaként. Minden ország két oszloppal rendelkezik: a bal oldali oszlop az egyéni, nem gyermekes keresőkre vonatkozik, míg a jobb oldali egykeresős, kétgyermekes házaspárokra. Az országokat (minden egyes országcsoportban) a családi adóék szerint rendeztük sorba. Az EA-12 a tizenkét régi euróövezeti tag súlyozott átlaga.

Forrás: OECD, Taxing wages 2005/2006, 0.1 táblázat (13. o.) és 0.4 táblázat (18. o.).

Szakszervezeti tagság a teljes foglalkoztatottság százalékában 1999–2001-ben



Forrás: Angeloni–Flad–Mongelli [2007], 5.1. táblázat (384. o.).

Angeloni, Flad és Mongelli [2007] adatokat közöl a négy visegrádi országban az országokon belüli munkaerő-mobilitásról. Megmutatják, hogy a belföldön lakhelyet változtató népesség aránya az EU-15-höz viszonyítva kicsi. Az új tagállamokban a munkaerő-mobilitást gátló egyik tényező a saját tulajdonú ingatlanban lakás nagyon magas foka, amely a legtöbb új tagállamban 85 és 90 százalék közötti (Égert, 2007).¹⁰ Ez annak a következménye, hogy a privatizációs időszakban az állam és a helyi

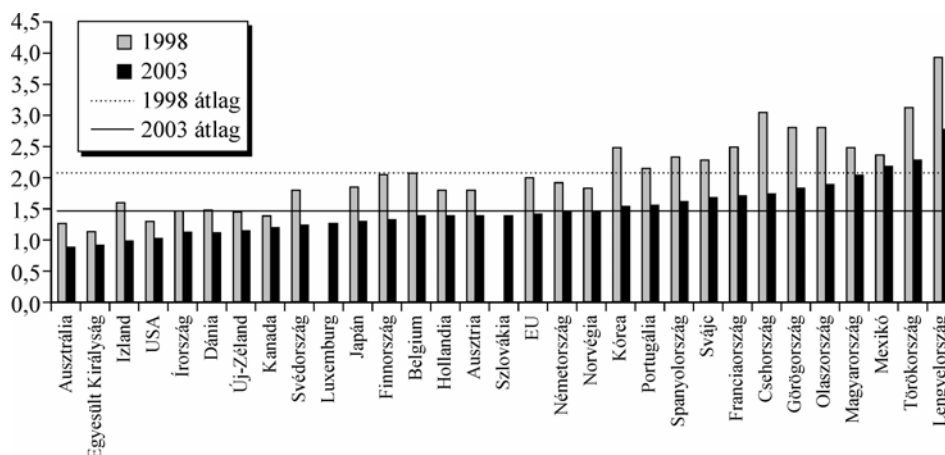
¹⁰ Az egyetlen kivétel Szlovákia, ahol a saját tulajdon használati aránya 49 százalék.

önkormányzatok a lakásokat olcsó, megfizethető áron értékesítették a bennük élőknek. Amikor az emberek az alacsony növekedésű és alacsony ingatlanárakkal rendelkező területekről magas növekedésű, magasabb ingatlanárakkal rendelkező területekre szeretnének költözni, azzal a nehézséggel találják magukat szembe, hogy el kell adniuk jelenlegi olcsóbb otthonukat, és egy drágább újat kell venniük. Továbbá a viszonylag fejletlen közlekedési infrastruktúra gyakran nehézkessé teszi a nagy távolságokba történő ingázást.

A határokon átívelő munkaerő-mobilitást jól ismert tényezők korlátozzák, mint például a kulturális és nyelvi különbségek, az oktatási rendszerek különbségeiből eredő problémák, valamint az, hogy a felhalmozott járandóságok – mint például a nyugdíjjogosultság – nem transzferálhatóak az egyes országok között. A határokon átívelő munkaerő-mobilitást mint az optimális valutaövezet kritériumát azonban nem szabad túlhangsúlyozni. Amint azt *Buiter* [1999] megjegyezte, a munkaerő-mobilitás nem képes helyettesíteni a monetáris politika elvesztését (ami egy valutaunióhoz való csatlakozáskor következik be) a gazdasági ciklusok szabályozásában, mivel ahhoz, hogy ezt megtehesse, nagy munkaerő-áramlásnak kellene bekövetkeznie a gazdasági ciklus egyes fázisaiban, ez azonban irreális elképzelés. A határokon átívelő mobilitásnak azonban fontos szerepe lehet a munkaerőhiány enyhítésében azokban az országokban, ahol ilyen munkaerőhiány a munkaerőpiac bizonyos szegmenseiben kialakult, mint ahogy az például Írország, az Egyesült Királyság és Spanyolország esetében is megfigyelhető az utóbbi években. Ezért hasznos lenne az EU munkaerejének hatékonyabb elosztása szempontjából, ha a régi tagállamok eltörölnék azokat a megmaradt korlátozásokat, amelyek az új tagállamok állampolgárainak munkavállalására vonatkoznak.

Az árupiaci verseny rugalmasabbá teszi az árakat és segíti az erőforrások jobb elosztását. A monetáris unió szempontjából a rugalmas árak segítenek elnyelni az aszimmetrikus sokkok hatásait. A gazdasági átmenet alatt a volt szocialista országok erősen szabályozott piactól liberális árupiaci rendszer felé mozdultak el. Egy OECD-tanulmány szerint (*Conway–Janod–Nicoletti*, 2005) a viszonylag liberálistól a viszonylag korlátozott árupiacig terjedő árupiaci szabályozási skálán (PMR – *product market regulation*) az árupiaci szabályozási mérőszám szerint a visegrádi országok közül Csehország, Magyarország és Lengyelország a skála viszonylag korlátozott végén, míg Szlovákia a viszonylag liberális vég közelében helyezkedik el (lásd a 8. ábrát).

Áruiaci szabályozás (PMR)



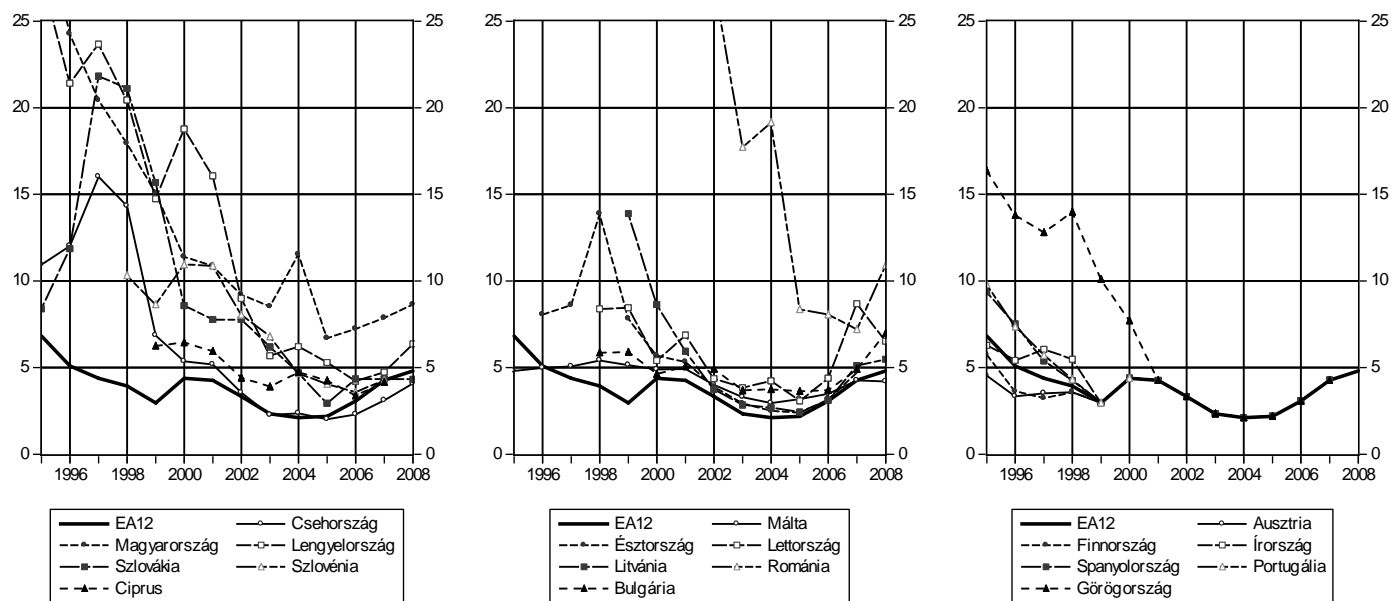
Forrás: Conway–Janod–Nicoletti [2005], 8. ábra (18. o.).

PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

A pénzügyi integrációt az optimális valutaövezet kritériumainak egyikeként tartjuk számon, mivel elősegíti a kockázatmegosztást és a fogyasztási pálya simítását, javítja a közös monetáris politika transzmissziójának hatását, továbbá az erőforrás-allokációt azáltal, hogy az erőforrásokat összegyűjti és a beruházási lehetőségek felé áramoltatja. Ezáltal elősegíti a növekedést és javítja az aszimmetrikus sokkhoz való alkalmazkodást. A pénzügyi integrációt általában a pénz-, kötvény- és részvénypiacok integrációjával, a külföldi pénzügyi eszközök tartásával, a bankrendszerek országok közötti integrációjával, továbbá azzal mérjük, hogy az intézményrendszerek biztosítják-e a közös szabályrendszer meglétét, az azonos hozzáférést és az azonos elbánást a piaci szereplők számára (Ferrando et al., 2004). Az *acquis communaires* bevezetésével az új tagállamok nagyjából teljesítik ez utóbbi intézményi követelményeket.

A pénz- és kötvénypiacok integrációját tekintve a ., . és . ábrák rendre a 3 hónapos pénzügyi kamatlábakat, a 10 év futamidejű kötvénypiac kamatlábait, illetve ezek különbségeit mutatják az euróövezet megfelelő kamatlábaihoz képest. Az új tagállamok nominális kamatlábai számottevő mértékben közeledtek az euróövezet alacsonyabb szintjéhez. Ezt a konvergenciát részben a kockázati prémiumok csökkenése okozta, amely az új tagállamok stabilitásorientáltabb makrogazdasági politikáit tükrözte, részben pedig azok a piaci várakozások, hogy ezek az országok röviddel az EU-hoz történő csatlakozásuk után be fogják vezetni az eurót.

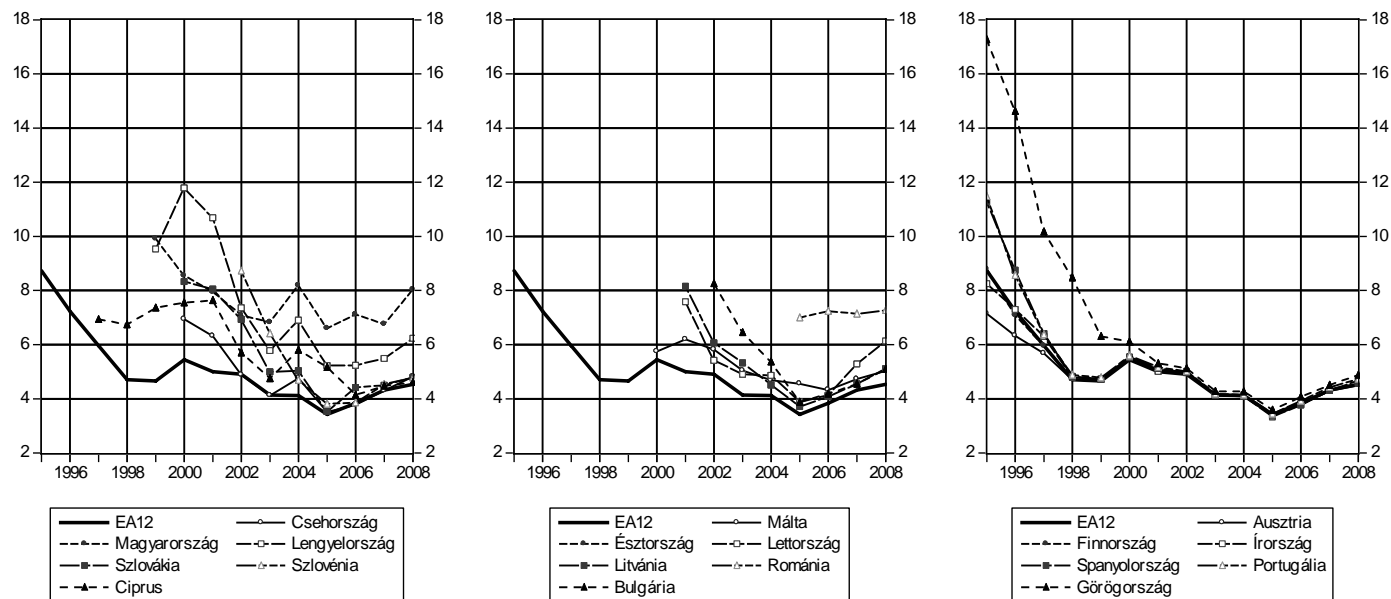
3 hónapos bankközi kamatlábak 1995–2008 között



Megjegyzés: A 2008-ra vonatkozó átlagos éves érték a 2008. júliusi adat változatlanóságát feltételezi az év hátralévő részére.

Forrás: Eurostat.

10 év lejáratú államkötvények hozamai 1995–2007 között

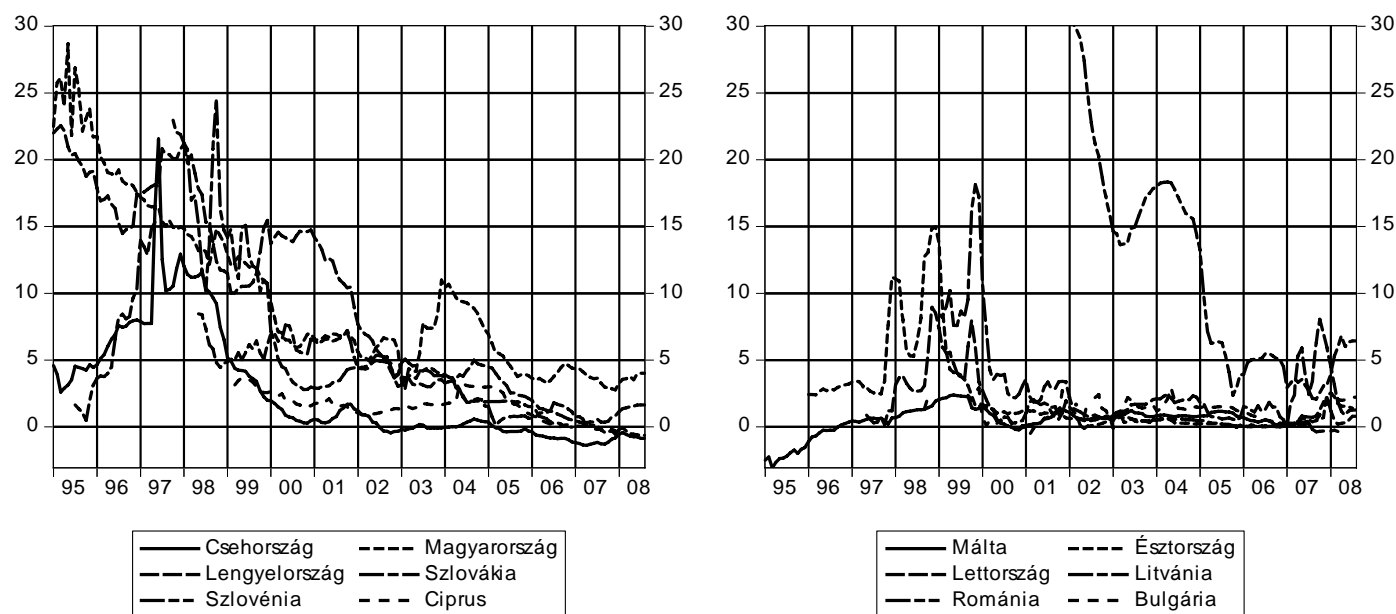


Megjegyzés: A 2008-ra vonatkozó átlagos éves érték a 2008. júliusi adat változatatlanságát feltételezi az év hátralévő részére.

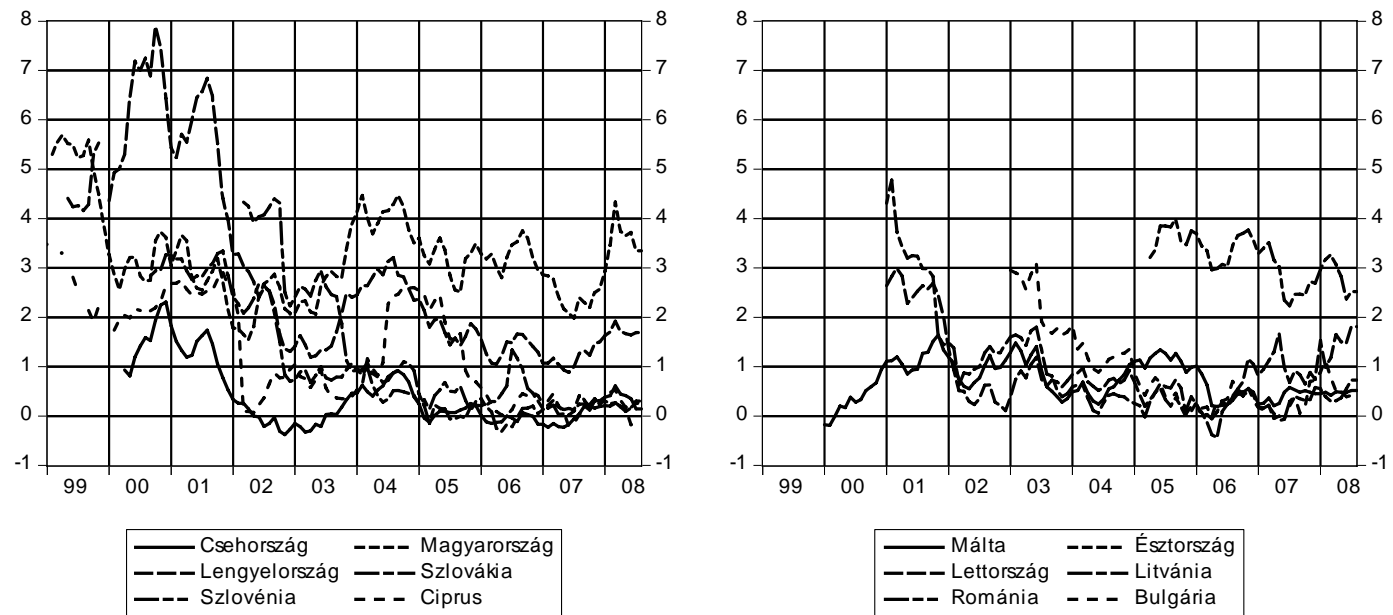
Forrás: Eurostat és EKB.

Kamatláb-különbségek az EA-12-höz képest

A panel: a 3 hónapos kamatlábak különbségei az EA-12-höz képest 1995. január és 2008. július között

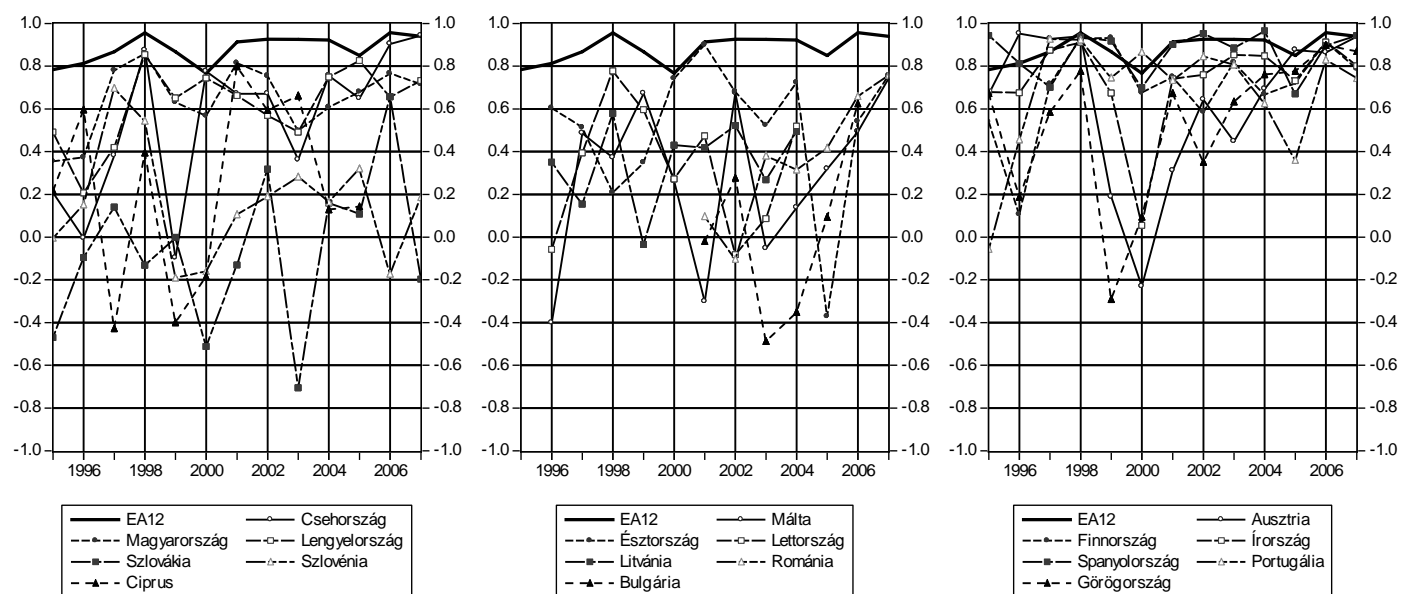


B panel: 10 éves futamidejű kamatlábak különbségei az EA-12-höz képest 1998. január és 2008. július között



Forrás: Eurostat, EKB, Datastream.

**A részvényárfolyamok havi változásának korrelációja
az euróövezet részvényárfolyam-változásaival 1995–2007 között**



Megjegyzés: Az euróövezetre vonatkozó részvényárfolyam-index a „Dow Jones EURO STOXX Broad” index; EA-12: a 12 régi euróövezeti tag országspecifikus korrelációinak súlyozott átlaga; a 2007. évi értékek a januártól júniusig tartó időszakra vonatkoznak. *Forrás:* Saját számításaink az Eurostat adatai alapján.

Továbbá míg a globális piacok bővelkedtek a likvidításban, a piacok a hozam érdekében hajlandóak voltak magasabb kockázatot vállalni, ez pedig sok új tagállamban jelentős mértékű külföldi portfólióbefektetést okozott. A kamatláb-különbségek különösen alacsonyak a rögzített árfolyamrendszereket fenntartó Észtországban, Litvániában és Bulgáriában, illetve az euróövezet új tagjaiban, azaz Cipruson, Máltán és Szlovéniában. Az ERM 2-tag, +/-15 százalékos árfolyamsávban lebegtető Szlovákiában a kamatláb-különbségek szintén minimálisak, ami az árfolyam felértékelődését tükrözi, illetve azt a várakozást, hogy az ország hamarosan csatlakozni fog az euróövezethez. Csehországban a különbségek negatívak, ami megfelel a felértékelődő árfolyamnak és a további felértékelődési várakozásoknak.

Az ERM 2-höz 2005 májusában csatlakozott Lettországban a kamatláb-különbségek – más rögzített árfolyamrendszerrel rendelkező országokkal ellentétben – 2006 óta nagymértékben növekedtek mind a rövid, mind a hosszú lejáratú kamatlábak esetén. Ez részben a túlfűtött gazdaság és a csökkenő versenyképesség következménye, amelyek hatalmas folyó fizetésimérleg-hiányt és gyorsuló inflációt okoztak. Ez egyben figyelmeztetés is, hogy az ERM 2-tagság és a kormány erős elköteleződése az euróövezethez történő csatlakozás mellett nem biztosíték a piacok kockázattérkékelésének változásaival szemben. Magyarországon a kamatkülönbségek 2003 óta magasak, annak a megnövekedett piaci kockázattérkékelésnek köszönhetően, amit az ország nagy költségvetési és folyó fizetésimérleg-hiánya, valamint magas inflációja okozott. Romániában a kamatláb-különbségek korábbi nagyon magas értéke némileg csökkent, azonban a magyarországi és lettországi különbségekkel együtt továbbra is a legmagasabbnak számítanak az új tagállamok között.

2. táblázat

A külföldi hitelintézetek részesedése az összes eszközből (százalék) 2005-ben

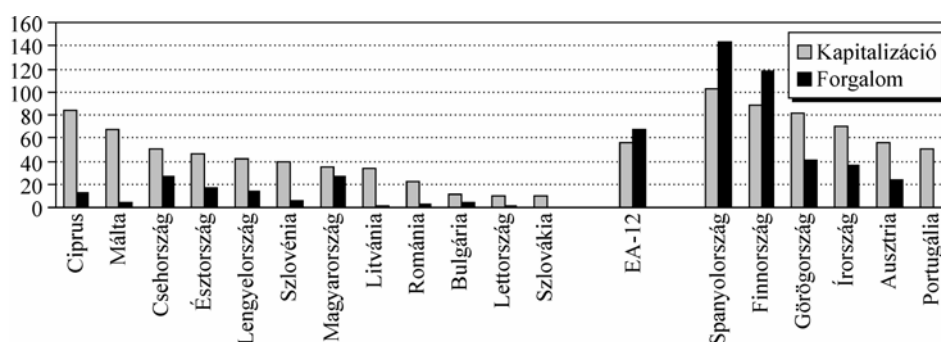
	2005		
	EU-országok bankjai	Harmadik országok bankjai	Összesen
Bulgária			73
Csehország	88,7	4,7	93,4
Észtország	99,2		99,2
Ciprus	22,2	5,4	27,6
Lettország	50,1	3,1	53,2
Litvánia			92
Magyarország			82
Málta	32,4		32,4
Lengyelország	58,7	8,4	67,1
Románia			63
Szlovénia			34
Szlovákia	97,4		97,4

Forrás: ECB, Világbank [2007].

Az új tagállamokban a bankrendszerek országok közötti integrációja előrehaladt, ez annak köszönhető, hogy a külföldi tulajdonú bankok jelentős hányadot képviselnek a bankok összes eszközein belül, ez alól csak Szlovénia, Ciprus és Málta kivétel (lásd a 2. táblázatot). A többi országban ez az arány Lettország és Románia mintegy 60 százalékától Észtország, Szlovákia és Csehország 90 százalékáig terjed. A kelet-közép-európai országokban ez a nagy arány a bankprivatizáció következménye, amikor is a bankokat külföldi stratégiai befektetőknek adták el, továbbá lehetővé tették a külföldi bankok számára, hogy új bankokat hozzanak létre. Ez azt a célt szolgálta, hogy a belföldi bankrendszert feltökésítsék, az eredmény pedig a menedzsment know-how – leginkább a kockázatelemzés és kockázatkezelés területein való – meghonosítása, illetve új pénzügyi termékek behozatala volt.

13. ábra

Részvénytőrségi kapitalizáció és forgalom (a GDP százalékában) 2006-ban



Megjegyzés: A részvénytőrségi kapitalizáció az év végi kapitalizáció osztva az adott év GDP-jével. *Forgalom:* éves forgalom osztva az adott év GDP-jével. A három balti ország, az EA-12 és Finnország esetében 2004-es adatok szerepelnek. Az országokat mindkét országcsoportban a GDP-re jutó részvénytőrségi kapitalizációjuk szerint rendeztük sorba.

Forrás: Eurostat.

A részvénytőrségi piacok integrációját tekintve a 12. ábra mutatja, hogy az új tagországok részvényárfolyamainak havi változása hogyan korrelál az euróövezet részvényárfolyamainak változásával. Megfigyelhető, hogy a korreláció egyhez közeledik, vagyis növekszik a részvényárfolyamok együttmozgása, azonban továbbra is léteznek számottevő országspecifikus sokkok, ami a korrelációs együtthatók ingadozásából is kitűnik. Ez jelentős mértékben azt tükrözi, hogy a kelet-közép-európai országok részvénytőrségi piacainak mérete kicsi (lásd a 13. ábrát). A részvénytőrségi kapitalizációja Csehországot, Észtországot és Lengyelországot kivéve mindegyik kelet-közép-európai országban 40 százalék alatti volt 2006-ban, továbbá 10 százaléknál is kisebb volt Bulgáriában, Lettországon és Szlovákiában, miközben az euróövezetben közel 60 százalékos. Továbbá a kelet-közép-európai országok tőrségeit általában a nem rezidens gazdasági szereplők uralják. Magyarországon például a nem rezidensek a Budapesti Értéktőrségen jegyzett részvények körülbelül 80 százaléka fölött rendelkeznek. Ezeknek a sajátosságoknak köszönhető, hogy nemzetközi viszonylatban

kismértékű nemzetközi tőkeáramlások is nagy ingadozásokat válthatnak ki a részvényárfolyamokban.

A részvénypiacok kis mérete számos okra vezethető vissza. Először is a privatizáció és a külföldi működőtőke-beáramlás azt eredményezte, hogy a legtöbb nagyvállalat valamely multinacionális cég leányvállalata, amelynek részvényeivel anyaországában és/vagy más vezető tőzsdéken kereskednek. Másodsor az új tagállamokban a vagyonszerzés még mindig viszonylag korlátozott, ami a kockázatkerüléssel együtt azt okozta, hogy a gazdasági szereplők inkább a biztonságosabb megtakarítási formákat választják, például állampapírokba vagy ingatlanba fektetnek. Végül az intézményi befektetők, például a nyugdíjalapok és biztosítási társaságok csak újabban kezdtek el befektetési alapokba befektetni. Bár az országok közötti pénzügyi eszköz-birtoklás és ezáltal a kockázatmegosztás lassan növekszik, még mindig alacsony mértékű az új tagországokban (idevágó adatokat *Darvas és Szapáry, 2004a* közöl).

Míg a pénzügyi integráció a kockázatmegosztás és az erőforrás-allokáció szempontjából üdvözlendő folyamat, ezzel egy időben növeli a pénzügyi sokkhatásoknak való kitettséget, amelyet a piaci kockázatviselési hajlandóság változása és a sokkhatások országok közötti áttérése okoz. Az új tagállamokban az áttérés jelentette kockázatot növeli a bankrendszer magas külföldi tulajdon miatt bekövetkező integrációja. A pénzügyi sokkok – legalábbis átmenetileg – megzavarhatják az euróövezetbe igyekvő országok megfelelését az optimális valutaövezet követelményeinek. A pénzügyi integráció előrehaladtával tehát az egyes országok gazdaságpolitikáira egyre nagyobb nyomásként nehezedik, hogy fenntartsák a makrogazdasági stabilitást. Emellett azonban, ahogyan az Egyesült Államokból a másodlagos (*sub-prime*) jelzáloghitelezési problémák nyomán kialakult pénzügyi válság egyre jobban eléri az európai pénzügyi piacokat is, világossá válik az is, hogy magas fokú pénzügyi integráció esetén még prudens gazdaságpolitika sem feltétlenül óvja meg az adott országot a pénzügyi válság tovaterjedésétől. Ezért európai szinten is alapos megfontolást igényel az összehangolt, egész Európát átfogó intézmények (például közös bankfelügyelet) vagy intézkedések (például „mentőcsomag”) lehetőségének átgondolása.¹¹

¹¹ 2008 októberében a globális pénzügyi válság fokozódásának hatására egyetértés alakult ki az európai vezetők között, hogy egységesíteni kell a pénzügyi szektor szabályozását és a bankok felügyeletét. A konkrét tárgyalások e kérdésekben cikkünk véglegesítésekor még éppen csak megkezdődtek.

KÖVETKEZTETÉSEK

Tanulmányunkban azt vizsgáltuk, hogy az EU-hoz 2004 óta csatlakozott tizenkét új tagállam az euróövezethez való csatlakozás szempontjából milyen mértékben felel meg az optimális valutaövezet elmélete által támasztott kritériumoknak. Számításaink alapján határozott trendet figyelhetünk meg az új tagok és az euróövezeti tagok között a gazdasági ciklusok jobb együttmozgása tekintetében. Némelyik új tag ciklusai még egyes jelenlegi eurózónatagokénál is összehangoltabbak. Ez jelezheti azt, hogy az új tagokat egyre kevesebb országspecifikus sokk érte. *Artis* [2003] rámutatott arra, hogy a vonatkozó elmélet semmit sem állít arról, hogy mekkora összehangoltság szükséges ahhoz, hogy egy ország tagja lehessen egy valutaunióknak. Lehet, hogy elég arról megbizonyosodni, hogy az új belépő nem különbözik jelentősen a már bent lévő országoktól. Ez még inkább igaz, ha azt az empirikus tényt nézzük, hogy az endogenitás törvényei is érvényesülnek az euróövezetben. Az endogenitás egyik fontos új elemét képezi az a megnövekedett fiskális szigor, amit az EU költségvetési szabályai tartalmaznak. Ezek a szabályok csökkenthetik az országspecifikus fiskális politika valószínűségét, amely pedig gyakori forrása az aszimmetrikus sokkoknak.

A munkaerőpiacok rugalmasabbnak bizonyulnak az új, mint a régi tagállamokban, jóllehet e különbség jelentőségét nem szabad túlbecsülni. Ugyanakkor az árupiacok korlátozottabbak. A pénzügyi integráció számottevően javult az új tagok és az euróövezet között, és arra is van bizonyíték, hogy az endogenitás törvényei ebben a tekintetben is érvényesülnek (*De Grauwe–Mongelli, 2005*). Azonban a kockázatmegosztás még mindig nagyon gyenge. Mindent egybevéve a hagyományos optimális valutaövezet kritériumainak tekintetében az új tagok nem állnak rosszabbul – néhány esetben pedig egyenesen jobban –, mint a régi tagállamok álltak az euró bevezetésekor.

Ezen következtetések tehát az euró mielőbbi bevezetése mellett szólnak. Egy másik tanulmányunkban (*Darvas és Szapáry, 2008b*) ugyanakkor azt megvizsgáltuk, hogy milyen kockázatokkal és kihívásokkal szembesülnek az új EU-tagállamok az euróhoz vezető úton, valamint az euró bevezetésével és a bevezetés időzítésével kapcsolatban milyen stratégiai kérdések merülnek fel. Arra a következtetésre jutottunk, hogy a gazdaság egy főre jutó jövedelemben mért kezdeti fejlettségi szintje, valamint a reálkonvergencia sebessége kihatnak a követendő stratégiákra és a belépés időzítésére. Minél alacsonyabb ugyanis egy ország egy főre jutó jövedelme, annál nagyobb az árszínvonalbeli lemaradása (amit be kell hoznia), és az új tagok jelenlegi helyzetét figyelembe véve annál nagyobb a veszélye annak, hogy a hitelek növekedése túlzottá, a gazdaság túlfűtötté válik. A veszélyek különösen hangsúlyosak akkor, ha az adott ország felzárkózása gyors ütemű. Ezért az euró bevezetéséhez szükséges döntés vizsgálatakor a jelen tanulmányunkban elemzett, optimális valutaövezeti kritériumok

vizsgálata mellett a reálkonvergencia szintjével és sebességével kapcsolatos megfontolásoknak is kiemelt jelentőséget kell kapniuk.

HIVATKOZÁSOK

- Angeloni, I. – Flad, M. – Mongelli, F.* [2007]: Monetary Integration of the New EU Member States: What Sets the Pace of Euro Adoption? *Journal of Common Market Studies*, Vol. 45., No. 2., 367–409. o.
- Artis, M.* [2003]: Analysis of European and UK Business Cycles and Shocks. HM Treasury, London.
- Baldwin, R. E.* [2006]: The euro's trade effect. Working Paper, No. 594., European Central Bank.
- Baldwin, R. E. – DiNino, V. – Fontagné, L. – De Santis, R. A. – Taglioni, D.* [2008]: Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment. *European Economy – Economic Papers*, 321., Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Brüsszel.
- Bayoumi, T. – Eichengreen, B.* [1996]: Operationalising the Theory of Optimum Currency Areas. CEPR Discussion Paper, No. 1484.
- Buiter, W.* [1999]: The EMU and the NAMU: What is the Case for North American Monetary Union? *Canadian Public Policy/Analyse de Politiques*, szeptember.
- Bun, M. – Klaassen, F.* [2007]: The Euro Effect on Trade is not as Large as Commonly Thought. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69., No. 4., 473–496. o.
- Bussière, M. – Fidrmuc, J. – Schnatz, B.* [2005]: Trade Integration of Central and Eastern European Countries, Lessons from a Gravity Model. ECB Working Paper, No. 545.
- Conway, P. – Janod, V. – Nicoletti, G.* [2005]: Product Market Regulation in OECD Countries: 1998 to 2003. OECD Economics Department Working Papers, No. 419.
- Csaba László* [2006]: A stabilitási és növekedési egyezmény új politikai gazdaságtanáról. *Közgazdasági Szemle*, 1. sz., 1–30. o.
- Darvas, Zsolt* [2008]: Sign Restrictions Are More Robust than Long-Run Restrictions in Structural VARs. Deutsche Bundesbank Discussion Paper (megjelenés alatt).
- Darvas, Zsolt – Szapáry, György* [2004a]: Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU: Comovements in the New and Old Members. Magyar Nemzeti Bank Working Paper, No. 2004/1.
- Darvas Zsolt – Szapáry György* [2004b]: Konjunktúraciklusok együttmozgása a régi és új EU-tagországokban. *Közgazdasági Szemle*, május, 415–448. o.
- Darvas, Zsolt – Szapáry, György* [2008a]: Euro area enlargement and euro adoption strategies. *European Economy – Economic Papers*, 304. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Brüsszel, on-line elérhetőség:
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12103_en.htm
- Darvas Zsolt – Szapáry György* [2008b]: Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák. *Közgazdasági Szemle*, október, 833–873. o.
- Darvas Zsolt – Rose, A. K. – Szapáry György* [2005]: A fiskális divergencia és a konjunktúraciklusok együttmozgása – a felelőtlen fiskális politika az aszimmetrikus sokkok forrása. *Közgazdasági Szemle*, december, 937–959. o.
- De Grauwe, P. – Mongelli, F.* [2005]: Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? ECB Working Paper, No. 468.

- Haan de, J. – Inklaar, R. – Jong-A-Pin, R. [2006]: Will Business Cycles in the Euro Area Converge? A Critical Survey of Empirical Research. *Journal of Economic Surveys* (megjelenés alatt).
- Égert Balázs [2007]: Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe. Oesterreichische Nationalbank Working Paper, No. 138.
- Eichengreen, B. [1992]: Should the Maastricht Treaty Be Saved? Princeton Studies in International Finance, No. 74.
- Eickmeier, S. [2006]: Comovements and Heterogeneity in the Euro Area Analyzed in a Non-Stationary Dynamic Factor Model. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, No. 31/2006.
- Európai Bizottság [2006]: The EU Economy 2006 Review, Adjustment Dynamics in the Euro Area, Experiences and Challenges. Európai Bizottság.
- Ferrando, A. – Baele, L. – Hördahl, P. – Krylova E. – Monnet, C. [2004]: Measuring Financial Integration in the Euro Area. ECB Occasional Paper, No. 14.
- Fidrmuc, J. [2001]: The Endogeneity of Optimal Currency Area Criteria and Intraindustry Trade. BOFIT Discussion Paper, No. 8.
- Fidrmuc, J. [2004]: The Endogeneity of Optimal Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade and EMU Enlargement. *Contemporary Economic Policy*, Vol. 22., No. 1., 1–12. o.
- Fidrmuc, J. – Korhonen, I. [2006]: Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation Between the Euro Area and the CEECs: What Do We Know? *Journal of Comparative Economics*, 34., 518–537. o.
- Frankel, J. [2005]: Real Convergence and Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Trade and Business Cycle Correlations as Endogenous Criteria for Joining the EMU. In: Schadler, S. (ed.): Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges. IMF, Washington D.C.
- Frankel, J. – Rose, A. [1998]: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108, 1009–1025. o.
- Furceri, D. [2007]: Fiscal Convergence, Business Cycle Volatility and Growth. mimeo, University of Illinois of Chicago.
- Gayer, C. [2007]: A Fresh Look at Business Cycle Synchronisation in the Euro Area. *European Economy, Economic Papers*, No. 287., szeptember.
- Imbs, J. [2004]: Trade, Finance, Specialization and Synchronization. *Review of Economics and Statistics*, Vol 86., No. 3., 723–734. o.
- Krugman, P. [1993]: Lessons of Massachusetts for EMU. In: Torres, F. – Giavazzi, F. (eds.): Adjustment and Growth in the European Union. Cambridge University Press.
- Mico, A. – Stein, E. – Ordonez, G. [2003]: The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU. *Economic Policy*, október.
- Mundell, R. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51., 657–665. o.
- Neményi Judit [2003]: Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz., 479–504. o.
- Rose, A. [2000]: One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, 30, 7–33. o.
- Rose, A. – Stanely, T. [2005]: A Meta Analysis of the Effect Common Currencies on International Trade. *Journal of Economic Surveys*, 19.
- Riboud, R. – Sanchez-Paramo, C. – Silva-Jauregui, C. [2002]: Does Eurosclerosis Matter? Institutional Reform and Labor Market Performance in Central and Eastern Europe. World Bank, Social Protection Discussion Paper Series, No. 202.

Thimann, C. [2005]: Real Convergence, Economic Dynamics, and Adoption of the Euro in the New European Union Members States. In: *Schadler, S.* (ed.): Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges. IMF, Washington D.C.

Világbank [2007]: Credit Expansion in Emerging Europe: A Cause for Concern? Regular Economic Report, Part II, Special Topic, január.

DISCUSSION PAPERS PUBLISHED SINCE 2006

2006

- Krisztina MOLNÁR – Sergio SANTORO: Optimal Monetary Policy When Agents Are Learning. MT-DP. 2006/1
- András SIMONOVITS: Social Security Reform in the US: Lessons from Hungary. MT-DP. 2006/2
- Iván MAJOR - Why do (or do not) banks share customer information?. A comparison of mature private credit markets and markets in transition. MT-DP. 2006/3
- Mária LACKÓ: Tax Rates with Corruption: Labour-market Effects. Empirical Cross-country Comparisons on OECD Countries. MT-DP. 2006/4
- György MOLNÁR – Zsuzsa KAPITÁNY: Mobility, Uncertainty and Subjective Well-being in Hungary. MT-DP. 2006/5
- Rozália PÁL - Roman KOZHAN: Firms' investment under financing constraints. A euro area investigation. MT-DP. 2006/6
- Anna IARA: Skill diffusion by temporary migration? Returns to Western European working experience in the EU accession countries. MT-DP. 2006/7
- György MOLNÁR - Zsuzsa KAPITÁNY: Uncertainty and the Demand for Redistribution. MT-DP. 2006/8
- Péter BENCZÚR - István KÓNYA: Nominal growth of a small open economy. MT-DP. 2006/9
- Gábor VIRÁG: Outside offers and bidding costs. MT-DP. 2006/10
- Péter CSÓKA - P. Jean-Jacques HERINGS - László Á. KÓCZY: Coherent Measures of Risk from a General Equilibrium Perspective. MT-DP. 2006/11
- Norbert MAIER: Common Agency with Moral Hazard and Asymmetrically Informed Principals. MT-DP.2006/12
- CSERES-GERGELY Zsombor – CSORBA Gergely: Műkincs vagy működő tőke? Gondolatok a kutatási célú adatok hozzáférhetőségéről. MT-DP.2006/13
- Dr. SERES Antal: Koncentráció a hazai kereskedelemben. MT-DP.2006/14
- Balázs ÉGERT: Central Bank Interventions, Communication and Interest Rate Policy in Emerging European Economies. MT-DP.2006/15
- Gábor BÉKÉS - Jörn KLEINERT - Farid TOUBAL: Spillovers from Multinationals to Heterogeneous Domestic Firms: Evidence from Hungary. MT-DP.2006/16

2007

- Mirco TONIN: Minimum Wage and Tax Evasion: Theory and Evidence. MT-DP.2007/1
- Mihály LAKI: Evolution on the market of foreign language teaching services in Hungary. MT-DP.2007/2
- VINCZE Péter: Vállalatok tulajdonosi irányításának változatai. MT-DP.2007/3
- Péter CSÓKA - P. Jean-Jacques HERINGS - László Á. KÓCZY: Stable Allocations of Risk. MT-DP. 2007/4
- Judit TEMESVÁRY: Signal Extraction and Hyperinflations with a Responsive Monetary Policy. MT-DP. 2007/5
- Péter KARÁDY - Ádám REIFF: Menu Costs and Inflation Assymetries. Some Micro Data Evidence. MT-DP. 2007/6
- Mária LACKÓ: Interrelationships of the Hidden Economy and Some Visible Segments of the Labour Market. MT-DP. 2007/7
- HERMANN Zoltán: Iskolai kiadási egyenlőtlenségek, 1992-2005. MT-DP.2007/8

2008

- CSERES-GERGELY Zsombor - MOLNÁR György: Háztartási fogyasztói magatartás és jólét Magyarországon. Kísérlet egy modell adaptációjára. MT-DP.2008/1

- JUHÁSZ Anikó – KÜRTI Andrea – SERES Antal – STAUDER Márta: A kereskedelem koncentrációjának hatása a kisárutermelésre és a zöldség-gyümölcs kisárutermelők alkalmazkodása. Helyzetelemzés. MT-DP. 2008/2
- Ákos VALENTINYI – Berthold HERRENDORF: Measuring Factor Income Shares at the Sectoral Level. MT-DP.2008/3
- Pál VALENTINYI: Energy services at local and national level in the transition period in Hungary. MT-DP.2008/4
- András SIMONOVITS: Underreported Earnings and Old-Age Pension: An Elementary Model. MT-DP.2008/5
- Max GILLMAN – Michal KEJAK: Tax Evasion and Growth: a Banking Approach. MT-DP.2008/6
- LACKÓ Mária – SEMJÉN András: Rejtett gazdaság, rejtett foglalkoztatás és a csökkentésükre irányuló kormányzati politikák - irodalmi áttekintés. MT-DP. 2008/7
- LACKÓ Mária: Az adóráták és a korrupció hatása az adóbevételekre - nemzetközi összehasonlítás (OECD országok, 2000-2004). MT-DP. 2008/8
- SEMJÉN András – TÓTH István János – FAZEKAS Mihály: Az EVA tapasztalatai vállalkozói interjúk alapján. MT-DP. 2008/9
- SEMJÉN András – TÓTH István János – FAZEKAS Mihály: Az alkalmi munkavállalói könyves foglalkoztatás munkaadói és munkavállalói interjúk tükrében. MT-DP. 2008/10
- SEMJÉN András – TÓTH István János – MAKÓ Ágnes: Az alkalmi munkavállalói könyves foglalkoztatás és a rejtett gazdaság kapcsolata (Elemzés az AM könyves munkavállalók kérdőíves megkérdezése alapján). MT-DP. 2008/11
- FAZEKAS Mihály: A rejtett gazdaságból való kilépés dilemmái
- Esettanulmány - budapesti futárszolgálatok, 2006-2008. MT-DP. 2008/12
- TÓTH István János – SEMJÉN András – MEDGYESI Márton – CZIBIK Ágnes: Egy rejtett gazdasággal kapcsolatos lakossági felmérés tapasztalatai. MT-DP. 2008/13
- BÍRÓ Anikó - VINCZE János: A gazdaság fehéritése: büntetés és ösztönzés. Költségek és hasznok egy modellszámítás tükrében. MT-DP. 2008/14
- Imre FERTŐ - Károly Attila SOÓS: Marginal Intra-Industry Trade and Adjustment Costs - A Hungarian-Polish Comparison. MT-DP. 2008/15
- Imre FERTŐ - Károly Attila SOÓS: Duration of trade of former communist countries at the EU. MT-DP. 2008/16
- FERTŐ Imre: A magyar agrárexport kereskedelmi előnyei és versenyképessége az EU piacon. MT-DP. 2008/17
- Zsolt BEDŐ - Éva OZSVALD: Codes of Good Governance in Hungary. MT-DP. 2008/18
- DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György: Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák. MT-DP. 2008/19
- László Á. KÓCZY: Strategic Power Indices: Quarrelling in Coalitions. MT-DP. 2008/20
- Sarolta LACZÓ: Riskiness, Risk Aversion, and Risk Sharing: Cooperation in a Dynamic Insurance Game. MT-DP. 2008/21
- Zsolt DARVAS: Leveraged Carry Trade Portfolios. MT-DP. 2008/22
- KARSAI Judit: "Az aranykor vége" - A kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése Közép- és Kelet-Európában. MT-DP. 2008/23
- Zsolt DARVAS - György SZAPÁRY: Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies. MT-DP. 2008/24
- Helmut AZACIS - Max GILLMAN: Flat Tax Reform: The Baltics 2000 – 2007. MT-DP. 2008/25
- Ádám SZENTPÉTERI - Álmos TELEGDY: Political Selection of Firms into Privatization Programs. Evidence from Romanian Comprehensive Data. MT-DP. 2008/26
- DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György: Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak. MT-DP. 2008/27