

Neményi, Judit; Oblath, Gábor

Working Paper

Az euró hazai bevezetésének újragondolása

IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2012/14

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Neményi, Judit; Oblath, Gábor (2012) : Az euró hazai bevezetésének újragondolása, IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2012/14, ISBN 978-615-5243-08-0, Hungarian Academy of Sciences, Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Budapest

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/108255>

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 – 2012/14

Az euró hazai bevezetésének újrágondolása

NEMÉNYI JUDIT – OBLATH GÁBOR

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2012/14

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet

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

Az euró hazai bevezetésének újragondolása

Szerzők:

Neményi Judit
tudományos főmunkatárs
Pénzügykutató Zrt.
Email: judit.nemenyi@t-online.hu

Oblath Gábor
tudományos főmunkatárs
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézet
Email: oblath@econ.core.hu

2012. március

ISBN 978-615-5243-08-0
ISSN 1785-377X

Publisher:
Institute of Economics, Research Center for Economic and Regional Studies,
Hungarian Academy of Sciences

Az euró hazai bevezetésének újragondolása

NEMÉNYI JUDIT – OBLATH GÁBOR

Összefoglaló

A tanulmány célja az euró magyarországi bevezetését övező makrogazdasági kérdések ismételt átgondolása. Ennek egyik fontos indítéka, hogy a hivatalos csatlakozási céldátumot a kormány anélkül tolta el 2020-ra, hogy azt szakmai eszmecsere, vagy publikus kormányzati elemzés megalapozta volna. Az írás áttekinti a 2000-es évek első felében megfogalmazott szakmai megfontolásokat, bemutatja a korábbi kormányok által kinyilvánított, valamint a gazdaságpolitikában feltárt törekvéseket az euróövezeti csatlakozást illetően. A tanulmány annak fényében eleveníti fel az euró bevezetéséhez kapcsolódó kérdéseket, hogy a valutaunió egyes tagországai súlyos válságba kerültek, ami magát az euróövezetet is válságba sodorta; három közép-kelet-európai EU-tagország az eurózóna tagjává vált, s tapasztalataik számos tanulsággal szolgálnak; továbbá az övezet országaira vonatkozó közös szabályok is jelentősen módosultak. Az elemzés fő következtetése az, hogy a csatlakozás időzítésétől függetlenül Magyarországnak érdekében áll az euróbevezetés feltételeinek mielőbbi teljesítése. E feltételek azonban nem csupán a maastrichti kritériumokat tartalmazzák, hanem „belső” követelményeket is, így azt, hogy az inflációs várakozások alacsony szinten stabilizálódjanak, továbbá létrejőjenek a bér- és termelékenységalakulás tartós összhangját biztosító intézmények, mechanizmusok. A csatlakozás feltételeinek megteremtésére vonatkozó határozott szándék kinyilvánítása és az azt alátámasztó lépések növelnék a hazai gazdaságpolitika iránti nemzetközi bizalmat és javítanák a gazdasági felzárkózás kilátásait.

Tárgyszavak: Euróbevezetés, euróövezeti válság, országtapasztalatok az euróövezetben, gazdasági kormányzás az EU-ban

JEL kódok: F33, F35, E58, E65

A tanulmány egy, a CIB Bank és az MTA KTI közötti szerződés keretében 2011-ben készített munka átdolgozott változata.

Revisiting Hungary's euro-adoption

JUDIT NEMÉNYI – GÁBOR OBLATH

Abstract

The study aims to revisit some of the macroeconomic issues related to Hungary's eurozone-accession. The government postponed euro-adoption until 2020 without any explanation, which is one of the motivations of our analysis. We review the arguments formulated in 2000-2004 regarding the adoption of the euro by the profession, as well as the declarations and actual policies pursued by successive governments during the 2000-s. The study discusses the crisis within the euro area, the experiences of three central-east-European EU-countries having adopted the euro, and the modifications in EU economic governance, focusing at the implications for Hungary's euro-adoption. The main conclusion of the analysis is that, irrespective of *when* Hungary actually intends to join the eurozone, it is in the country's best interest to fulfil the requirements necessary for introducing the euro as early as possible. However, beyond the Maastricht-criteria, "internal" requirements have also to be met, involving the stabilisation of inflation expectations at a low level and, furthermore, that institutions and mechanisms be established, ensuring a close link between the evolution of productivity and wages. By declaring the will to meet these conditions, supported by actual policy measures, the credibility of economic policy could be enhanced and the conditions of economic convergence could be improved.

Keywords: euro-adoption, crisis in the eurozone, country experiences in the eurozone, economic governance in the EU

JEL classification: F33, F35, E58, E65

Tartalomjegyzék

Gazdaságpolitikai összefoglaló: az euró-bevezetés újragondolásának hazai és nemzetközi kontextusa.....	6
1. Bevezetés.....	14
2. Az euró hazai bevezetése: korábbi hivatalos és szakmai elképzelések	17
2.1. Az euró hazai bevezetésére vonatkozó hivatalos elképzelések és céldátumok alakulása a követett gazdaságpolitika fényében.....	17
2.2. Az euró-övezeti csatlakozásra vonatkozó hazai szakmai elképzelések a 2000-es évek első felében	29
3. Az euróövezet első tíz évének tapasztalatai (válság előtt – válságban).....	33
3.1. Az eurózóna működésének problémái és a válságba került tagországok tapasztalatai	33
3.1.1 Szabályok, szabályszegések és reálgazdasági konvergencia.....	37
3.1.2 Instabilitás és divergencia: relatív ár-és költségalakulás és külső egyensúlyhiányok.....	40
3.2. Az euróövezeti válság	49
3.2.1. A válság szakaszai.....	50
3.2.2. A válság hatása: amire lehetett számítani (de a mérték meglepő volt).....	52
3.2.3. A válság hatásai: amivel nem számoltak előre (a válságkezelési eszköztár hiányosságai). 57	
4. Az euró bevezetéséhez kapcsolódó tapasztalatok három közép-kelet-európai országban	60
4.1 Felkészülés az euró bevezetésére: a maastrichti kritériumok teljesítése különböző monetáris rezsimekben.....	61
4.1.1. Az euró-bevezetés előzményei: hasonlóságok és különbségek.....	61
4.1.2 Az euró-csatlakozási kritériumok teljesítése és a makrogazdasági környezet	64
4.1.3 Nominális és reálárfolyam-alakulás és árszint-felzárkózás.....	74
4.2 A csatlakozást követő néhány tapasztalat és tanulság	85
5. Az EU és az euróövezet szabályozási és intézményi környezetének változásai	89
5.1. A működési szabályok reformja	90
5.1.1. Euró egyezmény – a „Hat törvénnyel” kibővített SGP	92
5.1.2. Az Euró plusz	97
5.1.3. Az európai válságkezelő és kockázatkezelő rendszer elemei.....	101
5.2. Az EU új irányítási rendszerének kritikája.....	108
6. Az euró bevezetése és a magyar gazdaság sérülékenysége	111
7. Összegzés: az euró magyarországi bevezetésének kilátásai és feltételei.....	115
Melléklet: Korábbi hazai elemzések az euró-csatlakozás veszélyeiről és kockázatairól	123

GAZDASÁGPOLITIKAI ÖSSZEFOGLALÓ: AZ EURÓ-BEVEZETÉS ÚJRAGONDOLÁSÁNAK HAZAI ÉS NEMZETKÖZI KONTEXTUSA

A kétezres évek elején valódi döntési alternatívát jelentett, hogy egy „mielőbbi” (4-6 éves felkészülési időszakot feltételezve kitűzött) vagy valamely későbbi (előre nem meghatározott) időpontot válasszon Magyarország az euró bevezetésére, és értelmesen lehetett mérlegelni azt a kérdést is, hogy az önálló valuta megtartása vagy feladása járna-e jelentősebb rövid, illetve középtávú előnnyel.

A kétezres években folytatott gazdaságpolitika – a mielőbbi csatlakozás céljának gyakori hangoztatása ellenére – nem hozta közelebb az országot az euróövezeti tagsághoz. A 2010 tavaszán bekövetkezett kormányváltás után tapasztalt gazdaságpolitikai fordulat, s az azóta folytatott gazdaságpolitika az uniótól való eltávolodáshoz vezetett. 2012 elejére olyan helyzetbe került az ország, amikor nem az előnyök realizálása, hanem a veszteségek minimalizálása indokolja, hogy az euró-bevezetés kérdésével az euróövezeti válság kellős közepén foglalkozzunk. Bármennyire is tisztázatlan ugyanis, hogy mikorra sikerül úrrá lenni az eurózóna válságán, s egyelőre az uniós irányítási rendszer átalakítása sem befejezett, Magyarország számára az euróövezeten kívüli lét egyértelmű hátrányokkal jár, a csatlakozáshoz szükséges feltételek megteremtéséből viszont profitálna az ország.

A magyar gazdaság helyzetét ugyanis a következők jellemzik:

- a gazdaság egyre távolabbra került az euróövezeti csatlakozást lehetővé tevő (régi és újabb) feltételek teljesítésétől, pedig azok teljesítése az euró bevezetésétől függetlenül segítené a stabilizációt és a felzárkózást;
- a gazdaság tapasztalja az önálló valuta meglétének valamennyi hátrányát (a valutaárfolyam szélsőséges kilengéseit, a makro-stabilitást aláásó és az inflációt, illetve az inflációs várakozásokat fokozó jelentős valutaleértékelődést);
- az önálló monetáris politika meglétének lényegében semmiféle előnyét nem élvezi, mozgásterét a jelentős belföldi devizaadósság mellett a kormány gazdaságpolitikája miatt hektikusan változó piaci hangulat és a megemelkedett országkockázat is beszűkítette;
- az ország nem rendelkezik olyan hosszabb távú stratégiai programmal, amely az euróövezeti hivatalos (régi és új) feltételeken túl biztosíthatná, hogy az euróövezeti csatlakozást követően a potenciális előnyök kihasználhatók legyenek. E nélkül pedig még akkor sem célszerű bevezetni az eurót, ha a hivatalos kritériumokat teljesíteni tudná az ország.

Az euróövezeti csatlakozás peremfeltételeinek változása. Mind a külső körülmények változása (az euróövezet válságjelenségei, felbomlásának rémképe, a korábban ígéretesen fejlődő tagországok súlyos gazdasági nehézségei és az Európai Unió irányításának reformja), mind pedig a hazai politikai és gazdaságpolitikai közelmúltbeli fejlemények (különösen az ország állampapírjainak a befektetésre nem ajánlott kategóriába való leminősítése) jelentősen befolyásolják Magyarország euróövezeti csatlakozásának kilátásait és feltételeit. A 2007 közepétől kibontakozó válság felszínre hozta az euróövezet szabályozási hiányosságait, s ezekre válaszul az unió irányítási rendszerének teljes átalakítása zajlik 2008 óta, s ez a folyamat még nem ért véget.

A fogadókészség tekintetében is van bizonytalanság, bár az euróövezeti belépés feltétele – az azonos elbírálás elve alapján – a jövőben csatlakozókra nézve is a maastrichti kritériumok fenntartható módon való teljesítése. Ugyanakkor az uniós szabályozási-irányítási rendszer általános felülvizsgálata és átalakítása oda vezetett, hogy mind az euróövezeti, mind pedig az azon kívüli országokkal szemben sokkal komplexebbé váltak a betartandó elvárások, mint az elmúlt évtizedben voltak. A Stabilitási és növekedési egyezmény megerősítése és kibővítése az úgynevezett „Hat törvénnyel”, s azon belül a túlzott egyensúlytalansági eljárás (EIP) az euróövezeten kívüli tagokat is érinti, még ha a szigorú szankciók rájuk nem vonatkoznak is. E mellett az euróövezet a közös valutaövezet fenntarthatósága érdekében elmozdul a gazdaságpolitikai koordináció irányába, s az ebből a célból létrehozott Euró plusz egyezmény minden euróövezeti tagra vonatkozik. Ezért – bár ez formálisan nem követelmény egyelőre – a gazdaságpolitikában is közeledni kell az euróövezeti koordinációs követelményekhez, hogy az euró bevezetésekor már ezeket teljesítse az ország. A 2012 január végén 25 uniós tagország által kötött a „Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásról és irányításról” szóló egyezményhez Magyarország is csatlakozott, amelyben az új szabályok és eljárások legfontosabb pontjai köszönnek vissza azzal, hogy később a Szerződésbe is bekerüljenek. Ezek betartását akkor is célként kellene kezelni a magyar gazdaságpolitikában, ha egyelőre nem minden elvárás vonatkozik az euróövezeten kívüli tagországokra.

Érdemes-e egyáltalán az elhúzódó külső és belső válság és a jövőt illető ennyi bizonytalanság körülményei közepette arról elmélkedni, hogy milyen stratégia követendő a közös valuta bevezetését illetően? A válasz egyértelműen igenlő, mert amennyiben a magyar gazdaságpolitika alakítása ettől a szemponttól függetlenül és az európai uniós változásokat szem előtt tévesztve halad előre, akkor könnyen előfordulhat, hogy a magyar kormány által az elmúlt évben jelszóként használt „elrugaszkodás az euróövezettől (a válságtól)”, valójában az európai uniótól való leszakadást és az euróövezeti belépés nyújtotta esélyek elszalasztását eredményezi majd.

Az euróvezeti csatlakozási kritériumok teljesítése. A 2000-es évek első felében végzett vizsgálataink alapján arra jutottunk, hogy az euró megalapozott, de mielőbbi bevezetése érdekében állna az országnak, mert az euróvezeti belépés és tagság követelményeit az euró bevezetéstől függetlenül is teljesíteni kellene egy kiegyensúlyozott növekedési pálya érdekében; ugyanakkor euróvezeti tagként komoly kockázatoktól szabadulhatna meg az ország. Ez a megállapítás akkor érvényes marad, ha az átalakult követelményrendszert vizsgáljuk meg. Az euróvezeti belépési követelmények (maastrichti kritériumok, a kibővített SGP, Euro plusz) teljesítése változatlanul összhangban állna egy felzárkózási pálya követelményeivel, de ezektől ma távol áll az ország.

A maastrichti kritériumok és az alap SGP (a stabilitási és növekedési egyezmény), vagyis a „régikritériumok” teljesítése sem biztosított, ha nem sikerül rövid időn belül tartós növekedési pályára visszavigálni az országot. Csak ez utóbbi biztosíthatná a költségvetési középtávú cél „trükkmentes” (egyedi bevételek bevonásától mentes) teljesítését és az adósságráta folyamatos csökkentését.

A folyó fizetési mérlegben fordulat következett be, és a korábbi évtizeden át fenntarthatatlanul magas hiányt jelentős többlet váltotta fel. Ez a kibővített stabilitási kritériumrendszer szerint pozitívan értékelhető fejlemény valójában nem tekinthető kedvezőnek, mert a gazdaság nem-kívánatos és tartós lelassulásának, a nyomott belföldi keresletnek a következménye. Ezért a beruházás-megtakarítási mérleg alakulása nem mérhető fel egyelőre, hiszen a legfrissebb kormányzati intézkedések – a bankrendszerre a különadók után újabb jelentős terhet helyező devizahitel-végtörlesztési törvény – alapvetően átrajzolhatják a hazai megtakarítások alakulását. A növekedésre ez várhatóan további visszafogó hatást fejt majd ki, ami akár a recesszió felé mozdíthatja el a gazdaságot.

A maastrichti inflációs kritérium teljesítése igen távolinak tűnik, mert még a jelenlegi nagyon nyomott belső piaci viszonyok között sem lehet elérni a 3%-os inflációs célt (pedig az is meghaladja a maastrichti követelményt). A magyar kormányok azonban soha nem tekintették fontosnak a kiszámítható alacsony inflációs környezet kialakítását, s a különböző egyszeri inflációs sokkok (áfakulcs-emelés, jövedéki adók, extra termékadók, különadók stb.) sorozata ma is napi gyakorlat, a 2012-es költségvetési lyukak befoltozásának egyik eszköze. Az árstabilitás elérésének rendszeres kitolódása és a gyenge forintárfolyam a nyomott belső keresleti viszonyok ellenére is magasan tartja az inflációs várakozásokat.

Az árfolyamstabilitás előmozdítása sem szerepel a kormányzati célok között. A kormány – tévesen – „a Nemzeti Bank ügyének” tekinti a forintárfolyam alakulását, jóllehet a forint elmúlt félévben bekövetkezett tartós és nagymértékű leértékelődésében a kormány gazdaságpolitikájának piaci értékítélete tükröződik. Az állami és magán devizahitelek magas aránya miatt a gazdasági és pénzügyi stabilitást is veszélyezteti, ha jelentősen gyengül a forint, de az is, ha nagy az árfolyam volatilitása. Az államadósságnak a GDP-hez mért aránya

a növekedési problémák mellett, éppen a nagyfokú leértékelődés miatt nem mérséklődött annak ellenére sem, hogy sor került a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alaphoz került állampapírok bevonására. Mivel a kormány szándékai kiismerhetetlenek, nem kizárt, hogy a gazdaság fellendítése érdekében az árfolyam gyengítésének veszélyes fegyverét is használni kívánja. Ez azonban bumerángxént csaphat vissza, mivel az ország stagflációs állapotba kerülhet. Az árfolyamkockázat olyan mértékben akadályozza a magyar gazdaság kibontakozását, hogy kiiktatása – az euró bevezetésével – egyértelműen érdekében állna az országnak. Ezzel megszűnne a mindenkori politikának való kiszolgáltatottság is, ami jelentősen mérsékelhetné az országkockázatot.

Nem meglepő, hogy mindezek miatt a *hozamok konvergenciájáról* sem beszélhetünk. Magyarország kockázati felára – alacsonyabb ugyan, mint az euróövezeti krízis-országoké – ismét a fenntarthatóságot veszélyeztető szintre emelkedett, amiben döntően hazai gazdaságpolitikai okok játszanak szerepet.

Nem tisztázott, hogy az *Euró plusz követelményeket* miként kéri majd számon az euróövezeti csatlakozáskor. Az euróövezetben ugyanis kötelező lesz ezek betartása a gazdaságpolitikák harmonizálása érdekében. Kérdés, hogy mi a helyzet akkor, ha egy tagállam, mint Magyarország, a belépés előtt nem vállalta a tagságot az Euró plusz rendszerben. Helyzetünket nehezíti, hogy az Euró plusz követelmények teljesítésétől a jelenlegi gazdaságpolitika éppen távolodik. Az új adórendszer, s az ebből következő nagymértékű minimálbér-emelés és béremelési kényszer a gazdaságban, a foglalkoztatás közmunkára alapozott növelése, illetve a nyugdíjrendszer visszaterelése az állami pillérbe (amely egyelőre nem kezeli a társadalom öregedéséből fakadó jövőbeli kötelezettségek problémáját) – mind szöges ellentétben állnak az euróövezeti irányokkal. *Magyarországon 2012 elején sem a versenyképesség növelése, sem a tartós felzárkózás, sem a külső és belső egyensúly fenntarthatósága nem látszik biztosítva sem közép, sem hosszabb távon.*

Mindezekon túlmenően sajátos problémát jelent a devizaadósság, azon belül a nem-euróban denominált lakossági hitelek relatíve magas állománya. Amíg a pénzügyi válság kitörésekor (2008-2009-ben) „csak” a magánszektor devizahitelei jelentették a fő sérülékenységi forrást, addig 2010-2011-ben már az államadósságon belül is körülbelül 50 százalékra nőtt a devizában denominált állomány.

Mindebből az következik, hogy Magyarországon *a 2012. év elejei feltételek és kilátások nem állnak összhangban az euró bevezetésével.* Még az uniótól eltávolodó gazdaságpolitikának az euró-konvergencia irányba fordítása esetén sem lenne egyszerű program előkészíteni az euró közgazdaságilag megalapozott bevezetését. A jelek szerint azonban a kormány ezt nem is ambicionálja, hisz nem foglalkozik ezzel a stratégiai kérdéssel, csupán annyit jelentett be, hogy „2020 előtt nem lesz csatlakozás”.

Az euróövezeten kívüli lét kockázatai. A valódi kérdés mégis az, hogy létezik-e problémamentes élet az euróövezeten kívül akkor, ha az ország nem közelít az euróövezeti csatlakozás feltételeihez? Véleményünk szerint nem. Az elmúlt másfél év gazdaságpolitikája jórészt éppen azért bizonyult fenntarthatatlannak és rendkívül költségesnek, mert *tartalmilag nem törekedett* az euró-konvergenciához szükséges feltételek teljesítésére. A gazdaságpolitikai kommunikáció homlokterébe került akciókról – a nyugdíjvagon államosításából történt deficit-finanszírozásból és államadósság-csökkentésről – pedig országon belül és kívül mindenki tudja, hogy egyszeri és ezért csupán formai közeledést jelentettek az euró-bevezetés feltételeihez.

Ezért úgy látjuk, hogy *a kibővített euróövezeti szabályoknak való tartós megfelelés* jól felfogott érdeke lenne az országnak már a csatlakozást megelőzően, akkor is, ha a belépés „csak” a maastrichti kritériumok teljesítéséhez kötött. Ehhez ad ösztönzést az uniós eljárások változása is, amelyek az értékelést kiszélesítik és a tartós teljesítésre helyezik a hangsúlyt. Azt tartanánk tehát a magyar gazdaságpolitika jó választásának, ha – a cseh mintát követve – a stabilitás és felzárkózás irányába váltana, és ennek keretében az euróövezeti csatlakozás kritériumait is teljesítené. Csak ekkor tehetné meg nagyobb kockázatok nélkül, hogy kivár (akár 2020-ig) az euróövezeti csatlakozással – feltéve, hogy a kivárás opciója gazdaságilag ésszerűbbnek látszik, mint a csatlakozás.

Az euróövezeti tagság kockázatai. Az euróövezeti válság és recesszió elhúzódása nem vezethető le csupán egyes tagországok hibás gazdaságpolitikájából. Bebizonyosodott, hogy a Stabilitási és Növekedési Egyezményre (az SGP-re) alapozott intézményrendszer nem elégséges egyes tagországok, illetve a valutaövezet egésze stabilitásának biztosításához. A nehéz helyzetbe került „GIIPS-országok” (Görögország, Írország, Olaszország, Portugália és Spanyolország) tapasztalatai a közös valutaövezetben lehetséges kockázatokra mutatnak példákat, országonként más-más összetételben. Ilyen kockázatot jelent, hogy a reálgazdasági felzárkózást kísérő gyorsabb infláció – a közös nominális kamat folytán – túl alacsony reálkamatot és buborékokat okozhat, illetve a termelékenység növekedéséhez viszonyítva túlságosan gyorsnak bizonyulhat a nominális bérek emelkedése. A valutaövezetbe való csatlakozás időpontjában a fő kockázatot a túlértékelt árfolyamon való belépés jelenti, ami a későbbiekben fenntarthatósági problémákat okozhat. A szuverén adósságválságok kialakulásához azonban nemcsak az járult hozzá, hogy a kormányok nem tartották kézben az állami költségek emelkedését (ez Görögországot és részben Portugáliát jellemzi), hanem az is, hogy nem tudták idejében kezelni a közös valuta bevezetését követő túlfűtöttséget (Írország, Spanyolország). Az utóbbi két országban a külső egyensúlyhiány úgy öltött veszélyes méreteket, hogy közben példamutatóak voltak a fiskális mutatók, és dinamikus volt a gazdasági növekedés: ezekben az esetekben a magánszektorban kibontakozott, kezeletlen

folyamatok, valamint a bankrendszer ezáltal keletkezett veszteségei állnak a szuverén adósságválság háttérében.

Az euróövezeti intézményrendszer hiányosságai (az Európai Központi Bank korlátozott jogosítványa, illetve jogosítványainak merev értelmezése, az európai végső hitelezői szerep tisztázatlansága és a válságkezelő intézmény hiánya) a hatékony válságkezelés akadályát jelentették. A kialakult feszültségek kiigazítása saját valuta és monetáris politika nélkül nagyon nehéz, és belpolitikailag is nehezen elfogadtatható. Az euróövezeten belüli fertőzés kezelése – saját központi bank hiányában – sokkal költségesebb kiigazítást követelhet a bajbajutott tagországtól, mint egy hiteles jegybankkal rendelkező feltörekvő országtól. Az euróövezeti tagságnak is vannak tehát buktatói, ezekre azonban – az eddigi tapasztalatokra támaszkodva – fel lehet készülni. Az uniós irányítási rendszer átalakítása pedig a rendszerszintű kockázatok orvoslását szolgálják. Az új szabályok kialakításában való tevékeny részvétel áll Magyarország érdekében.

Az euróövezethez csatlakozott közép-kelet-európai országok tapasztalatai.

Az euróövezeti tagságra való felkészülést illetően Szlovénia, Szlovákia és Észtország tapasztalatai azt mutatják, hogy a maastrichti inflációs és árfolyam-kritérium jelentősen eltérő monetáris- és árfolyamrendszerekben is teljesíthető, a fiskális feltétel teljesítése pedig döntően politikai elhatározás kérdése, ám e kritériumoknak való megfelelés távolról sem jelent garanciát arra, hogy egy ország érdemben felkészült a valutauniós tagságra.

E tekintetben értékelhető tapasztalatok a régió legfejlettebb országa, a 2007-ben csatlakozott *Szlovénia* esetében állnak rendelkezésre, s ezek korántsem kedvezőek. Azt jelzik, hogy az ország – az eurózóna válságba került más tagországoihoz hasonlóan – nem volt felkészült a közös pénz bevezetésére. Az euró átvételét követően az *infláció és a béremelkedés felgyorsult*, és az addig rendkívül stabil gazdaság szinte mintaszerűen csúszott bele a saját monetáris politika nélkül nehezen kezelhető problémahalmazba: alacsony reálkamat, hitelezési buborék, külső egyensúly-romlás, majd súlyos recesszió, amely az államháztartás és bankrendszer stabilitását is megrendítette. A csatlakozás után Szlovénia ár- és költség-versenyképességi mutatói is számottevően romlottak. Mindezeket a kedvezőtlen fejleményeket egyfelől egy (nyilván politikusok által is táplált) társadalomlélektani jelenséggel, a Görögországban és Portugáliában is tapasztalt „nagy megkönnyebbüléssel” magyarázzuk, azzal ugyanis, hogy a felkészülés éveiben elvárt kollektív önmérséklet (a makro stabilitás szempontjainak érvényesítése az ár- és bérváltozásokban) megszűnt a csatlakozást követően. Emellett azonban Szlovéniában egy intézményi változás is történt: átalakították (vagyis megszüntették) az addig eredményesen működő kollektív bérmegállapodási rendszert. Ez hibának bizonyult. Úgy látjuk, hogy az euró bevezetésével együtt *nem megszüntetni, hanem megerősíteni* kell azokat az intézményeket és mechanizmusokat, amelyek előmozdíthatják a *nemzetgazdasági szintű* termelékenység és a

bérek alakulása közötti összhangot – különösen egy olyan országban, amelyben az alacsony inflációnak nincsenek évtizedekre visszanyúló hagyományai. (Szlovéniában a 2000-es évek elején még 8-9% körül alakult az infláció.) Azzal egyidejűleg, hogy egy ország örökre lemond arról a lehetőségről, hogy a valutaárfolyam változása révén korigáljon makrogazdasági egyensúlyhiányokat – s az euró bevezetésével pontosan erről a lehetőségről mond le –, ki kell alakítania azokat mechanizmusokat is, amelyek megelőzik az árfolyamváltozást szükségessé tevő *hazai* folyamatok kialakulását. Véleményünk szerint e mechanizmusok között kitüntetett szerepe lehet a nemzetgazdasági szintű bérmegállapodások rendszerének, amely Szlovéniában rendkívül hatékonynak bizonyult, hiszen passzív árfolyampolitika mellett, és lényegében növekedési áldozat nélkül segítette elő az euró-csatlakozásig a folyamatos dezinflációt.

Szlovákia sajátos körülmények között, a 2009. évi recesszió idején vezette be az eurót. Az euró-bevezetésre való felkészülés időszakában ügyes monetáris politikát folytatott, a valuta felértékelődése mellett (de a jelentősebb túlértékeltséget elkerülve) érte el a maastrichti inflációs feltételeket. Eközben költségvetési stabilitásra törekedett, és sikerült megakadályoznia a túlzott hitelexpanziót, továbbá a (nem euróban való) devizahitelezés elterjedését. Mindamelllett, a válság – az eurózónához történt csatlakozástól függetlenül – ráirányította a figyelmet Szlovákia költségvetésének rendkívüli sebezhetőségére. *A gyors gazdasági növekedés elfedte a költségvetés szerkezeti problémáit, amelyek a válság nyomán kerültek felszínre.* Az euró bevezetésének évében a GDP 8%-ára nőtt az államháztartási deficit, amely a gazdaság élénkülése nyomán sem mérséklődött számottevően. Az ország kezdeti tapasztalatai kedvezőbbek, mint Szlovéniában voltak az euró bevezetést követő harmadik évben. Az infláció és a béremelkedés nem gyorsult fel, ám ez a bevezetés évében tapasztalt gazdasági visszaeséshez, és ahhoz köthető, hogy az árfolyambegyűrőzés hatása éveken át tartott. Nyitott kérdés azonban, hogy amennyiben Szlovákiában ismét kibontakozik a gyors reálgazdasági konvergencia, akkor a gazdaságpolitika hogyan kezeli majd az eurózónáét meghaladó infláció következményeit.

Észtország számára az euró bevezetése valószínűleg nem jár lényeges változásokkal. Az ország ugyanis – szilárdan rögzített árfolyamrendszerével – az *eurózónán kívül* nemcsak átélte, de a valutaövezet tagországaiiban megszokottnál erőteljesebb módszerrel – úgynevezett „belső leértékeléssel”, vagyis számottevő nominális bércsökkenésekkel – kezelte is azokat a makrogazdasági feszültségeket, amelyeket a saját valuta (és így a módosítható árfolyam) feladásával kezelhetetlennek szokás gondolni. Ezt azonban nem követendő példának, hanem erős figyelmeztetésnek tekintjük: a „belső leértékelés” recesszió idején fokozza a gazdasági visszaesést, ezért egy olyan országnak, amely saját valutájának feladására készül, mindent meg kell tennie avégett, hogy megelőzze a „belső leértékelés” kényszerét.

Az euró bevezetésének hazai feltételei. Amikor „hazai” feltételekről beszélünk, akkor a maastrichti kritériumoktól igyekszünk megkülönböztetni azokat a *magunkkal szemben* támasztandó elvárásokat, amelyek alapján érettnak minősíthetjük gazdaságunkat és társadalmunkat az euróövezeti tagságra. A külső követelményeknek való megfelelésen túl, mit kell még tennünk ahhoz, hogy az euróövezeti csatlakozás esetleges hátrányait elkerülhessük? A válaszhoz alkalmas kiindulópontot kínálnak az eurózónához csatlakozott közép-kelet-európai országok tapasztalatai.

A magunk részéről azoknak *az intézményeknek és mechanizmusoknak megteremtését és megbízható működését tartjuk a legfontosabbnak, amelyek elháríthatják az árak és a bérek túlzott emelkedésének veszélyét.* A termelékenységhöz képest túl gyors béremelkedés versenyképességi problémákat okoz, amelyeket a valutaunióban utólag rendkívül nehéz korrigálni. A fejlett országokét számottevően meghaladó infláció és a közös nominális kamat együttesen a gazdaság kondíciói által indokoltnál alacsonyabb (negatív) reálkamathoz vezethet, amely ugyancsak makrogazdasági instabilitásnak lehet a forrása. Éppen ezért a gyors reálgazdasági konvergenciát kísérő egyensúlyi infláció is gondokat okozhat (bár ez esetünkben kevésbé valószínű), amelyeket csak makroprudenciális eszközökkel lehet kezelni. Mindenesetre érdemes lesz figyelemmel kísérni Szlovákia ezzel kapcsolatos tapasztalatait és – amennyiben az ország ilyen típusú problémába ütközik – alkalmazott megoldásait.

Úgy véljük, hogy az MNB legutóbbi konvergencia-jelentése (MNB [2011]) jól ragadja meg az euró bevezetésének legfontosabb hazai feltételeit. A tanulmány készítői *négy feltételt* emelnek ki: az alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozásokat, a fiskális mozgástér kitégítését, a hatékony makroprudenciális szabályozás kialakítását, valamint a munkapiaci alkalmazkodóképességet javító intézményi változtatásokat.

Sokáig tartotta magát az a vélemény, hogy a csatlakozás áldozatokkal járhat. Mára ez úgy fogalmazható át, hogy beigazolódott: *nem szabad előre elkölteni az euró bevezetésétől várt többlet-jövedelmet.* Az euró bevezetésének előnyei csak az előzőekben jelzett feltételek teljesülése esetén tudnak kibontakozni. Ahol viszont az euróövezeti csatlakozás beindít egy felfelé vivő spirált, ott minden eszközzel azon kell örködni, hogy ez ne vezessen buborékok és túlfűtöttség kialakulásához, hanem kiegyensúlyozott fejlődési/felzárkózási pályán maradjon a gazdaság. Az európai gazdasági kormányzás átalakítása ebben segíti a nemzeti gazdaságpolitikákat.

A különböző feltételeket (kibővített SGP, Euró plusz) áttekintve oda jutunk, hogy Magyarországnak egyértelműen az áll érdekében, hogy az euróövezeti tagság valamennyi külső (régi és új kritériumok), valamint belső (felkészültségi) feltételének mielőbb megfeleljen, ugyanis ez biztosíthatja a gazdasági stabilitás helyreállítását és a felzárkózási pályára való visszatérést. A gazdaságpolitika iránti hazai és nemzetközi bizalom visszaszerzéséhez nem újabb csatlakozási időpontok bejelentése, hanem az szükséges, hogy a

kormány gazdaságpolitikája (konkrét tervekkel megalapozottan) hiteles elkötelezettséget fejezzen ki a valutaövezeti tagság feltételeinek megteremtésére és fenntartására. Az euróövezeti csatlakozás kérdése azonban csak akkor kerülhet napirendre, ha a magyar gazdaságpolitikában a 2012 elejére kialakult súlyos bizalmi válságot sikerül megnyugtatóan kezelni. A megoldás szimbólumává vált az IMF készenléti hitel elnyerése, de valójában ennél sokkal többről van szó. A gazdálkodást befolyásoló összes olyan feltétel megváltoztatására van szükség, amely az elmúlt másfél évben Magyarországon meggátolta a beruházásoknak és a gazdaság egészének növekedést.

Végül és a legfontosabb: csak *akkor szabad az euróövezetbe belépni, amikor magától a csatlakozástól a gazdaságpolitika már nem remél hitelességi előnyöket*. Ez biztosíthatja, hogy a valutaövezeti tagság mikro- és makrogazdasági előnyei tartósan érvényesüljenek. Csak akkor helyes a saját valutát – és ezzel a valutaárfolyam változásának lehetőségét – feladni, ha már létrejöttek és stabilan működnek azok az intézmények és mechanizmusok, amelyek – különösen a bérek és a hitelezés alakulását tekintve – meg tudják előzni az árfolyamváltozás nélkül szinte kezelhetetlen makrogazdasági egyensúlyhiányok kialakulását. Jóllehet az EU irányítási reformja keretében bevezetésre kerülő szabályok is ezt kívánják előmozdítani, egy olyan ország, amely nem rendelkezik a makrogazdasági stabilitás tradícióival és kultúrájával, nem hagyatkozhat csupán a külső előírásokra. Azokat saját problémáihoz igazodó, belső megoldásokkal kell kiegészítenie és alátámasztania.

1. BEVEZETÉS

Tanulmányunk célja, hogy újragondolja az euró hazai bevezetését övező makrogazdasági kérdéseket. Ezekről a kérdésekről 2001-2003 között élénk szakmai eszmecsere folyt, amely azonban később elcsitult. A hazai gazdaságpolitikai fiasók fényében, háttérben a 2007 közepétől kibontakozott pénzügyi válsággal és a válságkezelés, valamint a stabilizáció mellett másodrendű kérdéssé vált (a kormány és a közgazdászok számára is), hogy „mikor legyen euró Magyarországon”.¹ Holott a stabilizáción túl, a gazdasági felzárkózás alapkérdés maradt, így az is, hogy a reálgazdasági felzárkózást miképpen befolyásolná az eurózónához történő csatlakozás, illetve az euró hazai bevezetésére való felkészülés. Érdeemes tehát ismét átgondolni az euró hazai bevezetésének feltételeit és lehetséges következményeit. Az újragondolás számos motivációja közül az eurózónához tartozó egyes államok

¹ Kivételt jelentenek az MNB Konvergenca-jelentései (lásd MNB [2008, 2010]. Tanulmányunk első változatának készítésekor jelent meg az MNB 2011. évi, „Elemzés a konvergenciafolyamatokról” című kiadványa, amely több általunk vizsgált kérdést hasonló szemléletben tárgyal, és következtetései is sok tekintetben megegyeznek azokkal, amelyekre magunk jutottunk. A Külgazdaság e tárgyú körkérdésére a lap 2012/1-2. számban megjelent, alapos elemzéseket tartalmazó válaszok pedig a téma iránti szakmai érdeklődés feléledéséről tanúskodnak.

adósságválságát emeljük ki, amelyet napjainkban – részben okkal, részben viszont a nélkül – gyakran magának az euró-övezetnek a válságaként is értelmeznek. További fontos motiváció, hogy a válság hatására az euróövezeti szabályozás jelentősen változik és időközben több olyan ország-tapasztalat halmozódott fel, amelyet hasznosítani kellene a magyar stratégia kialakításakor. Ezek között különösen fontos, hogy három közép-kelet-európai ország immár az eurózóna tagjává vált. Úgy látjuk, hogy a hazai csatlakozás kilátásairól, várható körülményeiről és hatásairól aligha lehet véleményt alkotni anélkül, hogy saját szempontunkból feldolgoznánk a válságba került tagországoknak, továbbá az euróövezet új kelet-európai tagjainak a tapasztalatait. Az euróövezeti csatlakozás „külső” (uniós) feltételei mellett tisztázni kell a bevezetés „belső” (a magyar gazdaság és társadalom szempontjából mérvado) feltételeit is

Írásunk feltételezi, hogy az euróövezet túléli a jelenlegi válságot – ha nem bíznánk ebben, nyilván nem foglalkoznánk a hazai csatlakozás kérdéseivel. Ellenben biztosak lehetünk abban, hogy a válság tanulságait leszűrjük a mai tagállamok, így az az euróövezet, amihez majdan csatlakozni fogunk, a ma létezőtől sok tekintetben különbözni fog. Ezért az euró hazai bevezetésének kérdéseit mérlegelve nem indulhatunk ki abból a kérdésemből: „jó-e egy válságövezethez csatlakozni?” Abban, hogy a kormány 2020-ra tolta ki a csatlakozás tervezett dátumát, az is szerepet játszhatott, hogy elsősorban a mostani válságra reagált. Holott az, hogy Magyarországnak 4 vagy 8 év múlva érdemes-e megcélózni az euró bevezetését, alapvetően nem azon múlik, hogy az eurózóna stabilabb tagállamai hogyan kívánják, illetve tudják kezelni Görögország szuverén adósságválságát, illetve az övezet más bajbajutott országainak problémáit. Hanem sokkal inkább azon, hogy Magyarország milyen időtávon képes kezelni saját problémáit, valamint annak megítélésén, hogy közép- és hosszabb távú fejlődésünkhöz az eurózónán belül vagy azon kívül ígéretesebbek-e a feltételek.

Tanulmányunk a következő dilemmát igyekszik kibontani. *Miközben egy kis, nyitott gazdaság számára jelentős kockázatok és külső sokkok forrása az önálló valuta megléte, egy felzárkózó nyitott gazdaság számára ugyancsak kockázatokkal járhat egy fejlettebb, heterogén régió közös valutájának (és kamatszintjének) átvétele.* A valutaövezethez való csatlakozás időpontjában a fő kockázatot a „rossz” (túlértékelt) árfolyamon való belépés jelenti. A későbbiekben fenntarthatósági kockázatokkal kell számolni, amelyeket jelentősen fokozhat a „rossz” gazdaságpolitika (ennek jelentését a továbbiakban kifejtjük), illetve az, ha a gazdaság szereplői – így a munkáltatók s a munkavállalók – nem tudnak alkalmazkodni az árfolyam megváltoztathatatlanságából eredő korláthoz. Az ilyen természetű kockázatok egyike abból ered, hogy a felzárkózó gazdaság számára túl alacsony reálkamatot eredményezhet a közös nominális kamat (ez buborékok kialakulására vezethet), a másik pedig abból, hogy a termelékenység növekedéséhez viszonyítva túlságosan gyorsnak

bizonyulhat a nominális bérek emelkedése (ami viszont versenyképességi problémákat okozhat). E lehetőségek mindegyikére bemutatunk majd európai példákat, de arról is szólni fogunk, hogy ezek a kimenetek nem végzetszerűek; a veszélyekkel szemben védekezni is lehet. Ezt szolgálja az európai uniós szabályok jelenleg folyó átalakítása.

Elemzésünk arra igyekszik a figyelmet felhívni, hogy az euró hazai bevezetésének időzítését illetően nem igazán jó kérdés, hogy előbb (például 2015-ben), vagy később (2020-ban) célszerű-e csatlakozni az euróövezethez, hiszen azok a dilemmák, átváltási összefüggések és elvégzendő feladatok, amelyek egy „korai” csatlakozás esetén felmerülnek, az idő múlásával maguktól aligha szűnnek meg (reményeink szerint Magyarország 2020-ban felzárkózó pályán lesz). A jó kérdés megítélésünk szerint az, hogy a maastrichti feltételeket milyen elemeket tartalmazó *hazai* kritériumrendszerrel célszerű kiegészíteni ahhoz, hogy teljesítésük esetén nagyobb eséllyel járjunk jól, mint rosszul az euróövezeti csatlakozással. Amennyiben sikerülne szakmailag megalapozott, továbbá az érdekképviseleti szervezetek – így a munkáltatók, a munkavállalók és a bankszektor képviselői – által is támogatott hazai feltételrendszert kidolgozni, az időzítésre vonatkozó értelmes célokat is meg lehetne fogalmazni.

Írásunk felépítése a következő. A bevezetést követő részben bemutatjuk a hazai euró-csatlakozásra vonatkozó hivatalos céldátumok időbeni változásait, a magyar gazdaságpolitika ezekhez is kapcsolódó tévelygéseit, továbbá áttekintést adunk azokról a közgazdasági megfontolásokról, amelyek a 2000-es évek elején az euró hazai bevezetésével kapcsolatban megfogalmazódtak. Ezt követően az euróövezet egészének és válságba jutott tagországainak tapasztalatairól adunk áttekintést, külön kitérve a pénzügyi szektort érintő kérdésekre. A következő rész az eurózónához már csatlakozott három közép-kelet-európai ország tapasztalataival foglalkozik, a csatlakozásra való felkészülés és a csatlakozást követő periódus fontosabb tanulságait állítva előtérbe. Ez után az uniós szintű szabályozás és intézményrendszer már bejelentett és várható változásairól lesz szó, kitérve arra, hogy a tervezett változtatások mit jelentenek a magyar gazdaságpolitika és a magyar euró-bevezetés perspektívája szempontjából. Az összegző részben az euró hazai bevezetésének időzítésére és feltételeire vonatkozó gondolatainkat foglaljuk össze.

2. AZ EURÓ HAZAI BEVEZETÉSE: KORÁBBI HIVATALOS ÉS SZAKMAI ELKÉPZELÉSEK

A 2000-es évekre visszatekintve, az euró hazai bevezetését illető *hivatalos* elképzelések és megfogalmazott törekvések legegyszerűbben azzal jellemezhetők, hogy „körülbelül négy-öt év múlva vezethetjük be az eurót”. Miközben a kormányok legfeljebb a kommunikáció szintjén tartották fontosnak az euróövezeti csatlakozást, a közgazdász szakma képviselői élénk vitát folytattak a megfelelő időzítésről. Az elemzések többsége arra jutott, hogy érdemes lenne a mielőbbi bevezetést megcélozni.

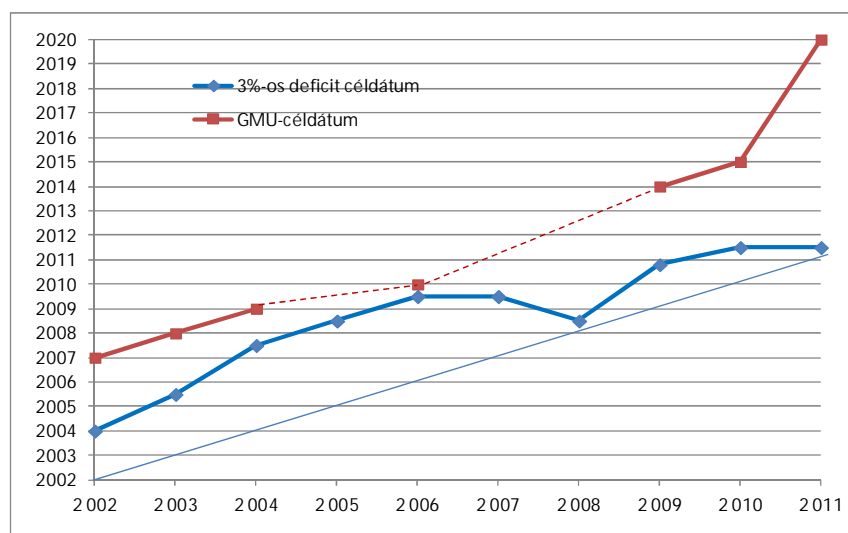
2.1. AZ EURÓ HAZAI BEVEZETÉSÉRE VONATKOZÓ HIVATALOS ELKÉPZELÉSEK ÉS CÉLDÁTUMOK ALAKULÁSA A KÖVETETT GAZDASÁGPOLITIKA FÉNYÉBEN

A GMU-hoz² való csatlakozás céldátuma 2004-ig minden évben éppen egy évvel tolódott arrébb, mégpedig anélkül, hogy a kapcsolódó retorika érdemben módosult volna, vagy számottevő új közgazdasági megfontolások merültek volna fel az euró-bevezetéstől remélt előnyöket, illetve feltételezett hátrányokat illetően. Az euró bevezetését övező hivatalos retorika valószínűleg épp annyira lehetett őszinte és megalapozott, mint a 2003-ig évenként elkészített, Brüsszelnek készített úgynevezett előcsatlakozási programokban³, majd az uniós csatlakozást követően készült konvergencia-programokban megjelölt időpontok a 3%-os GDP-arányos államháztartási deficit elérésére. Az 1. ábra arról ad képet, hogy 2002-től kezdve az egyes években hogyan alakultak egyfelől a GMU-csatlakozásra, másfelől a 3%-os maastrichti deficit-kritérium teljesítésére vonatkozó céldátumok. Az euró-bevezetés időzítésének tervezett időpontjai 2006-tól kezdve csupán fél-hivatalosak: kormányzati bejelentések híján a témában illetékes kormánytagok/politikusok megszólalásaira kell hagyatkoznunk.

² A továbbiakban az euróövezet és a GMU (Gazdasági és Monetáris Unió) kifejezéseket azonos értelemben használjuk.

³ Pre-accession economic programme (PEP)

Az egyes években (vízszintes tengely) megjelölt céldátumok a GMU-csatlakozásra, illetve a 3%-os deficitcél elérésére (függőleges tengely)



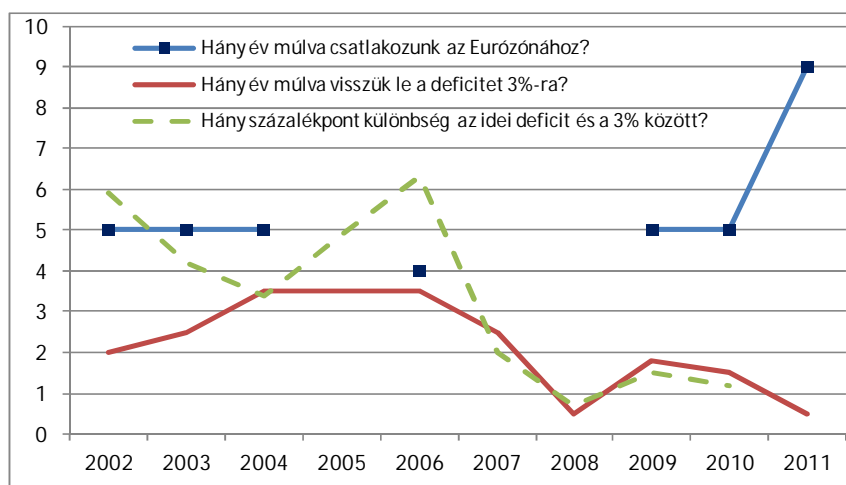
Forrás: előcsatlakozási, illetve konvergencia programok és sajtóhírek

A 2002 és 2004 között – a Medgyessy kormány alatt – a GMU-csatlakozási céldátum és a 3%-os deficitcél elérése együtt tolódott egyre későbbre, és a kétféle cél közötti rés szűkülése önmagában azt sejtetné, hogy az előbbi cél megalapozottsága csökkent, amint azonban mindjárt látni fogjuk, a kapcsolat bonyolultabb. 2005-ben – a Gyurcsány kormány színrelépésekor – nem került új euró-céldátum kijelölésre, de a deficitcél elérése ismét későbbre tolódott. Csak 2006-ban jelentettek be új GMU-csatlakozási dátumot, amely csaknem egybeesett a 3%-os deficit remélt elérésének időpontjával, ezért az előbbi nyilván nem lehetett kellően komoly. (Igaz, az előbbi a választások előtt, az utóbbi a választások után került bejelentésre.) 2006 után a második Gyurcsány kormány, helyesen, tartózkodott újabb megalapozatlan GMU-csatlakozási időpont megjelölésétől, 2009-re azonban teljesíthetőnek vélte a deficitcél elérését, ami azonban – nagyrészt a nemzetközi gazdasági és pénzügyi válság miatt – megghiúsult. Mindenesetre újabb euró-csatlakozási céldátumra vonatkozó hivatalos elképzelések csak 2009-ben (2014) és 2010-ben (2015) fogalmazódtak meg, mégpedig a korábbi minta szerint: euróbevezetés öt év múlva. Ellenben a korábbi mintával történt radikális szakítást jelentett, hogy 2011 elején, az új kormány gazdasági minisztere, Matolcsy György – érdemi közgazdasági, illetve gazdaságpolitikai érvek nélkül – a megszokott „4-5 évet” megduplázva, a középtávból a hosszú távba, 2020-ra (illetve, amint látni fogjuk, voltaképpen annál sokkal távolabbra) tolta ki a GMU-csatlakozás elképzelt időpontját.

Mielőtt értelmezni próbálnánk, hogy a jelenlegi kormány vajon miért kívánja az euró bevezetését a következő kormányzati ciklus végénél is távolabbra halasztani (miközben a deficitcél azonnali teljesítését szorgalmazza), át kell gondolni a 2000-es évek tapasztalatait. Először azt érdemes megvizsgálni, hogy a korábban kitűzött célok technikailag reálisak voltak-e: hogyan festenek a 3 %-os kormányzati deficit elérésére, illetve az euró bevezetésére vonatkozó céldátumok a mindenkor *tényleges* GDP-arányos kormányzati egyenlegek fényében?

2.2 ábra

A GMU-csatlakozás, illetve a 3%-os deficitcél elérésének időigénye (években) és az adott évi kormányzati deficit távolsága a 3%-tól (százalékpontban)



Forrás: lásd a 1. ábrát

2002-ben, amikor a *tényleges* GDP-arányos kormányzati deficitet 6%-pont választotta el a 3%-ostól, kevésbé lehetett komoly az öt évvel későbbre kitűzött csatlakozási céldátum. (Igaz, hogy a különbségből mintegy 2-3 százalékpontot magyarázott a korábban az MFB-n keresztül finanszírozott kiadások beemelése a költségvetésbe.⁴) Ám 2003-ban és 2004-ben, amikor egy-egy évvel arrébb tolták az euró-bevezetés tervezett időpontját, technikai szempontból nőtt a célok realitása. Ez különösen áll 2004-re, amikor 3,5 százalékpontra csökkent a távolság a 3%-s deficitkritériumtól, ami 3-4 év alatt bőven ledolgozhatónak tűnhetett: az 5 évvel későbbre (2009-re) tervezett euró-övezeti csatlakozás tehát sem akkori, sem mai szemmel nem tekinthető megalapozatlannak. Ezzel szemben a 2. ábra tanúsága szerint, a 2006-ban bejelentett 2010-es csatlakozási céldátum nem véletlenül volt hiteltelen, ugyanis a hat százalékpontos deficit-lefaragás sikeréhez a 2006-2007-re tervezett, mintegy 5 százalékpontos, kiigazítás fenntarthatóságának biztosítására nem látszott semmilyen biztosíték. A 2010-ben közölt 2015-ös euró-céldátum – egyszerű kritériumunk alapján – ismét megalapozottá vált, ellenben az, hogy a kormány 2011-ben 2020-re toltta az euró hazai

⁴ Az európai uniós csatlakozás közeledtével az uniós normáknak megfelelően kellett eljárni.

bevezetését, kritériumunk alapján érthetetlen, hisz a második Orbán kabinet a deficit tekintetében szinte azonnal (a deficit növelésének brüsszeli elfogadtatására irányuló sikertelen kísérlet után) 3% alatti kötelezettséget vállalt.

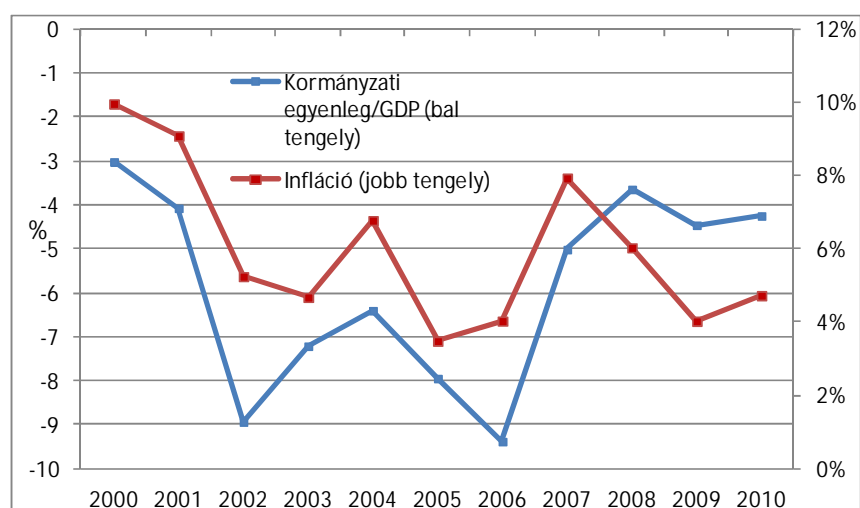
Áttekintésünkben az a kép bontakozik ki, hogy a 2000-es években a kormányzati deficit leszorítására és az euróövezeti csatlakozásra irányuló – időben változó realitású – célok egymással (időben változó erővel) összekapcsolódtak, de a mindenkori kormányok voltaképpen egyik cél megvalósítását sem tekintették szívügyüknek. Volt olyan periódus – 2003-2004 – amikor pusztán kommunikációs eszköznél sokkal többet is jelenthetett volna az euróövezeti csatlakozás bejelentett időpontja. *2004-ben a 2009. évi euró-bevezetés célja reális volt, amely horgonyt és hivatkozási pontot is jelenthetett volna egy stabilitásra és kiszámíthatóságra törekvő gazdaságpolitika számára* olyan körülmények között, amikor a kormány és az ellenzék közötti, valamint a kormánykoalíció belüli konfliktusok a gazdaság destabilizálása felé mutattak. Pontosan ilyen eszközként kezelték az euró-bevezetés kijelölt időpontját az egymást követő szlovák kormányok, és ez az, amivel nem éltek a hazai politikai és gazdaságpolitikai döntéshozók. Sőt, éppen ellenkezőleg, kifejezetten visszaéltek vele. Az után, hogy a 2005-ben követett költségvetési politika nyilvánvalóan megfordította a 2004-ig tartó stabilizáció irányzatát, s ezzel alapvetően ásta alá a 2009-re kitűzött céldátum hitelességét, 2006-ban új dátumot, 2010-et jelentettek be. Ez abban az évben történt, amikor a GDP arányos kormányzati deficit 9% fölé nőtt, ami csak megerősítette: a kormány nem szavahihető. A választások után meghirdetett kiigazítási program formálisan megteremtette az összhangot a két cél között, de a hitelesség hiánya az euróbevezetési terveket komolytalanná tette.

Persze nem önmagában a GMU-csatlakozás időpontjának tologatása, a célok be nem tartása, majd egy nyilvánvalóan irreális dátum megjelölése jelentette a problémát – *mindezek csak tünetei voltak egy olyan gazdaságpolitikának, amely régiós összehasonlításban páratlan mértékben nélkülözte a középtávú szemléletet* és a gazdaság tartós stabilitásának megteremtésére irányuló törekvést. Ez a gazdaságpolitika – ízléstől függően – minősíthető fegyelmetlennek és felelőtlennek, illetve olyannak, amelyet a politikai (választási) ciklus szélsőséges módon határozott meg (lásd a 3. ábrát). Azt azonban semmiképpen sem lehet mondani, hogy az euró-övezet jelenlegi válsága utólag igazolná a gazdaságpolitika egyik kísérőjelenségét, nevezetesen az euró-csatlakozásnak (és a vonatkozó feltételek teljesítésének) folyamatos elhalasztását.

Magyarországon nem azért tolódott egyre távolabb az euró bevezetése, mert politikusaink felismerték, hogy a csatlakozási feltételek teljesítése esetleg károkat okozhat a gazdaságnak, vagy – amint Angliában⁵ – mérlegelés után, arra jutottak volna, hogy a csatlakozás előnyeit felülmúlhatják a kedvezőtlen hatások. Hanem azért, mert a mindenkori rövid távú, döntően politikai természetű, megfontolások 2007-ig rendre felülírták a korábban kialakított, stabilitást előírányzó középtávú makrogazdasági elképzeléseket. Ezt jól érzékelteti, hogy 2008-ig alig volt olyan év, amikor az euróövezeti csatlakozás két fontos feltételét, az infláció és az államháztartási hiány csökkentését tekintve, a változások ne lettek volna ellentétes irányúak (lásd a 2.3. ábrát – az „államháztartási” és a „kormányzati” egyenlet/adósságot a továbbiakban azonos értelemben használjuk).

2.3 ábra

A GDP-arányos kormányzati egyenleg (bal tengely) és az infláció HICP^{*}- jobb tengely) alakulása



*/Harmonised index of consumer prices

Forrás: AMECO

2002-ben, amikor a kormányzati deficit jelentősen nőtt, az infláció csökkent; 2004-ben a költségvetési kiigazítással együtt emelkedett az infláció, a 2005-2006-os fiskális expanziót az áremelkedés ütemének csökkenése kísérte, majd a 2007. évi újabb fiskális kiigazításhoz az infláció ismételt megugrása társult. Az infláció ütemében tapasztalt változások – a forint árfolyamának hullámzásai és a nemzetközi energiaár-mozgások mellett – alapvetően ahhoz köthetők, hogy a fiskális konszolidációkhoz többnyire indirekt adóemelések és hatósági áremelések is társultak. Az, hogy az ellentétes irányú elmozdulások nem esetlegesek, hanem szisztematikusak, arra utal: sem az infláció, sem pedig a költségvetési túlköltekezés csökkentése nem a szélesebb értelemben vett makrogazdasági stabilitás megteremtése (így az euró-csatlakozás feltételeinek együttes teljesítése) jegyében történt. A stabilitás egyik

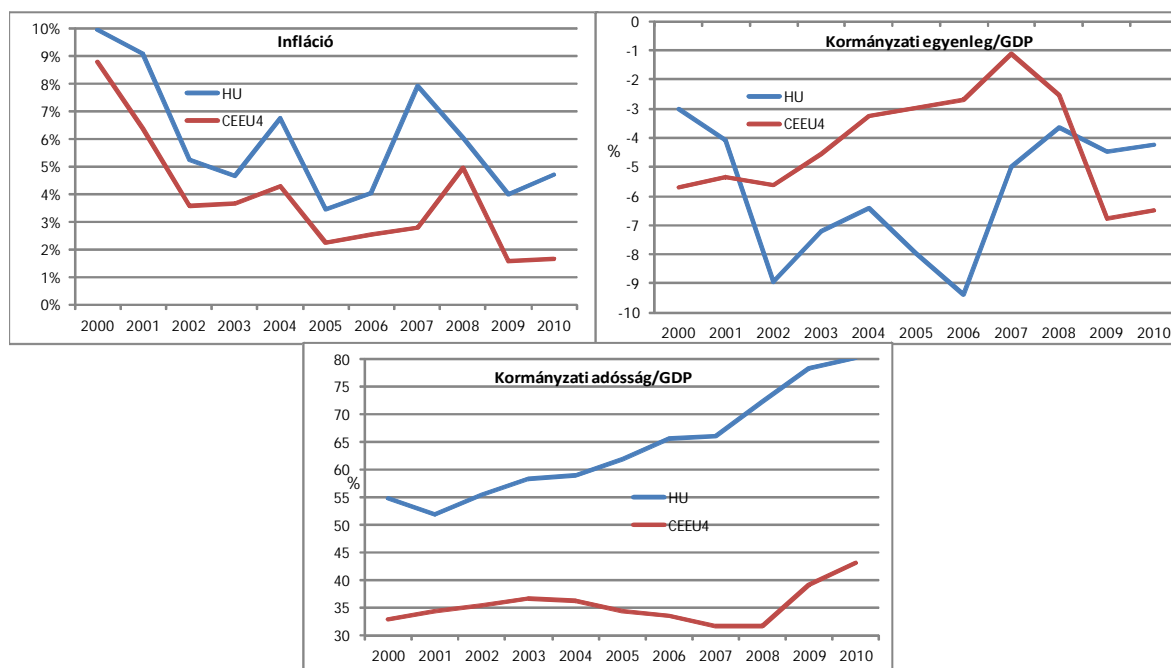
⁵ HM Treasury: The Five tests framework (2003): <http://news.bbc.co.uk/2/shared/spl/hi/europe/03/euro/pdf/1.pdf>

eleméhez való közeledés rendszerint egy másik elemétől való távolodással járt együtt, ez pedig a mindenkor GMU-csatlakozási céldátumok hitelességét is nyilván kikezdte.

Miközben a kétféle – költségvetési és inflációs – célhoz nem sikerült egyidejűleg közeledni, Magyarország egészen más pályára került, mint az EU új közép-kelet-európai országai. (2.4. ábra) A Szlovéniával kibővített (Magyarország nélküli) viseigrádi ország-csoporttal (CEEU4) összehasonlítva, feltűnő, hogy a hazai áremelkedés üteme a 2000-es években mindvégig magasabb volt a számunkra egyfajta referenciát jelentő országok átlagánál (ez látható a 2.4. ábra bal oldalán). Egyes években, amelyekben a költségvetés konszolidálására irányuló, visszatérő kényszer jelentkezett, a hazai infláció megugrott, és jelentősen meghaladta a négy ország átlagát. A GDP-arányos államháztartási deficitet és államadósságot tekintve pedig 2001-től egészen 2007-2008-ig egyértelműen távolodtunk a többiektől. (A hazai állami adósságrátát 2008-tól azonban nem korrekt összehasonlítani a másik négy országgal: annak megugrását az IMF-hitel okozta, amely jórészt a devizatartalékokat növelte, és GDP-arányosan mintegy 10 százalékponttal emelte meg az adósságrátát.)⁶

2.4. ábra

Az infláció üteme (bal oldal), a GDP-arányos kormányzati egyenleg (jobb oldal) és államadósság (alul): Magyarország és négy közép-kelet-európai ország átlaga*/ (százalék)



*/ Csehország, Lengyelország, Szlovákia és Szlovénia vonatkozó adatainak számtani átlaga

⁶ A CEEU4-csoport átlagával való összehasonlítás statisztikai szempontból az adósságot tekintve minden évben, az inflációt, illetve a deficitet tekintve pedig 2003-tól, illetve 2002-től kifejező: ekkortól nagyobb az átlaghoz mért különbség, mint a négy ország adatainak szórása.

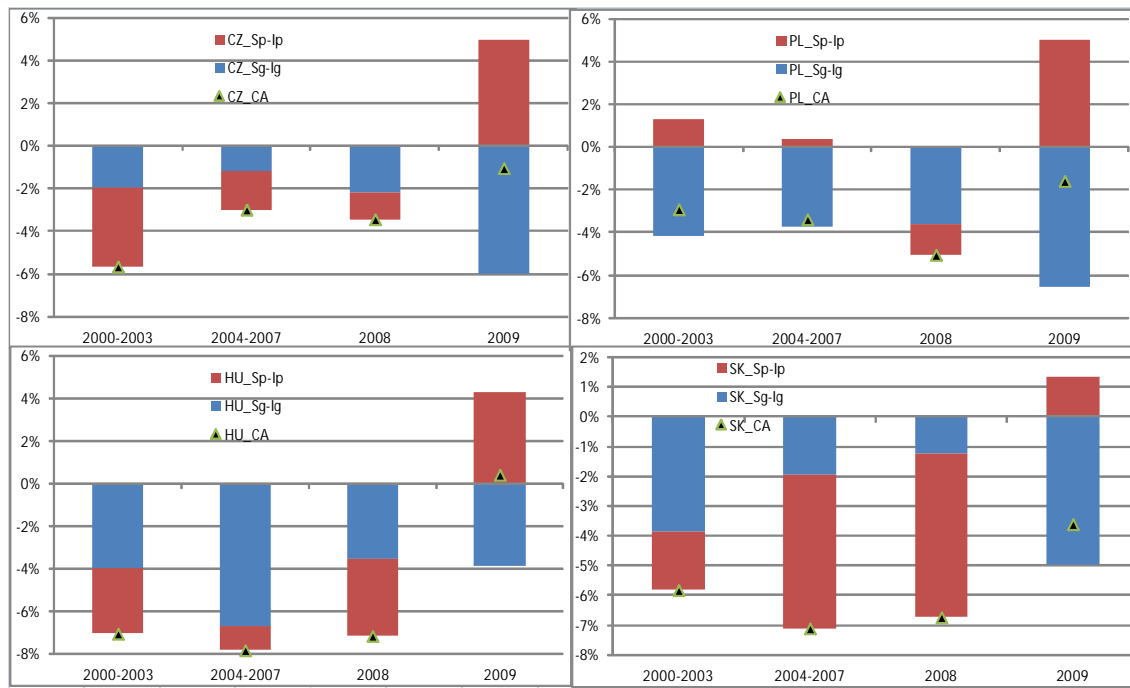
Forrás: AMECO alapján saját számítás

Két országban (Szlovákiában és Szlovéniában) az euró bevezetésének határozott szándéka segítette az infláció és a költségvetési túlköltekezés csökkentését, Csehországban és Lengyelországban azonban e nélkül is érvényesült a stabilitásra irányuló törekvés. Magyarország egyértelműen kilóg a sorból: 2005-2006-ban, vagyis abban az időszakban, amelyben a legtöbb visegrádi ország stabilizálta közpénzügyeit, Magyarországon a választási ciklushoz kapcsolódó, páratlan erejű fiskális expanzió bontakozott ki, amelynek a gazdasági ciklust felerősítő, negatív hatású kiigazítása lényegében 2010-ig tartott. 2011-ben újabb – ismét teljesen értelmetlen, de ezúttal a politikai ciklustól független, és rövid életű – fiskális expanzióra került sor. Ezt a 2012-re előirányzott, újabb gazdaságilag prociklikus költségvetési restriktió hivatott megfordítani, amely nyilván felerősíti majd a nemzetközi dekonjunktúra növekedés-visszafogó hatását, és előreláthatóan a hazai gazdaság stagnálásához, rosszabb esetben recessziójához járul hozzá.

A továbbiakban áttekintendő GMU-beli tapasztalatok és az EU újabb szabályozási igyekezte szerint a makrogazdasági stabilitás jelentése tágabb a viszonylag alacsony államháztartási hiánynál és áremelkedési ütemnél: magába foglalja a fenntartható külső egyensúlyhiányt is. Ezért arra is érdemes kitérni, hogy Magyarországon hogyan alakult a külső egyensúlyhiány és annak belföldi ellentétele a három visegrádi országgal egybevetve. Az alábbi ábra a folyó fizetési mérleg belföldi oldaláról – az állami, illetve magánszektor megtakarítás-beruházási egyenlegéről – ad képet a 2000-es évek egyes időszakait, illetve éveit tekintve.⁷

⁷ A közgazdaságilag korrekt összehasonlítás a nettó tőke-transzferekkel korrigált folyó külső egyenlegre (a nettó külföldi finanszírozási igényre) vonatkozna. Forrásunk (az AMECO) azonban nem tartalmazza a tőke-transzferek szektorbontását. A szektorok egyenlegeit úgy tettük konzisztenssé a folyó fizetési mérleg egyenlegével, hogy a készletváltozást a szektorok állóeszköz-felhalmozásának arányában osztottuk szét. Ezt az eljárást az egyoldalú tőke-transzferek esetében nem lehet alkalmazni.

A GDP-arányos megtakarítás-beruházási rés a kormányzati és a magánszektorban és a folyó fizetési mérleg egyenlege a visegrádi országokban



Jelölések: Sp, illetve Sg: a magán-, illetve állami szektor megtakarítása; Ip, illetve Ig: a magán-, illetve állami szektor felhalmozása. A folyó fizetési mérleg egyenlege: $CA = (Sp - Ip) + (Sg - Ig)$.

Forrás: AMECO alapján saját számítás

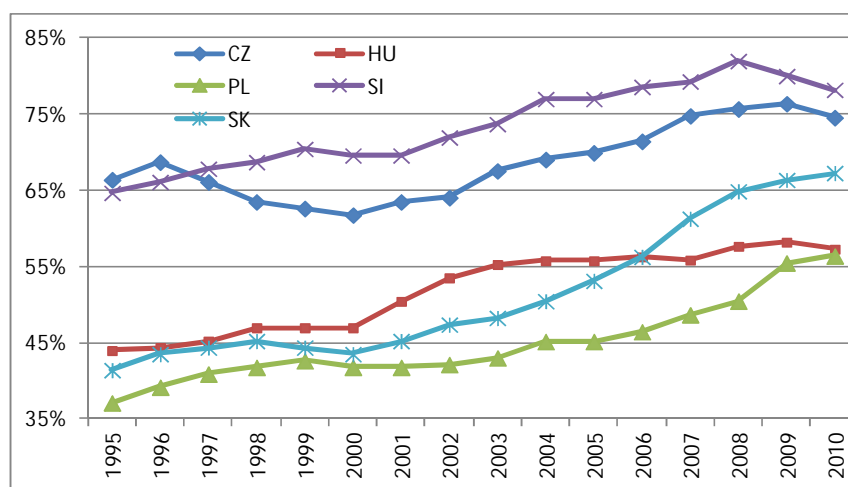
A 2.5. ábra jól mutatja, hogy a hazai gazdaság tapasztalatai a 2000-es években erősen különböznek Csehországtól és Lengyelországtól – ahol a hazainál lényegesen kisebbek voltak a GDP-arányos külső egyensúlyhiányok. De eltérnek Szlovákiától is, ahol a folyó fizetési mérleg hiánya a 2000-es évek közepén nem volt sokkal kisebb, mint nálunk, ám ellenoldalának szerkezete alapvetően más volt: Magyarországon a növekvő államháztartási hiány, Szlovákiában a működőtőke-beáramláshoz (FDI-hoz) kötődő magánszektorbeli egyensúlyhiány állt a folyó fizetési mérleg-hiány háttérében. Az 2008. évi helyzetet tekintve, nálunk a háztartási devizahitelezés expanziója, Szlovákiában az FDI folytatódó beáramlása magyarázza, hogy a költségvetési egyenleg javulását miért nem kísérte a folyó fizetési mérleg korrekciója. Végül 2009-ben, a nemzetközi gazdasági válság hatására – Magyarország kivételével – mindegyik országban anticiklikussá vált a költségvetési politika, ezért viszonylag enyhe korrekció történt a folyó fizetési mérlegben. Nálunk viszont – a korábbi évek jelentős állami túlköltekezései folytán felhalmozódott államadósság, valamint a kormányzati hitelesség hiánya miatt – nem volt érdemi mozgástér a költségvetési deficit emelkedéséhez. Így a magánszektor megtakarítás-beruházás egyenlegében tapasztalt radikális változás (voltaképpen: a banki hitelezés elakadása) egy év alatt a külső egyensúly

rendkívül erőteljes, a GDP arányában mintegy 7 százalékpontnyi „javulását” is kényszerűen előidézte.

A fentiekben áttekintett hazai gazdaságpolitika következményeiről tudósít a következő ábra, amely öt közép-kelet-európai EU-tagország reálgazdasági felzárkózásáról ad képet. (A felzárkózást a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő szintjének az EU fejlettebb tagországokéhoz való közeledéseként értelmezzük.)

2.6 ábra

Reálgazdasági konvergencia öt közép-kelet-európai EU-tagországban (a GDP/fő relatív szintje vásárlóerő-paritáson; EU15=100%)



Forrás: Eurostat

Az Eurostat friss adatainak tanúsága szerint (ezek a KSH 2011 szeptemberében közzétett revízióit is tartalmazzák) a 2001-2002-ben érvényesült erőteljes fiskális élénkítés időszakában számottevően felgyorsult Magyarország reálgazdasági felzárkózása, ám a 2003-2004. évi, elkerülhetetlen költségvetési konszolidációval lényegében megakadt a felzárkózási folyamat. Az 2.6. ábrán látszik, hogy a 2005-2006. évi újabb fiskális expanzióknak már lényegében semmiféle hatása nem volt a GDP/fő relatív növekedésére, a magyar felzárkózás megtorpant. A 2007-es újabb, megint csak elkerülhetetlen konszolidáció hatására kissé visszacsúsztunk, majd 2008-ban alig érzékelhetően feljebb jutottunk, de az utóbbi elmozdulások kisebbek, mint a vásárlóerő-paritáson számított GDP mérési hibája. *Megalapozottan csak annyit mondhatunk, hogy EU-csatlakozásunk óta nem tartozunk az EU felzárkózó gazdaságaihoz.*

A hazai tapasztalatok e tekintetben is merőben különböznek az ábrán szereplő másik négy országtól. Szlovákia és Lengyelország fejlettségi szintje 2000-ben alacsonyabb volt a hazainál, de felzárkózásuk ütemét jelzi, hogy Szlovákia már 2006-ban, Lengyelország pedig 2010-ben utolért bennünket (2010-ben Szlovákiában a GDP/fő szintje több mint 15%-kal

haladta meg a hazait). Csehország és Szlovénia pedig – amelyek fejlettségi szintje jóval magasabb – „felfelé” hagyta el Magyarországot, legalábbis 2008-ig.

Magyarország tehát, összteljesítményét tekintve, a régió belül egyértelműen lemaradt, ami véleményünk szerint alapvetően az előbbieken bemutatott két, egymással szorosan összefüggő okkal magyarázható: a makrogazdasági instabilitással és a gazdaságpolitika kiszámíthatatlanságával, amelyek az intézményi, befektetési környezetet is számottevően rontották. Nincs itt hely az állítás részletes igazolására, de a különböző versenyképességi felmérések határozottan erre mutatnak.⁸ Az is kimutatható, hogy a szélesen értelmezett hazai lemaradás (a konvergenciában történt elakadás) okai nem a külgazdasági versenyképesség körül keresendők (Oblath, 2010a és 2010b).

A kör végül azzal zárul be, hogy az euró-csatlakozási céldátumok be-nem-tartása, tologatása, pusztán rövid távú célokat szolgáló kommunikációs eszközként történt felhasználása Magyarország gazdaságpolitikai/makrogazdasági instabilitásának egyik jelképévé vált.

Ezen a ponton térhetünk vissza korábbi kérdésünkhöz: 2011-ben vajon miért kellett 2020-re halasztani az euró hazai bevezetésének tervezett időpontját, egyben a már megszokott 4-5 évről a duplájára növelni a felkészülés időigényét? Mivel a hivatalos indoklást megalapozatlannak és őszintétlennek tartjuk, csupán találgatni tudjuk a valóságos indítékokat.

Amennyiben a kormány a korábbi euró-bevezetési kommunikációs gyakorlattal való szakítását kívánta volna demonstrálni, ezt megtehetette volna azzal, hogy közli: nem tűz ki újabb céldátumot, de tetteivel kívánja igazolni, hogy a GMU-csatlakozás feltételét jelentő makrogazdasági stabilitás megteremtésére törekszik. Egy ilyen kijelentés persze nem lett volna összhangban a 2011-ben folytatott, erősen expanzív költségvetési politikával, de a 2011 tavaszán közzétett Széll Kálmán tervben megjelölt, rendkívül ambiciózus állami adósságráta-csökkentési céllal konzisztens lett volna: e terv szerint a GDP-arányos államadósság 2018-ban csökkenne 50%-ra.⁹

E helyett a második Orbán kormány nem számol 2020 előtti euró-bevezetéssel, amit a gazdasági miniszter azzal indokolt: előbb teljesíteni kell a maastrichti kritériumokat, illetve 50%-ra kell levinni az adósságrátát. (Lásd a keretes írást.)

⁸ Lásd például a World Economic Forum elmúlt években készült Global Competiveness Report-jait: <http://www.weforum.org/reports>, vagy a Világbank Doing Business felméréseit: <http://www.doingbusiness.org/>

⁹ Széll Kálmán terv – Összefogás az adósság ellen, 14. old. http://5mp.eu/fajlok/kfbsz/szellkalmanterv_110303_www.5mp.eu_.pdf

*„Az euró-csatlakozás 2020 előtt nem érdekes”: a nemzetgazdasági miniszter indoklása
(2011. március)*

„Az euró bevezetésére akkor van esély, ha Magyarország 50 százalékra viszi le a bruttó hazai termék (GDP) arányában mért államadósságot” – mondta az osztrák Der Standardnak adott [interjújában](#) Matolcsy György nemzetgazdasági miniszter, aki szerint az eurózónához való csatlakozás 2020 előtt "nem érdekes" Magyarország számára. A magyar államadósság jelenleg a GDP 80 százalékán [áll](#), a kormány kedden bemutatott [reformcsomagjának](#) pedig központi célja az adósságsökkentés.

A magyar miniszter arra a kérdésre mondta a 2020-as dátumot, hogy érdekli-e egyáltalán még Magyarországot a közös uniós pénz. Matolcsy azt mondta, hogy az ország teljesíteni akarja a maastrichti kritériumokat, de az államadósság, a foglalkoztatás és a növekedés terén is közelíteni szeretne az eurózóna államaihoz. "Ahogy az államadósság 50 százalékra csökken, csatlakozni fogunk" - mondta Matolcsy, aki szerint az euró vonzerejét csökkentette, hogy az eurózóna nem tudta megvédeni magát a válságban.

Forrás:

<http://origo.hu/uzletinegyed/hirek/20110303-matolcsy-gyorgy-2020-elott-nem-erdekes-magyarorszag-szamara-az-euro.html>

Ezek az indokok nyilvánvalóan mondva csináltak: a maastrichti kritériumok nem 50, hanem 60%-os adósságrátát (helyesebben ahhoz való közeledést) írnak elő, s a kormány tervei szerint az állami deficit már 2012-ben alacsonyabb lesz az elvárt 3%-nál. (E vállalat teljesíthetősége kérdéses ugyan, de az eddigiekben a kormány határozott eltökéltségét nyilvánította ki a cél elérésére.) Ha pedig a kormány komolyan venné az előbb idézett másik elképzelését, azt, hogy 2018-ban 50%-ra csökken az adósságráta, akkor 2018-as euró-csatlakozási céldátumot is megjelölhetne.

Ezért az elemző abba a furcsa helyzetbe kényszerül, hogy azt mérlegelje: a kormány inkonzisztens és megalapozatlan közlései közül melyiket tekintse kevésbé megalapozatlannak. Ha például a kormánynak azt a kijelentését kellene komolyan venni, hogy az euró hazai bevezetésének az 50%-os adósságráta elérése a tényleges feltétele, akkor valójában nem 2018-ra, de még csak nem is 2020-ra, hanem annál távolabbra, voltaképpen a beláthatatlan jövőbe tolódott a GMU-csatlakozás ideje. Az MNB konvergencia-elemzésével összhangban (MNB, 2011, 83. old), ugyanis magunk is úgy számoljuk, hogy rendkívül fegyelmezett költségvetési politika esetén (2015-ig az érvényes konvergencia-programban szereplő célok betartása; 2016-tól 1,5%-os GDP-arányos deficit), továbbá a gazdaság nominális növekedésére vonatkozó 6%-os (optimista) feltevés mellett *2019-2020 körül*

érhető el a 60%-os adósságráta. Ha az ezt követő periódusra is tartjuk feltevéseinket, akkor mintegy másfél évtized múlva, 2025 táján kerülhet 50% alá az államadósság/GDP arány. Az euró bevezetésének ugyanakkor az a feltétele, hogy a GDP-hez mérve határozottan csökkenő pályán legyen az államadósság, ami viszont a kormány kommunikáció szerint már jelenleg is elsődleges célja a gazdaságpolitikának.¹⁰

Csak hogy a feltevések minimális módosítása is jelentősen megváltoztatja az 50%-os ráta elérésének időigényét. Amennyiben csak egy kicsit is óvatosabban számolunk, és 2016-tól 2%-os deficitet és 5,5%-os nominális növekedést feltételezünk, akkor a 60%-os adósságarány 2021 táján, az 50%-os pedig 2033 körül érhető el.

Hangsúlyozni kell azonban, hogy a kormányzati célok – az 50%-os adósságráta elérése, illetve az euró-bevezetés *2020 utánra* történő elhalasztása – mögött nincsenek számítások vagy érdemi közgazdasági megfontolások, ezért a halasztást az *EU-val szembeni egyfajta politikai dackorszak megnyilatkozásának kell tekintenünk.* Ellenben nem kerülheti el a figyelmet, hogy az 50%-os állami adósságráta elérése a kormány számára kényelmetlen, illetve nem kívánt dolgok elhárításának és halasztásának is szimbólummá vált: így például a 2012-től hatályos alkotmány szerint az alkotmánybírák csak az után vizsgálhatnak majd gazdasági tárgyú jogszabályokat, hogy az adósságráta e kitüntetett érték alá kerül.

Mindent egybevetve: a jelenlegi kormány kétségkívül szakított elődeinek GMU-csatlakozási kommunikációjával, de a lényegét tekintve *nem történt érdemi változás: az euró hazai bevezetését illető valóságos kormányzati szándékok továbbra is kiismerhetetlenek.* A hazai szakmának azonban nem kell elfogadnia ezt a politikusok által indukált bizonytalanságot. Egyrészt fel kell tennie azokat a napjainkban releváns kérdéseket, amelyek az euró-bevezetés előnyeire, hátrányaihoz és specifikus hazai feltételeihez kapcsolódnak, másrészt a szakma mércéivel kell mérlegelnie a költségeket és hasznokat, nyomatékosan felhívva a figyelmet a kockázatokra és a közgazdasági természetű bizonytalanságokra. Ennek kiváló példája az MNB előzőekben hivatkozott konvergencia-jelentése.

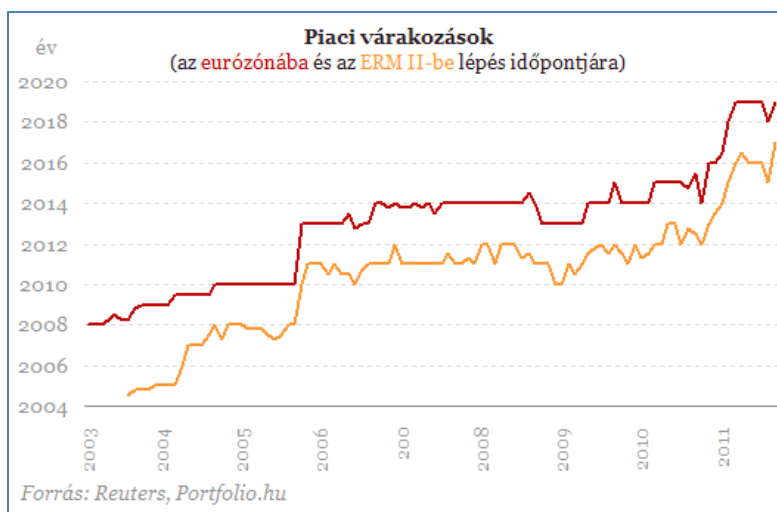
A továbbiakban magunk is e szerint kívánunk eljárni. Igyekszünk kritikusan átgondolni az euró-bevezetésre vonatkozó korábbi szakmai elképzeléseket, szembesítjük azokat a bajba jutott GMU-tagországok tapasztalataival, majd megpróbálunk konstruktív hazai vonatkozású következtetésekhez eljutni.

¹⁰ A legfrissebb, 2011 őszi, hazai és európai uniós előrejelzések szerint ennek a vállalásnak a betartása – a nyugdíjpénztári vagyon felhasználása ellenére - sem látszik biztosítottnak, de legalábbis nem könnyen biztosítható, mivel a leszakadó pályáról nem sikerül elnavigálni a gazdaságot, illetve komoly hitelességi deficit keletkezett. Ezt a kormány is felismerte és a parlamentnek benyújtott legújabb törvénymódosítás 2016-ig felfüggesztette a még életbe sem lépett adósságszabályt.

Az alábbi – a Porfolio.hu-tól átvett – ábra azt mutatja, hogy az eurózónába való belépés időzítését illető kormányzati kommunikáció befolyásolja ugyan a piaci várakozásokat, de nem határozza meg azokat. A 2020-as céldátum 2011-ben történt hivatalos bejelentése és az 50%-os adósságráta feltételként történt megjelölése kétségkívül hatott a várakozásokra, de a konszenzus mindmáig 2020 előtti euró-bevezetéssel számol. Ez azt is jelzi, hogy értelmük, sőt hatásuk is lehet azoknak a szakmai elemzéseknek, amelyek túllépnek a témaköre vonatkozó politikai kommunikáción.

2.7 ábra

A GMU-csatlakozás időpontjára vonatkozó piaci várakozások



2.2. AZ EURÓ-ÖVEZETI CSATLAKOZÁSRA VONATKOZÓ HAZAI SZAKMAI ELKÉPZELÉSEK A 2000-ES ÉVEK ELSŐ FELÉBEN

A 2000-es évek első felében az MNB-ben átfogó tanulmány készült az euró hazai bevezetéséről (Csajbók-Csermely, 2002), s később – részben a Pénzügyminisztérium megbízása alapján – számos kutatóintézet is elkészítette a maga elemzését a GMU-csatlakozás kérdéseiről.¹¹ Az alábbi áttekintésnek nem az a célja, hogy e munkák következtéseit részletesen ismertesse, hanem az, hogy az akkoriban kialakult szakmai konszenzusról adjon egyfajta „lecsupaszított” képet. Vagyis a többségi véleményt mutatjuk be, és azt is leegyszerűsítve, mert az elemzések többségében kockázatként tárgyalt veszélyeket és lehetséges negatív mellékhatásokat csak a fejezet mellékletében ismertetjük.

¹¹ Ecostat (2004); GKI (2004); Kopint-Datorg (2004); Növekedéskutató (2004); Pénzügykutató (2004). Az ICEG nem kapott ugyan megbízást a PM-től, de az intézet nevében az azóta elhunyt Gáspár Pál (2004) is készített elemzést a GMU-csatlakozásról.

Kezdjük az áttekintést a Matolcsy György által vezetett Növekedéskutató Intézet 2004-ben megfogalmazott, a gyors GMU-csatlakozás hátrányait hangsúlyozó *kisebbségi* véleményével: „...elemzésünk szerint a gazdasági növekedés, a foglalkoztatás, a beruházások és a fogyasztás reál-konvergencia folyamatai szempontjából más gazdaságpolitikai eszközrendszert érdemes alkalmazni a következő években, mint ha a maastrichti konvergencia-kritériumok teljesítését állítjuk a gazdaságpolitika középpontjába.” (Növekedéskutató, 2004, 10. old.) *A mai nemzetgazdasági miniszter kétségkívül következetes, hiszen 2004-ben, kutatóként is euró-szkeptikus volt.* Ellentétben azonban az akkori pénzügyminiszterrel, Draskovics Tiborral, a mai gazdasági miniszter, nem kérte ki a kutatók véleményét az euró-csatlakozás célszerű időzítéséről, mielőtt a fent idézett bejelentéseket megtette.

Nézzük azonban, hogy *a szakma akkori többségi véleménye* szerint milyen megfontolások támasztották alá *az euró „korai” bevezetését.* A „korai” euró-csatlakozás akkor gyakorlatilag azt jelentette, hogy minél előbb teljesíteni kell a maastrichti kritériumokat, avégett hogy e „kötelezettség” lerovását követően a forintot mihamarabb az euró válthassa fel. A „korai” euróbevezetés melletti fontosabb megfontolásokat a következőkben foglaljuk össze:

- A feltörekvő piacokat sújtó válságok visszatérő jelentkezése a kilencvenes évek második felében, különösen pedig azok fertőzéses hatásai, rávilágítottak arra, hogy *a saját valuta a kis nyitott gazdaságokban sokkal inkább a sérülékenység forrása, semmint hatékony sokk-menedzselési eszköz.* Ezt az általános megfontolást messzemenően alátámasztották a 2003-ban szerzett hazai tapasztalatok, amikor – alapvetően belföldi okokból – az év elején a forint erőteljes forint-erősödésre irányuló, az év közepén pedig a forint gyengülésére számító piaci várakozások okoztak jelentős kilengéseket a hazai valuta árfolyamában. Ezek a szélsőséges mozgások destabilizáló hatásúak voltak; az euró-csatlakozással pedig a gazdaság – a forinttal együtt – a jelentős árfolyamváltozások kockázatától is megszabadulhatott volna.
- A többségi vélemény az volt, hogy *az euróövezeti tagság maastrichti kritériumainak teljesítése az euró-bevezetésre való aspirációtól függetlenül is érdeke Magyarországnak.* A fegyelmezett költségvetési politikát, a GDP 3%-a alatti hiányt és a csökkenő adósságrátát a szakmai konszenzus a felzárkózáshoz szükséges növekedés feltételének tekintette. Az akkori árfolyamrendszerből természetes kilépési opciót jelentett a széles sávós, rögzített (ERM II kompatibilis) rezsimre való áttérés. Bár az inflációs kritériumot – amely az unió országaiban mért három legalacsonyabb infláció függvényében határozta meg a megkövetelt dezinflációt (árstabilitást) –

sokan bírálták¹², a szakma többsége úgy vélte: teljesítése nem okozott volna olyan nehézséget, illetve olyan áldozatot, amelyet (az euró előnyeivel egybevetve) ne lett volna érdemes teljesíteni. Ezt utólag sok tekintetben igazolták a tények.

- Csaknem általános volt az a várakozás, hogy az *euróövezeti tagság számottevő felzárkózási kapacitás-bővüléssel jár majd*: ezt a széleskörű nemzetközi integrációs tapasztalatokat feldolgozó empirikus elemzések is alátámasztották (lásd Rose [2002]). A növekedési pálya dinamizálódására még annak figyelembe vételével is jó esélyek látszottak, hogy a magyar gazdaság integrációja Európa fejlettebb országaival már a piacgazdasági átmenet első évtizedében nagyon magas szintet ért el. (Lásd Csajbók-Csermely [2002])
- *A nominális és reálkamat okkal várt csökkenése* ugyancsak alátámasztotta a gazdasági növekedés gyorsulására vonatkozó várakozásokat. (Az ebből származó tartós többlet-növekedést az MNB 0,08-0,13 százalékpontonra becsülte).
- Nyomós erős érv volt a mielőbbi euró-csatlakozás mellett, hogy *a hazai gazdaság növekedésének külső egyensúlyi korlátja számottevően lazulhat* az euró-csatlakozással. Akkoriban nemzetközileg is elfogadott volt az a vélekedés, hogy az egyes euró-övezeti tagországok folyó fizetési mérleg egyensúlyhiányának jelentősége csökken, hiszen a valutaövezet egészének külső egyensúlya bír közgazdasági jelentőséggel.
- Végül az a feltételezés is az euró gyors bevezetése mellett szólt, hogy a csatlakozásra való felkészülés, később pedig *a GMU-tagság, megköti majd a politikusok kezét*. A hiányzó „belső” fegyelmet pótolhatja a „külső” fegyelem, ez pedig előmozdíthatja a makro-stabilitást szolgáló gazdaságpolitikát. (Ez egyfajta kiegészítése a második megfontolásnak, de e feltevés körül kisebb volt az egyetértés, mint a korábban felsoroltakat tekintve.)
- A gyors csatlakozás várt előnyeihez azonban csaknem minden elemzésben társult egy fontos megszorítás: *az előnyök csak akkor realizálhatók, ha az ország az ár- és költség szintjének megfelelő, reális – magyarán: nem túlértékelt – árfolyamon cseréli fel a hazai valutát az euróval*.

Hangsúlyozzuk, hogy a fentiekben csak a *viszonylag gyors GMU-csatlakozás mellett* szóló, a közgazdász-szakma többsége által elfogadott megfontolásokat összegeztük. Amint azonban jeleztük, a szakmának voltak olyan képviselői, akik elleneztek a „korai” csatlakozást¹³, továbbá a támogatók maguk is kitértek a kockázatokra: az elemzések

¹² A bírálók arra hivatkoztak, hogy e kritérium nem veszi figyelembe a felzárkózó országokban egyensúlyi jelenségnek tekinthető többlet-inflációt.

¹³ Surányi György, még jegybankelnökként a kétezres évek elején, majd később nemzetközi fórumokon is, az elsők között hívta fel a figyelmet az euró-övezeti szabályozási hiányosságaira, többek között arra is, hogy a folyó fizetési hiány monitorozásától a közös valutaövezetben sem lehet

tartalmazták az előnyök mellett a potenciális hátrányokat is. A mérleg nyelve azonban általában a pozitívumok felé húzott, mert a kilencvenes évek végének feltörekvő piaci pénzügyi válságai, illetve a forint árfolyamának kilengései felhívták a figyelmet a saját valuta menedzselésének és a saját monetáris politika vitelének korlátaira az egyre ingatagabbá váló, globalizálódó világban.

Mivel a továbbiakban az euró-csatlakozáshoz fűződő pozitív várakozásokat igyekszünk szembesíteni a válságba került euró-tagországok tapasztalataival, az euró-övezeti csatlakozás kockázataival és esetleges hátrányaihoz kapcsolódó egykori megfontolásokról nem itt, hanem a Mellékletben adunk áttekintést. Gondolatmenetünk követhetősége mellett az is megoldás mellett szól, hogy nem akarunk olyan a benyomást kelteni, mintha a jelenlegi válságot a hazai elemzések már akkor előre jelezték volna.

A korábbi hazai elképzeléseknek három olyan eleme volt, amelyet az euró-válság alaposan kikezdet:

- *Infláció*: ha megmaradnak az inflációs különbségek, azok alapvetően a felzárkózásból (az úgynevezett Balassa-Samuelson hatásból) adódhatnak, és önmagukban nem okozhatnak tartós problémákat.
- *Fajlagos bérköltség-alakulás (versenyképesség)*: az volt a feltevés, hogy minden ország gondoskodik magáról, és (önérdekektől hajtva) saját eszközeivel megakadályozza relatív költségeinek túlzott – nemzetközi versenyképességét potenciálisan rontó – emelkedését.
- *Külső egyensúly*: a folyó fizetési mérleg korlát lazulásának csak kedvező hatásai lehetnek.

Ezzel szemben az euró-övezeti válság a következőket tette nyilvánvalóvá:

- Az inflációs különbségek nemcsak a felzárkózásból, hanem a makrogazdasági politikák különbségeiből és a termelékenységtől elszakadó béralakulásból is eredhetnek. De akár „egyensúlyi” (felzárkózási), akár más, „nem egyensúlyi” okok állnak a többlet-infláció hátterében, az euró-övezet átlagánál magasabb áremelkedés – a közös kamat folytán – túlságosan alacsony, vagy akár negatív reálkamat kialakulásához is vezethet. *Ez pedig gazdasági túlfűtöttséget és buborékok kialakulását okozhatja.*
- A tapasztalatok szerint a nominális béralakulásnak erős az inerciája, s ez önmagában a GMU-csatlakozástól nem változik meg. A termelékenység emelkedéséhez képest tartósan túlzott lehet a béremelkedés üteme, rontva a gazdaság költség-versenyképességét.

eltekinteni. Surányi [2005]. Később azt is több előadásában hangsúlyozta, hogy a várt növekedési előnyök helyett az euró bevezetése könnyen növekedésvesztéssel járhat, ha nem megfelelően felkészült az ország.

- A külső egyensúlyi korlát *nem szűnik meg, csak „felpuhul”,* s ennek – növekvő külső egyensúlyhiány esetén – akár rombolóak is lehetnek a következményei. Nem lévén árfolyam, változása nem jelezheti a makrogazdasági feszültségeket, és nem is indulhatnak meg olyan, árány-változások által indukált, korrekciós folyamatok, amelyek a belföldi valuta leértékelődését kísérik.

Mindezekről a feszültségpontokról a bajba jutott euró-tagországok konkrét tapasztalatai alapján igyekszünk képet adni.

3. AZ EURÓÖVEZET ELSŐ TÍZ ÉVÉNEK TAPASZTALATAI (VÁLSÁG ELŐTT – VÁLSÁGBAN)

Amikor 2007 közepén az USA-ban kirobbant másodrendű hitelpiaci válság fertőzése – elsősorban a bankcsődökön keresztül – elérte az Európai Uniót (EU), sokáig tartotta magát a nézet, hogy „ez a válságepizód más, mint a többi volt”, illetve, hogy Európának esélye van arra, hogy gyors lépéssorozattal elszigetelje magát az amerikai válság kedvezőtlen reálgazdasági következményeitől (ez volt az úgynevezett „decoupling” elképzelés, amellyel tele voltak a nemzetközi elemzések 2008 végén). Azóta ez a teória megbukott. 2010-től az euróövezet feszültségei nem enyhültek, hanem a válság új szakaszába lépett, s 2012 elején még mindig nem látszik, hogy a több euróövezeti tagországban is csóddal fenyegető állami eladósodásra mi ad majd megoldást. A válság az EU-ban rámutatott arra, hogy milyen pontokon hiányos az uniós szabályozás. Ma még nincs konszenzus a tekintetben, hogy mi okozta az euróövezet problémáit, s a megoldásra kidolgozott szabályozási és irányítási változások sem léptek még életbe.¹⁴

3.1. AZ EURÓZÓNA MŰKÖDÉSÉNEK PROBLÉMÁI ÉS A VÁLSÁGBA KERÜLT TAGORSZÁGOK TAPASZTALATAI

Az euróövezet létrehozására való felkészülés egybeesett a világ pénzügyi rendszerét és a világgazdaságot alapjaiban átalakító folyamatokkal: a liberalizáció, dereguláció és globalizáció hármasa határozta meg az új kereteket, a kiteljesedést pedig az kilencvenes évek második felének információs és kommunikációs technikai forradalom segítette. A pénzügyi szektorban óriási méreteket öltött az innováció, ami kiterjedt a termékek mellett a korábban

¹⁴ A tanulmány első változatának lezárásakor (2011 decemberében) még csak az Európai Parlament által elfogadott törvények voltak ismertek. A véglegesítéskor (2012 január végén) pedig épp megállapodtak az uniós kormányfők, két tagország kivételével (Csehország, Egyesült Királyság) a kormányközi szerződésről, amivel az unió tagországai a monetáris unió működésének gazdaságpolitikai és költségvetési hátterét kívánják megerősíteni. A hatálybalépés időpontja még nem ismert.

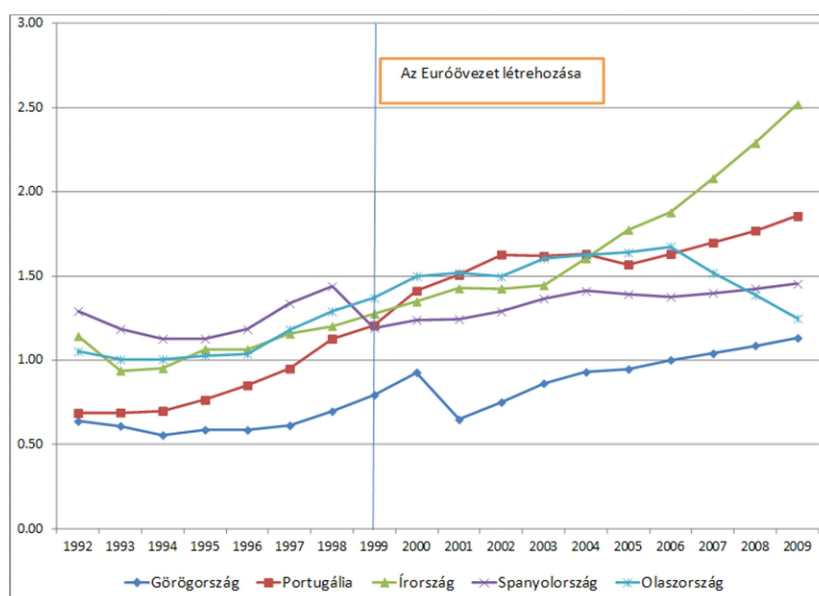
nem létező (illetve csak elszórtan működő) piaci szegmensek gyors fejlődésére. A rendszer nem csak hatékonyabbá vált, hanem áttekinthetlenebbé és kontrollálhatatlanabbá is.

A pénzügyi szektort és azon belül a bankszektort – ami az európai finanszírozásban tradicionálisan elsődleges szerepet töltött be, szemben az Egyesült Államokkal, ahol a piaci finanszírozás dominált – a nemzetközi globális folyamatok mindenütt kedvezően érintették, bővülő tevékenység és növekvő profitabilitás volt a jellemző. Az euróövezet létrehozása további lökést adott a pénzügyi szektor felfutásának az európai közös monetáris politika bevezetése, az árfolyamkockázat kiiktatása és ezzel a pénzügyi piacok integrációjának felgyorsulása. A hitel-betét arány Portugáliában, Írországban és Spanyolországban már az euróövezet létrejöttékor tükrözte (3.11. ábra), hogy ezek az országok intenzív külső forrásbevonással fejlődnek, s a magánszektorban megfigyelhető hitelbővülés áttöri azt, a határt, ahonnan már „túlzottnak tekinthető”. (Ezt azonban nem könnyű jól meghatározni.)

A túlzott hitelbővülés azért tudott bekövetkezni, mert: (i) a pénzügyi innováció követhetetlen sebességgel terjedt, (ii) a felügyeletek sehol nem álltak a helyzet magaslatán és (iii) mert a laza monetáris kondíciók miatt a likviditásbőség lehetővé tette. (Erről Bini-Smaghy [2010] részletes elemzést ad).

3.1. ábra

A hitel/betét arány alakulása a periféria (GIIPS) EU országokban



Forrás: Financial Sector Development and Structure Dataset (World Bank 2010 november).

A különböző tagországokban kibontakozó hitel-boomhoz spekulatív buborékok is társultak az ingatlanpiacon és a szolgáltató szektorban. A keleti bővítés tovább fűtötte a hitelbővülést és annak ellenére folytatódott, hogy veszélyeinek tárgyalása nem maradt el¹⁵. Bár az elemzésekben már látszottak a veszélyek, csak a 2007-es pénzügyi válság hatására indultak meg a kísérletek a hitelbővülésből illetve a lakáspiaci folyamatokból következő korai riasztó (early warning) modellek kialakítására¹⁶ és ex post tesztelésére, annak érdekében, hogy a jövőben ne történhessen meg a folyamatok „félreértelmezése”.

Az euróövezet tagországai sok szempontból nem közeledtek, hanem távolodtak egymástól. Fennmaradt a régi észak-dél konfliktus, de a problémás országcsoporthoz csatlakozott a korábban évtizedeken át példaértékű felzárkózást bemutató Írország is.

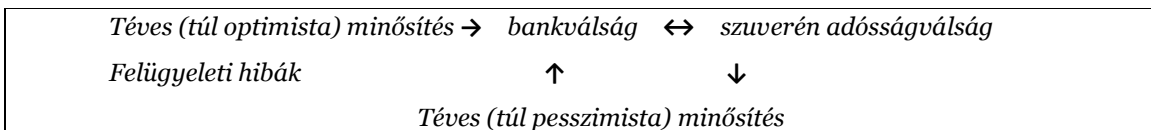
Az európai integráció összes problémáját nem lehet a GIIPS-tagországok¹⁷ fegyelmezetlen politikájából levezetni. Bármennyire is azonosíthatók gazdaságpolitikai hibák, illetve Görögország esetén csalások, ezek csak a válságjelenségek egy részére adnak magyarázatot. Az uniós szabályozást megsértő (az EDP eljárás alatt álló országok) és a válsággal küzdő országok halmaza nem esik egybe. Sőt, a válság-országok némelyike az euróövezet első nyolc évében példamutatóan teljesítette a SGP követelményeit, ugyanakkor vagy talán ezért is „védtelen” volt a bombaüzetet sejtő (jórészt a többi tagországból feléje áramló) tőkebeáramlással szemben, hogy aztán a válság idején elszenvedje a hirtelen megállás (sudden stop) és a tőkemenekülés (capital flight) következményeit is. Az elővigyázatosság elmaradása, a folyamatok túlfutása, nem csupán saját belső gazdaságpolitikai hiba volt, hanem az euróövezeti (uniós) szabályozás és irányítás fogyatékoságai is komoly szerepet játszottak benne. (Ezt az 5. fejezetben tárgyaljuk.)

A válságot megelőzően a kockázatokat tévesen mérték fel a hatóságok, *a hitelminősítők súlyosan tévedtek, a felügyeletük pedig gyengék voltak.* A félreminősített eszközök és a buborékok kipukkanása miatt bekövetkezett bankválság konszolidációs költségei jelentősen megterhelték az államot és megnövelték az államadósságot. A recesszió miatt szükségessé vált költségvetési lazítás tovább növelte az eladósodást. A nehéz helyzetbe került GIIPS országok állampapírjait viszont jórészt az országhatárokon átnyúlóan működő bankrendszer vásárolta meg, s az országok adóbsbesorolásának romlása (Görögország esetén a csőd) újabb súlyos veszteségeket okoz a bankszektorban, ha nem történik uniós szintű beavatkozás. *Az uniónak egy ördögi körből kell kitörnie.*

¹⁵ Brzoza-Brzezina [2005], Bunda - Ca' Zorzi [2009].

¹⁶ Burda et al. [2009].

¹⁷ Az irodalomban elterjedt rövidítést követjük: GIIPS a bajba került „négyeket” jelöli (Görögország, Írország, Portugália, Spanyolország), a GIIPS-csoport pedig az előbbieket mellett Olaszországot is tartalmazza.



Az euróövezet helyzete nagyon változó, és jövője – akárcsak fél évtizednyit előretekintve – nem jósolható meg. Még ha a szkeptikus hangok, amelyek az euróövezet szétesését valószínűsítik, megalapozatlanok is, a pénzügyi válság kiváltotta általános euróövezeti szuverén adósságválság és a periféria tagok országcsőd-közeli helyzetének megoldása 2012 elején még várat magára.¹⁸ Egyidejűleg a világgazdasági recesszióból való kilábalás is megtorpant, és a legújabb előrejelzések szerint a kettős fenekű (W alakú) ciklus második leszálló ágába ért az európai gazdaság is.¹⁹

Az euróövezet válságtapasztalatai alapján egyértelművé vált, hogy van két fontos terület, ahol nem halasztható az uniós szabályozás változtatása, miközben a válságkezelés azonnali lépéseket is igényelt.²⁰

- A közös valutaövezet működtetése/irányítása (*governance*) szinte kizárólag a Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SGP - Stability and Growth Pact) szabályrendszerére és az ehhez kapcsolódó túlzott deficit eljárásra épült. Ezeknek a mechanizmusoknak a hiányosságait korábban is lehetett észlelni, de az súlyosságukra a pénzügyi válság mutatott rá.
- Az euróövezet alkotói alulbecsülték/figyelen kívül hagyták a legsúlyosabb rendszerkockázati tényezőket. Az uniós hatóságok nem rendelkeztek megfelelő intézményekkel, eszközökkel és eljárásokkal a külső (amerikai) illetve uniós belülről érkező (görög) sokkok fertőzőes hatásainak kivédéséhez. A „no bail out” (nincs központi banki kiségités), „no default” (átütemezés), „no exit” (nincs kilépés a közös valutaövezetből) euróövezeti sérthetetlen alapelvekről azonban kiderült, hogy betartásuk katasztrofális következményekkel járhat.²¹

¹⁸ A szuverén adósságválságok lehetséges kimeneteleiről készített elemzést (Franklin et al. [2010]).

¹⁹ Az IMF [2011a], [2011c] European Economic Forecasts [2011].

²⁰ Bebizonyosodott, hogy az, amire a hazai „előny-hátrány” tanulmányok (lásd a mellékletet) felhívták a figyelmet, valósággá válhat a hátrányok tekintetében is, könnyen megsemmisítve a korábban szerzett előnyöket, amelyek a közös valuta bevezetésekor még a legfigyelmetlenebb tagországokban is kimutathatók voltak.

²¹ Az országcsőd bekövetkeztekor ezeket a tilalmakat nem lehet sem betartani, sem betarttatni. De az is kiderült, hogy nem is szolgálna sem az adott ország, sem pedig az unió érdekeit. A görög válság kapcsán mindhárom elvet meg „kellett” sérteni. A fertőzést elszenvedő tagországokat ki kellett segíteni az EKB állampapír-vásárlásával, ki kellett dolgozni az irányított adósság-átütemezés technikáit, és felmerült, hogy a valutaövezeti kilépés is szóba jöhetne, ha lenne rá szabályozás.

3.1.1 Szabályok, szabályszegések és reálgazdasági konvergencia

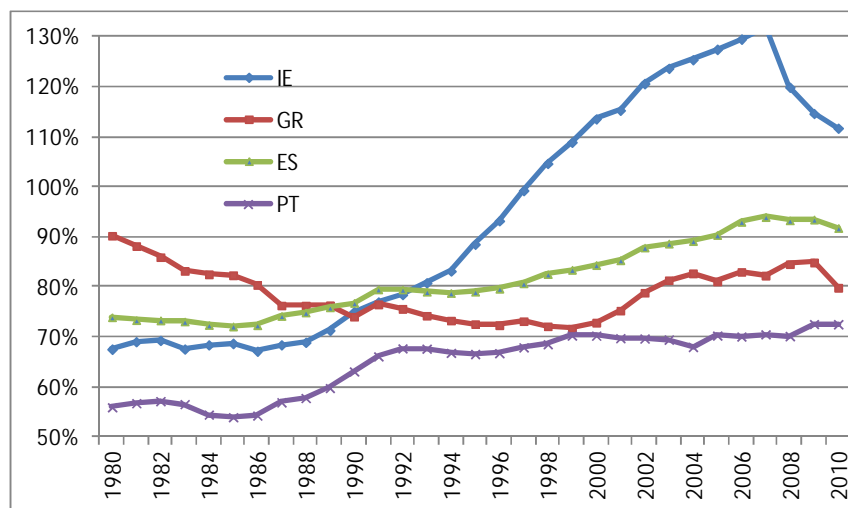
Az euróövezeti szabályok megalkotói nem gondoltak arra, hogy az SGP és a túlzott deficit eljárás során tett vállalások betartása inkább kivétellé, semmint rendszerré válik. A Szerződésbe (Treaty) beépített büntetésnek egyáltalán nem volt semmilyen elrettentő ereje. A kétezres évek elején a „dot-com” buborék kipukkanásával járó lassulás Európára is tovaterjedt. Felélénkültek a SGP merevségét ostromozó bírálatok. A sokszínű euróövezet különböző fejlettségi szintű és gazdaságpolitikájú tagországait „kényszerzubbonyba” tuszoló numerikus szabályok betartása súlyos növekedési veszteségeket is okozhatott volna az uniónak. A német költségvetési fegyelmezetlenség (a GDP 3%-át meghaladó államháztartási hiány) egyenesen jól jött a németekkel integrálódott országok – például Magyarország – számára. Ugyanakkor a kevésbé fejlett régi tagországok (Portugália, Görögország) számára az euróövezeti tagság elnyerése kulcskérdéssé vált; a felzárkózás felgyorsításának az ígérését jelentette, aminek érdekében mindent elkövettek, még csaltak is, mint utóbb kiderült. Az uniós ellenőrzés pedig gyenge volt, vagy az ellenőrzők szemet hunytak. Az euróövezetbe való belépés után azonban kiderült, hogy nem tudják teljesíteni a követelményeket, a halmozódó egyensúlyi problémák kiigazítására pedig nincs eszközük.

Az euróövezet első tíz éve alatt kiderült, hogy a közös valuta bevezetése csak akkor hoz *tartós növekedési többletet egy országnak, ha az összes többi intézményi, szabályozási körülmény ennek alárendelve működik.* Azokban az országokban, ahol csak látszat-fegyelem volt és gyenge intézmények működtek, illetve amelyeket felkészületlenül ért a közös kamatszint miatti alacsony/negatív reálkamat, az euró-csatlakozás nem, vagy csak átmenetileg járt a reálgazdasági felzárkózás felgyorsulásával.

Az alábbi ábra a GIPS-országoknak az EU15 átlagához történt felzárkózása harminc évről ad képet. A négy ország felzárkózási tapasztalatai kétségkívül különböznek egymástól, de fontos megérteni, hogy mit jelentett számukra, és milyen következményekkel járt a közös valuta bevezetése.

A GIPS-országok reálgazdasági felzárkózása az EU15-höz:1980-2010

(GDP/fő vásárlóerő-paritáson, EU15=100%)



Forrás: AMECO

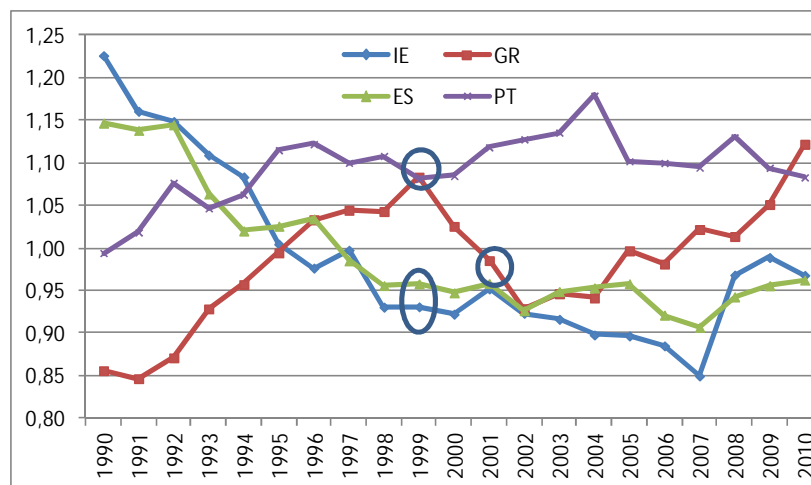
Írországban a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP – az 1980-as évek közepén megindult gyors növekedés eredményeként – az 1990-es évek második felében érte el az EU15 átlagát. A GMU-csatlakozást követően, 2007-ig egyre feljebb divergált az átlagtól, ám a 2008 és 2010 közötti visszaesés az 1999-es relatív szintre (az EU15 110%-ára) húzta vissza, 7-8 évnnyi relatív növekedési többletet tüntetve el.

Görögországban az euró bevezetését megelőzően indult meg, s a GMU-csatlakozást követően gyorsult fel a reál-konvergencia, amely nagyjából a 2000-es évek közepéig tartott. 2010-ben (az adósságválság kitörésének évében) azonban jelentős divergencia kezdődött meg, amely az EU-Bizottság előrejelzése szerint 2011-ben felgyorsul, és 2012-ben is folytatódik; ezzel az ország nagyjából a 2000-es relatív fejlettségi szintjére esik vissza. Ez esetben is mintegy nyolc évnnyi reálfelzárkózás vész el három év alatt.

Spanyolországban az 1995-ös évek közepétől megindult felzárkózást egyértelműen gyorsította a GMU-csatlakozás. A konvergencia itt is a 2000-es évek közepén akadt el, majd fordult meg, de a válság itt távolról sem vezetett (és az EU előrejelzése szerint ezután sem vezet) olyan jelentős visszacsúszáshoz, mint Görögország és Írország esetében.

Portugália tapasztalatai eltérnek a másik három országtól. Az 1980-as évek közepétől (Írországgal csaknem egy időben) kibontakozott, imponáló ütemű reálfelzárkózás az 1990-es évek elején elakadt. 1996-tól újra megindult, ám az euró-csatlakozást követően teljesen megszűnt az ország konvergenciája. E jelenség aligha magyarázható egyetlen okkal, magunk azonban igen fontosnak tartjuk, hogy Portugália valutája túlértékelt volt, és az ország túl erős árfolyamon vezette be az eurót.

A GDP relatív árszintje és a GDP/fő relatív reálszintje közötti arány (EU15=100)



Forrás: AMECO alapján saját számítás

Jóllehet nem létezik általánosan elfogadott mutató egy valuta túl/alulértékelttségének meghatározásához, hozzávetőleges támpontot kínál a Balassa-Samuelson hatással korigált vásárlóerő-paritás koncepciója, vagyis a relatív árszint (vásárlóerő-paritás/árfolyam) és a relatív fejlettségi szint aránya.²² E megközelítés alapján a 3.3. ábra arról tanúskodik, hogy *Portugália közel 10%-kal túlértékelt árfolyamon lépett be a valutaövezetbe, s a „túlértékelttség” a 2000-es évek közepéig csak fokozódott.* Ez a körülmény segíthet megérteni, hogy az euró átvételét követően miért állt meg az ország reálfelzárkózása. *Írország és Spanyolország enyhén alulértékelt árfolyamon lépett be, s reálfelzárkózásuk gyorsult a GMU-csatlakozás után.* Az is figyelemre méltó, hogy Görögország – legalábbis rövidebb távon – jól járt azzal, hogy Portugáliánál később vált az eurózóna tagjává: az 1999. évi túlértékelttséget 2001-re sikerült megszüntetnie. Azt, hogy a későbbiekben (2004-től) rendkívül gyorsan emelkedett az ország fejlettségi szintjéhez viszonyított árszintje, a makrogazdasági instabilitás egyértelmű jelének kellett volna tekinteni, ami előbb-utóbb valutaleértékelődéséhez vezetett volna – ha ott lett volna a valutaárfolyam. De nem volt ott, s ez egyfajta hamis biztonságérzetet adott az addig követett gazdaságpolitika fenntarthatóságát illetően. (A továbbiakban még visszatérünk az árszintek és a fejlettségi szintek összehasonlítására.)

²² Az ábrán bemutatotthoz hasonló eredményre jutunk, ha a relatív árszint és a relatív fejlettségi szint aránya helyett az EU-tagországok relatív árszintje és fejlettségi szintje közötti (keresztmetszeti vagy panel) regressziós összefüggés maradékaival mérjük az alul/túlértékelttséget.

3.1.2 Instabilitás és divergencia: relatív ár-és költségalakulás és külső egyensúlyhiányok

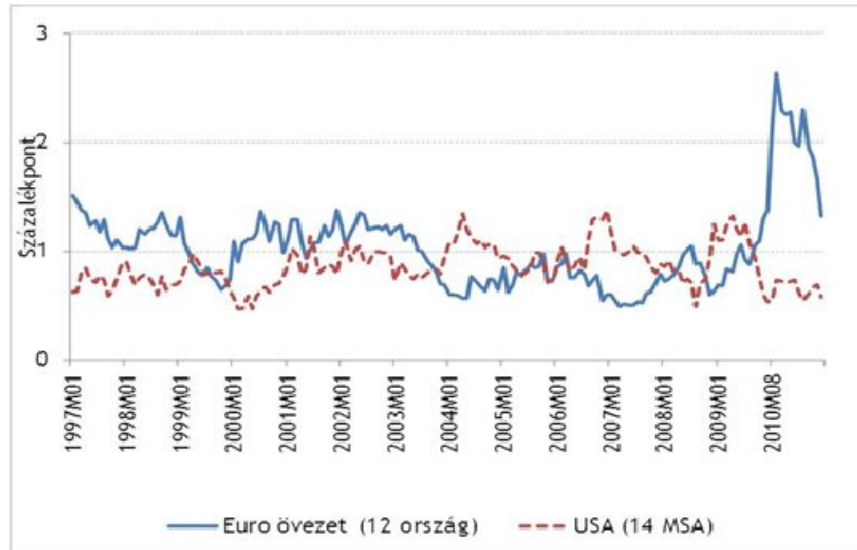
A „nagy mérséklődés” (*Great Moderation*) nem hozott pénzügyi stabilitást. A 2007-től kibontakozó pénzügyi válságot megelőző évtized a „nagy mérséklődés” néven vonult be a történelembe. Az elnevezés arra utal, hogy az infláció és a növekedés változékonysága jelentősen lecsökkent mindenütt a világban, de főleg a fejlett országokban, amit a gazdaságpolitikai ágak (fiskális és monetáris politika) szétválasztásának, a fegyelmezett költségvetési politikának, a központi bankok függetlenítésének és sokan az úgynevezett inflációs célt követő monetáris rendszerek bevezetésének tulajdonítottak.²³ Az euróövezetben a „nagy mérséklődést” az európai integráció elmélyülésének és az EKB sikerének is tekintették.

Az országspecifikus sokkokra nem figyelte a közös monetáris politika. Az euróövezet létrejöttét követően, kezdetben az országspecifikus jelenségeket (a divergenciát) az unió irányítói az integrálódás velejárójának tartották, s ezeket nem tudták megkülönböztetni a fenntarthatatlan folyamatoktól. Később, szép számmal születtek vizsgálatok az infláció, a növekedés, a fajlagos bérköltség és a versenyképesség terén megfigyelhető eltérésekről, és rá is mutattak, hogy nem mindenütt látszik fenntarthatónak a folyamat, mert nem jár együtt a hatékonyság/termelékenység javulásával. (Például Papademos [2007]) De az európai vezetés sokáig a spontán korrigálásban hitt.

A tízéves eurót ünneplő előadások már rámutattak néhány feszültségpontra. Ezek a megállapítások azonban elsikkadtak a konferencia összefoglalójában. (Mackowiak et al. [2009]) Azt, hogy egyes tagországok versenyképesség-vesztése és a nagy folyó fizetési mérleghiányok komoly, az integráció jövőjét veszélyeztető kockázatokat rejtenek, csak a válság tükrében ismerték be a hatóságok. Bár az infláció terén kissé mérséklődtek az *átlagos* különbségek (a szórás csökkent, lásd a 3.4. ábrát), az euróövezeten belüli divergencia más területeken annyira megnövekedett, hogy több tagország fenntarthatósági problémákkal szembesült, az euróövezet fennmaradását is kérdésessé téve.

²³ Volt néhány megalapozott kétely a fenntarthatósággal kapcsolatban, amelyekre azonban nem hallgattak a döntéshozók, sem a kormányok sem a jegybankárok. Az egyik ilyen az IMF vezető közgazdásza által megfogalmazott vészjelzés (Rajan [2005]), amely a pénzügyi szektor fejlődésében rejlő kockázatokra hívta fel a figyelmet, s ezek rendszerkockázati kihatásait tárgyalta. Megállapításaira az IMF saját szakapparátusa sem figyelte kellőképpen.

Az infláció szórása a GMU országokban és az USA-ban

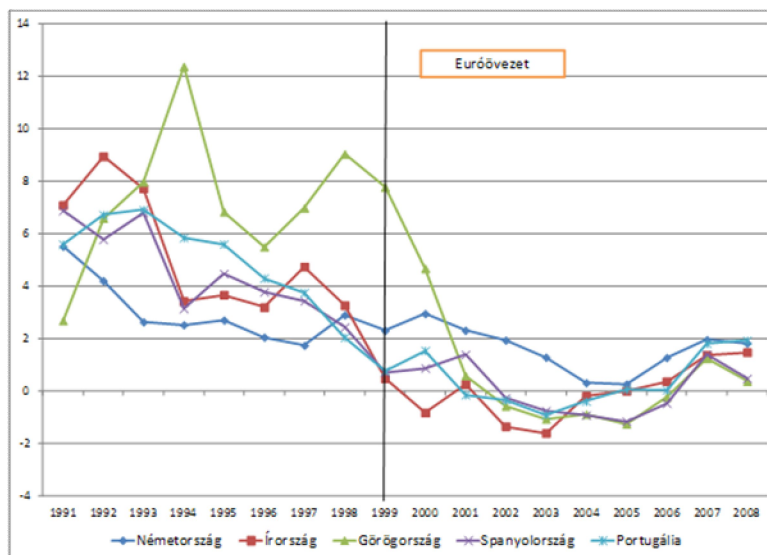


Forrás: MNB Jelentés a konvergenciáról 2011

A divergencia fontosabb jelei a következők voltak:

- A gyors növekedésű országokban a fogyasztói infláció meghaladta az euróövezeti átlagot, amire a közös monetáris politika fókuszált. A túlfűtöttség jeleit mutató gazdaságokban (Írország, Spanyolország) az alacsony reálkamat táplálta a túlzott magángazdasági hitelfelvételt, és – az intenzív tőkebeáramlással együtt – buborékok kialakulására, majd felfúvódására vezetett (3.5. ábra).

**A rövid lejáratú reálkamatok alakulása az euróövezetben
(egyidejű inflációval számítva)**



Forrás: Eurostat

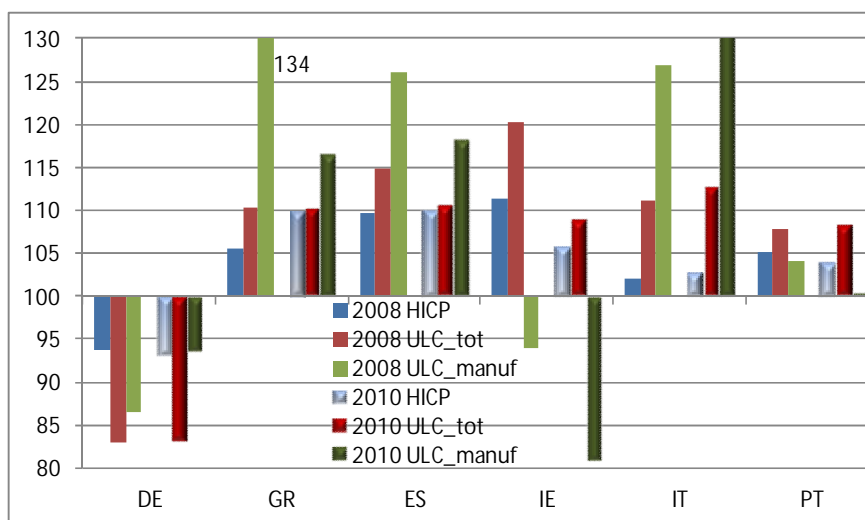
- *Az árak és a bérek növekedésben mutatkozó divergencia* nem mindig az integráció elmélyülésének és a fejlettségbeli konvergenciának a jele, jóllehet az európai intézmények elemzései jó ideig annak tekintették. A GIIPS-országokban a hazai túlkereslet is hozzájárult az inflációs különbségekhez, valamint a termelékenység-javulással nem megalapozott béremelkedésekhez (3.1. táblázat), amelyek a nemzetközi ár- és költség-*versenyképesség romlását* idézték elő (3.6. ábra), ezáltal pedig – amint látni fogjuk – fenntarthatatlan külső egyensúlyhiányok alakultak ki.

A nemzetgazdasági fajlagos bérköltség (ULC), a keresetek és a termelékenység kumulált növekedése (százalékban; 1999-2006)

	ULC (FAJLAGOS)	KERESETEK	MUNKATERMELÉKENYSÉG
Németország	1.5	15.7	14.0
Írország	25.6	57.9	25.7
Görögország	25.2	63.8	30.8
Spanyolország	23.2	27.3	3.3
Franciaország	14.8	23.9	8.0
Olaszország	22.3	25.9	3.0
Hollandia	17.4	34.2	14.3
Portugália	27.7	36.4	6.7
Finnország	9.8	29.1	17.6
Ausztria	4.0	16.5	12.0
Euróövezet	12.0	22.6	8.9

Forrás: EU Commission

A fogyasztóiár-alapú és a nemzetgazdasági, illetve feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam-index alakulása Németországban és a GIIPS-országokban 2008-ig és 2010-ig (16 GMU országhoz viszonyítva, 1999=100)



Jelölések: HICP: fogyasztóiár-alapú, ULC_tot: nemzetgazdasági, ULC_manuf: feldolgozóipari fajlagos bérköltség-alapú reálárfolyam-index. Egyszerű oszlopok: 1999 és 2008 közötti változás; térhatású oszlopok: 1999 és 2010 közötti változás.

Forrás: DG ECFIN: Price and cost competitiveness
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/data_section_en.htm

Az 1.1. táblázat a nemzetgazdasági a fajlagos bérköltség-szint (ULC – unit labor cost) és komponenseinek (a bérek és a termelékenység) változását mutatja be (2006-ig), a 3.6. ábra pedig az ár- és költség-alapú reálárfolyam-indexek alakulásáról ad képet (2008-ig, illetve 2010-ig). A táblázat az egyes országokon belüli fejleményeket, az ábra viszont azok viszonylagos (a többi GMU-tagországhoz viszonyított) jelentőségét mutatja. Mind a táblázat, mind az ábra egyértelműen jelzi a Németország és a GIIPS-csoport közötti különbséget: Németország ár/költség-versenyképessége egyértelműen javult, a GIIPS-csoporté pedig általában romlott. A táblázatból kiderül: Németországon kívül egyedül Ausztria tudta a keresetek emelkedését a termelékenység változásával összhangban tartani (2006-ig); ez a GIIPS-országok egyikében sem sikerült. Az ábra alapján azonban az is látható, hogy a GIIPS-országok körén belül is jelentős a divergencia. *A különbségek nem elsősorban az ár-alapú, hanem az ULC-alapú reálárfolyam indexek alakulásában mutatkoznak meg, továbbá feltűnő, hogy mennyire jelentősek a nemzetgazdasági és a feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú indexek eltérései.* Például Görögországban 1999 és 2008 között a feldolgozóipari ULC-alapú reálárfolyam 34%-os, a nemzetgazdasági ULC-alapú csak 10%-os versenyképesség-romlást jelez. Ugyanebben az időszakban Írországon feldolgozóipari ULC-alapú reálárfolyam 7%-os javulást, a nemzetgazdasági alapú viszont 20%-os romlást mutat.

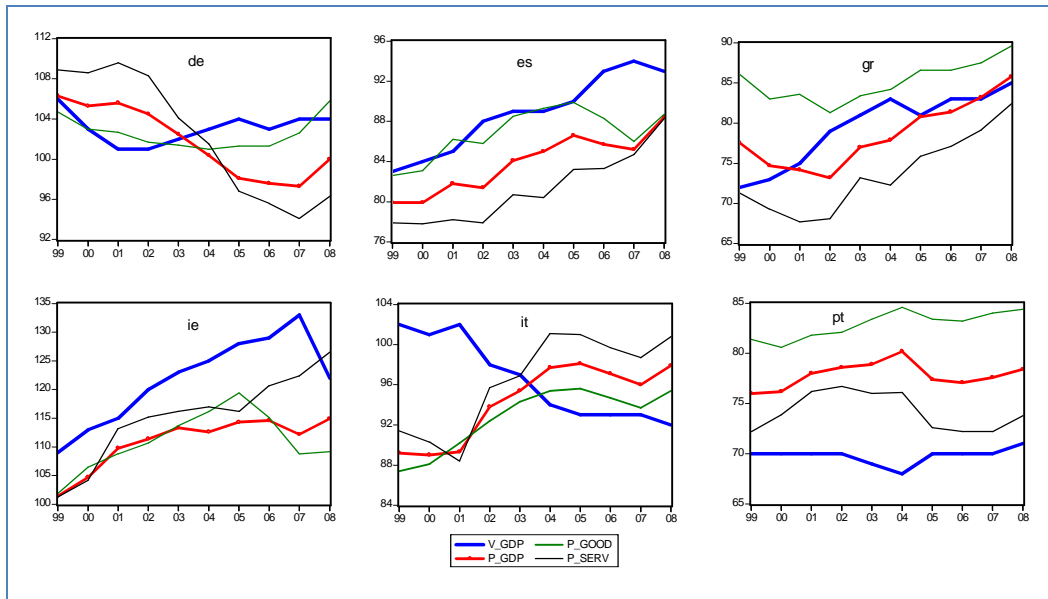
Az is figyelemre méltó, hogy a globális (2008. évi) válság és az eurózóna válságához vezető görögországi krízis (2010) közötti időszakban *milyen elmozdulások* történtek az egyes országokban. Görögországban és Írországon jelentősen csökkent a *feldolgozóipari* relatív ULC (az utóbbi Olaszországban emelkedett), ám a nemzetgazdasági relatív ULC (amely az állami szektort is magába foglalja) *Görögországban nem változott*, Olaszországban kissé emelkedett, ellenben Írországon radikálisan csökkent. Spanyolország esetében is mérséklődtek a „túlfutások”, ellenben *Portugáliában nem voltak korrigálandó túlfutások*: itt nem a túlzott emelkedés, hanem a *kezdeti* túlságosan magas ár- és költségszint okozott tartós gondokat (lásd később a 13. ábrát).

- Már a kezdetekkor számos tanulmány felhívta a figyelmet arra, hogy az euró bevezetésekor *véglegesen rögzített paritás* megválasztásakor *a túl erős árfolyam veszélyes lehet az valutaunióban.* Az „erőltetett” euró-bevezetés elleni legfőbb érv úgy szólt, hogy a maastrichti kritériumok nem tartós alapon való teljesítése csak a fundamentálisan indokolhatónál erősebb árfolyammal lehetséges, aminek rögzítését követően az ország a valutaunióon belül elhúzódó és nagyon fájdalmas kiigazításra

kényszerülhet. Ennek ellenére, az euróövezet főhatóságai nem kifogásolták az árfolyamerősítő politikákat²⁴, és nemcsak Portugália esetében, hanem később, például Szlovákia euróövezeti felvételekor sem (erre még visszatérünk).

3.6. ábra

A GDP/fő relatív reálszintje, valamint a GDP, az áruk és a szolgáltatások árának relatív színvonalja 1999-2008 között (EU15=100)



Jelölések: V_GDP: a GDP/fő relatív reál-szintje (vásárlóerő-paritáson); P_GDP: a GDP relatív árszintje; P_GOOD: az áruk relatív árszintje; P_SERV: a szolgáltatások relatív árszintje.

Forrás: Eurostat alapján saját számítás

A megelőző ábra már jelezte, a 3.6. ábra pedig a GIIPS országok mellett Németországra nézve is részletesebben bemutatja a relatív fejlettségi szintek és az euróban mért relatív árszintek alakulását. A GDP árszintje mellett feltüntettük az áruk, illetve szolgáltatásokét is (a nemzetközi versenyképesség szempontjából az előbbinek van meghatározó jelentősége). Három országban (Írországban, Olaszországban és Spanyolországban) az euró bevezetésekor az általános (GDP-) relatív árszint alacsonyabb volt a relatív fejlettségi szintnél, kettőben (Görögország, Németország) nagyjából azonos volt a kettő. Amint már korábban kiderült, a kivétel Portugália (lásd az utolsó kockát), de a fenti ábrán az is látszik, hogy a gondot nem egyszerűen a GDP-árszint, hanem az áruknak a fejlettséghez mérten különösen magas árszintje okozhatta, amit a

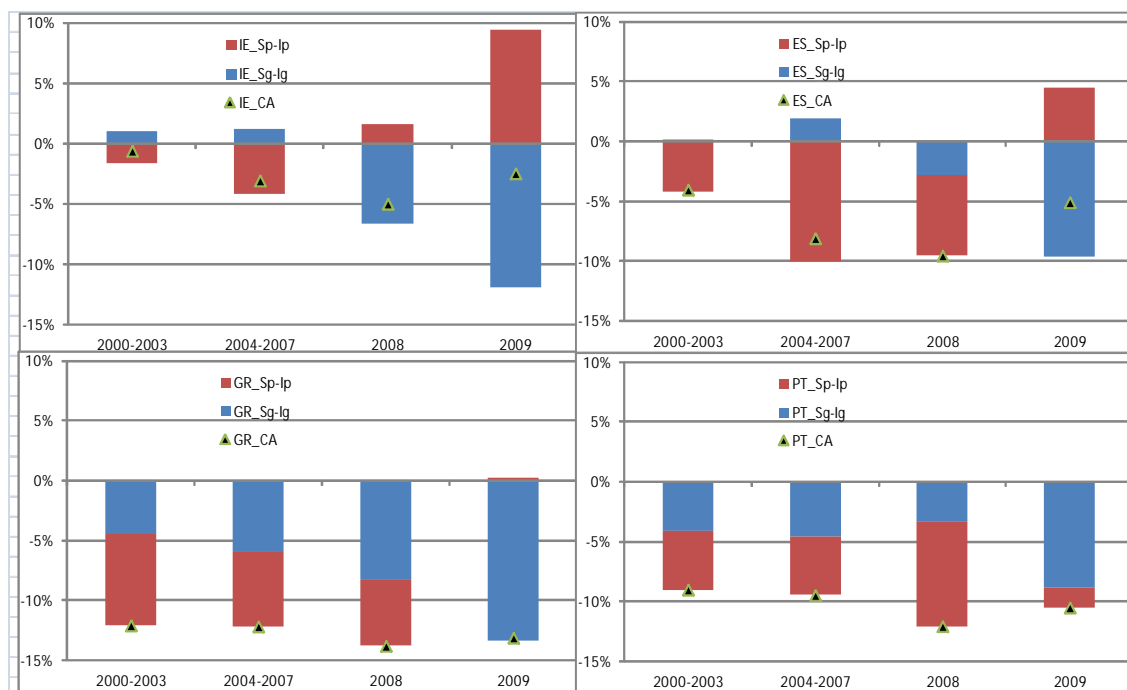
²⁴ Sőt az európai szabályozás, például a maastrichti árfolyam-kritérium – az ERM II-ben megengedett árfolyammozgás – definíciója is határozottan pártolta azt, ha az aspiráns ország a belépés előtti időszakban felértékelődő árfolyammal ér el a csatlakozásig.

későbbiekben sem sikerült korrigálni. Az ábra egyébként megint csak ráirányítja a figyelmet arra, hogy miközben a GIIPS-országok tapasztalatai meglehetősen sokfélék (többféleképpen is elronthatók, vagy elromolhatnak a dolgok), valamennyiétől különböznek Németország tapasztalatai. Ez azért fontos, mert az eurózóna válsága mindinkább ráirányítja a figyelmet arra, hogy *a közös valuta (és a véglegesen rögzített paritás) által megszabott korlátokhoz voltaképpen csak Németország (és talán Ausztriára) tudott tökéletesen alkalmazkodni.* Németországban mindvégig csaknem teljes szinkron volt a relatív fejlettségi szint és az áruk relatív árszintje között (ezzel sikerült fenntartani a külgazdasági versenyképességet), miközben a szolgáltatások árszintje – a keresetek és a munkatermelékenység közötti összhang folytán (1. táblázat) – mintegy 15%-kal csökkent az EU15-höz képest (ezzel sikerült fenntartani az „árstabilitást”, vagyis a GMU átlagánál lényegesen alacsonyabb inflációt). Az Olaszországban viszont szinte minden pontosan ellenkezőleg történt (lásd az ábra ötödik kockáját).

- *A válság tette nyilvánvalóvá, hogy a külső egyensúlyi korlát a valutaunióban is számít.* A legfontosabb felismerés pedig az, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya *a magánadósság túlzott növekedése miatt is fenntarthatatlanná válhat.*²⁵ Az unió szabályozása a külső egyensúlyi pozícióra illetve a megtakarítási-beruházási egyensúly alakulására egyáltalán nem fordított figyelmet, ami szuverén adósságválságba kerülő tagok esetén végzetes hibának bizonyult (Giavazzi– Spaventa, [2010]). A bajbajutott országok között volt Írország és Spanyolország is, amelyek pedig az SGP betartásában „minta országoknak” számítottak a kétezres évek első felében. Az euró-bevezetés hatásának tekinthető, hogy az országekockázat huzamos ideig csökkent, illetve csaknem megszűnt (3.9. ábra), miközben bővült a hitelkereslet és a kínálat, s nem volt uniós szintű előrejelző rendszer vagy mechanizmus a túlfűtöttség megakadályozására.

²⁵ Az egykori angol pénzügyminiszter kategorikusan megfogalmazott véleménye alapján, a szakirodalomban „Lawson-doktrínaként” ismert az az elképzelés, amely szerint a külső egyensúlyhiány csak akkor jelent makrogazdasági problémát, ha mögötte állami túlköltekezés áll. (Lásd Riesen [1998] kritikus írását erről a koncepcióról). Ezt a vélekedést Magyarországon elsősorban Surányi György [2005] vitatta: az euró-bevezetés időzítését tekintve a fenntartható fizetési mérlegpozíció elérését éppoly fontosnak értékelte, mint az alacsony költségvetési hiányt.

A szektoronkénti GDP-arányos megtakarítás-beruházás ráták és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GIPS-országokban, 2000-2009



Forrás: AMECO alapján saját számítás

A 3.7. ábra azt mutatja be, hogy a GIPS-országok külső egyensúlyhiányai mögött eltérő természetű és mértékű belső egyensúlyhiányok álltak. *Írországban és Spanyolországban alapvetően a magánszektor megtakarítás-beruházás egyenlegének romlása okozta a külső egyensúly-hiány emelkedését az első két időszak (2000-2003 és 2004-2007) között; az államháztartás egyensúlyban volt, illetve némi többletet is mutatott. Görögországot és Portugáliát a két időszak között nem jellemezték jelentősebb elmozdulások: mind az állam, mind pedig a magánszektor beruházásai folyamatosan meghaladták a megtakarításait. Figyelmet érdemelnek azonban a 2008 és 2009 közötti (a globális válság kitöréséhez kapcsolódó) változások: *Írországban és Spanyolországban számottevően javult a külső egyensúly* (a magánszektor megtakarítás-beruházás egyenlege nagyobb mértékben javult, mint amennyivel a kormányzati egyenleg romlott); a másik két országban viszont az ellentétes irányú elmozdulások nem tudták számottevően javítani a külső egyensúlyt. Mindezek jelentősen befolyásolták az egyes országok helyzetét és megítélését az euróövezeti krízis kitörésének idején.*

A fentiek olyan kérdéseket vetnek fel, amelyek visszavezetnek a fenntarthatósági aggályokat megfogalmazó Walters-kritikához (lásd a keretes írást).

A Walters-kritika és empirikus vizsgálata

Sir Richard Walters (Margaret Thatcher gazdasági tanácsadója volt 1989-ig) éles kritikával illette a különböző fejlettségű országokból álló, tőkemozgási korlátok nélkül kialakítandó európai valutaunió tervezett szabályozását, rámutatva, hogy a valutaunió belül olyan divergenciára kell számítani, ami előbb-utóbb aláássa a közös valuta hitelességét. Walters szerint a valutaunió egészére kialakított monetáris politika túlfűti a magas inflációjú országokat, és visszafogja az alacsony inflációjúakat, s ez egyre növeli az induláskor megfigyelhető divergenciát. Az infláció ott nő majd, ahol eleve magasabb volt, és ott csökken, ahol az átlag alatti volt eredetileg is. Ez divergencia feszítőerőként működhet a valutaunióban, és aláássa az árfolyamok rögzítését.

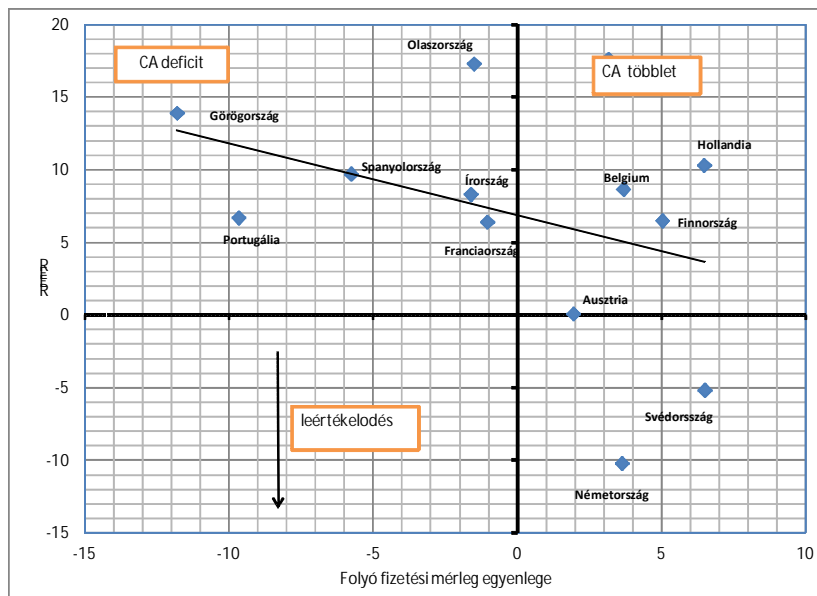
A Walters-i kritikát ellenőrizendő, az euróövezet működését sok szerző vizsgálta.²⁶ Walters feltevéseit általában megkérdőjelezték, mégpedig két alapponton. Az egyik (elméleti) kifogás arra hivatkozott, hogy a magasabb inflációjú országokban a reálárfolyam felértékelődik, ami visszafogja a gazdaságot, miközben a reálkamat csökkenése stimuláló hatást fejt ki. Mivel nem lehet tudni, hogy melyik hatás az erősebb, az, hogy igazolható-e a Walters-i kritika, az infláció alakulásának vizsgálatával dönthető el. A másik (empirikus) bírálat arra hivatkozott, hogy az euróövezetben nem érvényesült az inflációs divergencia. Az első tíz évet éppen a „nagy mérséklődés” jellemezte, amiben a közös valuta bevezetése, s az ennek nyomán erősödő verseny is közrejátszhatott (ezt láthattuk a 10. ábrán). Az éves inflációs indexek szórásának mérséklődése az inflációs folyamatok divergenciáját cáfolni látszik, az éves reálkamatok esetén azonban kimutatható, hogy a GIPS-országokban a reálkamatok jelentős mérséklődésével, illetve a negatív reálkamatok kialakulását járt az euróövezet létrehozása (3.5. ábra). Ez hozzájárult a hitelezés túlzott felfutásához.

Az egyes országok reálárfolyamának felértékelődését illetően láthattuk, hogy igen nagy a szóródás (1. táblázat, 3.6 és 3.7. ábra). A nagyobb reálfelértékelődés azonban nem feltétlenül jár növekedés-visszafogó hatással, hiszen a reálfelértékelődés konjunktúra-tompító ereje a gazdaságok nyitottságától függ.²⁷ A reálfelértékelődés emellett a közös valutaövezeten belüli integrálódásból is fakadhat, például a kevésbé fejlett országok felzárkózásának velejárója lehet. Az euróövezet esetén pedig éppen az vált kritikus jelentőségűvé, hogy a reálfelértékelődést mutató tagok (köztük élen jártak a GIIPS országok) közül hol tekinthető ez egyensúlyi folyamatnak és hol jelent versenyképesség-romlást és fenntarthatatlan folyamatot. Ez egy további mutató alapján látszik eldönthetőnek.

²⁶ Angeloni – Ehrman [2004]; Papademos [2005].

²⁷ Erre az NMB új Konvergencia-elemzése (2011) is felhívja a figyelmet.

Az ULC*-alapú reálárfolyam változása és a folyó fizetési mérleg hiánya az euróövezetben 1999-2008



*fajlagos bérköltség – Unit Labor Cost Forrás: AMECO

Az egyensúlyi reál felértékelődés – a felzárkózó, illetve gyorsan növekvő országok magasabb inflációja (esetleg: béremelkedése) – definíció szerint nem jelent versenyképesség-romlást és nem jár a folyó fizetési mérleg hiányának túlzott/fenntarthatatlan növekedésével.²⁸ Az euróövezet tagországai esetén azonban az figyelhető meg, hogy miközben az inflációs divergencia nem nőtt jelentősen az euró létrehozása óta, a beralapú reálárfolyamok és a fizetési mérleg hiányok tekintetében igen nagyra nőttek az eltérések és kirajzolódik egy olyan kapcsolat, hogy a nagy mértékű felértékelődés fenntarthatatlan külső hiányokkal járt. E mellett az is látszik, hogy épp azok az országok kerültek nehéz helyzetbe, amelyekre ez az összefüggés kimutatható. Ez a Walters-féle kritika egy sajátos megjelenésének tekinthető.²⁹

3.2. AZ EURÓÖVEZETI VÁLSÁG

A 2007 közepétől eszkalálódó válságról gyorsan kiderült, hogy bár kétségtelenül vannak olyan vonásai, amelyek az elmúlt húsz év feltörekvő piaci válságaitól, vagy akár a harmincas évek nagy világválságától eltérőek, de bizonyos alapösszefüggések változatlanul érvényesülnek.³⁰ A válság rávilágított arra is, hogy nem csupán azokkal a szabályozási és irányítási hiányosságokkal van probléma, amelyek miatt az euróövezet fejlettségbeli

²⁸ Ez az úgynevezett Balassa – Samuelson hatás. Lásd Halpern – Wyplosz [2003].

²⁹ Erre az összefüggésre Mongelli - Wyplosz [2008] mutatott rá.

³⁰ Erre mutatott rá Reinhart - Rogoff [2008].

felzárkózása az Egyesült Államokhoz régóta sikertelen³¹, hanem *az integrációnak nincs hatékony sokk-kezelő rendszere*. „Nemcsak tűzoltó nincs, hanem a tűzjelzőről is elfeledkeztek az alkotók” – ahogy ezt de Grauwe [2011] találóan megállapította.

3.2.1. A válság szakaszai

Az Európai Unió *két hullámú válságot él át* a kétezres évek első évtizedének végén. *Az első hullám – 2007-2009-ben - az amerikai másodrendű hitelpiaci válság fertőző hatásával* kezdődött és erre rakódtak rá egyes tagországokban a korábbi évtizedben érlelődő „saját” problémák (buborékok, túlzott magánhitel-bővülés, devizahitelezés stb.). Ennek az időszaknak a kiemelkedő eseménye volt a Lehman bankház bukása, ami Európában súlyos likviditási és bizalmi válságot okozott, a piaci kapcsolatok teljes befagyásával járt. *Az első hullám konszolidációja* komoly állami eladósodásban testesült meg. *A második hullám – 2010-2011 és még nem látszik a vége – a szuverén adósságválság bankrendszerre való visszahatása*, amit különösen kiélezetté tesz a halaszthatatlanná vált görög csődrendezés. Mindeközben az EU (és azon belül az euróövezet) a történetének legnagyobb irányítási és működési válságát éli át. A globális konjunktúra újból lejtmenetbe fordul 2011 végén, ami nem ad kellemes háttérrel a szuverén és bankválságok kezeléséhez.

Az első hullámot követően, jóllehet a válságkezelésben a legnagyobb hangsúlyt *a bankrendszer stabilitásának a helyreállítása kapta, az európai bankrendszer sérülékeny maradt*, sérülékenyebb, mint az USA bankrendszere. Ebben kétségtelenül szerepet játszott, hogy az európai föderalizmus hiánya miatt felhalmozódott sok probléma csak fokozatosan jött elő.

A jelenleg is tartó második szakaszban sokkal összetettebbé váltak a problémák. A válság eredetileg az USA-ból érkezett, de az EU-ban sokkal elhúzódóbb, ami visszahat az amerikai gazdaságra is. Az államadósság- és a bankválságok országokon átnyúló kölcsönhatásokat gerjesztenek. Az állami eladósodottság és a magánszektor eladósodottsága sok szálon összefügg, de nem feltétlenül mozog párhuzamosan. A szuverén eladósodás még jó ideig nőtt (a válság hatását semlegesíteni hivatott fiskális lazítás miatt), amikor a magánszektorban már megindult az adósságleépítés. Az első válsághullámban bekövetkezett portfólióromlást követően a bankszektorban a hitel/betét arány korrekciója érdekében a hitelvisszafogás elkerülhetetlenné vált. A szuverén eladósodottság növelése azonban tovább már nem folytatható.

³¹ Az Amerikához való felzárkózás az európai közös valutaövezet létrejötte óta a fő végső cél, amit az európai főhatóságok mindenkor meghirdettek és ma is fő célnak tekintenek. A sikertelenség okait elemezte és átfogó programot állított össze az európai növekedési kapacitás erősítésére Sapir et al. [2003].

A harmincas évek „Nagy Depressziója” utáni krízisepizódok (45 darab) vizsgálata arra a megállapításra vezetett, hogy az adósság-leépítés négyfajta típusát lehetett megfigyelni:

- (i) a komoly megszorításokkal operáló kiigazítások esetén *a hitelnövekedés sokáig késve követte a GDP növekedést;*
- (ii) *az adósság-átütemezés/leírás – irányított országcsőd;*
- (iii) az adósságok *“elinflálása”;*
- (iv) az adósság *„kinövése”* valamilyen milyen extra hatással felgyorsított növekedésre alapozva (háború, nyersanyagforrás, illetve a kiigazítás szerkezetének olyan meghatározása, ami a növekedést helyezi előtérbe³²).

A jelek szerint *a 2011-es európai válság kezelésekor ezeknek az eseteknek a kombinációja valósul majd meg.* A kinövésre egy darabig várni kell, mert annak lehetőségei a globális konjunktúrától is függnék. A nyomott belső piaci körülmények között a legkisebb az esélye az adósságok elinflálásának. Ez ellenkezne a valutaunió alapvetéseivel, de még ha ez lenne egyes politikusok szándéka, akkor sem menne egyszerűen, mert az általános feltételek nem inflatorikusak.³³ Az olykor feléledő deflációs veszély viszont nagyon kockázatos a szuverén adósság spirál beindulása szempontjából, s mint erre Rogoff [2011] rámutatott, egy ilyen helyzetben nem árt egy kissé magasabb (4-6) százalékos áremelkedési ütemet célozni. (Megvalósítani nem egyszerű és nem is hajlanak rá az EKB illetékesei.³⁴)

A sérülékenységet és az eszközeépülési-leépülési folyamat elhúzódnását befolyásolja a kiinduló állapot (eladósodottság, hitel/betét arány) kívül az is, hogy milyen az adott ország/szektor adósságszolgálat-fizetési kapacitása, milyen a jövedelemsokkoknak való ellenálló-képessége, és hogyan tud reagálni, ha nem várt hatás éri a finanszírozási források (tőkeáramlások) illetve a kamatok oldaláról.³⁵ A követendő pálya (várható) kijelölésekor célszerűbb az adott ország hosszabb távot átfogó historikus fejlődésének elemzéséből kiindulni, semmint a többi tagországhoz viszonyítani. A sérülékenységet szektorokra bontva lehet jól feltárni, s ezt követően a szektorok közötti kapcsolatokat áttekinteni, amin belül

³² Ez az úgynevezett nem-keynes-i kiigazítás, amelynek lehetőségei egy komoly válságban (nagy kiigazítási igény esetén) korlátozottak. A kilencvenes évektől az EU-ban zajló költségvetési kiigazítások esetén azonban több esetben is kimutatható volt a pozitív növekedési (expanzíós) hatás, ami segített az eladósodás megfékezésében is az adott országban.

³³ A jegybankpénz mennyisége ugyan megnőtt minden országban, de a gazdaságban lévő pénzmennyiség (M3) többnyire stagnált, esetenként még csökkent is. A jegybankok nem konvencionális műveletekkel tettek meg mindent annak érdekében, hogy a bizalmi válság miatt befagyott (bankközi és hitel) piacokat ellássák likviditással, és oldják a monetáris transzmissziós mechanizmusban jelentkező fennakadásokat, árazási torzulásokat. Az így keletkezett többletlikviditást azonban a központi bankok sterilizációs eszközökkel kivonták.

³⁴ Az új EKB elnök, Mario Draghi, kinevezése utáni első kamatdöntő ülésen kamatcsökkentésre került sor, ami utalhat arra is, hogy az EKB illetékeseinek inflációhoz való viszonyában lesz némi változás. Az alacsony infláció, mint cél feladása azonban nem jöhet szóba, mert ez beláthatatlan következményekkel járó hitelesség-romlással járna. Az új elnök a saját hitelességét sem veszélyeztetheti. Az EP meghallgatásán a hatékony kiigazítást és válságkezelést sürgette.

³⁵ Ebben a megközelítésben készített vizsgálatokat Roxburg et al [2010].

elsődleges fontosságú a pénzügyi szektor konszolidációja. A görög esetben valószínűleg megvalósul az adósságleírás illetve átütemezés. Ezt megelőzően sort kell keríteni az európai bankrendszer feltőkésítésére. Fennáll a veszély, hogy a bankok feltőkésítésének jelentős terheit legalábbis részben a kormányok kénytelenek viselni, ami az állami eladósodást tovább növelheti.

Kedvező scenárió lenne, ha az európai hatóságok felismernék, hogy az egész unió érdeke az, hogy a fiskális szigorra való visszatérés differenciáltan érvényesüljön.³⁶ Az egész euróövezet és unió talpra állását segítené ugyanis, és a bankrendszer válságból való kikerülését is gyorsíthatná, ha a többletet mutató országokban (Németország, északi államok) tovább folytatódna a belső fogyasztás ösztönzése, míg a kiigazításra kényszerülők (GIIPS) a növekedési szempontokra figyelemmel terveznék meg a programjaikat. Az adósság kinövését – bármennyire is fájdalommentes módja lehetne az adósságleépítésnek – akadályozza a válság globális és szinkronizált mivolta. Mindezt figyelembe véve az európai válság elhúzódó lesz, még akkor is, ha a bankválságot „gyorsan” megoldják az európai döntéshozók.

3.2.2. A válság hatása: amire lehetett számítani (de a mérték meglepő volt)

Az euróövezet létrehozása előtt számoltak azzal, hogy az árfolyamkockázat kiiktatása számos országban jelentősen olcsóbbá teszi majd az államadósság finanszírozását, de az országhozadék árazása miatt az állampapírok hozamában differenciálódásra számítottak. A valutaunió első éveit meglepetést jelentettek, mert a hozamkülönbségek szinte teljesen eltűntek, s ez a költsékesre hajlamos kormányok számára kevés visszatartó erőt jelentett.

A 2007-től kibontakozó pénzügyi válság fordulatot hozott az árazásban és újabb meglepetéssel szolgált. Korábban elképzelhetetlen volt, *hogy az SGP szabta kemény korlátok között a közös valutaövezeten belül kialakulhat államadósság-válság*, ráadásul több országban is. Nem lehetett arra számítani, hogy egyes euróövezeti tagok rosszabbul bírják a válságot, mint némely euróövezeten kívüli új KKEU-i tagország, s a piaci ingerültség átkerül a válság előtt tévedések sorozatát bemutató hitelminősítőkre is, a euróövezeti tagok kieshetnek a befektetésre ajánlott kategóriából. (3.2. táblázat)

³⁶ Erre nem sok esély mutatkozik, legalábbis a 2012 elején kötött új kormányközi egyezmény, amit az 5. fejezetben értékelünk ennek az ellenkezőjére utal.

Az Egyesült Államokat és az EU-t érintő hitelminősítói lépések*

Moody's	USA	Ciprus			Görögország			Portugália	Írország	Csehország	Románia	Bulgária	Észtország		S&P; Fitch
	SP	M	SP	F	M	SP	F	M	M	SP	F	M	SP	F	
Aaa	-														AAA
Aa1	-														AA+
Aa2															AA
Aa3										-			-		AA-
A1													-	-	A+
A2		-								+			-	-	A
A3			-	-											A-
Baa1		-	-	-				-							BBB+
Baa2				-								-			BBB
Baa3									-			+			BBB-
Ba1								-	-			-			BB+
Ba2								-							BB
Ba3															BB-
B1							-								B+
B2															B
B3															B-
Caa1					-		-								CCC-/ CCC
Caa2						-									CCC / CC
Caa3															CCC- / C
Ca					-	-									CC
C															C / RD
D															D / D

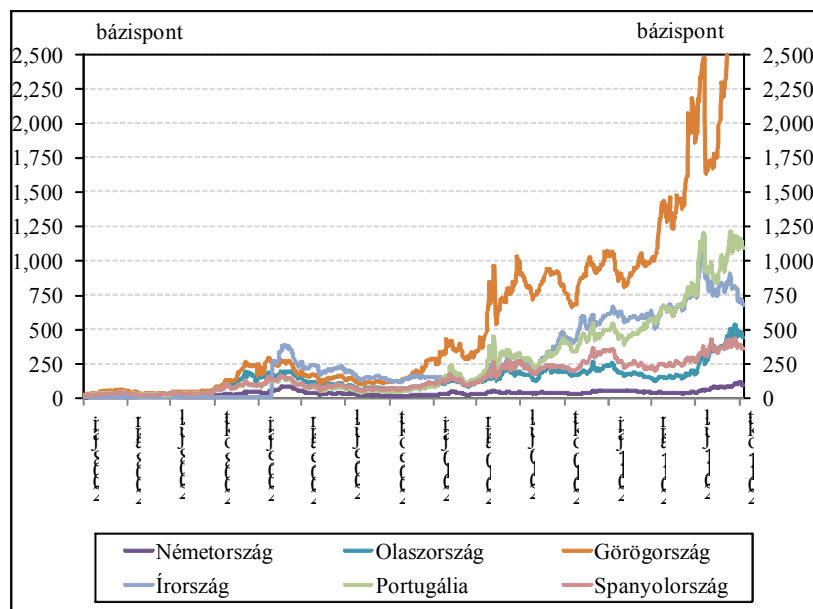
Forrás: MNB

*A sötét háttérű cella a legújabb, a világos háttérű pedig a megelőző besorolási kategóriát jelöli. A kilátásokat – (negatív), ~(stabil) és +(pozitív) mutatják. A 2012 januári leminősítések előtti állapot.

A várakozásokkal szemben az országgockázatok árazása az euróövezeti országokra vonatkozóan meglehetősen kiszámíthatatlanul, olykor megmagyarázhatatlanul alakul(t). Miközben az euróövezet első öt évében gyakorlatilag nem árazott a piac országgockázatot, illetve a túlzott deficit eljárás rendszeresen megbukó tagállamok állampapírhozamai alig mutattak eltérést a viszonyításként használt német állampapírok hozamától, a válság kitörését követően a GIIPS országok árazása olykor egyértelműen túllőtt a reálisan indokolható mértéken. A „félreárazás” mögött jelentős tényező, hogy ezek a tagok nem rendelkeznek saját központi bankkal és valutával, s ezért még jelentős kiigazítás esetén sem könnyű visszanyerniük a befektetők bizalmát.³⁷ A GIIPS országokat kamatfeláraik megugrása és adós-leminősítésük a feltörekvő országok közé süllyesztette, ott is a leggyengébbek közé. A GIIPS országok állampapírjainak hozamprémiumai 2011 őszére visszatértek az euróövezethez való konvergencia megindulása előtti szintekre. (3.9 és 3.10. ábra)

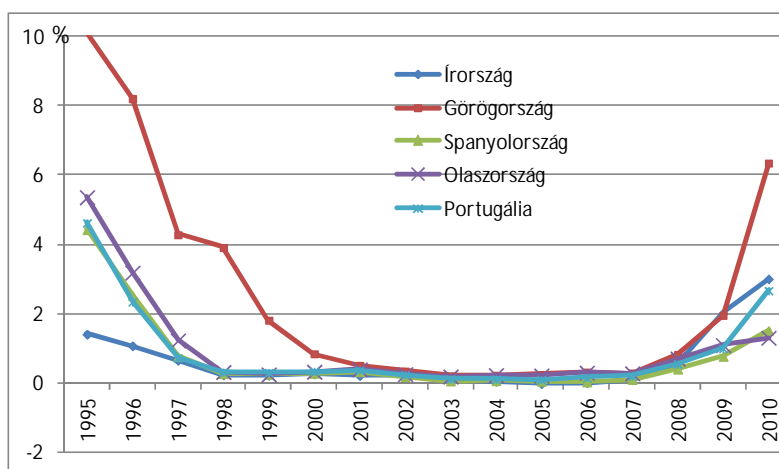
³⁷ Erről a későbbiekben, az EU intézményi továbbfejlesztése kapcsán még írunk. De az, hogy a GIIPS országok kamatfelárai messze magasabbra szöktek, mint az EU euróövezeten kívüli, a pénzügyi válságban a bajbajutott euróövezeti tagokhoz hasonló problémákkal küzdő tagországok felárai (Nagy Britannia, Magyarország) ezt a hipotézist erősíteni látszik.

5 éves CDS felárak



Forrás: MNB

Hosszúlejáratú hozamkülönbségek Németországhoz viszonyítva (százalékpontban)



Forrás: AMECO alapján saját számítás

Az árazási sokk az európai szuverén adósságsapda egyik fő kiváltója. Amennyiben ugyanis az felszökő CDS felárak mellett is piaci kibocsátásokkal próbálkoznának azok az országok, amelyek saját helyzetüket már valamennyire konszolidálták, de a görög csőd-fenyegetettség miatt visszatérően fertőzést szenvednek el a kiszámíthatatlanul és aránytalanul változó piaci hangulat-romlás miatt, akkor a fiskális konszolidáció ellenére felfelé mutató adósságspirálba kerülhetnek, tekintve, hogy az általános konjunktúra 2011 végére megint lelassult a világban és Európában is. Ebben a helyzetben az határozza meg,

hogy egy felpörgő adósságrátájú ország ki tud-e kerülni az ördögi körből, hogy eredetileg (a globális recesszió és az országhoz tartozó felárak megugrása előtt) mennyire távol volt a kiegyensúlyozottól az elsődleges államháztartási egyenleg.

Végül is a fizetési mérleg-krízissel küzdő euróövezeti tagországokban kiderült, hogy *a költségvetési kiigazítás költségesebb lehet, mint egy nem-euróövezeti feltörekvő országban*, továbbá lehetetlen megoldani „önerőből” (kell hozzá az EKB vagy a többi tagország segítsége), ezért még a legszigorúbb költségvetési kiigazítás hatékonysága is kétesélyes. Ennek oka pedig kettős: (i) egyfelől a saját valuta (saját központi bank és monetáris politika) hiánya miatt nincs mód arra, hogy a költségvetési alkalmazkodást a saját valuta leértékelődésével is megtámogassák, pedig – a nemzetközi tapasztalatok szerint – a sikeres kiigazítások esetén ez majdnem mindig bekövetkezett; (ii) másfelől az euróövezetben nem létezett más válságkezelő intézmény, mint az EKB, amelynek azonban sem jogosítványa, sokáig pedig hajlandósága sem volt az országmentő akciókra.³⁸

Javaslatok a stabilitást biztosító állampapír-piaci árazás helyreállítására

A tanulmány 5. fejezetében tárgyalandó uniós tervek és változtatások az integráció működésének a stabilitás és a növekedés helyreállítását célozzák, de nem tudják korrigálni a válság során felmerült egyik fontos problémát, a piaci árazásban megmutatkozó anomáliát. Az európai országok adósságválságát nem lehet megoldani a nélkül, hogy az országhoz tartozó felárak vissza ne térjenek arra a szintre, ami már nem növeli folytonosan az államadósság-GDP arányt. A másik probléma a felárak volatilitása. Mindaddig, amíg nem normalizálódik az államadósság-kötvények árazása, nem lehet számítani arra, hogy a különböző piacokon a pénzügyi közvetítés visszatér a válság előtti mederbe, ami pedig a növekedési kilátásokat is reménytelenné teszi.

A kockázati felárak megszelídítésére több javaslat is megfogalmazódott:³⁹

- Közös euróövezeti kötvény kibocsátása.
- A likviditás biztosítása nemzetközi alapokon keresztül .
- Nemzetközi alapon keresztüli visszavásárlási programok.
- Adósság-átütemezés.

Fontos látni, hogy nem csupán Görögország esete kétséges. A válság alatti felárakkal bármely ország fenntarthatatlan pályára kerülhet, és csődbe mehetne. Ezek a

³⁸ A „no bail out” alapelvet az EKB sokáig úgy értelmezte, hogy az állampapírpiacokon egyáltalán nem tölthet be végső hitelezői mentőszerepet. Akkor sem, ha egyes országok a görög csőd fertőzőes hatása következtében kerülnek nehéz helyzetbe, illetve az állampapírpiacra következnek be likviditási – bizalmi válság.

³⁹ Kopf [2011] jó összefoglalót és értékelést ad az állampapírpiacok „rehabilitációját” megoldó lehetőségekről.

költségvetési kiigazítással nem ellensúlyozható hatású felárak a likviditási válságokat könnyen fizetéseképtelenséggé változtathatják a nehéz helyzetben lévő GIIPS országokban. A közös euró-kötvény kibocsátása jár a legtöbb nehézséggel, mert a „kockázatterítés” és ennek árazása is sok nehézséggel járhat. Összességében még az ellentétes hatást is kiválthatja a GIIPS országokban, pont a transzparencia hiánya miatt.

A görög válság megoldására elkerülhetetlennek látszik az adósság leírása és átütemezése, amiben a magánszektor tehervallásának mértékéről (20, 30 és 50-60%-os leírás is szóba jön) folynak már a tárgyalások. Az irányított átütemezés körültekintő előkészítést igényel (például a bankok feltőkésítése) és ez időigényes. Ráadásul nem biztos, hogy sokat lehet nyerni rajta, amint arra az időközben kinevezett új miniszterelnök, Papademos, egy a kinevezését megelőző napokban publikált írásában rámutatott. (Papademos [2011] Ő a közös alapból történő segítségnyújtást szorgalmazta. A legvalószínűbbnek az látszik, hogy az 50%-os haircuttal végrehajtott adósságrendezésre kerül majd sor. Ezt készítette elő az EBA legutóbbi stressz teszt számítása is. (EBA [2011])

A kötvénypiacokon a likviditás biztosítása és a visszavásárlási lehetőségek bevezetése nagyon hasznos lenne a szuverén válság megoldáshoz. Amennyiben ezt egy nemzetközi alap végzi az ESM keretén belül, akkor a EKB is felszabadulna előbb-utóbb a kényszerből végzett állampapír-vásárlás alól. De egyáltalán nem biztos, hogy ez a legjobb megoldás, mert egy akármilyen (növekvő) nagyságú alap összeadása mindig késlekedéssel működik, és kisebb hitelességű lehet, mintha ezt a funkciót az EKB-hoz delegálnák.

Mindent egybevetve, a válság a következőkre hívta fel a figyelmet:

- A különböző fejlettségi szintű tagországokból álló euróövezetben az átlagok alapján kialakított („one size fits all”) monetáris politika nem feltétlenül biztosítja a *pénzügyi stabilitást*, ha nincsenek *kiegészítő elemei a szabályozásnak*.
- *A divergencia: integrálódás vagy túlfűtöttség.* Az az álláspont, miszerint, ha az SGP szabályait betartja egy ország (minden trükk és csalás nélkül), akkor az EKB döntései megfelelnek minden tagországnak és a divergencia az unión belül az integráció előrehaladását és az alacsonyabb fejlettségű tagok felzárkózását jelzi nem áll meg a tapasztalatok fényében.
- *Országspecifikus akadályok.* Az optimális valutaövezet (OCA) endogenitásáról kialakított nézetek, miszerint az alacsonyabb fejlettségi szinten az euró bevezetése segíthet a felzárkózás és az integrálódás gyorsításában csak akkor igazolódhatnak be, ha lényeges akadályok elhárulnak (érvényesül a fenntarthatóság és kiegyensúlyozottság és jól működnek az intézmények.) Ezek országonként mások lehetnek.
- *A bankkonszolidáció* a stabilizáció sarkköve. A bankrendszer válsága is szuverén adósságválságot kreálhat. A szuverén adósságválság visszahat a bankszektorra.

- *A hitelminősítés minőségének és megbízhatóságának az emelése. E nélkül sem a bizalom helyreállítása sem pedig a várakozások lecsillapítása nem lehetséges.*
- *Az euróövezeti szabályozás mellett az egész unió irányításában és szabályozásban is változtatni kell. Olyan euróövezeti működésre van szükség, ami az euróövezeten kívüli tagországokra nézve esetleg kellemetlen mellékhatásokat kiszűri, mert a két uniós ország csoport fejlődése kölcsönösen hat egymásra.*

3.2.3. A válság hatásai: amivel nem számoltak előre (a válságkezelési eszköztár hiányosságai)

A pénzügyi válsággal egy sor olyan esemény következett be, amit a világ nem várt, s amire az EU sem volt felkészülve.

A nem várt események közé tartozott a svájci frank „túlzott” erősödése. Az amerikai és európai uniós válság „mellékhatásaként” bekövetkezett a svájci frank erősödése az euróval szemben (2011 őszén már megközelítette a paritást), ami a fundamentumokkal kevésbé, inkább a frank „menekülő valuta” szerepével magyarázható. Az euróövezet tíz éves fennállásának ünneplésekor, 2008 őszén, még az elképzelhetetlen események közé tartozott ez az árfolyammozgás.

Megdőlt a korábbi évtized tapasztalata, miszerint válság-fertőzés csak a feltörekvő országokból érkezhetsz és az országcsoporton belül marad. *A fejlett országok válságai sokkal megrázóbbak és kevésbé lokalizáltak lehetnek.* Ilyen volt az amerikai másodrendű adósságválság tovaterjedése, ami bankcsődök tömegét indukálta. A Lehman-bukás után kialakult likviditási/bizalmi válság az euróövezetet is súlyosan érintette, de az unió euróövezeten kívüli tagjaira még nehezebb időszak köszöntött (lásd az alábbi keretes írást). A fejlett világ, azon belül az euróövezeti országok államadósság-válsága nem volt benne a lehetséges kockázatok halmazában a válság előtt. A „tripla válság” – bank-, magán- és szuverén adósság - kezelésére az unió nem készült fel.

Az euróövezeten kívüli EU-tagországok helyzete a Lehman csőd után

Az euróövezeten kívüli országokban is bekövetkeztek olyan kellemetlen események, amelyek meglepetésszámba mentek abban az értelemben, hogy az uniós tagságtól ezek ellen védelmet reméltek. A KKEU tagországok mind magas integráltságot értek el már az uniós csatlakozás előtt az unióval, illetve az euróövezeti tagokkal. Az integrálódás kiterjedt a kereskedelmi, tőke és tulajdonosi kapcsolatokra is. (Például a bankok nagy része európai bankok tulajdonába került a rendszerváltást követően.) Ez, egészen a pénzügyi válság kitöréséig az országok kockázati megítélésének egyik fontos pozitív eleme volt. A Lehmann csőd után (2008 ősztől) ez az értékelés éles fordulatot vett. Részben jogosan, hiszen a piacokról

kiáramló tőke (ami nem feltétlenül az adott ország problémái, hanem a befektetők problémái miatt következett be) növelte a refinanszírozási kockázatot. (Például Magyarországon.)

A tőkemenekülés fontos oka volt az is, hogy az euróövezeti országok állampapírjai nem szerepeltek az EKB által refinanszírozásra elfogadott értékpapírok listáján. Amikor minden befektető a likviditást biztosító értékpapírokat kereste (erre kényszerült), akkor kézenfekvő volt az olyan állampapíroktól való szabadulás, amelyeket nem fogad el fedezetül az EKB. Ami tehát az euróövezetben a likviditás kiszáradásakor segítette a megoldást, az negatív mellékhatással járt a „kívülálló” tagországok számára. A refinanszírozás megkérdőjelezése azonban a nyugat-európai anyabankokra vonatkozóan is bekövetkezett, alaptalanul, és ez súlyos regionális válságot okozott Közép-Kelet Európában 2009 első negyedévében. A CDS felárak és a hozamok megugrását, a valutaárfolyamok gyengülését, összességében nagy többletköltséget okozott 2009 első negyedévében. Ráadásul nemzetközi intézmények adatai és hibás elemzése is (BIS, IMF) tovább fokozták a regionális felfordulást. Utóbb kiderült, hogy teljesen alaptalanul. Az értékelését kijavították, az anyabankok pedig helyálltak. A költségek azonban a régió országai viselték, azokat nem lehetett visszaváltani. A kritikus időszakban nem volt európai hatóság, amely védelmet – reális értékelést – adott volna a régió helyzetéről.⁴⁰

Valószínűleg, ha nincs pénzügyi válság akkor még egy darabig nem derül ki, hogy mekkora kockázatot jelent a közös valutaövezet számára, hogy nincs *európai válságkezelő mechanizmus*. Amennyiben a válság később robbant volna ki, akkor az EU-ban folytatódott volna az SGP-szabályt megsértő tagországokat elmarasztaló EDP eljárások sorozata, ami az euró első évtizedét jellemezte. Kevés hatékonysággal és fokozódó feszültségekkel. Akkor még jó ideig nem derül ki, hogy az euróövezeti szabályozás teljesen felkészületlen még a külső szimmetrikus (vagyis közös) sokkok kezelésére is (ilyen volt például a sub-prime krízis hatása), de nincsenek megfelelő intézmények és eljárások a közös valutaövezeten belüli fizetéseképtelenség és csődhelyzet (aszimmetrikus sokkok) megelőzésére/kezelésére sem. Ekként érthető, hogy uniós szintre kitekintve, a válságkezelés/segítségnyújtás terén az euróövezeten kívüli EU-tagok számára változatlanul az IMF-é a főszerep, akárcsak más feltörekvő piaci országok esetén. Magyarország ezt „első kézből” tapasztalhatta.

Komoly hiányosságok vannak az euróövezet (makro- és mikro-prudenciális) kockázatkezelésében. A pénzügyi válság elrontotta az alacsony (fogyasztói) infláció és a tartós növekedés okozta szakmai örömet, mert kiderült, hogy ez nem volt elegendő feltétel a makro- és pénzügyi stabilitáshoz. A fenntarthatatlan mértékű egyensúlytanságok kiépülése a világgazdaságban a fejlett és fejlődő világ között, az eszközárak inflációja, a képződő

⁴⁰ A cseh, lengyel és a magyar jegybankelnök közös közleményben próbálta korrigálni a téves piaci ítéletet.

buborékok figyelmen kívül hagyása⁴¹ - ezek olyan hibáknak bizonyultak, amelyek soha nem látott mértékű válságba vitték a világot. És bár a forrás ebben a válságban a fejlett világ és azon belül az Egyesült Államok volt, az Európai Unió leválása a válsággócra (de-coupling) hiú reménynek bizonyult. Sőt, 2011 őszére az európai (euróövezeti) helyzet kritikussá vált, mint az amerikai. *Az európai bankrendszer és piacok régóta húzódo stabilitási szempontú újraszabályozása csak lassan haladt. A különböző, egyre körültekintőbb követelmények kidolgozása (bázeli előírások) és a hatékony felügyelés kérdéseit kutató bizottságok (például a Larosière-bizottság) jelentései ellenére, a pénzügyi szektor európai szabályai és felügyeleti rendszere nem tudta kivédeni a sokkot. A válság kitörésekor, különösen pedig kiteljesedésekor (2008-tól) a „tűzfészek” oltásával egyidejűleg kell(ett) az uniós választ kidolgozni az unió stabilitását hosszabb távon megingató problémákra, feldolgozva a legfrissebb fejleményeket, a gazdaságpolitikai (fiskális és monetáris politikai), szabályozási, intézményi és ellenőrzési vonatkozásokat egyaránt.*

Nem csak a korai felismeréssel volt baj. A válság kiteljesedésekor a legnagyobb fogyatékosnak az bizonyult, hogy *nem volt olyan euróövezeti válságkezelő intézmény* (eljárás, válságalap), amely a kibontakozó pénzügyi és szuverén adósságválság kezelésére kapott volna felhatalmazást illetve erre vonatkozóan előre elkészített panellel rendelkezett volna. Az EKB, egyedülként felruházva az egész euróövezetre kiterjedő felhatalmazással, csak egyfajta tűzoltást volt képes végezni. A Lehman bukást követően a likviditási válság első hullámában viszonylag gyorsan és hatékonyan reagált, a ráruházott végső hitelezői funkciót. Ugyanakkor az állampapírok árazása terén mutatkozó súlyos anomáliákkal (lásd az alábbi keretes írást) szemben és a piacok likviditásának fennakadásakor sokáig késlekedett a beavatkozással. A fizetéképtelen és csődbe jutott országok állampapírjainak megvásárlása, amibe 2010-re belekényszerült a bank, az EKB igazgatóságán belül feszültségeket okozott⁴², ami ártott a bank hitelességének. Valójában *az EKB berkeiben mindmáig nem elfogadott az az érvelés, miszerint az állampapírpiacra jelentkező likviditási válság illetve hozamtorzulások esetén az állampapírvásárlás hozzátartozik a bank végső hitelezési*

⁴¹ A „leaning or cleaning” monetáris politikai vita a válság kitörése előtt egyáltalán nem dőlt el, s azok táborra, akik a jegybank megelőző beavatkozását ellenzik, ma sem foglalkozott meg. Greenspan és Bernanke (a FED korábbi, illetve jelenlegi elnöke) a mai napig kiállnak a „kvázitétlen” politika mellett, amit folytattak a kétezres években 2007-ig. Véleményük szerint csak akkor célszerű a központi bankok rendelkezésére álló eszközökkel (kamatcsökkentés, nyílt piaci műveletek, s végső soron a mennyiségi lazítás) belépni, amikor a gazdaság már küzd a buborékkipukkanás negatív következményeivel.

⁴² Valószínűsíthető, hogy a német jegybankelnök, Axel Weber, illetve a vezető közgazdász, Jürgen Stark lemondása ezzel függött össze. Mindketten a szigorú, a Bundesbank tevékenységéhez „hű” monetáris politika hívei voltak, akik ellenezték, hogy az EKB vásárlóként rendszeresen jelen legyen a bajba került országok állampapírpiacain.

funkciójához és nem azonos egy felelőtlen tagország alaptalan kiségitésével, amit a „no bail out” szabály tilt. (Erről ír de Grauwe [2011].) Ebbe az irányba történt elmozdulás azóta, hogy Mario Draghit nevezték ki elnöknek az EKB igazgatótanácsa élére 2011 őszén.

4. AZ EURÓ BEVEZETÉSÉHEZ KAPCSOLÓDÓ TAPASZTALTATOK HÁROM KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGBAN

Az Európai Unió tizenkét közép-kelet-európai (volt szocialista) tagországa közül napjainkig három csatlakozott az erózónához: Szlovénia 2007-ben, Szlovákia 2009-ben, Észtország pedig 2011-ben vezette be az eurót. Ebben a fejezetben rövid áttekintést adunk e három ország GMU-csatlakozásának tapasztalatairól, kétféle tekintetben. Egyrészt megvizsgáljuk, hogy miként készültek fel az euró átvételére, azt a kérdést állítva előtérbe, hogy milyen módon teljesítették a csatlakozás maastrichti kritériumait, különösen az ár- és az árfolyam stabilitásra vonatkozó feltételeket. Másrészt áttekintjük a csatlakozást követő tapasztalatokat is: a makrogazdasági folyamatok közül a gazdasági növekedés mellett főként a relatív ár- és béralakulásra (a versenyképességre) és a külső egyensúly változására irányul érdeklődésünk. Érdemi tapasztalatokról természetesen csak a 2007-ben csatlakozott Szlovénia esetében beszélhetünk, Szlovákiát illetően legfeljebb előzetes benyomásaink lehetnek, Észtország tekintetében pedig még ilyenekkel sem rendelkezhetünk. Mindamellet, Szlovákia és Szlovénia GMU-tagsága első két évének fejleményei egybevethetők, így érdemes magyarázatot keresni a korai tapasztalatok között mutatkozó jelentős különbségekre. Ami pedig Észtországot illeti, az ország – szilárdan rögzített árfolyamrendszerével és monetáris politika híján – az euró bevezetését megelőzően tett szert olyan tapasztalatokra, amelyek az euróövezeti tagságnak lehetnek (Szlovénia és GIPS-országok esetében pedig voltak is) a nem kívánt velejárói. Észtország – csakúgy, mint a többi szilárdan rögzített árfolyamot fenntartó ország (Lettország, Litvánia és Bulgária) – előtt nem volt valódi alternatíva: mielőbb be kellett menekülni a válságokkal küszködő eurózóna ernyője alá.

A lebegő árfolyammal rendelkező Magyarország számára elsősorban Szlovénia és Szlovákia tapasztalatai lehetnek fontosak. Ezeket érdemes lesz a későbbiekben is folyamatosan nyomon követni: e tapasztalatok feldolgozása érdemében járulhat hozzá a hazai euró-bevezetési stratégia megalapozásához.

4.1 FELKÉSZÜLÉS AZ EURÓ BEVEZETÉSÉRE: A MAASTRICHTI KRITÉRIUMOK TELJESÍTÉSE KÜLÖNBÖZŐ MONETÁRIS REZSIMEKBEN

A kelet-közép-európai uniós tagországok közül a legkisebbek esetén volt a legnagyobb a motiváltság arra, hogy mielőbb bevezessék az eurót. A jelek viszont arra mutatnak, hogy a legfejlettebb Szlovénia volt a legkevésbé felkészült a közös valuta átvételére.

4.1.1. Az euró-bevezetés előzményei: hasonlóságok és különbségek

Ha közös jellegzetességeket keresünk a három 2004-ben EU-tagországgá vált, és immár az eurót hazai fizetőeszközként használó ország között, akkor a *gazdasági természetű* hasonlóságok – első ránézésre – három közös vonásban összegezhetők. Mindegyik igen kicsi (együttes GDP-jük az EU27 egészének kevesebb, mint 1%-át teszi ki euróban mérve, és alig több mint 1%-ára rúg vásárlóerő-paritáson számítva), az áru és szolgáltatásforgalom nemzetgazdasági jelentősége alapján mindhárom rendkívül nyitott gazdaság, végül külkereskedelmében mindegyik szorosan kötődik az euróövezethez. A közgazdasági egyezések ezen a ponton látszólag véget is érnek. Amikor az EU tagjává váltak, és a GMU-csatlakozás reális lehetőséggé vált, nemcsak relatív fejlettségük, hanem gazdaságpolitikáik általános szemlélete is sok tekintetben különbözött egymástól.

Szlovénia a térség legfejlettebb országa volt (2004-ben az EU15-höz viszonyított GDP/fő vásárlóerő-paritáson mért szintje mintegy 75%-on állt), a GDP-hez viszonyítva magas, 46%-os (Magyarorszáéhoz hasonló) állami kiadásokkal, viszonylag nagy állami tulajdoni hányaddal a gazdaságban (különösen a bankszektorban), és politikáját kifejezett óvatosság jellemezte a privatizációban és a külső pénzügyi liberalizációban (lásd Soós [2009]).

Észtország fejlettsége akkoriban sokkal alacsonyabb volt (2004-ben az EU15 átlagának 50%-a), lényegesen kisebb volt az állami újraelosztás (a GDP arányában 34%; csak a válság kitörése után ugrott meg), és a legteljesebb külső pénzügyi liberalizálás valamint a gyors privatizáció politikáját követte, különösen a bankszektorban.

Szlovákia akkori helyzete a két másik országé között volt: fejlettsége Észtországénak felelt meg, és az akkoriban követett gazdaságpolitikája éppen arra irányult, hogy a korábban Szlovéniához hasonlóan magas állami újraelosztás, adóztatás, illetve tulajdoni részesedés mértékét csökkentse; liberalizálja a gazdaságot és a tőkemozgásokat – vagyis az észtországi modell irányába mozduljon el. A belső és a külső liberalizáció az EU-csatlakozás feltétele volt, a jelentős adó- és kiadáscsökkentés azonban a 2000-es évek első felében bekövetkezett gazdaságpolitikai fordulathoz kapcsolódott.

A három országnak azonban – az említett különbözőségek ellenére – az EU-csatlakozás idején volt egy közös gazdaságpolitikai jellegzetessége: a makrogazdasági, elsősorban a

fiskális stabilitás megeremtésére és megőrzésére irányuló törekvés. Ez az igyekezet Szlovéniában és Észtországban – jelentősen különböző monetáris rezsimek fenntartása mellett – az 1990-es évek közepétől folyamatosan érvényesült, Szlovákiában pedig a 2000-es évek elején vált meghatározóvá. Az előbbi két országban az euróövezeti csatlakozás céljában és a maastrichti kritériumok teljesítése szándékában jutottak kifejezésre a stabilitás-orientált gazdaságpolitika tartósabb törekvései. Szlovákiában viszont a gazdaságpolitika viszonylag új keletű stabilitási igényét volt hivatott megerősíteni (és talán a későbbi kormányok esetleges ellentétes törekvéseit is korlátozni) a „gyors” euró-bevezetés céljának bejelentése, és annak egyértelmű kinyilvánítása, hogy az ország mielőbb teljesíteni kívánja az euróövezeti csatlakozás feltételeit.

Észtország és Szlovénia a lehető legkorábban, már 2004-ben, Szlovákia pedig 2005-ben csatlakozott az *ERM-2 árfolyam-mechanizmushoz* (amely az ECB-vel egyeztetett paritás körül 15%-os ingadozást enged meg), hogy az ott kitöltendő minimálisan két „purgatóriumi évet” (Buiter [2004]) követően, és a további feltételeket teljesítve, az euróövezet tagjává válhasson. Szlovénia és Szlovákia alig több mint a minimálisan elvárt időt töltötte az ERM-2-ben. Észtország sokkal hosszabban (2010 végéig) időzött benne, de ennek számára nem volt közvetlen jelentősége, hiszen mindvégig egy ingadozási sáv nélküli rögzített árfolyamot (úgynevezett valutatábla-rendszer⁴³) tartott fenn.

Az EU-csatlakozást követően mindhárom ország gazdaságpolitikáját meghatározta – a pártpolitikai versengések, illetve választási ígéretések tematikáját pedig egyértelműen korlátozta – az euró bevezetésének szándéka, amelyet széleskörű társadalmi egyetértés övezett. Ez az a pont, ahol érdemes egy rövid kitérőt tenni, és a szűken vett gazdasági/gazdaságpolitikai hasonlóságok, illetve különbségek mellett arról is szólni, hogy mi tette lehetővé az euró-csatlakozás körüli konszenzust ezekben az országokban.

Mindegyikük a rendszerváltást követően vált önálló országgá (egy korábbi, többnemzetiségű államtól szakadtak el), és mindegyik számára *egyszerre* volt fontos a korábbi államtól való *különbözőségnek* és a *(Nyugat-) Európához való szoros tartozásának* kifejezésre. Az európai közös valuta mielőbbi átvételének célját mindhárom országban e kettős törekvés szimbólumaként sikerült felmutatni, ami megmagyarázza, hogy az euró-bevezetés, és így a GMU-csatlakozással indokolt gazdaságpolitikai lépések miért élveztek egyértelmű társadalmi-politikai támogatást.

Csehország és Magyarország viszonya az euróhoz

A fenti okfejtés egyfajta (fordított) magyarázatot ad arra is, hogy Csehország az EU-csatlakozás óta miért nem siettetett az euróövezeti csatlakozást, és a halogatás miatt kapott

⁴³ A „Currency board” kifejezést szokták „valutatanácsnak” is fordítani; mi a Bokros Lajos által javasolt magyarítást tartjuk szerencsésebbnek.

társadalmi támogatást. Alapvetően azért, mert Csehország mindig is „európainak” tekintette magát – ehhez nem volt szüksége külső megerősítésre. A makrogazdasági stabilitást tekintve, minden oka meg is volt erre, hiszen a cseh gazdaság belső és külső egyensúlya – és így növekedése – mindig is szilárdabb alapokon állt, mint az euróövezet tagországainak többsége. Magyarország esete, amint láthattuk, szinte minden ponton ellentétes Csehországgal: nekünk az EU-csatlakozás után szükségünk volt az euró-csatlakozás kínálta külső támpontokra és megerősítésre, de az akkori (Medgyessy, illetve Gyurcsány-vezette) kormányok ezzel visszaéltek. A jelenlegi (Orbán-) kormány viszont élni sem kíván ezzel a lehetőséggel. Holott, amint később kifejtjük, hitelességének helyreállításához erősen rá van szorulva egy olyan program kidolgozására, amely az euró-bevezetés *feltételeinek megteremtésére irányul*. Vagyis számunkra egyelőre nem Szlovénia és Szlovákia, hanem Csehország kínál követésre méltó példát: a stabilitás megteremtése egyelőre sokkal fontosabb, mint újabb céldátumok kitűzése.

A gazdaságpolitikai törekvésekhez visszatérve, a fentiekben okkal hangsúlyoztuk, hogy Észtországban és Szlovéniában a stabilitás-orientált gazdaságpolitika hagyománya alapvetően a *fiskális* stabilitást jelentette (a 2000-es évek első felében Észtországban 5%, Szlovéniában pedig 25% körül volt az államadósság/GDP ráta; a költségvetés az előbbi országban egyensúlyban volt, az utóbbiban 3% alatti hiányt mutatott). A fiskális prudenciát azonban nem kísérte a makrogazdaság szélesebben értelmezett stabilitása. Az EU-csatlakozásig Szlovéniában az *infláció* volt viszonylag gyors (bár üteme csökkent, 2000 és 2003 között 9-ről 6%-ra), Észtországban pedig 2002-től váltak rendszeressé a 10% feletti (és 2004 után tovább növekvő) GDP-arányos *folyófizetési-mérleg deficit*ek – jelezve, hogy a fiskális stabilitás önmagában nem jelent makrogazdasági stabilitást. Figyelemre méltó viszont, hogy Szlovéniában a külső egyensúlyhiányt, Észtországban pedig – monetáris politika nélkül – az inflációt sikerült viszonylag alacsonyan tartani az EU-csatlakozás előtti időszakban. Ez arra utal, hogy akkoriban Szlovéniában az önálló monetáris politika céljai nem elsősorban az inflációhoz, hanem a fenntartható külső egyensúlyhoz (amint látni fogjuk: közvetlenül a reálárfolyamhoz) kapcsolódtak, Észtországban pedig a fegyelmezett költségvetési politika mellett a gyors termelékeny-emelkedéshez képest visszafogott béremelkedés és a jelentős importtöbblet is hozzájárulhatott a viszonylag alacsony inflációhoz – legalábbis 2006-ig.

Az előbb tárgyalt két országtól eltérően, Szlovákia esetében nem beszélhetünk tradíciókról, hiszen itt csupán az EU-csatlakozást közvetlenül megelőzően, 2002-től vált meghatározó törekvéssé a költségvetési stabilitás helyreállítása, illetve fenntartása. E mellett, az ország – Szlovéniához hasonlóan, de Észtországtól eltérően – *rendelkezett* monetáris politikai autonómiával, és ezt (Szlovéniától eltérően) a végletekig ki is használta arra, hogy a GMU-csatlakozás inflációs kritériumát teljesíthesse. Engedte, illetve az árfolyamsáv

eltolásaival elő is mozdította, hogy valutája jelentősen felértékelődjön az euróvezeti csatlakozást megelőző időszakban, és ehhez az EKB és a Bizottság támogatását is sikerült megszereznie. Ma még nehéz eldönteni, hogy ez egyértelműen az ország hosszabb távú stabilitását és fejlődését szolgálta-e. Vannak ugyan biztató jelek (ezeket jelezzük majd), de nagyobb távlat kell ahhoz, hogy a kérdésre válaszolni lehessen.

Az alábbiakban röviden bemutatjuk a három ország növekedési, fiskális, inflációs és külső egyensúlyi mutatóit, majd arra a közgazdasági szempontból izgalmasabb kérdésre térünk rá, hogy gyors reálgazdasági konvergencia mellett – és három merőben eltérő monetáris rezsim keretében – hogyan sikerült megközelíteni, majd teljesíteni az euró-csatlakozás feltételét jelentő (s egymással gyakran ellentétesnek tekintett) árfolyam, illetve inflációs követelményeket.

4.1.2 Az euró-csatlakozási kritériumok teljesítése és a makrogazdasági környezet

Közgazdasági szempontból kevésbé tartjuk informatívoknak az olyan típusú elemzéseket, amelyek csak arról számolnak be, hogy egyes országok az euróvezeti csatlakozást megelőző időszakban ($t-1$, $t-2$, $t-3$ stb. évben, ahol t a csatlakozás évét jelenti), milyen „konvergencia-teljesítményt” mutattak fel a maastrichti kritériumokkal összehasonlítva.⁴⁴ A 2000-es évek első felében készült hazai elemzések (a nemzetközi példákat követve) gyakran támaszkodtak erre az egyszerű módszerre, amelyet nyilván az a meggyőződés támasztott alá, hogy az euró átvétele (vagyis a t . időpont) a történet végét jelenti. A GIIPS-országok korábbiakban áttekintett tapasztalatai azonban világosan megmutatták, hogy miközben az euró átvétele egyes korábbi problémákat megoldott (az infláció és a kamat/hozam-szint csökkent, a költségvetési hiányok mérséklődtek), egyszersmind új típusú problémák (túlzott hitelexpanzió, buborékok kialakulása és versenyképességi gondok) forrásává, napjainkra pedig az euróvezeti krízis egyik kiváltójává is vált.

Mindezt figyelembe véve, a három kelet-európai tagországnak a GMU-csatlakozás szempontjából releváns makrogazdasági folyamatairól párhuzamosan adunk áttekintést. Az egyes országok fejleményeit illetően két időpontnak van kitüntetett jelentősége: a csatlakozást megelőző évnek (ekkor készül el az a konvergencia-jelentés, amely értékeli az ország „euró-érettségét”) és a csatlakozás évének (ekkortól vehetnek új irányt a makrogazdasági folyamatok). Szlovéniáról 2006⁴⁵, Szlovákiáról 2008⁴⁶, Észtországról pedig

⁴⁴ A maastrichti, úgynevezett konvergencia-kritériumok az infláció, az államháztartási egyenleg és adósság, valamint a hosszú távú kamatok alakulásához kapcsolódnak; ezeket a továbbiakban pontosabban is ismertetjük.

⁴⁵ ECB (2006); EU Commission (2006)

⁴⁶ ECB (2008); EU Commission (2008)

2010⁴⁷ tavaszán készültek el a GMU-felkészültségről szóló – az EU Bizottság és az ECB által készített – konvergencia-jelentések, amelyek természetesen csak a megelőző évek értékelésére támaszkodhattak.

Gazdasági növekedés és felzárkózás

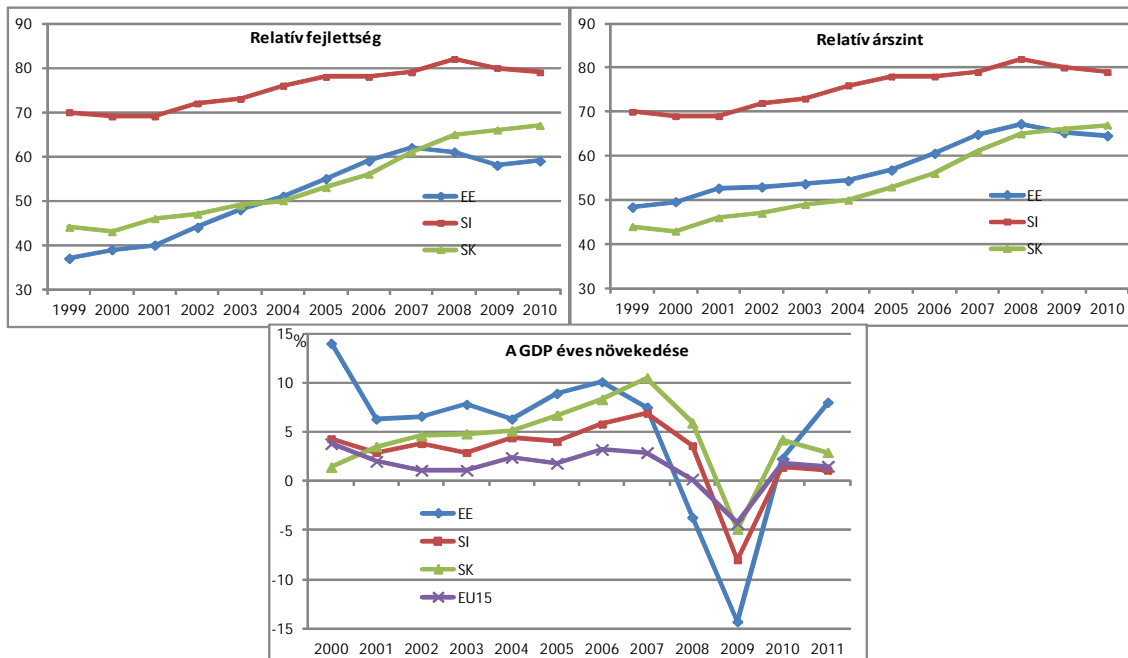
Sem a relatív gazdasági fejlettség, sem pedig a gazdasági növekedés mértéke nem szerepel az euró-érettség úgynevezett *konvergencia-kritériumai* között, ám a három ország általános makrogazdasági feltételeiről és folyamatairól – s így az euró-csatlakozási kritériumok teljesítésének környezetéről – aligha adható kép anélkül, hogy röviden ne szóljunk relatív fejlettségükről és gazdasági felzárkózásukról, vagyis a *hagyományos értelemben vett konvergenciájukról*. A 4.1. ábra az EU15-höz viszonyított GDP/fő reál-szintjének és a GDP árszintjének (vagyis a reál-, és árszint-konvergenciának), valamint a gazdasági növekedés ütemének alakulásáról tájékoztat a három országban.

Szlovénia a másik két országénál lényegesen magasabb fejlettségi szinten állt a 2000-es évek elején, ennek ellenére 2001 és 2008 között igen gyorsan, évente átlagosan közel 2%-ponttal közeledett a „rég EU” átlagos színvonalához (70-ről több mint 80%-ra emelkedett a GDP/fő relatív szintje). 2008-ban azonban a konvergencia megakadt, és ma még nem világos, hogy az ábrán látható divergencia tartósnak bizonyul-e. A kevésbé fejlett két ország közül *Szlovákia* magasabb (mintegy 45%-os) szintről indult az 1990-es évek végén, de az akkor 40% alatti szinten álló *Észtország* behozta, majd átmenetileg elhagyta Szlovákiát. 2007-től azonban a két ország pályája egyértelműen elvált egymástól, így az évtized végén nagyjából akkora volt a Szlovákia javára mutató fejlettségi többlet, mint 1999-ben – miközben mindkét ország mintegy 20%-ponttal csökkentette lemaradását az EU15-höz képest.

Az ábra jobb oldalán látható relatív árszintekkel a későbbiekben részletesebben is foglalkozunk, ezért itt elegendő, ha a három ország között mutatkozó legfontosabb különbségre irányítjuk a figyelmet. Szlovéniában mindvégig rendkívül szoros összhang volt a relatív fejlettség és a relatív árszint között, Szlovákiában az időszak nagy részében a relatív árszint elmaradt a fejlettség szintjétől, Észtországban pedig ennek éppen ellenkezőjét tapasztalhattuk. Mindezek fontosak lesznek az ár- és árfolyam- alakulás országok közötti különbségeinek megértéséhez.

⁴⁷ ECB (2010); EU Commission (2010)

Az EU15-höz viszonyított GDP/fő vásárlóerő-paritáson (bal oldal), a GDP relatív árszintje (jobb oldal) és a GDP volumenének éves változása (alul, százalékban) a 2000-es években



Forrás: Eurostat

Végül a 4.1. ábra alsó része mutatja a GDP éves reálnövekedését a három vizsgált országban és az EU15-ben. Ez egyrészt jelzi a hosszabb távú konvergencia mögötti rövidebb távú változásokat, másrészt támpontokat is kínál az euróövezeti csatlakozás szempontjából alapvető jelentőségű fiskális és inflációs folyamatok értelmezéséhez. 2007-ig mindhárom országot igen gyors, az EU15 átlagát számottevően meghaladó ütemű gazdasági növekedés jellemezte (ezt tükrözi a reálgazdasági felzárkózás). 2008-ban azonban *Észtország* recesszióba került, ami 2009-ben tovább mélyült (a visszaesés jóval meghaladta az EU15 átlagát). *Szlovéniát* és *Szlovákiát* 2009-ben érte el a recesszió, amelynek mértéke az előbbi országban nagyobb, az utóbbiban nagyjából akkora volt, mint az EU15-ben. Szlovákia viszonylag könnyen lábalt ki a visszaesésből, és – az EU-Bizottság előrejelzése szerint – *Észtország* gazdasága 2011-ben ismét sokkal gyorsabban nő az EU 15 átlagánál. Ezeket a tapasztalatokat a későbbiekben igyekezünk értelmezni.

Fiskális kritériumok

A felzárkózás és a gazdasági növekedés áttekintése után térhetünk rá a csatlakozási feltételek szempontjából mérvadó fiskális folyamatokra: a GDP-arányos államháztartási egyenleg és az államadósság alakulására. A 3.2. ábrán látható, hogy a karikával megjelölt ellenőrzési évben mindhárom ország példásan megfelelt a 3% alatti deficit és a 60% alatti államadósság

követelményének. Az is egyértelmű, hogy a három országot tartósan prudens fiskális politika jellemezte. *Szlovénia* állami deficitje már az EU-csatlakozás előtt is 3% alatt volt, és államadóssága nem érte el a 30%-ot. *Szlovákiát* sokkal nagyobb hiány és magasabb adósságráta jellemezte a 2000-es évek elején, de a költségvetési fegyelem megszilárdulást jelzi, hogy 2003-tól az éves deficittek 3% körül ingadoztak, az adósságráta pedig a 2000-es 50%-ról 2008-ra 30% alá csökkent. *Észtország* pedig – elhanyagolható méretű államadósságával, valamint a 2002 és 2007 között elért jelentős költségvetési többleteivel – az egyik „bezzeg-ország” volt, amelyre a fiskális prudencia példajaként lehetett hivatkozni.

4.2 ábra

Államháztartási egyenleg (bal oldal) és adósság (jobb oldal) a GDP %-ában



Forrás: AMECO

Az évtized második felében, illetve végén bekövetkezett gazdasági visszaesés természetesen a költségvetési egyenlegek romlásával is együtt járt, de azok változása nem csupán a recesszió mértékén múltott (lásd a 4.1. ábrát). *Szlovákia* költségvetési hiánya nőtt a legnagyobb mértékben (2009-ben, éppen a GMU-csatlakozás évében, 2-ről 8%-ra), pedig a gazdaság zsugorodása, a másik két országtól eltérően, itt alig haladta meg az EU átlagát. Igaz, a növekedési ütem *változása* 2008-hoz képest nagyon jelentős volt (közel 12 %-pont), de ez csak az ECB 2008. évi konvergencia-jelentésében megfogalmazott aggályt támasztotta alá: a csatlakozás előtti időszak gyors növekedését és kedvező makrogazdasági feltételeit az ország nem használta fel a kormányzat *strukturális egyenlegének* kiigazítására. Az aggály megalapozottságát az is igazolja, hogy 2010-ben, amikor a szlovák gazdaság már 4%-kal növekedett, a költségvetési hiány nem változott (8% körül maradt), és az EU Bizottságának előrejelzése szerint 2011-ben is csak enyhén mérséklődik.

Szlovéniában a gazdasági visszaesés sok tekintetben hasonló, bár némileg enyhébb fiskális következményekkel járt, mint Szlovákiában. A fenti ábrán az is látható, hogy a recesszió elmúlt (2010) ott sem járt együtt a deficit számottevő csökkenésével. Ezzel szemben *Észtországban* éppen a legsúlyosabb visszaesés évében, 2009-ben javult a költségvetési egyenleg, ami alighanem maga is oka volt annak, hogy az ország recessziója európai összehasonlításban különösen mélynek bizonyult (14,5%-os GDP-csökkenés, lásd a

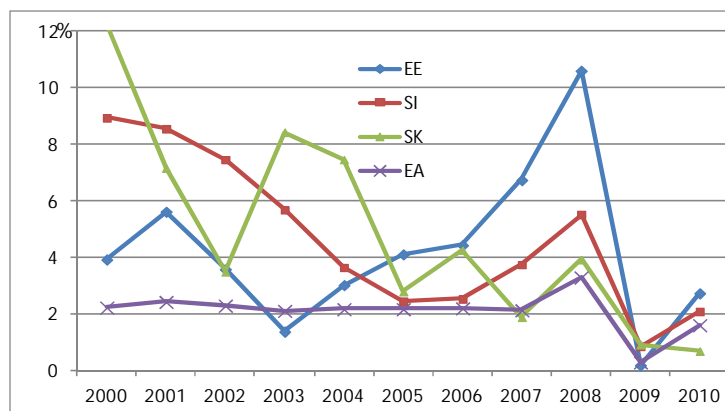
4.1. ábrát). A brutálisan prociklikus költségvetési kiigazításra pedig nem a valutatábla hitelességének fenntartása miatt, hanem azért volt szükség, hogy az ország megfeleljen a GMU-csatlakozás feltételeinek. Az erőfeszítés elérte célját: a 2010-ben készült két konvergencia-jelentés Észtországot egybehangzóan érettnak minősítette az euróvezeti csatlakozásra. Az után, hogy az ország hosszú évek alatt bebizonyította, hogy képes egy rögzített árfolyammal együtt élni (és annak hátrányait is kezelni tudja) méltánytalan lett volna egy negatív értékelés – annak ellenére is, hogy a következőkben áttekintendő inflációs feltételnek való *tartós* megfelelést illetően okkal merülhettek fel kételyek.⁴⁸

Az inflációs kritérium teljesítése, a rövid távú reálkamatok és a külső egyensúly alakulása

Az előzőekben láthattuk, hogy a fiskális folyamatok értelmezéséhez fontosak a gazdasági növekedésre vonatkozó információk. Ez érvényes az inflációs feltétel teljesítésére (az ahhoz való közeledésre), illetve (Szlovénia és Szlovákia esetében) a GMU-csatlakozás utáni fogyasztói árak alakulásra nézve is (lásd a 4.3. ábrát, amelyen az euróövezet hasonló mutatóját is feltüntettük).

4.3 ábra

A harmonizált fogyasztói árindex (HICP) éves változása a három országban és az euróövezetben 2000 és 2010 között (százalék)



Forrás: Eurostat

A három ország meglehetősen eltérő módokon közeledett az árstabilitási kritérium teljesítéséhez.⁴⁹ Szlovénia mintha egy hullámvasúton siklott volna le a csatlakozáshoz megkívánt inflációs szintre, hogy a csatlakozás után mindjárt emelkedő pályára kerüljön (2008-ig). Szlovákia meglehetősen göröngyös úton, erős kilengésekkel közeledett az elvárt inflációs szinthez, de itt – Szlovéniától eltérően – a 2009. évi csatlakozás után nem ugrott

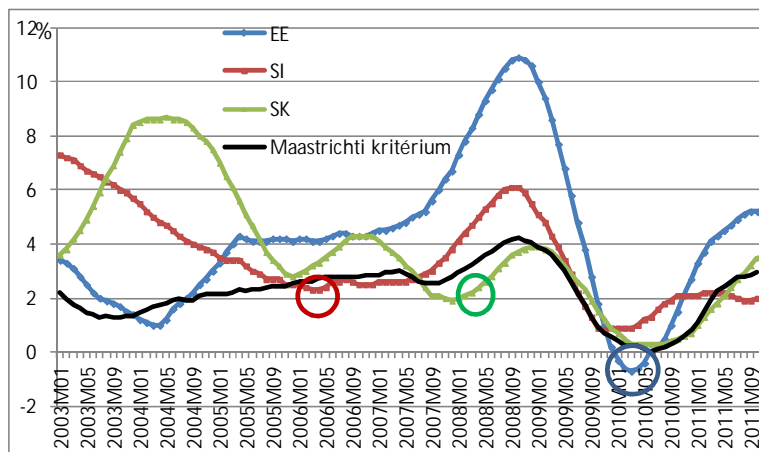
⁴⁸ Litvániát a 2006. évi konvergencia-jelentések éretlennek minősítették a GMU-tagságra, de nem fiskális folyamataira, hanem alacsony inflációjának fenntarthatatlanságára hivatkozva.

⁴⁹ A GMU-csatlakozás konkrét árstabilitási feltételének (az EU – és nem a GMU – legalacsonyabb inflációt felmutató három ország átlaga +1,5%) közgazdasági ésszerűtlenségeivel itt nem foglalkozunk; ezekről és a módosítási javaslatokról lásd pl. Darvas – Szapáry [2008].

meg, hanem tovább lassult az árak emelkedése. Észtországot viszont az infláció egyre meredekebb emelkedése jellemezte egészen 2008-ig, majd a 2009-ben bekövetkezett óriási zuhanást követően, 2010-ben elkészült konvergencia-jelentések fenntarthatónak minősítették az áremelkedés alacsony ütemét. Az inflációra vonatkozó maastrichti kritérium azonban nem az éves, hanem a 12-havi árindexre vonatkozik (lásd a 4.4. ábrát).

4.4 ábra

A harmonizált fogyasztói árindex (HICP) 12 havi változása a három országban és a maastrichti inflációs kritérium 2003 és 2011 között (százalék)



Forrás: Eurostat és saját számítás

Az ábrán megjelöltük, hogy melyik időpontban értékelték az egyes országoknak az „inflációs konvergenciában” felmutatott teljesítményét, s az így kialakuló kép rendkívül tanulságos. *Szlovénia* éppen az értékelés idejére teljesítette az inflációs feltételt, de az alacsony infláció hosszabb távú fenntarthatóságára vonatkozó EU/ECB vélemény nem bizonyult megalapozottnak: a GMU csatlakozást követően felgyorsult az áremelkedés. Ebben nyilván szerepet játszott a csatlakozás okozta „nagy megkönnyebbülés” (ez a GIIPS-országok többségében is tapasztalható volt). Ennek hatását azonban fokozta, hogy éppen az euró bevezetését megelőzően szűnt meg a háromoldalú bérmegállapodások korábbi rendszere,⁵⁰ holott ennek döntő szerepe volt abban, hogy növekedési áldozatok nélkül (sőt, éppen ellenkezőleg, gyors reálgazdasági konvergencia mellett) sikerült az infláció ütemét az évtized elejét jellemző csaknem 9%-ról közel 2%-ra levinni 2006-ra. (Vesd össze a 4.1. és a 4.3. ábrát). Ez a rendszer egyébként abban is fontos szerepet játszott, hogy az ország nemzetközi költség-versenyképessége 2007-ig rendkívül stabilnak bizonyult.

Szlovákia kényelmesebben tett eleget az inflációs feltételnek, és a 2009-2010 évi fejlemények alapján igazolást nyert a konvergencia-jelentések pozitív értékelése, amely szerint az ország relatív árstabilitása fenntartható. Itt azonban nem hagyható figyelmen kívül, hogy az ország a súlyos recesszió évében csatlakozott a GMU-hoz (lásd a 4.1. ábrát),

⁵⁰ Lásd erről: Banerjee - Kozamernik - Odor (2011)

továbbá – amint még szó lesz róla – a megelőző években a Szlovák valuta jelentősen felértékelődött, és 2010-ben még bőven érvényesülhetett az árfolyam-begyűrűzés hatása.⁵¹

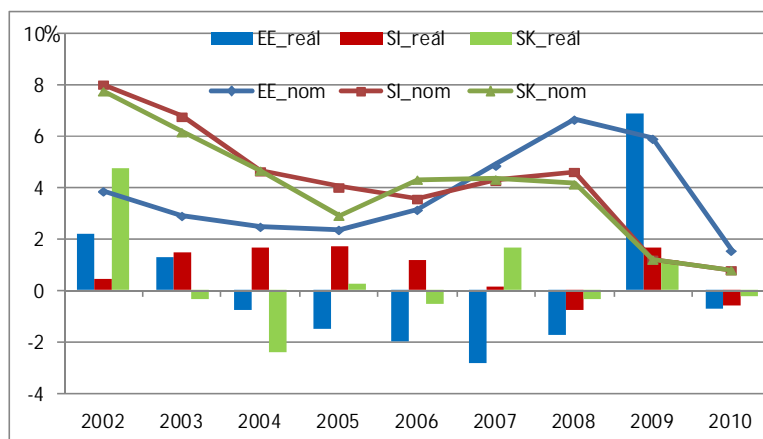
Észtország pedig azért különös eset, mert a 12 havi inflációs index rendkívül mély völgyének a legalján (negatív érték mellett) értékelték a konvergencia-jelentések az árstabilitási kritériummal összhangban lévőknek az ország inflációs teljesítményét. Amint korábban jeleztük, Észtország csatlakozási szándékának elutasítása nem lett volna méltányos, de a 4.4. ábra tanúsága szerint az ország csak nagyon rövid ideig volt képes megfelelni a maastrichti inflációs követelménynek: 2011 végére a referencia-szintnél jóval magasabbra, 6% közelébe emelkedett a 12 havi áremelkedés üteme. Észtország azonban nagyon más, mint a többiek: olyan mértékű nominális bércsökkenéseket, mint amelyeket az elmúlt években az ország elviselt, máshol nehéz lenne elképzelni.

Voltaképpen az inflációs kritérium teljesítéséhez kapcsolódna az árfolyamnak az ERM2-rendszeren belüli stabilitására vonatkozó feltétel teljesülése, erre azonban – közgazdasági jelentőségére való tekintettel – később térünk vissza. Nem foglalkozunk külön a hosszú távú kamat-kritériumnak való megfeleléssel⁵² (amely az államadósság és az alacsony infláció fenntarthatósága iránti bizalmat hivatott kifejezni), mivel a fiskális és az inflációs „teljesítményhez” képest nem igazán tartalmaz új információt (ráadásul ez az indikátor Észtországra nézve nem is létezik). Az euróvezeti csatlakozást megelőző, illetve követő makrogazdasági folyamatok, így a külső egyensúly alakulása szempontjából fontosabb a rövid távú nominális és *reálkamatok* alakulása. A 3.4 ábrán az EU Bizottság AMECO adatbázisában szereplő egyidejű (a magánfogyasztás deflátorával számított) reálkamatot tüntettük fel, amelynek tartalma persze vitatható, de illusztratív célokra tökéletesen megfelel.

⁵¹ Az EU Bizottságnál készült számítások szerint (Cigan et. al [2008]) rövid távon viszonylag gyenge, hosszabb távon viszont jelentős az úgynevezett „pass-trough” (árfolyam-begyűrűzés) Szlovákiában.

⁵² A kamat-kritérium szerint az „euró-érettség” feltétele, hogy a mérést megelőző 12 hónapban a hosszú távú kamat ne legyen magasabb, mint a három legalacsonyabb inflációjú EU-tagország hosszú távú kamatának átlaga plusz 2%.

**A rövidtávú nominális és reálkamat alakulása a három országban
2002 és 2010 között (százalék)**

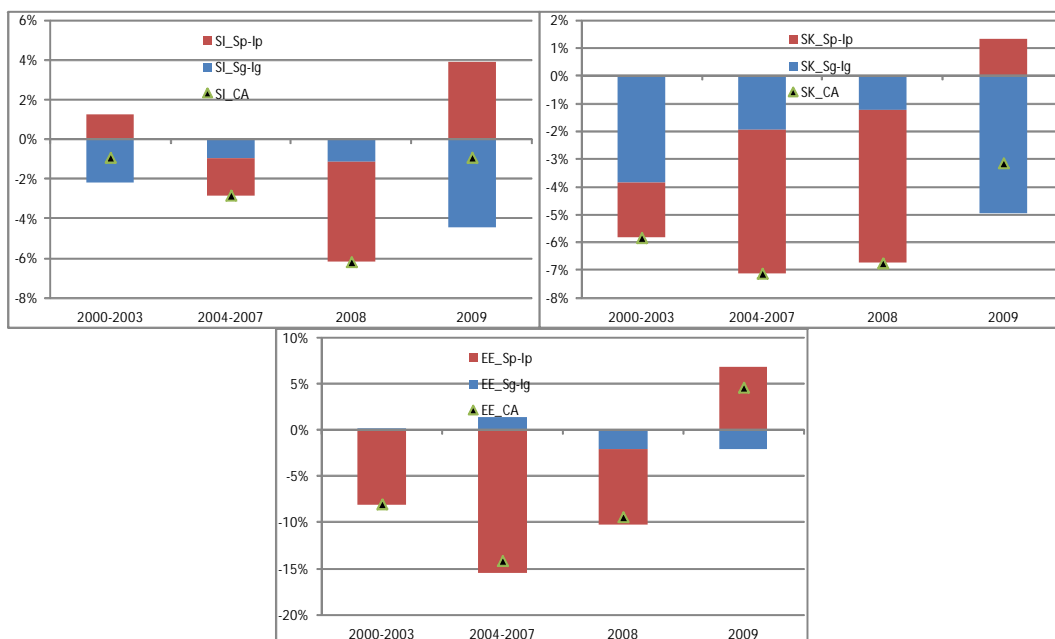


Forrás: AMECO

A reálkamat Szlovéniában az euró bevezetéséig 1,5-2% között alakult, ám a GMU-csatlakozást követő évben nullára ment le, majd negatívvá vált, s csak 2009-ben, a visszaesés évében vált ismét pozitívvá. Szlovákiában nincs világos minta, igen nagy az évenkénti ingadozás, amely főként az infláció hullámzásával függ össze. Észtországban viszont nagyon is világos minta mutatkozott 2004-től 2007-ig: évről évre egyre inkább negatívvá vált a reálkamat, 2009-ben viszont rendkívül durva volt a korrekció.

Jóllehet a magánszektor beruházás-megtakarítás egyenlegének alakulása távolról sem csak a reálkamaton múlik, de segít megérteni a 3.5 ábrán bemutatott fejleményeket: a GDP-arányos szektoronkénti pozíciók, valamint (az állami és a magán szektor együttes nettó pozíciójaként adódó) folyó fizetési mérleg alakulását.

A magán, illetve állami szektor GDP-arányos megtakarítás-beruházás egyenlege és a folyó fizetési mérleg Szlovéniában, Szlovákiában és Észtországban a 2000-es években.



Forrás: AMECO alapján saját számítás

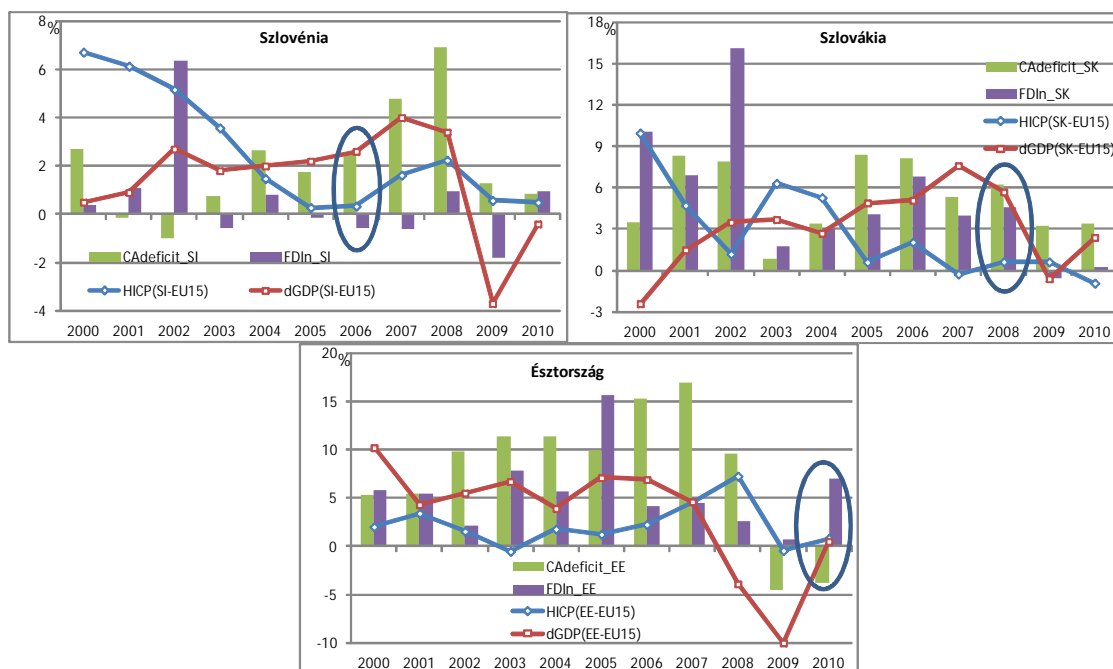
Amint a 3. fejezetben szölvünk róla, csak az euróvezeti válság nyomán vált egyértelművé, hogy illúzió volt az a korábbi elképzelés, amely szerint a valutaövezeten belül virtuálissá válik a külső egyensúlyi korlát. Ma már egyetértés van abban, hogy a külső egyensúlyhiányokat akkor is keretek között kell tartani, ha mögöttük nem az állam, hanem a magánszektor túlköltekezése áll – ez a felismerés az 5. fejezetben áttekintendő új EU-szabályokban egyértelműen kifejezésre jut.

A 4.5. ábrán látható, hogy mindhárom ország külső egyensúlyának megbomlása, illetve egyensúlyhiányának növekedése a magánszektor folyamataihoz köthető. *Szlovénia*, ahol hagyományosan alacsony volt a folyó fizetési mérleg hiánya, a GMU-csatlakozást követően tapasztalt jelentős romlást a külső egyenlegben, amely mögött egyértelműen a magánszektor állt (a kormányzati egyenleg javult). Hasonló volt a helyzet *Szlovákiában* (itt nagyobb volt a kezdeti kormányzati deficit, s annak csökkenése is jelentősebb volt), de ebben az országban nem nőtt a külső egyensúlyhiány 2008-ig, és a 2009. évi korrekció nyomán is megmaradt a folyó mérleg hiánya, mivel az államháztartás pozíciója sokkal erőteljesebben romlott. *Észtországban* pedig – költségvetési többlet mellett – olyan méreteket öltött a magánszektor túlköltekezése, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya éveken keresztül csaknem a GDP 15%-a körül alakult; ez jóval meghaladta a korábban elképzelhetőnek, illetve tartósan finanszírozhatónak tartott mértéket. Igaz, a korrekció is rendkívül radikálisnak bizonyult: 2008 és 2009 között a GDP arányában 15%-ponttal „javult” a folyó fizetési mérleg egyenlege.

Az előzőekben bemutatott folyamatokat a következőképpen értelmezzük. *Szlovénia* az euróövezeti csatlakozást követően elveszítette monetáris autonómiáját; az euró alacsony nominális kamata, valamint a felgyorsuló infláció együttes hatására gazdasága túlfűtötté vált, egyfajta hitelezési buborék alakult ki, s ezzel az ország mindaddig óvatosan őrzött, makrogazdasági stabilitása megrendült. *Észtországban* a túlfűtöttség kialakulásához nem volt szükség az eurózónához való csatlakozásra, hiszen a valutatábla rendszere (a szilárdan rögzített árfolyam, s így a monetáris politika hiánya), voltaképpen szimulálta az euró bevezetése utáni kondíciókat. *Szlovákiában* viszont létezett és – az euró-bevezetésre való felkészülés jegyében – igen aktív volt a monetáris politika, amelynek sikerült elhárítania a túlfűtöttséget és a buborékok kialakulásának veszélyét.

4.6. ábra

A GDP-növekedés és a fogyasztói árindex eltérése az EU15 átlagától, továbbá a GDP-arányos folyó mérleg és FDI-beáramlás (éves adatok, 2000-2010)



Jelmagyarázat: *CAdeficit*: a GDP-arányos folyó fizetési mérleg *hiánya* (a pozitív értékek deficitet jelölnek); *FDIn*: GDP-arányos nettó működőtőke-beáramlás; *HICP(EUi-EU15)*: az adott ország és az EU15 inflációs különbözete; *dGDP(EUi-EU15)*: az adott ország és az EU15 GDP-növekedési ütemének különbözete, ahol *EUi* az adott országot (SI-t, SK-t, ill. EE-t jelöli).

Forrás: Eurostat alapján saját számítás

Mindezt a 4.6 ábra illusztrálja, amely országonként ad képet a belső és külső folyamatok kapcsolatáról. A gazdaságok túlfűtöttségét a kibocsátási réssel (a tényleges és a potenciális kibocsátás közötti eltéréssel) szokás mérni, azonban sokan és alappal vitatják e mutatók

alkalmasságát és megbízhatóságát.⁵³ Ezért a fenti ábrán az EU15-höz viszonyított növekedési és inflációs különbség alakulása mellett a GDP-arányos folyó fizetési mérleg egyenleget és FDI-beáramlást is feltüntettük. Okkal feltételezhető ugyanis, hogy az érintett országok túlfűtöttségét a következő makrogazdasági jelenségek együttes jelentkezése kíséri: (1) a gazdaság lényegesen gyorsabban nő az EU15 átlagánál, illetve növekedése gyorsul az EU15-höz képest; eközben (2) inflációja magas/gyorsul az EU15-höz viszonyítva, továbbá (3) folyó fizetési mérleg hiány nagy/növekvő, amelyet (4) mérsékelten, illetve csökkenő arányban fedez az FDI beáramlása. A túlfűtöttségnek természetesen lehetnek más indikátorai is (például részvényárfolyamok, ingatlanárak), de itt kifejezetten a makrogazdasági adatok jelzései iránt érdeklődünk.

A 4.6. ábrán bemutatott mutatók jelzései meglehetősen világosak (az ábrán karika jelzi az „euró-érettség” hivatalos vizsgálatának évét). *Szlovénia gazdasága minden jel szerint túlfűtötté vált az GMU-csatlakozást követően (2007-2008-ban), Észtország (lásd az ábra alsó részét) 2004 és 2007 között került hasonló helyzetbe, ellenben Szlovákiában sem a csatlakozást megelőzően, sem a GMU-tagság első évében nem mutatkoztak a túlfűtöttség jelei.* Természetesen figyelembe kell venni, hogy az utóbbi ország a nemzetközi recesszió évében vezette be az eurót, ezért az első két év tapasztalatai alapján aligha vonhatók le messzemenő következtetések.

4.1.3 Nominális és reálárfolyam-alakulás és árszint-felzárkózás

Az inflációra és az árfolyam-stabilitásra vonatkozó feltételeket eltérő monetáris és árfolyamrendszerben teljesítette a három ország. Reálárfolyam-szintjük is eltérően alakult, ami részben magyarázatot adhat az eltérő inflációs teljesítményekre.

Az ár-és árfolyam-stabilitási feltételek teljesítésének monetáris politikai kerete

Az euróövezeti csatlakozás sokáig vitatott kérdése volt, hogy egyáltalán lehetséges-e egy felzárkózó országban egyidejűleg teljesíteni az ERM2-rendszeren belül megkívánt árfolyam-stabilitási, valamint az ettől függetlenül megjelölt árstabilitási kritériumot. Régióink eddig csatlakozott három országának tapasztalata szerint ez lehetséges, továbbá az is kiderült, hogy a feladat háromféle lényegesen eltérő monetáris/árfolyamrendszer keretében is megoldható. Szlovénia egyfajta reálárfolyam-, majd nominális árfolyam-célt tartó, Szlovákia inflációs célt

⁵³ Szlovákiát illetően lásd pl. Konuki (2008) tanulmányát, amely kétségbe vonja az ország potenciális növekedésére és kibocsátási résére vonatkozó szokásos becslések megalapozottságát.

követő (de a nominális árfolyamot is folyamatosan menedzselő) rendszer, Észtország pedig a valutatábla keretében felelt meg az árfolyam-stabilitás követelményének.⁵⁴

Egyedül Észtország rendszerét könnyű az irodalomban „sarokpontiak” nevezett megoldások (corner solutions) egyikével jellemezni: az ország – szilárdan rögzített árfolyamával – valóban egyfajta szélső megoldásnak volt a példája. Szlovénia és Szlovákia azonban olyan – egymástól különböző – hibrid megoldásokra támaszkodtak, amelyek a szokásos kategóriák egyikébe sem fér bele, ráadásul a monetáris politikáról alkotott standard elképzelések, illetve a maastrichti árfolyam-stabilitási kritérium korábbi olvasatai szerint nem is lettek volna lehetségesek.

Szlovéniában az addigi „menedzselte csúszó lebegtetést” 2004-től egyfajta kvázi-rögzített árfolyamrendszer váltotta fel (amelyben az árfolyam az ERM2 központi paritása körül rendkívül szűk sávban ingadozott); így az árstabilitási feltétel teljesítést nem a monetáris politika, hanem a dezinflációt alapvető célként kitűző – korábban is eredményes – bérmegállapodások rendszere segítette elő. Ezzel szemben *Szlovákiában az árfolyam- és árstabilitási feltétel együttes teljesítéséhez arra is szükség volt, hogy az ERM2 rendszerben a korona ingadozási sávjának központi paritását – az ECB egyetértésével – kétszer is felértékeljék*. Ez a később csatlakozó országok számára egyrészt precedenst teremtett arra, hogy az árfolyam jelentős nominális felértékelődése/felértékelése (az EU-hatóságok értelmezése szerint) nincs ellentétben az árfolyam-stabilitás követelményével, másrészt egyfajta (gyenge) jelzése annak, hogy az alacsony infláció *fenntarthatóságának* feltételét nem eleve kérdőjelezi meg a dezinflációt kísérő nominális felértékelődés.

A három országnak a nominális árfolyam alakulásához fűződő tapasztalatai azonban az árfolyam- és árstabilitás maastrichti kritériumainak való megfelelés *technikáján* túlmutató kérdéseket is felvetnek. Ezek a *reálárfolyam* – így a nemzetközi ár-, illetve költségversenyképesség – *változásához*, az egyensúlyi reálárfolyam becsült *szintjéhez*, végül pedig a reálgazdasági és *árszintbeli felzárkózás* egymáshoz, valamint a *fogyasztói árindex* eddigi és jövőben várható alakulásához kapcsolódnak.

Nominális- és reálárfolyam-indexek és a reálárfolyam szintje

Az alábbiakban párhuzamosan igyekszünk képet adni a három ország valutájának az eurózóna tagországaival szembeni *nominális* és *reál-effektív árfolyamváltozásáról* az EU Bizottság már korábban is hivatkozott ár- és költség-versenyképességi adatbázisára támaszkodva (lásd a 4.7. ábrát).

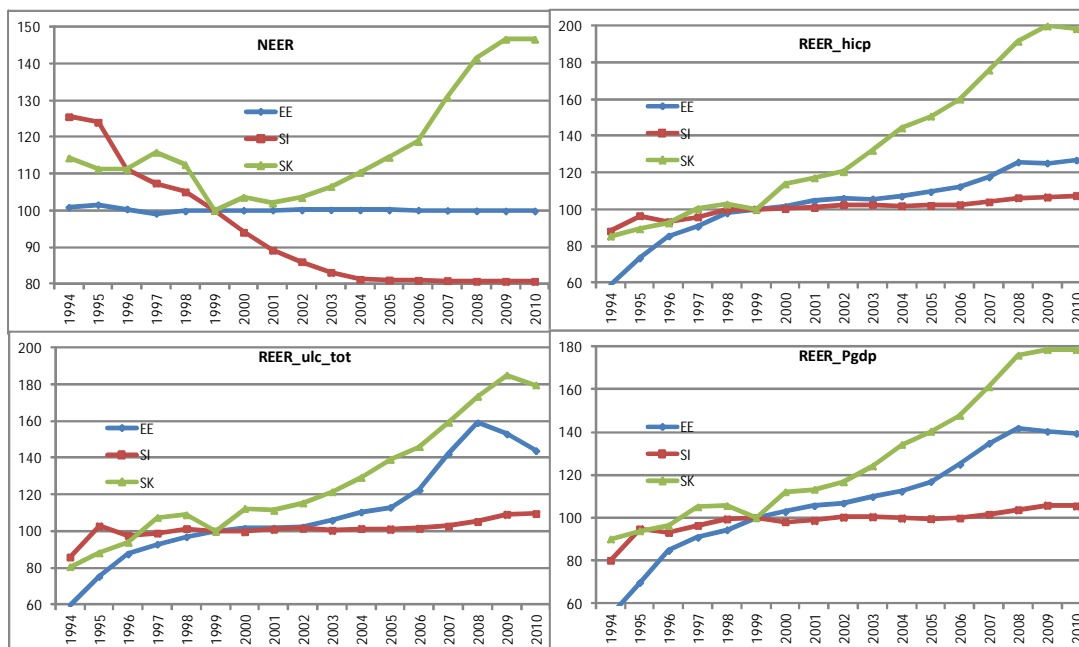
⁵⁴ Szlovénia és Szlovákia tapasztalatainak ismertetésekor támaszkodunk Banerjee – Kozamernik – Odor (2011) tanulmányára, interpretációink azonban nem minden esetben azonosak a szerzőkével.

Az ábra első kockája a *nominális árfolyam* hosszabb távú alakulásának háromféle, alapvetően különböző történetéről tudósít. Észtországban a nominális árfolyam az 1990-es évek közepétől konstans, Szlovéniában viszont 2004-ig folyamatosan (mintegy 35%-kal) leértékelődött, ezután viszont lényegében rögzült. Szlovákiában korábban kisebb volt a leértékelődés, de nagyobbak voltak a kilengések – egészen 2001-ig. Ekkortól folyamatosra vált a valuta nominális *felértékelődése*, amely 2006 és 2008 között (az euró bevezetését megelőző években) határozottan felgyorsult. Az ábra további három kockája arról tájékoztat, hogy e merőben eltérő nominális árfolyamváltozások milyen *reálárfolyam*-mozgásokkal jártak együtt. Két ár-alapú mutatót és egy költség-alapú indikátort mutatunk be, amelyek nagy vonalakban ugyanazt jelzik. Szlovéniában valamennyi mutató jelzése szerint lényegében konstans volt a reálárfolyam a GMU csatlakozásig, azt követően kezdődött meg a reálfelértékelődés. Észtországban hosszabb távon nagyobb, a 2000-es években kisebb volt a valuta reálfelértékelődése, mint Szlovákiában, ellenben a balti országban rendkívül erőteljes volt a fajlagos bércöltség alapú reálárfolyam csökkenése 2008 után.

Különösen a Szlovákiában 2008-2009-ig tapasztalt masszív reálfelértékelődés veti fel a kérdést: *létezik-e olyan támpont, amelyhez képest értelmezni lehet a 2000-es években tapasztalt jelentős elmozdulásokat?* A 80-100%-os emelkedés Szlovákiában, vagy az attól nem sokkal elmaradó felértékelődés Észtországban a versenyképesség végzetes romlását vagy a felzárkózást kísérő egyensúlyi reálfelértékelődést jelez?

4.7. ábra

A nominális árfolyam, valamint a fogyasztói-ár alapú, a nemzetgazdasági fajlagos bércöltség alapú és a GDP deflátor alapú reálárfolyam változása a három országban 1994 és 2010 között (1999=100)



Jelölések: *NEER*: nominális-effektív árfolyamindex; *REER_hicp*: fogyasztói-ár alapú, *REER_ulc_tot*: nemzetgazdasági fajlagos bérköltség alapú; *REER_Pgdp*: GDP deflátor alapú reál-effektív árfolyamindex az euróövezet tagországaival szemben. (Az indexek *emelkedése felértékelődést* jelez).

Forrás: Forrás: DG ECFIN: Price and cost competitiveness

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/data_section_en.htm

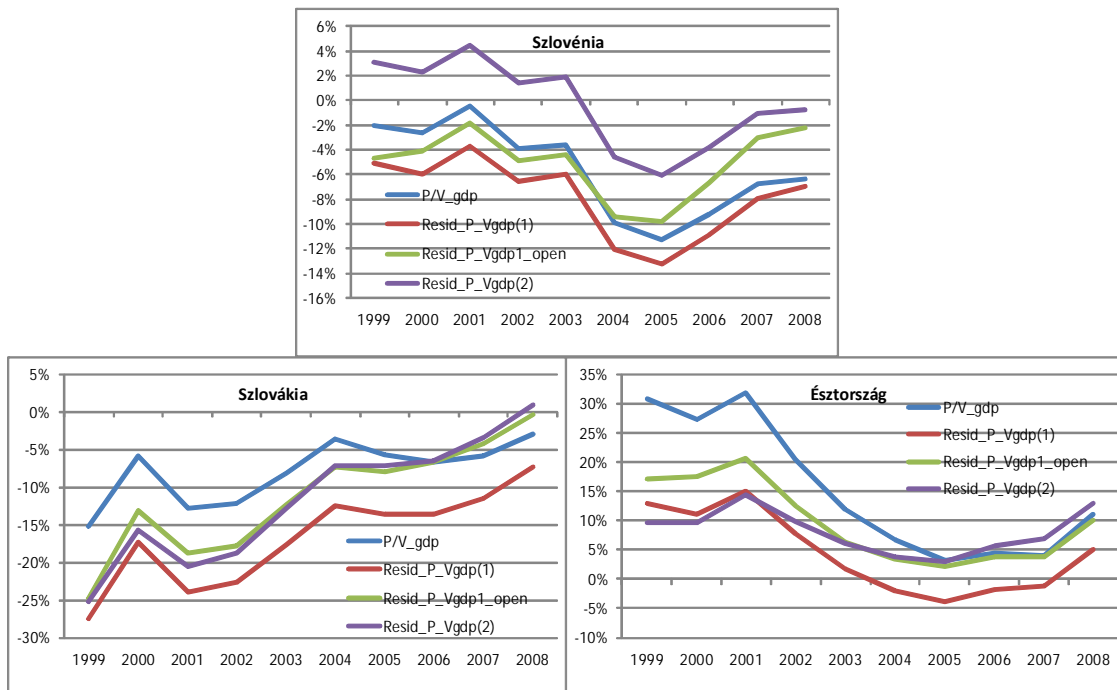
A kérdésre természetesen nem adható egyértelmű válasz: a „makrogazdasági folyamatokkal megalapozott” (vagy „egyensúlyi”) reálárfolyam értelmezésének és számszerűsítésének sokféle megközelítése létezik, s amint korábban szoltunk róla, mindegyikük vitatható. Mégis, a gazdasági fejlettség (GDP/fő) és a relatív GDP-árszint között mutatkozó – Európában különösen szoros – kapcsolat alapján (és viszonylagos egyszerűsége okán) azt a megközelítést részesítjük előnyben, amelyik erre az összefüggésre támaszkodva igyekszik megbecsülni az indokolt/egyensúlyi reálárfolyamtól való eltérés (az „alul”, illetve „túlértékelttség”) mértékét.⁵⁵

A 4.8. ábrán szereplő indikátorok közül *P/V_gdp* a relatív árszint és a relatív fejlettség aránya (ehhez az alapinformációk 4.1. ábrán láthatók; a mutató azonos azzal, amelynek alapján a korábban GIPS-országok reálárfolyam-szintjét vizsgáltuk). A másik három (*Resid_...*) pedig a relatív árszintet a relatív fejlettséggel, illetve a gazdasági nyitottsággal is magyarázó – az EU-tagországaira vonatkozó és az 1999-2008-közötti időszakot lefedő – háromféle panel-regressziós becslés maradéktagja.⁵⁶

⁵⁵E megközelítés indoklásáról és az erre támaszkodó eredményekről lásd pl. Rodrik (2008) és Podkaminer (2010).

⁵⁶A részletekről lásd Oblath-Palócz [2011].

**Alternatív becslések a valuták alul/túlértékelttségére
(eltérés az „indokolt” szinttől százalékban)**



Forrás: saját számítások Eurostat alapján. A negatív értékek alulértékeltiséget jeleznek. A mutatók többségének jelzése szerint:

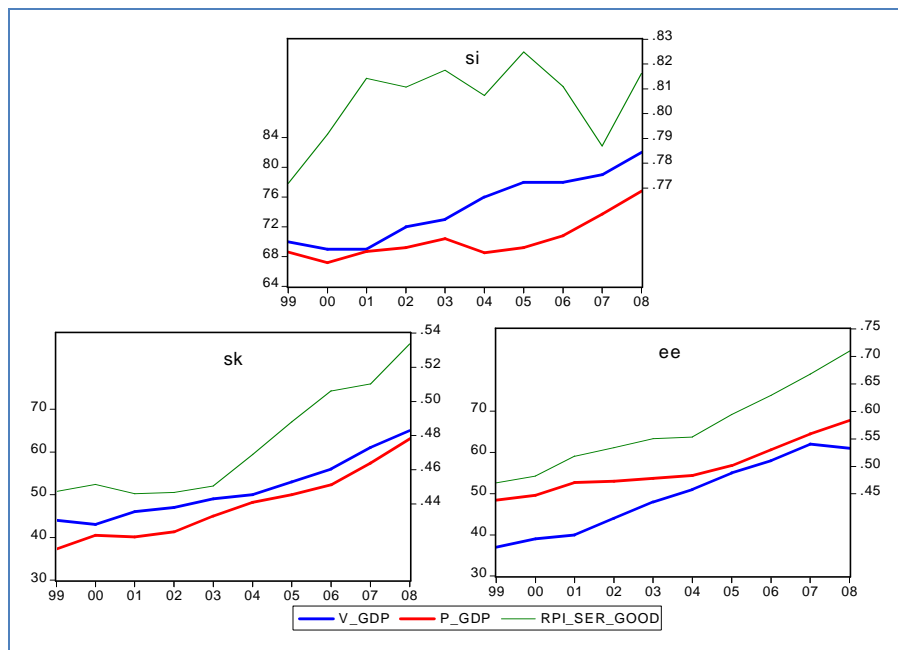
- *Szlovénia* enyhén alulértékelt szintről indult 1990-es évek végén (egy mutató jelez enyhe túlértékeltiséget). Az 2005-ig az alulértékelttség mértéke fokozódott (megléte egyértelművé vált), és a GMU-csatlakozást követő felértékelődés nyomán sem szűnt meg.
- *Szlovákia* valutáját viszont *erős alulértékelttség* jellemezte a 2000-es évek elején, ami magyarázatot ad arra, hogy a korona nagyfokú nominális felértékelődése miatt nem járt hátrányos reálgazdasági következményekkel: a folyamat a kezdeti alulértékelttség mérséklődését mozdította elő. (2008-ra azonban az alulértékelttség lényegében megszűnt, illetve a korábbi évekkal összehasonlítva sokkal enyhébbé vált.)
- *Észtország* este pedig bizonyos értelemben a szlovák történetnek az inverze: azt példázza, hogy egy kezdeti jelentős *túlértékelttség* rögzített nominális árfolyam mellett is – kellően erős kínálat-oldalai növekedési impulzusok és visszafogott árszint-felzárkózás esetén – „kinőhető”. Ez azonban nyilván azon alapult, hogy az ország a valutatábla-rendszer stabilitását minden más gazdasági cél elé rendelte, s gazdaság valamennyi intézménye, általános működési módja is alkalmazkodott ehhez a korláthoz. (Ez a valódi érv annak alátámasztására, hogy Észtország érett volt a GMU-csatlakozásra, nem pedig az, hogy technikailag teljesítette a maastrichti

kritériumokat). Mindamellett, az ábrán azt is láthatjuk, hogy a gazdasági túlfűtöttség időszakában a túlértékeltség csökkenése felé mutató határozott irányzat megfordult.

A 4.8 ábra arról adott hozzávetőleges információt, hogy milyen irányban és nagyjából mennyire térhetett el a *tényleges* reálárfolyam a *becsült egyensúlyi reálárfolyamtól* a három országban. Ezen túllépve azonban, az is fontos kérdés, hogy milyen tényezők mozgatják a valuták reálfelértékelődést (vagyis a *tényleges reálárfolyam* változását, amiről a 3.7. ábra tudósított). A 4.9 ábra alapján úgy tűnik, hogy *Észtországban és még inkább Szlovákiában a szolgáltatások az áruk közötti arány-eltolódás áll a folyamat háttérében (ezt „feltárult” Balassa-Samuelson hatásnak nevezhetjük* ⁵⁷), Szlovéniában viszont a két csoport közötti arány-változásnak láthatóan nincs közvetlen köze a GDP relatív árszintváltozásához.

4.9. ábra

Reálgazdasági és árszint - konvergencia (bal tengely, EU15=100) és a „feltárult” BS-hatás (a szolgáltatások árszintje az árukhoz viszonyítva, jobb tengely)



Jelmagyarázat: V_GDP: GDP/fő vásárlóerő-paritáson (EU15=100); P_GDP: a GDP relatív árszintje (vásárlóerő-paritás/árfolyam, EU15=100); RPI_SER_GOOD: a szolgáltatások és az áruk relatív árszintje (jobb tengely).

Forrás: Eurostat és saját számítás

Szlovénia és a másik két ország közötti különbség arra utal, hogy alacsonyabb fejlettségi szintek mellett erőteljesebb lehet a reálfelzárkózáshoz kapcsolódó belföldi *árszerkezeti* változás, amely a *fogyasztói árak emelkedésének* relatív ütemét is befolyásolhatja. Az

⁵⁷ A Balassa Béla (1965) nevéhez fűződő „feltárult komparatív előny” fogalmának analógiájára, akkor beszélhetünk „feltárult Balassa-Samuelson hatásról”, ha feltételezzük, hogy a statisztikailag kimutatott, és az elméletből következő jelenségnek az elmélet által feltételezett tényezők/okok állnak a háttérében. Magukkal a tényezőkkel itt nem foglalkozunk.

alábbiakban a három ország reálgazdasági felzárkózása és fogyasztói inflációja kapcsolatát tekintjük át.

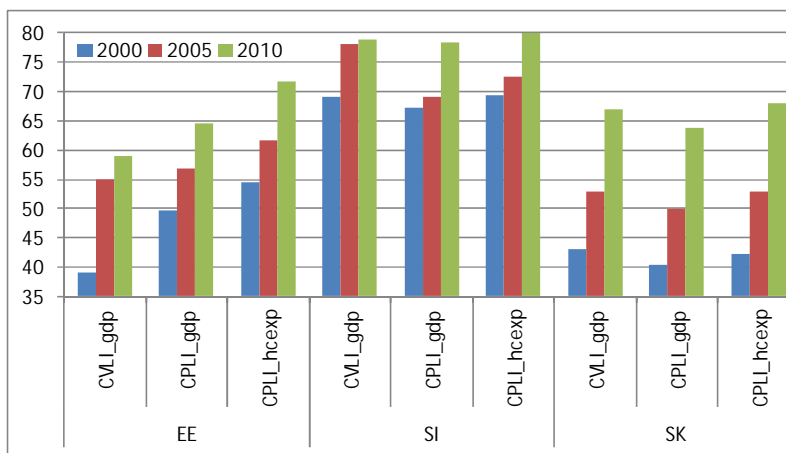
Reálgazdasági, árszintbeli konvergencia és relatív fogyasztói infláció

A reálgazdasági konvergencia és a fogyasztói infláció kapcsolata az euróövezeti csatlakozást követően azért válik fontos kérdéssé, mert az árfolyam elvesztése miatt a reálfelzárkózást kísérő (egyensúlyi) árszint-felzárkózás csak *a fejlettebb országokénál gyorsabb* GDP-árszint emelkedésben ölthet testet, ez utóbbi pedig magasabb *fogyasztói árindexhez* vezethet. Ez esetben pedig – amint már láthattuk – *a közös euróövezeti kamatszint túl alacsony, vagy akár negatív reálkamatot is eredményezhet*, a megismert kedvezőtlen makrogazdasági következményekkel (túlfűtöttség, buborékok kialakulása, túlzott külső egyensúlyhiány stb.). Azt persze nem tudhatjuk, hogy a jövőben hogyan alakul az országok gazdasági növekedése a fejlett országokhoz viszonyítva, de a múltban tapasztalt összefüggések alapján néhány következtetést levonhatunk.

Abból indulhatunk ki, hogy amíg egy ország saját valutával rendelkezik, és rugalmas árfolyamrendszert tart fenn, a fogyasztói árak emelkedését igen jelentős közgazdasági-fogalmi távolság választja el a reálgazdasági konvergenciától.⁵⁸ A reálfelzárkózás ugyanis a GDP árszint-felzárkózásával áll közvetlen kapcsolatban, ettől viszont általában különbözik a háztartások vásárolt fogyasztásának árszintje (annak felzárkózása). Ez utóbbi pedig két további áttételen keresztül kapcsolódik a fogyasztói árindexhez: az egyik a *nominális árfolyam változása*, a másik pedig a vásárolt fogyasztás vásárlóerő-paritásának meghatározásához használt árukosár összetételének eltérése attól, amely a fogyasztói árindex meghatározására szolgál. Mielőtt azonban a változásokról szólnánk, a szintek alakulását célszerű bemutatni (lásd a 3.10. ábrát).

⁵⁸ Lásd erről Égert (2007) alapos elemzését.

Szintek: relatív reálfejltség (GDP/fő), relatív GDP-árszint és a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintje 2000-ben, 2005-ben és 2010-ben (EU-15=100)



Jelmagyarázat: CVLI_gdp (comparative volume level index): a GDP/fő vásárlóerő-paritáson ; CPLI_gdp (comparative price level index): a GDP relatív árszintje; CPLI_hcexp: a háztartások fogyasztási kiadásának relatív árszintje

Forrás: Eurostat

Az ábra az Eurostat vásárlóerő-paritásokon alapuló adatbázisa alapján ad képet az EU15-höz viszonyított GDP/fő volumene, a GDP-árszintje és a háztartások fogyasztási kiadásainak árszintje alakulásáról a 2000-es évek elején, közepén és végén. Mindenekelőtt az induló szintek között mutatkozó különbségre hívjuk fel a figyelmet. *Észtországban* a 2000-es évek elejének 40% alatti relatív fejlettségéhez mintegy 50%-os relatív GDP-árszint és 55%-os relatív fogyasztói árszint tartozott – a viszonylag magas árszint alapján jutottunk arra a következtetésre, hogy ekkor az ország valutája alighanem túlértékelt volt (lásd a 3.8. ábrát és a kapcsolódó magyarázatot). *Szlovákiában* fordított volt a helyzet (a relatív GDP árszint nagyobb, a fogyasztói árszint kisebb mértékben, de elmaradt a relatív fejlettségi szinttől), *Szlovéniában* pedig viszonylagos harmónia jellemezte a fejlettség és az árszint mutatóit.

A 2000-es évek közepére két országban jelentősen megváltozott a kép: *Észtországban* a jelentős reálfelzárkózást sokkal enyhébb árfelzárkózás kísérte, így a kezdeti diszkrépancia (legalábbis a GDP-árszintet tekintve) csaknem megszűnt. *Szlovéniában* a reálfelzárkózás mértékéhez viszonyítva ugyancsak csekély volt az árszint-felzárkózás, ez azonban arra vezetett, hogy a GMU-csatlakozást megelőző időszakban mind az általános, mind pedig a fogyasztói relatív árszint lényegesen alacsonyabbá vált, mint amit a gazdaság fejlettsége indokolt volna. *Szlovákiában* viszont – gyors reálfelzárkózás mellett – *nemcsak az évtized közepén, hanem a végén* (az euró bevezetését követő évben is) is sikerült fenntartani a reálfejlettség és a relatív árszint közötti kezdeti, egészében harmonikusnak tekinthető arányokat. A kezdetihez hasonló arányok álltak vissza Szlovéniában is, de úgy, hogy a

minimális reál-konvergenciát jókora árszint-emelkedési többlet kísérte. Észtországot is az évtized elejét jellemző arányok jellemezték az évtized végén: a reálfejlettséghez viszonyítva ismét igen magasra emelkedett az általános és a fogyasztói árszint.

Ezen a ponton érdemes a 4.10. ábrától kissé hátrébb lépni, és az egyes országok konkrét tapasztalataitól függetlenül átgondolni, hogy miről is szólnak a bemutatott indikátorok. A *GDP árszintjének* az ország fejlettségi szintjéhez viszonyított eltérése valutájának alul/túlértékelttségéről, közvetve pedig nemzetközi versenyképességéről ad egyfajta makrogazdasági szemléletű – elismerten kiegészítésre szoruló – információt. A kettő arányának változása pedig az árversenyképesség változásának egyik mutatójaként is kezelhető. Ezzel szemben a fejlettebb országokhoz viszonyított relatív *fogyasztói árszint* változásának nincs közvetlen kapcsolata a versenyképességgel. Ez arról adhat tájékoztatást, hogy egy valutaövezeten belül a monetáris kondíciók hozzávetőlegesen milyen fokú lazulásával járhat együtt a fejlett országokénál gyorsabb infláció (okkal feltételezve, hogy a közös nominális kamat a fejlettebb országok inflációjához igazodik).

Szlovénia fejleményei mindezekre jó illusztrációként szolgálnak. Az ország a nemzetközi versenyképesség szempontjából kedvező (alacsony) árszinten csatlakozott a GMU-hoz, de ezzel relatív fogyasztói árszintjét is leszorította, amely a csatlakozás után gyorsan emelkedni kezdett: ez is hozzájárult a gazdaság túlfűtöttségéhez a csatlakozást követően.

Ez a tapasztalat a mellett szól, hogy az a korábbi elképzelés, amely szerint egy ország akkor jár jól, ha lehetőség szerint alulértékelt árfolyamon csatlakozik az euróövezethez, felülvizsgálatra és kiegészítésre szorul. Az alulértékelttség kétségkívül kedvez a versenyképességnek, de mivel az árszint csak a fejlettebb országokénál *gyorsabb inflációval tudja behozni a gazdaság reálfejlettségéhez viszonyított lemaradását, az így adódó alacsony/negatív reálkamat ugyancsak alááshatja a makrogazdasági stabilitást.* (Ezzel együtt, a nemzetközi példák azt támasztják alá, hogy az alulértékelttség és a túlértékelttség közül az utóbbi a rosszabb, hiszen saját árfolyam nélkül sokkal nehezebben korrigálható.)

Tekintsük végül a három országnak a reál-fejlettségi és árszint-mutatók *változásához* kapcsolódó tapasztalatait a 2000-es években: milyen út vezetett a relatív gazdasági növekedéstől a (reálgazdasági felzárkózástól) az árszintfelzárkózáson és az árfolyamváltozáson keresztül a relatív fogyasztói árindexig?

A 4.11. ábrán egyrészt a fentiekben ábrázolt mutatók változása látható (*dCVLI_gdp*: a GDP/fő relatív reál-szintjének; *dCPLI_gdp*: a GDP relatív árszintjének; *dCPLI_hcexp*: a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének *változása* az EU15 átlagához viszonyítva – az utóbbi kettő természetesen euróban mérve). Másrészt feltüntettük a belföldi valuta árfolyamváltozását (*dE*: az emelkedés leértékelődést, a süllyedés felértékelődést jelez),

továbbá a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének változását ($dPPP_hcexp$) és a relatív fogyasztói árindexet ($Rel\ HICP$) *belföldi valutában* az EU15 átlagához viszonyítva.

A relatív árszintekre (és így változásaikra is) a következő számviteli azonosság áll fenn:

$$PPP_hcexp/E=CPLI_hcexp,$$

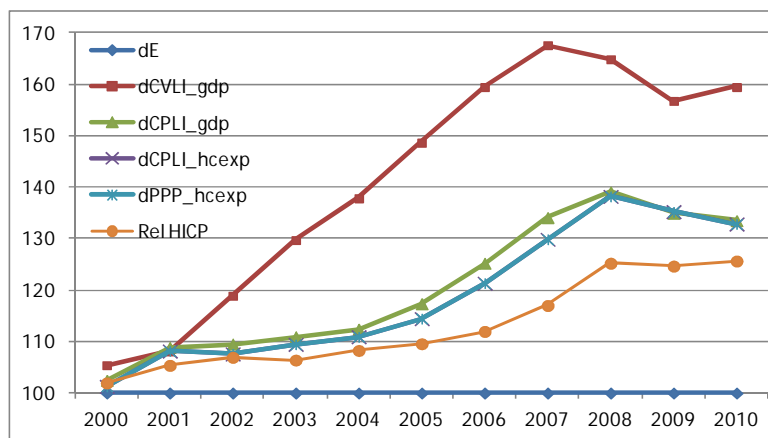
vagyis a relatív fogyasztási kiadás vásárlóerő-paritása (=belföldi valutában kifejezett relatív árszintje) és az árfolyam aránya adja meg az azonos valutában kifejezett relatív árszintet. Azért hangsúlyozzuk, hogy számviteli azonosságról van szó, mert *a külföldi árak, az árfolyam és a belföldi árak változása között létezik közgazdasági kapcsolat is, amely az úgynevezett árfolyam-begyűrés mértékén és időhorizontján múlik*, ezzel azonban itt nem foglalkozunk. Annyit azonban meg kell jegyezni, hogy a nagy/gyors, illetve a csekély/lassú árfolyam-begyűrés esete a múltbeli idősorok pusztán szemlélete alapján nem különböztethető meg egymástól, hiszen ehhez azt kellene tudni, hogy mekkora lett volna a nemzeti valutákban mért relatív infláció (t, t+1 stb. évben) ha az árfolyam nem változott volna.

Először Észtország tapasztalatait mutatjuk be, mivel ez a legegyszerűbb eset (itt az árfolyam változása nem játszhatott szerepet) majd Szlovénia és a Szlovákia fejleményeit tekintjük át.

4.11. ábra

Reálgazdasági felzárkózás, árfelzárkózás, árfolyamváltozás és relatív fogyasztói áremelkedés a három KKEU-i EA-tagországban az EU15 átlagához viszonyítva (1999=100)

a) Észtország

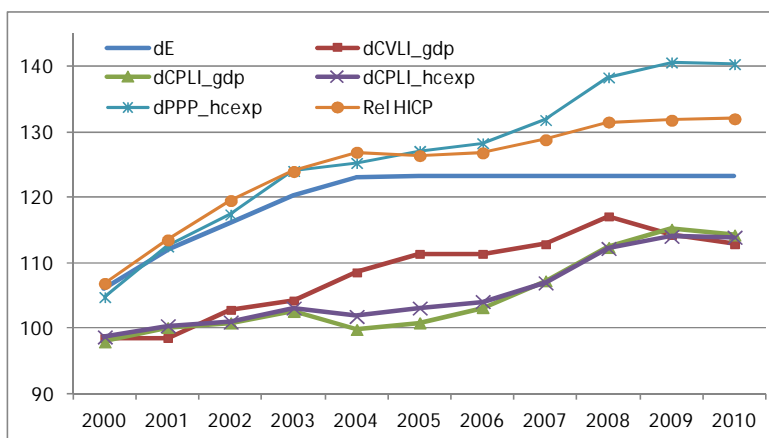


Jelmagyarázat: $dCVLI_gdp$: a GDP/fő relatív reál-szintjének; $dCPLI_gdp$: a GDP relatív árszintjének, $dCPLI_hcexp$: a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének *változása* az EU15 átlagához viszonyítva (euróban). dE : a belföldi valuta árfolyamváltozása (az emelkedés leértékelődést, a süllyedés felértékelődést jelez). $dPPP_hcexp$: a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének változása, $Rel\ HICP$: a fogyasztói árindex *belföldi valutában* (mindkét utóbbi az EU15 átlagához viszonyítva).

Forrás: Eurostat alapján saját számítás

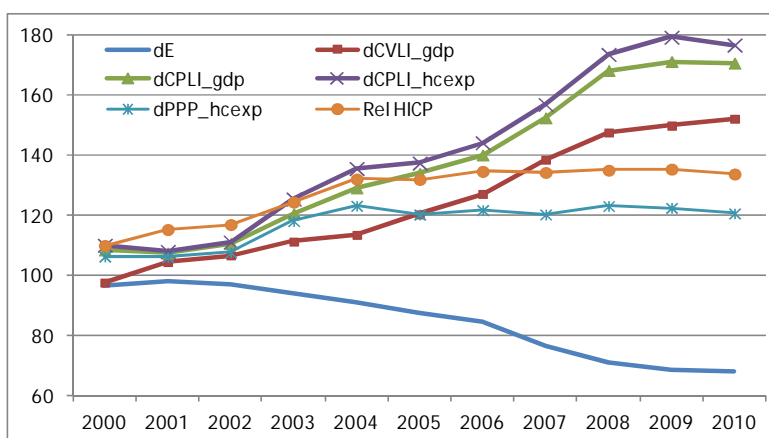
Észtországban a reálfelzárkózás mértékétől nagyon messze elmaradt az árfelzárkózás és az utóbbtól is lemaradt a relatív fogyasztói áremelkedés. Ez alapvetően két tényezővel magyarázható. Egyrészt, a 2000-es évek elején rendkívül magas volt a relatív árszint, s az időszakot jórészt ennek korrekciója jellemezte. Másrészt a növekedést jelentős külső egyensúlyhiány kísérte, amely leszorította a belföldi áremelkedést. A relatív fogyasztói árindex és a másik két árszint-változási mutató közötti eltérés a gazdaság túlfűtöttségének időszakában tágul, utána pedig egyértelműen szűkül, aminek fontos oka lehet, hogy a gazdaság túlfűtöttségét is jelző ház/lakás-árak az utóbbiakban szerepelnek, az előbbiben viszont nem. *Ezzel együtt, a GMU-csatlakozás idején igen jelentőssé vált a reálfelzárkózás viszonyított árszintbeli lemaradás, ami további gyors árszintbeli felzárkózást/inflációt vetít előre* (ez már meg is valósult, lásd a 4.4. ábrát).

b) Szlovénia



Szlovénia fejleményei csak 2004 után hasonlíthatók közvetlenül össze Észtországéval – ekkortól vált stabilá a nominális árfolyam. Addig a valuta folyamatosan leértékelődött, s nagyon szoros volt a kapcsolat a reálgazdasági és árszint-felzárkózás között. 2004-ben azonban a reálgazdasági konvergencia javára nyílt ki az olló (ez volt az euróvezeti csatlakozásra való felkészülésnek és az inflációs kritérium teljesítésének az időszaka). 2006-tól (ekkor vált egyértelművé a GMU-csatlakozás) ismét gyorsul az árfelzárkózás (amely magasabb relatív fogyasztói inflációval is járt), és 2009-re zárul az olló, a relatív fejlettségi szint csökkenésével. Észtországhoz hasonlóan, Szlovénia esetében is megfigyelhető, hogy a háztartási fogyasztás relatív árszintje gyorsabban emelkedett a relatív fogyasztói árindexnél, ami itt is azt valószínűsíti, hogy a gazdaság túlfűtöttségének hatásai főként az előbbiben mutatkoznak meg.

c) Szlovákia



Végül Szlovákia azt példázza, hogy gyors reálgazdasági konvergencia mellett a nemzeti valuta nominális felértékelődése messzemenően kihasználható a relatív fogyasztói árindex stabilizálására, ha a valuta kezdetben alulértékelt (az alulértékeltségre vonatkozó jelzésekről lásd a 3.8 és a 3.10. ábrát). Az azonos valutában mért árszint-konvergencia úgy tartott lépést a reál-felzárkózással, hogy a valuta folyamatosan erősödött. Eközben – 2004-től kezdve – nemcsak a relatív fogyasztói árindex, hanem a háztartási kiadások relatív árszintje is stabilizálódott, amely – a másik két ország hasonló mutatóival egybevetve – azt jelzi, hogy itt nem alakult ki a máshol tapasztalt gazdasági túlfűtöttség (ingatlanár-buborék). Mi több, az ország kezdeti tapasztalatai az eurózónán belül kedvezőek Szlovéniával összehasonlítva: nem következett be az infláció gyorsulása és a versenyképesség mutatói sem romlottak számottevően. Ehhez persze nyomban hozzá kell tenni: Szlovákia a legsúlyosabb visszaesés évében vezette be az eurót, továbbá – a lassú árfolyam-begyűrés folytán – még érvényesült a korábbi felértékelődés hatása, s mindkét átmeneti tényező egyértelműen leszorította az árak és a bérek emelkedését. Éppen ezért nagy kérdés az eddigi folyamatok fenntarthatósága. Ha a gazdaságban ismét gyors növekedés (reál-konvergencia) bontakozna ki, amire egyébként az országnak jók az esélyei, az árszint-konvergencia csak az euróövezeti átlagnál gyorsabb inflációval valósulhat meg, amelynek makro-stabilitási kockázatait mindenképpen kezelni kell majd.

4.2 A CSATLAKOZÁST KÖVETŐ NÉHÁNY TAPASZTALAT ÉS TANULSÁG

A GMU-csatlakozást követő időszakra vonatkozó érdemi tapasztalatok egyedül Szlovénia esetében állnak rendelkezésre, amely öt évvel ezelőtt vezette be az eurót. Az ország kezdeti tapasztalatai korántsem kedvezőek, ezek megértéséhez azonban fontos tudni, hogy Szlovénia az euróövezet utolsó igazán jó évében, 2007-ben vált a valutaövezet tagjává – akkor, amikor például Spanyolország és Írország hitelezési expanzió alapuló gazdaság fellendülése még

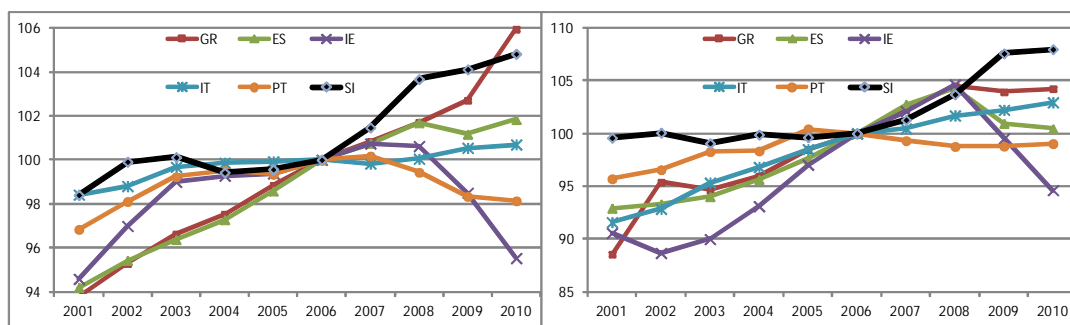
tartott. Ez utóbbi országok példái nyilván vonzóak voltak, hiszen azt üzenték: az euróvezeti tagság automatikusan csökkenti a kamatokat/hozamokat és jelentősen gyorsítja a növekedést. Akkor még nem lehetett tudni, hogy e mások elé jó példaként állított országok felgyorsult növekedése hamarosan kipukkanó buborékokon alapul, és az addig példás fiskális prudenciát néhány éven belül az állam súlyos finanszírozási nehézségei követhetik.

A történeteket utólag rekonstruálva, úgy tűnik, hogy *Szlovénia korábban rendkívül óvatos, stabilitásra törekvő (gazdaság-) politikusai, csakúgy, mint a velük addig együttműködő érdekképviselői szervezetek, az eurózónához történt csatlakozást követően egyszerűen elvesztették a veszélyérzetüket.* A maastrichti kritériumoknak való megfelelés közös szándéka fontos kontrollt jelentett, ám a sikeres csatlakozást követő kollektív megkönnyebbülés arra vezetett, hogy éppen akkor szűnt meg az addig rendkívül hatékonynak bizonyult bérmegállapodás rendszere, amikor – a saját valuta és így az árfolyamváltozás lehetőségének elvesztése folytán – igazi szükség lett volna rá.

Az euró bevezetését követően az *infláció felgyorsult* (ez összefügghetett az alulértékelt csatlakozási árfolyammal is), és az addig rendkívül stabil makrogazdasági fundamentumokkal bíró Szlovénia szinte mintaszerűen csúszott bele abba a – saját monetáris politika nélkül nehezen kezelhető – problémahalmazba, mint például Spanyolország: az infláció gyorsulása, alacsony reálkamat, hitelezési buborék, külső egyensúly-romlás, majd súlyos recesszió. (A párhuzam annak ellenére is áll, hogy a két ország mérete, nyitottsága és egyéb adottságai jelentősen különböznek).

Az, hogy Szlovénia *stabilitását* tekintve lényeges változás történt a GMU-csatlakozást követően, jól látható a fogyasztói-ár, valamint a makrogazdasági fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam-index alakulásán. A 4.12. ábra világosan mutatja, hogy az ország 2006-tól kezdve még a GIIPS országokkal szemben is veszített ár-, illetve nemzetgazdasági szintű költség-versenyképességéből, holott egészen addig rendkívül gondosan őrködött relatív ár- és költségintjének stabilitásán. (Hozzá kell azonban tenni: a relatív költségemelkedés a gazdaság egészét jellemzi; a feldolgozóipari költség-versenyképesség nem romlott számottevően – e tekintetben a helyzet hasonlít Írországhoz, lásd a 3. fejezet 3.5. ábráját.)

Szlovénia fogyasztói-ár alapú és nemzetgazdasági fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam-indexe a GIIPS országokkal összehasonlítva (2006=100)*/



*/Reálárfolyam-változás az euróövezet országainak átlagához viszonyítva; a mutatók értékének emelkedése a versenyképesség romlását jelzi. Forrás: DG ECFIN: Price and cost competitiveness database alapján saját számítás

A válság Szlovénia államháztartásának és bankrendszerének stabilitását is megrendítette (az államadósság/GDP ráta 2008 és 2010 között 28%-ról 41%-ra emelkedett), de e tekintetben Európa országai többségének sorsában osztozik. A költségvetési egyensúly felborulása aligha köthető az euróövezeti tagsághoz, a bankrendszer megrendülése azonban igen, hiszen a GMU-csatlakozás nyomán bontakozott ki a túlzott, és fenntarthatatlannak bizonyult hitelexpanzió. Nehéz megmondani, hogy az *akkori* információk birtokában Szlovénia elkerülhette-e volna – szerencséjére rövidnek bizonyult – fellendülés-visszaesés ciklusát, *két tanulság* azonban az ország példája alapján leszűrhető.

Az egyik roppant egyszerű: bár kétségtelenül *jobb alul-, mint túlértékelt árfolyamon csatlakozni* az euróövezethez, az előbbi *hátulütője az infláció gyorsulása* lehet az euró bevezetését követően.

A másik, és sokkal fontosabb, a *béralakulás koordinációjához kapcsolódik*. Az euró bevezetésével együtt *nem megszüntetni, hanem megerősíteni* kell azokat az intézményeket és mechanizmusokat, amelyek előmozdíthatják a *nemzetgazdasági szintű* termelékenység és a bérek alakulása közötti összhangot – különösen egy olyan országban, amelyben az alacsony inflációnak nincsenek évtizedekre visszanyúló hagyományai. (Láthattuk, hogy Szlovéniában a 2000-es évek elején még 8-9% körül alakult az infláció.) Azzal egyidejűleg, hogy egy ország *örökre* lemond arról a lehetőségről, hogy a valutaárfolyam változása révén korrigáljon makrogazdasági egyensúlyhiányokat – s az euró bevezetésével pontosan erről a lehetőségről mond le –, ki kell alakítania azokat a mechanizmusokat is, amelyek megelőzik az árfolyamváltozást szükségessé tevő folyamatok kialakulását. Véleményünk szerint e mechanizmusok között kitüntetett szerepe lehet a nemzetgazdasági szintű bérmegállapodások rendszerének, amely Szlovéniában rendkívül hatékonynak bizonyult, hiszen alapvetően passzív árfolyampolitika mellett, és lényegében növekedési áldozat nélkül segítette elő a 2006-ig tartó, folyamatos dezinflációt.

A szlovák és a szlovén euró-felkészülési tapasztalatokat összehasonlító tanulmányukban a Banerjee-Kozamernik-Odor [2011] szerzőhármas „ironikusnak” nevezi, hogy „Szlovéniában a háromoldalú bérmegállapodások éppen 2006-ban, az euró-csatlakozás előtt szűntek meg, és a munkáltatók és munkavállalók közötti szektorális bérmegállapodások váltak meghatározóvá”. Majd arról számolnak be, hogy „...e változást követően, 2008-2009-ben megfordult a korábbi minta, és a termelékenység emelkedésénél gyorsabbá vált a reálbér-emelkedés”. A magunk részéről ezt nem ironikusnak, hanem tragikusnak tartjuk, hiszen azt jelzi, hogy Szlovéniában a társadalmi partnerek egyáltalán nem értették meg, hogy milyen következményekkel jár, illetve milyen korlátokhoz való alkalmazkodást igényel az ország euróövezeti tagsága.

Szlovákia GMU-tagságának tapasztalatairól nemcsak azért nehéz érdemi megállapításokat tenni, mert az ország csupán három éve tagja az eurózónának, hanem azért is, mert sajátos körülmények között, a 2009. évi recesszió idején vezette be az eurót. Az euró-bevezetésre való felkészülés időszakában kétségkívül igen ügyes monetáris politikát folytatott, a valuta felértékelődése mellett (de a jelentősebb túlértékeltiséget megakadályozva) érte el a maastrichti inflációs feltételeket. Eközben költségvetési stabilitásra törekedett, és sikerült elkerülnie a túlzott hitelexpanziót, továbbá a (nem euróban való) devizahitelezés elterjedését is. Mindamelllett, a válság – az eurózónához történt csatlakozástól teljesen függetlenül – ráirányította a figyelmet Szlovákia költségvetésének rendkívüli sebezhetőségére. *A gyors gazdasági növekedés elfedte a költségvetés szerkezeti problémáit, amelyek a válság nyomán kerültek felszínre.* Az euró bevezetésének évében a GDP 8%-ára nőtt az államháztartási deficit, amit okkal lehetett a gazdaság visszaesésével magyarázni, csak hogy a hiány a gazdaság élénkülése nyomán sem mérséklődött számottevően.

Az ország kezdeti tapasztalatai kedvezőbbek, mint Szlovéniában voltak az euró bevezetést követő harmadik évben. Az infláció és a béremelkedés nem gyorsult fel, ám ez két fontos körülményhez köthető: a bevezetés évében tapasztalt gazdasági visszaeséshez, és ahhoz, hogy az árfolyam-begyűrés hatása éveken át tartott (talán még ma is hat). Egyelőre nem ítélni meg, hogy az ország hosszabb távú fejlődéséhez a korábbinál kedvezőbb feltételeket biztosít-e az euróövezeti tagság. A kilátások megítélése szempontjából azonban biztató, hogy Szlovákia olyan időben vált az európai valutaövezet tagjává, amikor bőséges tapasztalatok halmozódtak fel arról, hogy miképpen romolhatnak el a dolgok a GMU-csatlakozást követően. Ezek az ismeretek Szlovénia csatlakozása idején nem állhattak rendelkezésre, Szlovákia viszont támaszkodhat rájuk, s ez lehetőséget ad arra, hogy egyes korábban megvalósult kockázatokat elhárítson.

Mindezek ellenére, nyitott kérdés, hogy amennyiben Szlovákiában ismét kibontakozik a gyors reálgazdasági konvergencia, akkor a gazdaságpolitika hogyan kezeli majd az eurózónáét meghaladó infláció következményeit. Az elkövetkező években erre figyelniünk

kell, hiszen a Szlovákiában alkalmazott megoldások fontos támpontokat kínálhatnak a valutaövezet majdani tagországai, így Magyarország számára is.

Észtország GMU-csatlakozását illetően még nincsenek értékelhető tapasztaltatok, de az euró bevezetése az ország számára valószínűleg nem jár lényeges változásokkal. Az ország ugyanis *az eurózónán kívül* nemcsak átélte, de a valutaövezet tagországaiban megszokottnál erőteljesebb módszerrel – úgynevezett „belső leértékeléssel”, vagyis számottevő nominális bércsökkenésekkel – kezelte is azokat a makrogazdasági feszültségeket, amelyeket a saját valuta (és így a módosítható árfolyam) feladásával kezelhetetlennek szoktak tekinteni. Ez azonban egyáltalán nem követendő példa, hanem erős figyelmeztetés: a „belső leértékelés” recesszió idején drasztikusan fokozza a gazdasági visszaesést, ezért egy olyan országnak, amely saját valutájának feladására készül, mindent meg kell tennie avégett, hogy megelőzze a „belső leértékelés” kényszerét.

5. AZ EU ÉS AZ EURÓÖVEZET SZABÁLYOZÁSI ÉS INTÉZMÉNYI KÖRNYEZETÉNEK VÁLTOZÁSAI

A válság rávilágított, hogy a *Stabilitási és Növekedési Egyezmény* (SGP), mint a legfőbb euróövezeti szabályozó-mechanizmus, *elégtelen* a makro- és pénzügyi stabilitás biztosítására. A fegyelmezetlenségre hajló tagországok számára az alkalmazott eljárások (a korai figyelmeztetés, a potyautasok kiszűrése, a többoldalú ellenőrzés, a többi tag morális ráhatása és az esetleges büntetés) nem voltak kellőképpen hatékonyak.⁵⁹ A nemzeti fiskális keretek elégtelennek bizonyultak a prociklikus politikák és a felpörgő állami eladósodás elkerülésére, valamint a látens hiányok előzetes kiszűréseire. Ahhoz, hogy az euróövezet fejlődése tartós legyen, állja a versenyt az amerikai gazdasággal, s a közös valuta integrációs hatásai kibontakozhassanak tovább, *a gazdaságpolitikai koordináció, a vállalások teljesítésének kikényszerítése illetve a hatékonyabb pénzügyi felügyelet* irányába kellett elmozdulni.

Az uniós szabályozás nem foglalkozott azokkal a feszültségekkel, amelyek egy közös valutaövezet hátrányait bontakoztatják ki a tagországokban. Az SGP szabályrendszerét és eljárásait többször is vizsgálták a hatékonyság szempontjából. A 2005-ben elfogadott felülvizsgálat sok előrelépést jelentett az országspecifikus jellemzők figyelembevételére, és a reformok végrehajthatóságának a segítségével, de a válságmegelőzés, illetve a válság

⁵⁹ Az európai unióban az integrációs folyamat elemzése és ennek megérttetése a tagországokban lemaradt a fejlemények mögött és több országban, majd a tagországok között is komoly politikai feszültségek alakultak ki. Ezek a mai napig erősödnek és miközben hátráltatják a gazdasági konszolidációt, valójában a fenntarthatóságot kérdőjelezik meg. Elemzésük azonban a politikai tudományok területére vezet, kívül esik ennek a tanulmánynak a témakörén.

előrejelzés még az ország-értékelésekkor sem kapott figyelmet, a valutaunió egészét illetően pedig nem merült fel a lehetősége.

Amikor már nincs azonnali megoldás a felpörgő eladósodásra (mint Görögországban), akkor speciális eljárásokra lehet szükség. Az euróövezet működtetésének megtervezésekor azonban nem gondoltak arra, hogy ilyen krízishelyzet bekövetkezhet. Nem készült terv sem arra, hogy hogyan lehet kilépni⁶⁰ („*exit*”), sem arra, hogy hogyan lehet levezetni egy államcsődöt („*default*”) egy olyan közös valutaunióban, ahol nincs közös fiskális politika és federális költségvetés (legalábbis nem olyan, amelynek egy csődhelyzet kezelésére kiterjedne a hatóköre). Ezeknél a feladatoknál rögtönözni kellett a válságkezelőknek.

Mindez arra utal, hogy az euróövezeti krízisben szerepet játszik ugyan, hogy némely ország csalt az államháztartási adatokkal, máshol pedig nem fogták vissza a túlfűtött gazdaságot (gazdaságpolitikai hibákat követtek el), de valójában a rendszerhibáknak legalább annyira szerepe volt a válság eszkalációjában.

5.1. A MŰKÖDÉSI SZABÁLYOK REFORMJA

A válság ráirányította a figyelmet az euróövezeti rendszerszintű problémákra, és elengedhetlenné vált az EU egész irányítási/szabályozási rendszerének átfogó felülvizsgálata. Az átalakítás (amely tanulmány megírásakor még nem zárult le) azt szolgálja, hogy mielőbb pótolják azokat a hiányzó láncszemeket (intézményeket, szabályozást és eljárásokat), amelyek a szuverén adósságválság megoldásához is elengedhetetlenek, ugyanakkor azonban hosszabb távon biztosíthatják az euróövezet fennakadásmentes működtetését jó és rossz időkben egyaránt, s elősegítik az európai integráció fejlődését. A fő jelszó változatlan: a stabilitás és a növekedés⁶¹, de az eredeti SGP elvárásai és eljárásai számos ponton kiegészülnek és a megvalósítás érdekében szigorodik a számonkérés és az ellenőrzés is. Az átalakított európai irányítási rendszerben a makrogazdasági felügyelet eljárásai/intézkedései két csoportba oszthatók: a „*megelőző*” (pre-emptive) és a „*korrekciós*” (corretive) *eljárások/intézkedések*.⁶² Az intézményrendszer kiegészül a válságkezelés feladatára szakosodott eszközökkel.

⁶⁰ A kilépést (*exit*) csak az unióból teszi lehetővé az uniós szabályozás, az euróövezeti kilépés mikéntjére ma egyáltalán nincs lehetőség és így forgatókönyv sincs. A kilépés szabályozását illetően nem csupán arról lehet szó, hogy egy ország ki szeretne lépni valamilyen okból. Egy ilyen „önkéntes” kilépésnek is beláthatatlan következményei lennének, már az integráció mai szintjén is, magára az országra nézve és a többi euróövezeti tagra nézve is. Valószínűleg ezért nem is merült fel a lehetővé tétele az uniós szabályok kidolgozásakor. Adódhat azonban olyan helyzet, amikor ki kell léptetni egy országot a közös valutaövezetből. Például, a görög válságnál is felmerült, de mint jövőbeli elrettentő szankció is szóba jöhetne a - végleges vagy átmeneti- kiléptetés, amikor már a mostani válságot sikerül valahogy elrendezni. (Érdekes, hogy Rostowsky [2003] – ma lengyel pénzügyminiszter – már az euróövezet első öt évének ismeretében felvetette ennek a lehetőségét).

⁶¹ Sapir et al. [2003].

⁶² Erről részletesen ír Csermely-Szalai [2011].

A sokszálú átalakítás nem könnyen áttekinthető (lásd a keretes írást), s a megvalósíthatóságával kapcsolatban is felvetődnek kételyek. A keret az úgynevezett *Európai szemeszter*, amibe az összes új uniós eljárás elrendeződik időrendben, s amelynek keretében a nemzeti gazdaságpolitikákat előretekintő módon próbálják meg orientálni az uniós célok felé.

Az Európai Unió irányítási rendszerének elemei

- Euró egyezmény (Euro Pact), ami valójában a „Hat törvény”- nyel (Six Pack) kiegészített Stabilitási és Növekedési Egyezmény.
- Euró Plusz egyezmény (Euro Plus Pact), a gazdaságpolitikai koordinációt támogató pillér.
- Kríziskezelő alapok, mechanizmus: ESFM (European Financial Stabilisation Mechanism)
 - EFSS (European Financial Stability Facility)
 - ESM (European Stability Mechanism)
- Kockázat kezelés, felügyelet.
 - ESRB (European Systemic Risk Board), az EKB vezetésével működő makroprudenciális felügyelő testület.
 - Európai bank- és értékpapírfelügyeletek (EBA, ESMA).
- A pénzügyi szabályozás megerősítése.
 - a fedezeti alapok és a minősítők szabályozása,
 - stress tesztek, prudenciális szabályozás, bankválságok kezelésének szabályozása.
- Az Euró 2020 Paktum. (Euro 2020 Pact) - A felzárkózási, szerkezeti program.
- Egyezmény a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról. (Treaty on Stability, Coordination and Governance (SCG) in the Economic and Monetary Union)

Forrás: Kuenzel [2011] alapján.

Megelőző eljárások/intézkedések (Preventive arm). Ebben a fázisban a makrogazdasági kockázatok felmérése a cél és egy olyan riasztó rendszer kiépítése, ami *időben* figyelmeztet a veszélyekre. (Tehát amikor még van idő az intézkedésre.) Az SGP mellett az EIP eljárásnak, valamint az ESRB jelentéseinek és ajánlásainak lesz nagy szerepe ebben a fázisban.

Korrekciós eljárások/intézkedések (Corrective arm). Amennyiben súlyos kockázat látszik, akkor a tagországnak azonnal hatékony lépéseket kell tenni, amelyek végrehajtását a jövőben az EU főhatóságai szigorúan számon kérik. A szigor növelése érdekében a „hat törvény”-ben meghatározták azokat az eseteket is, amelyeket „fordított szavazás”-sal (reverse voting) kezelnek. Ez azt jelenti, hogy amennyiben egy ország nem teljesíti a korrekciós vállalásait, akkor automatikusan életbe lép a szigorú (pénz)büntetés. Tehát arról kell szavazni, ha az érintett ország kéri és a kialakult helyzet alapján megfontolandónak látszik, hogy *ne* lépjen életbe a büntetés.

5.1.1. Euró egyezmény – a „Hat törvénnyel” kibővített SGP

Az Európai Parlament 2011 október 5-dikén fogadta el azokat a módosításokat, amelyek az Európai Szemeszter keretén belül kiegészítik a korábbi EDP eljárást illetve a gazdaságpolitikai egyeztetés korábbi formáját - a Broad Economic Policy Guideline keretében történő vizsgálatot - kiváltják.

A „Hat törvény” a makrogazdasági egyensúlytalanság és az állami eladósodás mérséklését szabályozza, a nemzeti fiskális keretek kialakítását írja elő, beavatkozást biztosít az uniós hatóságoknak, ha romló kilátásokat észlelnek és szankciókat vezet be a nem-teljesítés esetére.

A törvény elfogadása azért húzódott sokáig, mert egyes tagországok ellenálltak annak a javaslatnak, hogy az uniós hatóságok előre („ex ante”) beavatkozhassanak a nemzeti költségvetés-készítési folyamatba⁶³, tehát már akkor is, ha rossz irányú, fenntarthatatlan folyamatot vélnek kirajzolódni.

A „Hat törvény”-ben foglalt szabályok két alapvető célt szolgálnak.

A fiskális fenntarthatóság érdekében megelőző és korrekciós eljárások (az SGP kiegészítése)

1. A középtávú költségvetési cél (MTO) teljesítése érdekében, megelőző lépésként a közép távú növekedés alapján meghatározott kiadási plafont érvényesítenek, amitől való eltérést kiadáscsökkentéssel illetve bevételnöveléssel kell ellentételezni.
2. A megvalósulást szigorú végrehajtási szabályok segítik, amelyek korrekciót követelnek meg a célt nem teljesítő tagországtól. Amennyiben a korrekció elmarad, akkor a Tanács (fordított szavazással) dönt a bírságról, amely a GDP 0,2%-ának megfelelő kamatozó betét elhelyezése. Azok az euróövezeti tagországok, akik a jövőben hamisan jelentenek adatot, további bírságot fizetnek, ami a GDP 0,2%-a.
3. A túlzott deficit eljárás (EDP) szabályai szigorodnak: a GDP 60%-ánál magasabb adósságot tartó országokban az adósságrátát évente minimum a küszöbértéktől való távolság egy huszadával kell csökkenteni. Ennek elmaradásakor EDP eljárás alá kerül az ország.
4. Az EDP alá került országot a GDP 0,2%-ának megfelelő nem-kamatozó betét elhelyezésére kötelezik. Amennyiben az ország nem tartja be az EDP-ben vállalt kötelezettségét, akkor a betét átalakul bírsággá.

⁶³ Azóta a beavatkozásra még a hat törvényben elfogadottnál is drasztikusabb javaslatok születtek, például a német kancellártól, amelyek sorsa még kétséges az írásmű lezárásakor.

5. Követelménnyé válik „nemzeti költségvetési keretrendszer” kialakítása minden tagországban a megbízhatóság, az átláthatóság és az SGP-vel való konzisztencia biztosítására. Ennek részeként független intézmények (például költségvetési tanács) létrehozására is ösztönöz a törvény.

A makrogazdasági egyensúlytalanság mérséklésére és a versenyképesség javítására irányuló megelőző és korrekciós eljárás (EIP)

6. A túlzott egyensúlytalansági eljárás (EIP: Excessive Imbalances Procedure) keretében:
 - Korai riasztó rendszert alakítanak ki, amely az egyensúlytalanságokat mérő és előrejelző mutatószámrendszeren alapul. Ennek mutatói időben változhatnak a gyakorlat alapján.
 - A megelőző és korrekciós eljárás keretében a Commission ajánlásokat fogalmazhat meg a rendszeres gyakorisággal készülő jelentések alapján már korai fázisban, amikor az fenntarthatatlan pozíciók kialakulása még csak elindul.
 - Egy kétlépcsős eljárás segíti a korrekciót. Először a korrekciós ajánlásokra kerül sor, majd ha ezek nem találnak meghallgatásra, akkor az érintett ország a GDP 0,1%-át köteles kamatozó betétben elhelyezni. Amennyiben másodszor sem teljesülnek az uniós elvárások, akkor a kamatozó betét átalakul bírsággá.

Az EIP eljárás kérdőjelei

Az EIP eljárásban a tagországok külső pozícióját, az ár- és a költség-versenyképességet és az egyensúlyi pozíció alakulását befolyásoló hazai mutatókat vizsgálnak majd rendszeresen. Ez az eljárás az SGP-re alapozott EDP eljárás keretében végzett vizsgálatot egészíti ki és kiváltja a BEPG (Broad Economic Policy Guidelines) keretében készített gazdaságpolitikai értékelést. Az EIP mutatórendszerrel még nem született végleges döntés, egyelőre egy első, nem végleges mutatólista hozzáférhető.

A EIP eljárásban figyelemmel kísért változók

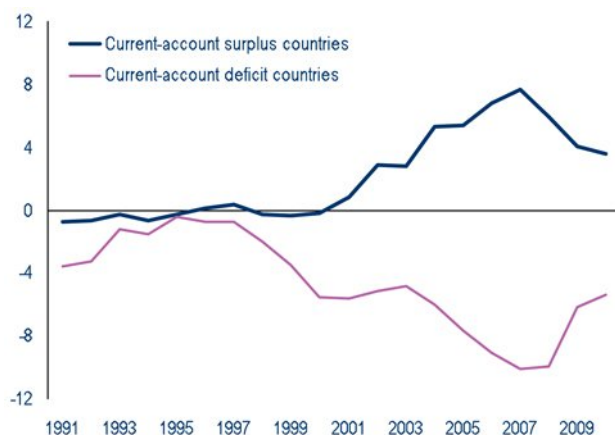
- Folyó fizetési mérleg
- Nettó külföldi eszközök pozíció
- Fajlagos bérköltség alapon számolt reálárfolyam
- GDP deflátor alapon számolt reálárfolyam
- Építőipari reál hozzáadott érték
- A reál lakásárak alakulása
- Hitelbővülés a magánszektorban
- Kormányzati adósságráta

Forrás: European Economy [2010]

Az értékelés alapjául szolgáló mutatólista mellett fontos kérdés azoknak a kritikus értékeknek a megállapítása, ahol majd jelez a riasztó-rendszer. Az biztosnak látszik, hogy más kritikus értékek vonatkoznak majd az euróövezeti tagokra és a saját árfolyamrendszerrel/monetáris politikával rendelkező külső tagországokra. Ugyanakkor kérdéses, hogy az euróövezeti „többletes” és „hiányos” tagokra szimmetrikusan riasszon-e a rendszer, tehát többlet esetén is kelljen-e intézkedni, illetve plusz–mínusz ugyanakkora mértéknél történjen meg a beavatkozás elrendelése (5.1. ábra) Valószínűnek látszik, hogy végül asszimmetrikus lesz a küszöbérték, azaz magasabb lesz a folyó fizetési mérleg többlet esetén az az érték, aminél intézkedéseket kell fogantatosítani, mint a hiánynál. Ez elsősorban Németország érdeke.⁶⁴

5.1. ábra

Az euróövezeti tagországok folyó fizetési mérlegpozíciója 1990-2009-ig



Current-account surplus countries (többletes országok: Németország, Luxemburg, Ausztria, Hollandia); *Current-account deficit countries* (hiányos országok: Görögország, Spanyolország, Írország, Ciprus, Portugália)

Forrás: European Economy [2010]

További kérdés lehet, hogy milyen *ország-specifikus tulajdonságokat* vegyenek figyelembe a riasztási küszöb megállapításánál.⁶⁵ Amennyiben a küszöbértékeket historikus idősorok alapján az euróövezet egészére határozzák meg (ez látszana összhangban lévőknek az eddigiekben érvényesített uniós felfogással), akkor fennáll a veszély, hogy a jövőben, amikor az euróövezet gazdasága teljesen más körülmények között működik majd, mint a pénzügyi válsághoz való felfutás időszakában, gyakoribb/ritkább riasztásra kerül majd sor, mint azt a

⁶⁴ Volt olyan verzió, hogy akkor szól majd a riasztás, ha a folyó fizetési mérleg hiánya túllépi GDP 4,5%-át, illetve többlete túlnőne 6%-on.

⁶⁵ Itt újraéledhet majd az SGP kapcsán folytatott régi vita (amit a pénzügyi válság szorított háttérbe azzal, hogy sokkal súlyosabb problémákat hozott): jól működhet-e a monetáris unió egy egységes küszöbértékkel (3%-os hiányplafon és a 60%-os adósságráta) operáló felügyeleti eljárásra alapozva, vagy jobb lenne országspecifikus küszöbértékeket kijelölni. Ez utóbbiban soha nem sikerült megállapodni a tagországoknak. A maximum az volt, hogy az EDP eljárásban lehetővé tették az országspecifikus tényezők figyelembevételét a 2005-ös SGP revíziót követően.

tényleges helyzet megkövetelné. A fizetési mérlegen kívüli többi mutató esetén még nehezebb lesz majd a kritikus értékek meghatározása.

Mindezért, a „*téves riasztás*” *elkerülésére*, szükségesnek látszik részletes elemzés készítése mindannyiszor, amikor egy fix számérték (GDP arányos hiány illetve többlet) elérésekor „csöng a riasztó”. A kiigazítás előírása nem lehet mechanikus, hanem részletes elemzéssel kell megalapozni az uniós „elvárást”. Kritikus kérdés az, hogy a várhatóan nagyszámú elemzés tartalmi előírásait hogyan sikerül majd sztenderdizálni.⁶⁶

Ebből a szempontból figyelemre méltó, hogy az euró éves fennállását ünneplő kötetben még a négy kohéziós (GIPS) ország divergáló makrogazdasági mutatóit hivatalosan úgy értékelték, mint az egészséges konvergencia folyamat velejárait. A pénzügyi válság kitörését követően nagyjából ugyanazokat a makro adatokat⁶⁷ a piaci elemzők, hitelminősítők és a hivatalos EU elemzések is, *ex post*, mint a *monetáris unió sérülékenységének mutatóit és a szuverén fizetésektelenség veszélyének előrejelzőit interpretálták*. Az EIP vizsgálat tehát nagyon körültekintő vizsgálatot igényel majd. A rossz tapasztalatok sem cáfolták azt, hogy a folyó fizetési mérleg hiányának megnövekedése bizonyos fejlődési fázisokban - például a felzárkózó gazdaságokban - elfogadható. Sőt, ennek visszafojtása káros is lehet az ország fejlődésére nézve. Ezekben az országokban az átmenetileg megnövekedett hiány úgy is tekinthető, mint amire fedezetet nyújtanak majd a jövőbeli többletek. Annak meghatározása azonban, hogy egy adott ország túlbillen-e egy olyan kritikus ponton, ami mögött fenntarthatatlan folyamatok állnak olyan számításokat és elemzéseket igényel, ami az intertemporális költségvetési korlát, a növekedés és a hitelbővülés alakulását részletesen feltárja. (Giavazzi – Spaventa [2010]).

Az új, kibővített szabályrendszer és Magyarország érdekei

Magyarországnak, akárcsak a többi nem „opting out” pozíciójú euróövezeten kívüli tagországnak *be kell tartania az Euró egyezmény* minden elemét, de a betételhelyezési és bírság szankciók nem vonatkoznak majd rá. A magyar esetben ez biztosan csökkenti a mindenkori kormány elkötelezettségét. Szó van róla, hogy a büntetések köre kibővül a kohéziós alapokból kapható támogatás megvonásával, s ez érzékenyen érinthetné a felzárkózó nem euróövezeti tagokat, ha eltérnek az uniós követelménytől.

⁶⁶ Emlékeztet az euróövezet létrehozását követően az Írországon megugró infláció kapcsán kialakult makroelemzési vita. Az egyik fél (az EU hatóságok), a túlfűtöttségre hivatkozva, további fiskális kiigazítás elvárását fontolgatta az akkoriban 5% feletti többletet produkáló ír költségvetésben, míg a másik fél (az európai makroökonómák nagy része) ezt rossz lépésnek tartotta, mert az ír folyó fizetési mérleg is többletet mutatott, s a magasabb inflációt e miatt egyértelműen az ír gazdaság gyors fejlődésével magyarázták. Mindez azt példázta, hogy nehéz gyorsan konszenzusra jutni a makrogazdasági egyensúly, illetve egyensúlytalanság megítélésében.

⁶⁷ Görögország ebből a szempontból kivétel, mert ott kiderült, hogy a kormányzati számlákat jelentősen meghamisították.

A büntető szankciók jelentik egyébként az új szabályok leggyengébb pontját. Nyilvánvalóan elrettentésnek szánják az európai döntéshozók, mint annak idején a Treaty korábbi változatában, csak sokkal nagyobb arzenállal vetnék be. Az EDP eljárás során semmilyen elrettentő erőt nem jelentett a büntetés, az euróövezet több tagországa került EDP alá, mint aki nem és a szankciót végül nem érvényesítették. Most is elgondolkodtató, hogy amennyiben egy ország a jövőben megsérti akár az SGP akár az EIP szabályait, akkor a különböző betétek elhelyezése illetve bírságok érvényesítése még nehezebbé teszi a fiskális pozíció illetve egyensúlytalanság kiigazítását, s ez a prociklikus politikák irányába lökhet több országot is.

Magyarország számára az új a „Hat törvény” betartása – éppúgy, mint az SGP eredeti előírásai – nem jelentenének kényszert, abban az értelemben, hogy egy kiegyensúlyozott felzárkózási pálya követelményei már az eddigiekben is megkövetelték volna a egyensúlytalanságok tartós kiküszöbölését. Sorra véve a kritériumokat belátható, hogy az euró bevezetésétől függetlenül is érdekében állna az országnak a teljesítésük.

Az eladósodottság csökkentésének kötelező mértéke az új szabály szerint évi fél százalékpont lenne⁶⁸, ami egy normális ütemű felzárkózási pálya mentén, fegyelmezett költségvetés-politika esetén Magyarország esetén bőven túl is teljesíthető. Ezt a számítást azonban még akkor készítettük, amikor a kormány 2011. évi adósságcsökkentési terve nem hiúsult meg teljesen a forint árfolyamának a gyengülése miatt. Így hiába volt a magánnyugdíjpénztári állampapírok bevonása az adósságráta (az Eurostat hivatalos adatai szerint 2013 II. negyedévének a végén nagyjából ott áll (82%), ahol az előző –csökkentési követelmény adódik. Ezt a követelményt a 2012-es költségvetés csak látszólag teljesíti. A GDP 2,75%-ában meghatározott hiánycél nem lesz elegendő akkor, ha a gazdaság valóban stagnálás-közeli állapotba kerül. Arra is van reális esély, hogy 2012-ben újból csökken a GDP, amiben lényeges szerepe van az elhibázott gazdaságpolitikának, de az európai dekonjunktúra is közrejátszik. Miközben a gazdaság stagnál az országhoz tartozó magasra nő, s mindez eladósodás-növekedést implikál.

Magyarország számára a „Hat törvény”-nyel kibővített SGP szabályának betartása új korszakot nyithatna. A korábbi két évtized hullámzó és kiszámíthatatlan gazdaságpolitikája helyébe a kiszámíthatóságot és stabilitást vihetné a plusz szabályok betartása. Egyelőre azonban 2011-ben az ország nem tudott kikerülni a 2006 óta fennálló EDP eljárás alól. Tekintve, hogy a 2012-es költségvetésben is komoly rövid távú fenntarthatósági kockázatok vannak, s ugyanakkor az uniós sztenderdek szerint hiányos, mert és nem tartalmaz középtávú kitekintést, az EDP alól való kikerülés esélyei nem túl jók.

⁶⁸ A magánnyugdíj-pénztári megtakarítások felhasználásával 70% közelébe lehetett volna csökkenteni az adósságrátát. A 60% küszöbötől véve tíz százalékpontos eltérés huszadrésze 0,5, ennyi minimális csökkentési követelményt ír elő az új törvény.

Az európai felülvizsgálat *EIP-vel való kibővítése* nem hoz magával olyan követelményt, ami ellentétes lenne a magyar gazdaság kiegyensúlyozott fejlődési pályára való visszaterelésének végső céljával. Ugyanakkor sok múlik majd az EIP eljárás konkrét mutatóin és számszerű közbértékein. A magyar fizetési mérleg az elmúlt években többletessé vált és ezért nem fenyeget a kritikus érték átlépése⁶⁹, de ennek legfőbb oka az, hogy a magyar gazdaság letért a felzárkózási pályáról és a belső felhasználás még mindig nem tért magához a globális recesszió és a pénzügyi válság miatti mélyrepülésből. Látni kell, hogy ez azért van így – eltérően a KKE régió többi országától – mert a belső gazdaságpolitika kifejezetten hátráltatja a talpraállást, s a magyar gazdaság az egyik kiigazítási kényszertől sújtva a másik kiigazítási kényszerig vegetál.

Amikor a magyar gazdaság egyszer majd kilép ebből a gazdaságpolitikai csapdából (egyelőre nem látszik, hogy mikor), akkor „élessé” válhatnak az EIP túlzott hiányra vonatkozó elvárásai. Remélhetően a kritikus értékek nem állnak majd ellentétben a magyar gazdaságra meghatározható fenntarthatósági kritériumokkal⁷⁰, s akkor a kibővített európai uniós felügyeleti eljárás hasznosan szolgálhatná Magyarországon a tartós és kiegyensúlyozott növekedési pályát illetve az ehhez szükséges fegyelmezett gazdaságpolitika tartósulását, bármely politikai rezsim esetén. Függetlenül az uniós elvárásoktól, hasznosnak látszik, hogy Magyarországra kialakítsuk a saját fenntarthatósági mutatószámrendszerünket, ami biztosíthatja a kiegyensúlyozott fejlődést.

5.1.2. Az Euró plusz

Az Euró plusz egyezmény azoknak a gazdaságpolitikai kérdéseknek a harmonizációját segíti, amelyek *az euróövezeti gazdaságpolitikák összhangjához szükségesek*. Az Euró plusz az euróövezeti tagok számára kötelező, a kívülálló tagok pedig szabadon dönthettek a belépésről. Magyarország nem vállalta a belépést (Svédország és az Egyesült Királyság társaságában) arra hivatkozva, hogy nem ért egyet a társasági adó alapok harmonizációjával.

⁶⁹ Legfeljebb a “túlzott” folyó fizetési mérleg többlet elérése, ha teljesülnének azok az előrejelzések (például MNB), miszerint 2013-ig folyamatosan növekvő (a GDP 7%-át is elérő) folyó fizetési mérleg hiány is kialakulhat. Való igaz, ha ennek bekövetkezése reális, akkor a stagnáló, zsugorodó magyar gazdaságban, akkor komoly gazdaságpolitikai lépésekre van/lenne szükség a növekedési pálya helyreállítása érdekében.

⁷⁰ Ha a kétezres évek első évtizedében 4,5% lett volna a folyó fizetési mérleg hiányára szabott felső korlát, akkor a magyar gazdaság elég hamar riasztási állapotot mutatott volna. A mechanikus értékelés azonban károkat is okozhat. Mindig vizsgálni kell, hogy miből származik a többlet külső finanszírozási igény. Más lépésekre van szükség, ha a vállalati beruházások növekedése miatti nő a külső hiány (egyéb tényezőket (hitelbővülést, ingatlanárakat, piaci feszültségeket is megvizsgálva), mint amikor az állami túlköltekezés, vagy a lakossági megtakarítások lecsökkenése áll a külső egyensúly romlása mögött.

Az Euró plusz szabályai *négy csoportba* oszthatók. Konkrét megvalósításuk eszközei még részben a jövőben lesznek kialakítva. Nem szerencsés, hogy ebben a folyamatban Magyarország nem vesz részt.

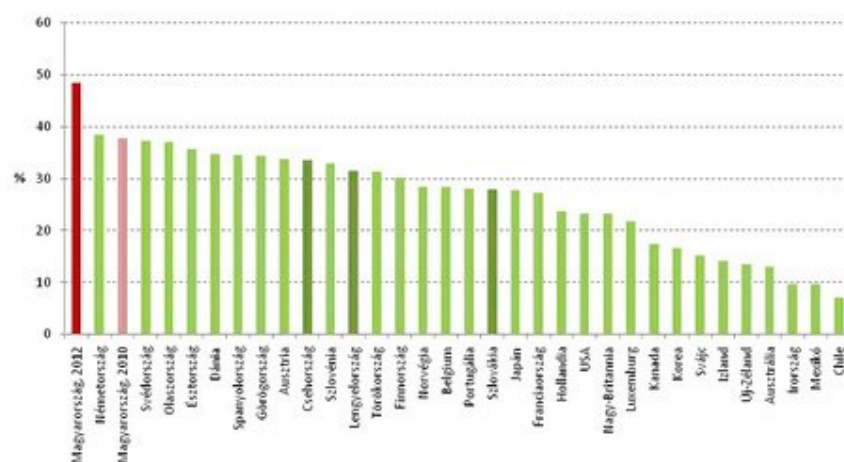
1. *Versenyképesség*

A tagállamok azt kísérik figyelemmel, hogy a bérpolitika egy adott országban összhangban legyen a termelékenység emelkedésével. Amennyiben sikerül megfelelő monitorozást és szabályokat érvényesíteni, akkor ezzel jelentősen mérséklődne a kockázata annak, hogy a fizetésimérleg-válságok újratermelődjének. A kritikus kérdés, hogy lehet-e ilyen eljárásokat kidolgozni és megvalósítani. A könnyebbik rész, hogy meg kell szüntetni, illetve nehezíteni az automatikus béremelések rendszerét (pl. inflációs indexálást, ahol ilyen működik), illetve a közsféra béreinek alakításában a kormányzat irányt szabhat. Nehezebben látszik megvalósíthatónak, hogy a piaci szektorban a béremelések mindig összhangban legyenek a többlet-teljesítménnyel.

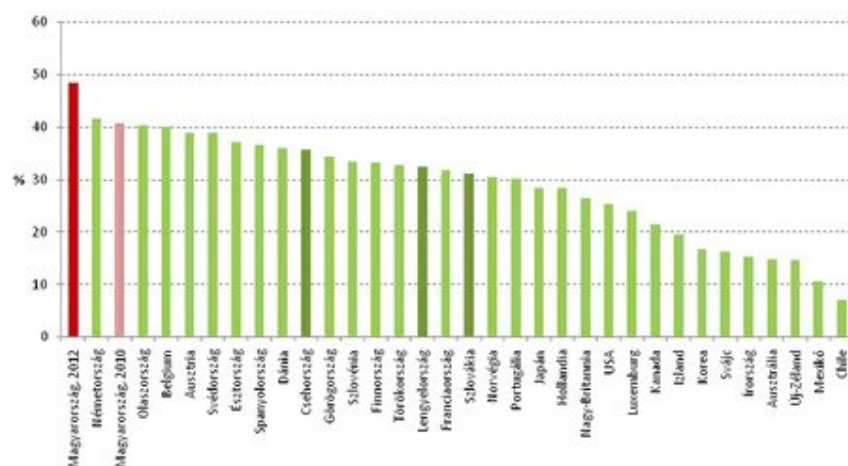
Magyarországon 2009-2013-ban ezt a pontot igen nehéz lenne transzparensten teljesíteni, hisz az adórendszer átalakítása megnehezíti a folyamatok értékelését. A minimálbér 18%-os emelése ellenére a nettó bér ebben a csoportban nem nő, sőt reálértékben csökken. Ugyanez vonatkozik a 220ezer forint alatti bérekre. A felső jövedelmi régiókban a progresszív adókulcs eltörlése miatti nagymértékű nettó és reálbér-emelés tapasztalható. A családi adókedvezmény bevezetése még jobban összekuszálja a képet. A közsférában befagyasztott béreket kompenzálják, ha nettóban csökkenés következne be, de ez reálértéken nagy csökkenést takar. A magánszektort is a kompenzációra ösztönözné a kormány, de ennek megvalósulása nehezen elképzelhető. Az, hogy mindennek mi köze a termelékenység alakulásához a különböző csoportokban felmérhetetlen. Annyi biztos, hogy az alacsony keresteknél (jellemzően a szakképzetlen munkaerő bére) az adóék a két évvel ezelőtti szinthez viszonyítva is tovább nő, ami már eleve a magyar gazdaság versenyképtelenségének egyik fő jele volt (5.2. ábra). A foglalkoztatottság bővülésére így aligha lehet számítani, a magyar gazdaság közben alig növekszik.

Az adóék alakulása Magyarországon a 2010-es adóreform után

a) az átlagbér 40 százalékának megfelelő jövedelemszinten (kb. a minimálbér)



b) az átlagbér felénél (kb. havi bruttó 110 ezer Ft) mutatja az adóéket.



Adóék (munkát terhelő adók és járulékok a teljes munkaköltség arányában), OECD adatok alapján

Forrás: Krekó Judit [2011]

2. Foglalkoztatottság

Uniós szinten is elsődleges cél az aktivitás és a foglalkoztatás növelése, elsődlegesen a tartósan munkanélküliek és a fiatalok körében. A tagállamokat az egész életen át való tanulás (átképzés) támogatására és a foglalkoztatás rugalmasabbá tételére ösztönzik. A legkeményebb elvárás az, hogy az élőmunkát terhelő közterhek csökkentését úgy oldják meg, hogy közben az ne növelje a költségvetés hiányát.

Az európai megközelítés teljesen ellentétes a jelenlegi magyar adópolitikával, ami a közterhek helyett a jövedelemadót csökkenti és a keletkező lyukat a vállalati szektort terhelő különadókkal foltozza be.

3. Az államháztartási rendszerek fenntarthatóságának fokozása

Az eddigiekben sok tagállam (így Magyarország) által is folyamatosan megszegett SGP betartását kívánják ezzel a követelménnyel elősegíteni. A tagállamokat arra ösztönzik, hogy nemzeti költségvetési keretterv kidolgozásában illetve intézményi fejlesztéssel is biztosítsák az Euró egyezmény betartását. A fenntarthatóságra vonatkozóan az eddig vizsgált mutatók körét kiegészítik az úgynevezett *fenntarthatósági* réssel. Ez azt méri, hogy a tagállamok nyugdíjrendszerei, az egészségügyi és segélyezési rendszerek milyen hatással lehetnek a költségvetésre. Ez a rendszer azokra a tagállamokra nézve jelent plusz kötelezettséget, amelyeknek csökken és előregedik a népességük és csak állami (felosztó-kirovó típusú) társadalombiztosítási nyugdíjrendszert tartanak fenn. Az Euró plusz nem követeli meg, de egyértelműen abba az irányba hat, hogy a kormányok előtakarékoságon alapuló nyugdíjpolitikát folytassanak.

*Magyarországon az új alaptörvénybe beiktatott adósságszabály*⁷¹ e felé mutat, bár szakmai tartalma súlyosan kifogásolható. Olyannyira, hogy már az első évben (2012-ben) sem tudta volna teljesíteni a kormány, ezért 2011 december elején – még az életbelépés előtt – hatályon kívül helyezték 2016-ig, s helyébe egy újabb, még zavarosabban megfogalmazott szabályt hoztak, ami a ciklikus felívelési periódusokra korlátozná az adósság/GDP arány csökkentését. A 2009-ben elfogadott Költségvetési felelősségi törvényben szereplő fiskális szabályok nem szerepelnek az új sarkalatos törvényben, ami a *független Költségvetési Tanácsot felszámoltásával*⁷² együtt súlyosan rontja a költségvetési politika megbízhatóságát. Ugyanakkor mindez az uniós tervekkel éppen ellenkező irányú elmozdulást jelent. Éppen úgy, mint a *magánnyugdíjrendszer felszámolása, aminek egy jelentős részét a 2011-es költségvetési hiány* folyó kiadásaira használták fel. A Bajnai kormány fenntartható nyugdíjrendszert adott át utódjának, aminek mára csupán homályos – kiszivárogtatott és nem megvitatott – kormányzati elképzelések állnak. Csak egy a biztos, hogy a második, magén pillér nélkül, a megmaradt „csonk” nem maradhat fenn hosszú távon.

4. A pénzügyi stabilitás megerősítése

A tagállamok nemzeti szabályokat vezetnek be, eljárásokat dolgoznak ki a bankcsődök kezelésére, a bankok, a háztartások és a vállalatok eladósodásának figyelésére. Ez annak az

⁷¹ Az államadósság GDP-hez mért csökkenését írja elő egészen addig, amíg ez az arány 50% alá nem csökken. A törvényi megfogalmazás azonban nagyon ellentmondásos, és kérdéses, hogy a megvalósításkor milyen értelmezés alakul majd ki. Ezért a szabály elfogadása nem jelentett lényeges hitelesség-javulást.

⁷² A 2008-ban létrehozott független Költségvetési Tanács helyébe három tagú – egy elnök („független szakértő”), az Állami Számvevőszék elnöke és az MNB elnöke – testület lépett, ahol a központi bank elnöke a kormányzó párt megbízottjának tekinthető másik két taggal „áll szemben”. Az is visszalépés a korábbi intézményi megoldáshoz viszonyítva, hogy más független intézmények vezetői kezébe kerül a költségvetésről való szakmai döntés. Ez rontja a számonkérhetőséget és keveri a kompetenciákat.

elkerülését szolgálja, hogy egy csődhelyzetben átgondolatlanul rögtönözzenek, aminek esetleg káros kihatásai lehetnek más területekre.

A tagállamok ezen túlmenően az adópolitikák koordinációjának irányába is elmozdulnak. A közvetlen adózás továbbra is nemzeti hatáskörben maradt, de az adópolitikai kérdésekben egyeztetésekre kerül sor, a legjobb gyakorlatokat kicserélik. A tagállamok célja itt az, hogy ne próbálják adójogszabályokkal egymás elől elhalászni ugyanazokat az adóztatható jövedelmeket, fellépnek az adócsalás és az adókijátszás ellen. A társasági adó alapjának számítását (nem a kulcsot!) harmonizálják az átláthatóság érdekében.

A második Orbán kormány az adóalap harmonizációt tartotta vállalhatatlannak, amire visszatérően adóharmonizációként hivatkozott. Valójában viszont arról van szó, a fentiek alapján, hogy a magyar kormánynak nagyon kínos lett volna az Euró pluszhoz csatlakozni, mert – az 4. pont első felének kivételével – az egyezmény minden pontjával szöges ellentétben vannak az új, „unortodox” magyar gazdaságpolitika adott területen tervezett és meghozott döntései.

5.1.3. Az európai válságkezelő és kockázatkezelő rendszer elemei

A tervek szerint az európai válságkezelő rendszer (ESM) 2013. július 1-től kezdene el működni. Addig a tűzoltásként létrehozott 60 milliárd eurós EFSM és a 440 milliárdos ESFS „tartja a frontot” (lásd alábbi keretes írás), amelyek azonban kormányközi megállapodásokon nyugszanak és nem épültek be az európai törvénybe. Az összegek elégségességéről vita folyik, de ha szükség volt rá akkor eddig mindig bővítették a keretet az európai kormányok. A legutóbbi fordulóban éppen elvetették a bővítést, a kisebb összeg pedig valószínűleg nem elegendő, főleg azért, mert a görög válság fertőzőes hatása olyan piacokat is elér, mint az olasz állampapírpia. A válságkezelők szigorú feltételek mellett (IMF mintára, az IMF-el és az EKB-vel együttműködve) nyújtanak hitelt és felhatalmazásuk van a kötvénypiaci vásárlásokra is. Az elsődleges piacon csak kivételes esetben, de akkor igen.

Az ESFS/ESM méretét illetően a vita újból és újból felélénkült. A szakértők számára egyértelműen bizonyítható, hogy a hatóerejét jelentősen meg kell növelni, amit a politikusok (elsősorban a németek) pedig visszatérően visszakoznak, tulajdonképpen érthetően, mert nehéz a jól teljesítő tagországok lakosságának „eladni” a segítségnyújtás mértékének állandó növekedését. A szuverén adósságválság kezeléséhez máris elengedhetetlen, hogy a EFSF-t (2013-tól ESM) jelentősen megerősítsék, mert e nélkül nem lesz elegendő a görög államadósság átütemezése/leírása, és a bankok feltőkésítése sem a görög válság kezelésére, sem a déli tagországokra áttérjedő fertőző hatások megfékezésére.

Miközben a válság elhúzódása miatt egyértelműen szükségesnek látszik az európai végső hitelezői kapacitás növelése (feltéve, hogy az EKB csak bizonyos keretek között vállal ilyen

szerepet), a alapba befizető tagországok (köztük Németország) ellenkezése egyre intenzívebb. Ebben valószínűleg a jogos félelem tükröződik, hogy egy bajba jutott ország szorult helyzetben adósságleírást kezdeményezhet a szuverén hitelezők felé is, s ez nagyon nehéz helyzetbe hozhatná az alapot feltöltő tagországokat (erre a görög adósságleírások elhúzódása ad alapot.)

A válságkezelés intézményei az EU-ban - Az EFSM, EFSF és az ESM jellemzői

EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism)

Hitezési kapacitás: 60 milliárd euró

EU költségvetési garanciával

Minősítés: AAA

Hitelfajta: szigorú kondíciók mellett makrogazdasági kiigazítási program keretében

Árazás: Euribor + 292,5 bázispont

Érvényes: 2013 június 30-ig

EFSF (European Financial Stability Facility)

Effektív hitezési kapacitás: megemelve 440 milliárd euróra

Minősítés: AAA

Hitelfajta: szigorú kondíciók mellett makrogazdasági kiigazítási program keretében +

Államkötvény-vásárlás az elsődleges piacon (kivételes esetben)

Árazás: Euribor + 247 bázispont + ESFS költségek

Érvényes: 2013 június 30-ig

ESM (European Stability Mechanism)

Effektív hitezési kapacitás: 500 milliárd EUR (Az állandó alaptőke 80 milliárd EUR lesz)

Minősítés: AAA⁷³

Hitelfajta: szigorú kondíciók mellett makrogazdasági kiigazítási program keretében +

Államkötvény-vásárlás az elsődleges piacon (kivételes esetben)

Árazás: a kibocsátási költség + 200 bázispont + 100 bázispont a 3 éven túli hiteleknél

Érvényes: 2013 július 1-től

Forrás: Commission Service

A válságok előjelzésében és megelőzésében a különböző felügyeletek és az EKB elnökének vezetésével működő ESRB (European Systemic Risk Board) játszik fontos szerepet. Az ESRB felelőssége *a makroprudenciális kockázatok feltárása*, míg az bank- (EBA- European Banking Authority) és értékpapír felügyelet (ESMA- European Securities and Markets Authority) *a mikro- és piaci kockázatok felmérését végzik* majd.

Az ESRB első hivatalos megnyilvánulása a devizahitelezés kordában tartása ügyében történt. A jellemzően az euróövezeten kívüli közép-kelet-európai tagoknál jelentkező probléma elemzésével valószínűleg meg kívánják előzni, hogy a magas kockázatú (kamatú) euróövezeti tagoknál kialakuljon ez a probléma. Ennek érdekében nagyon határozott és körültekintő ajánlásokat tettek közzé, illetve tennivalókat jelöltek ki az európai és nemzeti

⁷³ A kilenc euróövezeti tagország leminősítése, amire 2012 januárjában került sor, valószínűleg azt eredményezi, hogy az ESM minősítése is lefelé változik.

felügyeleték számára.⁷⁴ Ehhez kapcsolódik a magyar devizahitelek ügye, illetve a probléma megoldására kidolgozott végtörlesztési törvény. Az EKB véleménye a magyar végtörlesztésről sérelmezi, hogy nem nyilváníthatott véleményt a törvény elfogadása előtt. A részletes véleményben az EKB illetékei rámutatnak, hogy a végtörlesztés a magyar gazdaság növekedési kilátásait kedvezőtlenül befolyásolja, és e mellett az európai uniós mellékhatásai (az anyabankokon keresztül) is negatívak.⁷⁵

5.1.4. Az új uniós szabályozás és irányítás működtetése

A különböző törvény- és eljárás-változások és az új intézmények kialakításához egy ötpontos cselekvési program kapcsolódik, amelyet Barroso ismertetett az Európai Parlamentben. (Barosso [2011]) Ez az akcióterv egyben segít eligazodni az új szabályok tengerében. Az akcióterv lépései a következők.

1. A görög probléma megoldása.

Görögország adósságválsága az európai bizonytalanság legfőbb forrása. A különböző programok eddig nem hoztak előrelépést, annak ellenére sem, hogy a kormányfői találkozásokon ígéretet tettek a magánszektor adósságrendezésbe való bevonásának szigorú korlátozásáról. A görög fertőzési kockázat tovább nőtt. Ennek megállításához szigorúan számon kell kérni a görög konszolidációban tett vállalásokat és meg kell erősíteni a válság elleni rövid és hosszabb távú védelmet jelentő intézményeket és szabályozást. Ennek kapcsán elgondolkodtató azonban Lucas Papademos [2011] írása, amelyben kinyilvánította elkötelezettségét, mondván, hogy a hatásos válságkezelés alapvető feltétele a görögöket kiegészítő hitelsomag feltételül szabott intézkedések meghozatala és betartása. Ugyanakkor felhívta a figyelmet arra, hogy ha az úgynevezett irányított csődeljárás keretében kerül sor a görög adósság átütemezésére (bizonyos részének a leírására), akkor a görög államadósság-ráta és adósságszolgálat mérséklődése miatti „nyereség” nem feltétlenül haladja meg azt a veszteséget, amit a gazdasági és pénzügyi teljesítmény tekintetében hitelességvesztésben elszenved. Mindez kivételül az euróövezetre is.⁷⁶

2. Az euróövezet ellenálló képességének megerősítése a válságok ellen.

A piacok megnyugtatására mielőbb meg kell valósítani a már eldöntött válságkezelő és megelőző lépéseket. Elsősorban az EFSF és a jövőbeli ESM (European Stability Mechanism) rugalmasságát, a megelőző és előrejelző funkciók javítását és mindennek a SGP keretein belül az ellenőrzését kell megvalósítani. Az ESFS azonban nem csupán egy tűzfal, hanem a tűzoltási képességét is növelni kell. Ugyanakkor mindent el kell követni, hogy az ESM 2012 közepére üzembe lépjen. Mindennek a háttérében áll az EKB pénzügyi stabilitást támogató politikája.

3. A bankszektor megerősítése, beleértve a feltőkésítést is.

Annak ellenére, hogy a válság kitörése óta rengeteg erőfeszítést tettek a tagállamok a bankrendszer konszolidációja érdekében. Milliárd eurókat fordítottak erre segély,

⁷⁴ ESRB [2011a], [2011b].

⁷⁵ ECB [2011e]

⁷⁶ Időközben Lucas Papademos, az EKB igazgatóságának volt tagját, nevezték ki Görögországban miniszterelnöknek, akinek személye hitelességnövelő tényezőt jelent a válság rendezésében. Akárcsak Olaszországban Mario Monti kinevezése Berlusconi 2011 novemberi bukása után.

tőkeemelés és garancianyújtás formájában, erősítették a felügyeletet. Ennek ellenére további koordinált erőfeszítésre van szükség, mert a bizonytalanság és a volatilitás még mindig nagy, nem állt vissza a likviditási válságot megelőző helyzet, ami a növekedési pályára való visszatéréshez elengedhetetlen lenne. A bizalom helyreállításának legfontosabb feltétele a szuverén adósságválság megoldása, amihez konzisztens lépéseket tartalmazó csomagtervre van szükség. Tekintve, hogy a szuverén adósságválság és a bankrendszer válsága kölcsönösen összefüggenek, a bankokat sürgősen fel kell tőkésíteni, hogy elviseljék az államadósság-rende- zés következményeit. (A részletekről lásd az alábbi keretes írást.)

A bankrendszer konszolidációjára tervezett program

A programot az EBA, az ECB és a Bizottság koordinálja.

Az EBA 2011. októberében közzétette az év közepén végzett stressz tesztek alapján készített legújabb becsléseket azokról az szükséges intézkedésekről, amelyek egyrészt helyreállíthatják a bizalmat az európai bankközi piacon, másfelől pedig megerősíthetik a rendszerkockázatot jelentő bankok tőkepozícióját, ha ez szükségesnek látszik az európai szuverén adósságválság, kiemelten pedig az esetleges görög irányított csődeljárás fényében. (EBA [2011]).

Az EBA által kiválasztott rendszerkockázatot jelentő bankokra terjed ki, minden tagországot áttekintve. (A módszertani részleteket az EBA a nemzeti hatóságokkal együttműködve alakítja ki.)

- Transzparens módon az összes tagország államadósságából származó kockázati kitettséget át kell tekinteni.
- Az áttekintés eredményeként kapott feltőkésítési aránynál kissé magasabb követelményt kell megszabni.
- Azok a bankoknak, amelyek a követelménynek nem tesznek eleget, részletes tervet kell készíteniük, hogy hogyan érik el a lehető leggyorsabban a megfelelést. Addig is nem fizethetnek osztalékot és bónuszt, s ezt a nemzeti hatóság felügyeli.
- A bankoknak először magánforrásokat kell bevonniuk. Következő fok, hogy a nemzeti kormányok nyújtanak segítséget, mint végső mentsvár, s e célra az EFSF-hez fordulhatnak hitelért. A kormánytól kapott támogatásnak az uniós állami támogatási szabályokkal összhangban kell állniuk.

A pénzügyi szabályozási rendszer átalakítását mielőbb be kell fejezni. Ennek része a pénzügyi tranzakciós adó bevezetésére készített javaslat is, amit már tárgyalt az EP. A hiányzó elemeket 2011 év végéig beterjeszti a Bizottság a döntéshozóknak.

Forrás: Barroso [2011].

A görög válság rendezése a magánbefektetőkkel folytatott irányított tárgyalásokkal haladt előre. Az EBA időközben több ízben is stressz teszt számításokat végzett⁷⁷ és 2011. decemberében elrendelte a meggyengült tőkepozíciójú bankok feltőkésítését. Harminc európai nagybankot – azokat, akik nem érték el az újonnan megállapított 9%-os elsődleges alapvető (core Tier 1) tőkemutatót - az európai felügyelet arra kötelezett, hogy 2012 január 20-áig nyújtsák be a tervüket arra vonatkozóan, hogy miként érik el az előírt tőkekövetelmény. Az összesített tőkehiányból (114,5 milliárd EUR) kimagaslóan legnagyobb a görög bankok részesedése (30milliárd EUR), de a spanyol (26milliárd), olasz (16milliárd EUR) és német bankokat (13milliárd EUR) is nehéz feladat elé állítja a feltőkésítési követelmény. A tőkeemelés piaci lehetőségei szűkösek, és e mellett az is nehezíti a teljesítést, hogy egyidejűleg a tőke minőségére vonatkozó előírásokat is teljesíteni kell. Amennyiben a piaci és technikai források nem lesznek elegendőek, az újabb terhet jelentene az érintett országok költségvetései számára, ami az állami eladósodást tovább növelheti.

4. Stabilitást és növekedést erősítő gazdaságpolitika.

A legfontosabb az, hogy a már kidolgozott uniós egyezményeket (szolgáltatás direktíva, kereskedelmi egyezmény, digitális területek) mielőbb beüzemeljék illetve a további tervek megvalósítása felgyorsuljon, annak érdekében, hogy az integráció minél hatékonyabban működjön. A gazdaságpolitikában ugyanis a tagországok többségének már nincs több lehetősége a további fiskális stimulusra, mert az már fenntarthatatlan régióba emelhetné az állami eladósodást. Mindent el kell követni, hogy a növekedés újból beinduljon, s ehhez fel kell gyorsítani a kialakítás alatt álló projekteket. Például a Single Market Act, ami a kockázati tőke áramlását segítené; vagy a Young Opportunities kezdeményezés, amely a fiatalok foglalkoztatását segítené; az uniós szintű beruházási projekteket is fel kell gyorsítani a finanszírozási feltételek rendezésével (project bond, EIB).

5. Erős és integrált irányítási rendszer kiépítése.

A stabilitás és növekedés elérését támogatja majd egy korábbinál erősebb uniós közösségi irányítás, amelynek lényege, hogy a tagországok egészséges és fenntartható gazdaságpolitikát folytassanak. A „Hat törvény”, az „Euró plusz egyezmény”, az „Európai szemeszter” már ezt segíti, de *a közös valuta jövője azon múlik, hogy sikerül-e a közös monetáris politikához kialakítani a közös gazdaságpolitikát is az unióban.* Ennek érdekében erősíteni kell az euróövezeti tervezést, megvalósítást és a

⁷⁷ Az EBA által 2011 októberében közzétett módosított számítások további feltőkésítési igényt tártak fel, megerősítve az IMF által már korábban szorgalmazottakat. Az EBA közleménye hangsúlyozza, hogy az újabb kalkulációt a szuverén adósságválság súlyosbodása tette szükségessé. A felügyelet felkérte a bankokat, hogy piaci áron értékeljék az állampapírpiazi kitétségeiket és ráhagyással, valamint 9%-os tőkemegfelelést biztosítva készítsék el a feltőkésítési terveket. EBA [2011].

nemzeti politikák értékelését. Ez azt jelenti, hogy az euróvezeti szempontokat számonkérhetően érvényesíteni kell a nemzeti politikákban. Növelni kell a gazdasági és monetáris ügyek biztosának szerepét a Szerződés (Treaty) betarttatásában.

A Szerződés (Treaty) megváltoztatását nem igénylő további lépések

Ezekre a lépésekre a közeljövőben készít javaslatot a Bizottság.

- Az eddignél jobban össze kell hangolni a Bizottság, a Tanács és a Eurogroup munkáját.
- A meglévő eszközök hatékony felhasználásáról kell gondoskodni. A meghozott törvényeket (“Hat- törvény”, “Euro plusz”) integrálni kell az Európai szemeszterbe.
- A “Hat-törvényben “ szerepelő büntetési tételeken kívül meg kell határozni, hogy hogyan oldható meg az ESFS-ből támogatott tagországok gazdasági és költségvetési ellenőrzése.
- Az EDP eljárást úgy kell átalakítani, hogy a nagyon veszélyes helyzet kialakulásakor az unió közbe tudjon lépni időben és már a költségvetés elfogadása előtt követelményeket állíthasson.
- Ezen túl szükség van az unió egységesebb külső megjelenésére is. Ennek céljából a Bizottság kialakítja a “Stabilitási kötvény” koncepcióját, amit az EP elé tár az év vége előtt.

5.1.5. Egyezmény a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról⁷⁸

A tagországok fegyelmeztségének előmozdítására, a vezető hatalmak (elsősorban Németország és Franciaország) kormányközi egyezmény megkötését kezdeményezték a különböző unós törvénycsomagok legfontosabb pontjainak teljesülését garantálendő. Az „Egyezmény a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról” című dokumentumot az Európa Tanács 2012 január 30-i informális ülésén 25 tagország fogadta el (Csehország és az Egyesült Királyság nem csatlakozott).

Az új kormányközi (SCG) egyezmény elején megjegyzések sora kívánja elmagyarázni a megállapodás viszonyát a már meghozott és meghozandó törvényekhez. Többek között hangsúlyozzák az összhangot a korábbi törvényjavaslatokkal (amelyek közül a legfontosabbakat fentebb bemutattunk), s üdvözlük azt a kidolgozás alatt álló bizottsági kezdeményezést is, hogy a tagországok államadósság-finanszírozási terveiket és a főbb

⁷⁸ Treaty on Stability, Coordination and Governance (SCG) in the Economic and Monetary Union)

gazdaságpolitikai reformokat a jövőben előretékintő módon (ex ante) hangolják majd össze. Az SCG egyezmény ezeknek a törvényeknek a megerősítése tulajdonképpen, amit a vezető uniós hatalmak a Szerződésbe is be kívánnak emelni a későbbiekben. Az egyezmény teljes egészében (minden pontja) csak az euróövezeti tagokra vonatkozik majd.

Az SCG egyezmény összehangolja és szigorítja a fiskális szabályokat. Megerősíti az egyensúlyt vagy többletet mutató államháztartási egyenlegre vonatkozó követelményt, és a GDP-hez mérve 0,5 százalékos középtávú strukturális deficitcél ir elő. (A strukturális deficit a ciklikusan igazított államháztartási egyenleg korrigálva az egyszeri bevételi és kiadási tételekkel.) Amennyiben az ország adósságrátája (államadósság/GDP) jelentősen 60% alatti, akkor a középtávú strukturális deficitcél az 1%-ot is elérheti. Az SCG egyezmény előírja, hogy a középtávú célhoz gyorsan kell közeledni. Az elérés ütemének meghatározását és jóváhagyását a Bizottság kezébe adja. Az értékelés a megújított SGP egyezményhez kapcsolódó eljárások keretén belül történik majd. A közép távú célhoz való közeledéstől történő eltérést csak „különleges körülmények” között tolerálja. Ezek akkor állnak fenn, ha olyan szokatlan, váratlan (előre nem látható) helyzet következik be, amely a fiskális pozícióra jelentős hatású, és amit a szerződő felektől független okok váltanak ki. Amikor ettől eltérő körülmény esetén következik be a pályáról való letérés, azonnal korrektív mechanizmusokat kell életbe léptetni. Ezeket a szabályokat a nemzeti törvényekbe is be kell venni.

Az ESG egyezménybe nyomatékkal belekerültek a „Hat-törvényben” megfogalmazott államadósság-csökkentési követelmények (60%-os adósságráta fölött a távolság évi minimum egy huszadával történő csökkentés) és a büntetések. Amennyiben gyanú merül fel azzal kapcsolatban, hogy egy tagország nem teljesíti a vállalásait, akkor bármenny más tag az Európai Bírósághoz fordulhat. A büntetés elérheti a GDP 1%-át. Ezen túl a szerződő felek kötelezettséget vállalnak arra is, hogy előre koordinálják az állampapír-kibocsátási terveiket is.

A gazdaságpolitikai koordináció terén a legfontosabb új szabály, hogy a szerződő országok vállalják, hogy *ex ante* előterjesztik a legfontosabb reformterveiket, és ha szükséges, akkor összehangolják a többi tagországgal.

A irányítás hatékonyságának javítása legalább kétszer egy évben, de ha kell gyakrabban, összeül majd az Euró csúcstalálkozó, ahol az euróövezet kormány/államfői megvitatják a stratégiai kérdéseket (a gazdaságpolitikai irányokat, a versenyképesség és a konvergencia növelésére vonatkozó terveket). Ezen a csúcstalálkozón állandó meghívottként részt vesz a bizottság és az EKB elnöke. Évente egyszer a nem-euróövezeti szerződő országok vezetői is meghívást kapnak.

5.2. AZ EU ÚJ IRÁNYÍTÁSI RENDSZERÉNEK KRITIKÁJA

Az új uniós irányítási rendszerrel szemben már az előkészületek alatt számos kritika is megfogalmazódott. A legtöbb bírálat a válságkezelést és ennek fényében *a tervezett stabilitási mechanizmust (ESM) éri*. Ez könnyen elégtelennek bizonyulhat, mert nem néz szembe azzal a sérülékenységgel, ami a közös monetáris politika „okoz” különböző gazdaságpolitikát folytató tagországokból álló unióban.⁷⁹ De Grauwe [2011] arra hívja fel a figyelmet, hogy az euró bevezetésével a tagország lemond annak a valutának a kontrollálásáról, amiben az adóssága/államadóssága van. A válság bebizonyította, hogy válságos helyzet kialakulásakor ugrásszerűen a feltörekvő piacok között található magát az euróövezeti tagország, kitevé a tőkeáramlások hirtelen megfordulásának, kiszolgáltatottá válik a piaci hangulatnak, a hektikusan változó értékelésnek. Ez egy olyan negatív spirál, ami a könnyen és gyorsan az országcsődig is eljuttathat egy tagországot.

Ilyen helyzetben egy saját valutával rendelkező ország központi bankja számos lépést tehet a folyamat megállítására, és kombinálva a valutaárfolyam leértékelésével, többlet-inflációval (miközben a kormány kiigazít!) meg tudja akadályozni a legrosszabb végkifejletet. *Egy euróövezeti tagország védtelen*, csak egy út áll előtte: óriási megszorításokat vállal és növekedési áldozatot hoz. Ekkor azonban még kevésbé lesz képes helyrehozni a költségvetési egyensúlyt. Ezt a védtelenséget – a saját központi bank hiányát – „büntetik a piacok (és most már a hitelminősítők is) az égbeszökő hozamfelárakkal az állampapírpiacra.

Az új európai szabályozás nem veszi ezt figyelembe. Nem is tudná, mert a tagországok között már nagyon nagy a feszültség. Amennyiben viszont az európai szabályozás így marad, akkor továbbra is kiszolgáltatottak lesznek a tagországok a piaci értékítélet kiszámíthatatlan hullámzásának. Az európai államadósság-kötvényekre kiterjesztett „collective action clause” (ami azt jelenti, hogy mindenkiért mindenki helytáll) miatt a befektetők prociklikus politikát fognak kikényszeríteni. Valahányszor recesszió közeleg és romlanak a költségvetések, a diszkonttól való félelmükben menekülnek majd befektetők még akkor is esetleg, ha csak az automatikus stabilizátort működtetné egy kormány.

A monetáris unió kollektív felelősségvállalás, mert ha egy ország adósságválságba jut, az begyűri a többi országba, akár akarják, akár nem. A monetáris unió ezért pénzügyi unióhoz is vezet. A bírságokra alapozott megfegyelmezés azonban nem hatékony. Helyette *az uniós szintű intézmények működtetésével kellene megelőzni az újabb kríziseket*. A monetáris unió politikai unió nélkül azonban nem tudja elkerülni a mostanihoz hasonló megrázkódtatásokat.

⁷⁹ Európa irányítói érzik ezt a hiányosságot, mert a tanulmányunk lezárása előtt (2001. október közepén), az Európai Parlamentben elmondott beszédében Barroso kiemelte, hogy a monetáris uniót a gazdasági (gazdaságpolitikai) unióval is meg kell támogatni. Az új eljárások és követelmények egy része ezt szolgálja.

Arra az esetre, ha bekövetkezik a válság, az *EKB hatáskörét* (végső hitelezői felhatalmazását) *kellene kiterjeszteni az állampapírpiazi likviditási válságok kezelésére is*, mert az erre a célra kialakítandó ESM soha nem érheti el a hitelességnek és így a cselekvőképességnek azt a szintjét, amivel egy központi bank rendelkezik. (de Grauwe [2011a]) Ugyanakkor *az EKB állampapírpiazi beavatkozása nem lehet korlátlan*, amint erre az új elnök, Maro Draghi már első sajtótájékoztatóján felhívta a figyelmet, mert ez a szükséges kiigazítások elodázására vihetné a kormányokat és prolongálná, felpörgetné a válságot generáló folyamatokat. A piaci likviditás helyreállítására vonatkozó kötelezettség és a kormányok felelőtlen politikájából fakadó következmények elhárítása, amitől tartózkodnia kellene a központi banknak között nagyon nehéz meghúzni a választóvonalat. Ez okozza a szuverén adósságválság közepette a legtöbb vitát az euróövezet illetékes döntéshozói körében.

A válság kapcsán felmerült szabályozási változások közül a legkevesebbet *az euróövezetből való kilépés lehetőségéről* lehet tudni. Ezzel – sem mint szankció, sem mint az adott ország szabad választása – nem foglalkozik az átalakított európai szabályozás.⁸⁰ A kétfajta lehetőség egyike sem jelentené az európai integráció elhagyását, mert ez nyilvánvalóan egyetlen mai tagországnak sem lenne érdeke. Ugyanakkor az euróövezeti kilépés mellett érvelők elsősorban azt emelik ki, hogy komolyabb valutaleértékelés nélkül nem lehet megoldani a görög válságot, s ehhez vissza kellene vezetni a drachmát. Szóba jöhetne egy olyan verzió is, amikor a fegyelmetlen országot kilépteti az euróövezet, egyfajta szankcióként, annak érdekében, hogy mutatói ne rontsák a valutaunió megítélését és a többiek lehetőségeit. Kérdés azonban, hogy egy „átmeneti” euroizált állapot valóban kedvező hatással lehetne-e a többi euróövezeti tagra, illetve az övezetre. Akármelyik verziót tekintjük, az biztos, hogy ezeknek lehetőségeknek a eljárási oldalról való kidolgozása (a megfelelő szabványok kialakítása) szükséges lenne a uniós szabályozás teljessé tétele érdekében, annak az analógiájára, ahogy a bankcsődök/válságkezelés esetén is ez megtörténik, a kontraproduktív rögtönzés elkerülése érdekében.

Az európai hatóságok meghatráltak a *hitelminősítőikkel szemben*, illetve a téves várakozásokat felpörgető, s ezáltal önbeteljesítően válságba vivő hitelminősítések megszüntetésének kérdésében. Eredetileg felmerült a saját európai hitelminősítő létrehozása illetve a hitelminősítések nyilvánosságra hozásának tilalma a válságban lévő országok esetén. Ez azonban egyelőre lekerült a napirendről.

⁸⁰ Bajnai Gordon, magyar ex-miniszterelnök a görög válság megoldásáról írott hozzászólásában, mint a görög konszolidációt követően lehetséges szankcióként ír a kizárásról, ha az adott ország egy újabb fegyelmetlenséget követne el. (Bajnai [2011]). Korábban Jacek Rostowsky [2003] – Lengyelországban az első Tusk kormány pénzügyminisztere - is felvetette ezt a lehetőséget, de ezt komolytalannak és szükségtelennek tartotta az akkori európai vezetés és az akadémiai körök nagy része is.

Az SCG egyezményt arra szánták, hogy hangsúlyozza a legfontosabb pontjait az unió átalakítása utáni rendszernek, és ezek előbb-utóbb bekerüljenek a Szerződésbe is. De mivel ennek a célnak az elérése hosszabb időt vesz igénybe, az új kormányközi egyezmény lehetővé teszi, hogy a legégetőbbnek tartott stabilizációs és koordinációs változások már rövid távon is elinduljanak. Az új szerződést máris sok kritika éri, ezek ismertetésére nem térünk ki. Mi úgy látjuk, hogy két ponton lehetnek súlyos problémák az átalakított (még nem végleges) szabályokkal.

- Az egyik egy „régis” téma. A válság szorításában a hangsúly most átkerült az uniós szabályok szigorú számonkérésére, és az adósságválságok és csődök idején „nem illik” emlegetni, hogy a „*merev, számszerű uniós szabályok*” (a zéró közép távú költségvetés, a 3%-alatti hiány vagy a 60% alatti adósságráta stb.) nem szolgálják sem az integrációt, sem pedig az egyes országok érdekeit. A kétezres évek elején ez a problémakör állt az SGP reformját célzó vizsgálatok középpontjában. Akkor az a kérdés merült fel, hogy a kevésbé fejlett tagországokban a felzárkózás időszakában nem szükséges és nem is kívánatos a kiegyensúlyozott költségvetési pozíció elérése. Most másként, de megint a túlzott merevség okozhat problémát. A válság miatt megnőtt állami eladósodottság miatt most minden uniós tagország érdekelt a költségvetési hiány visszafogásában. De ha az egyezmény követelésének megfelelően a fejlett, államcsőddel nem fenyegetett (északi) országok, gyors ütemben leépítik strukturális deficitjuket, amint azt az egyezmény előírja, akkor a felpörgő adósságspirálban lévő, csőd közeli (déli) államok helyzete (a kieső kereslet miatt elsősorban) teljesen ellehetetlenül, miközben az egész euróövezet is a vártnál nagyobb gazdasági visszaesést kénytelen elszenvedni. A merev fiskális szabályok megkövetelése jó konjunktúra esetén is okozhat gondokat, recessziós környezetben viszont csak nagy körültekintéssel alkalmazható, és stratégiának kevés.
- A másik a *túlzott bonyolultság és a transzparencia hiánya*. A kidolgozott és elfogadott szabály- és eljárás-rendszert a gyakorlat fogja minősíteni. Egy idő után a szakma is jobban átláthatja az összefüggéseket a részek között, és az előnyök/hátrányok is megmutatkoznak majd. Addig is azonban az átalakítás hitelességét rontja, hogy az egész rendszer nagyon nehezen áttekinthető, s egyes részei még kidolgozás alatt állnak. Ez negatívan befolyásolja az egész euróövezet illetve az unió értékelését. A válságban megingott hitelesség (ami egészen az euróövezet felbomlásának prognózisáig vezette némely elemzőket) visszaszerzése terén egyelőre alig történt előrelépés.

Az európai gazdaságok növekedése 2011 őszén megtorpant, a recesszió réme is újból realitás. Az újabb európai bankválságban a bizalomvesztés játszik döntő szerepet. A bankok, lelassult hitelezés mellett, forrásaik jó részét államkötvényekbe fektették, s a görög

adósságválság rendezése ezen keresztül újabb veszteségeket okoz a bankszektorban. A leminősítéseket követően, és tekintettel a görög esetre, az ír, a portugál, a spanyol vagy az olasz államadósságra sem tekintenek már úgy a befektetők, mint amit biztos, hogy visszafizetnek, s az EKB-nak ezeken a piacokon is aktív szerepvállalást kellett felmutatni az adósságválság eszkalálódását megelőlegezendő. Ezért az európai bankszektor talpra állításának átfogó keretei, amely már a válság kezdetétől az európai hatóságok egyik legfőbb témája⁸¹ kiegészült a rövid távú problémák megoldásához szükséges lépések (feltőkésítés) feladatával. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy rendszerszinten megszületett a megoldás a válságra illetve az újabb válságok elkerülésére.

6. AZ EURÓ BEVEZETÉSE ÉS A MAGYAR GAZDASÁG SÉRÜLÉKENYSÉGE

Az euró bevezetésre való felkészülés átgondolásakor a mai euróövezeti tagok csatlakozásának tapasztalatait csak korlátozottan lehet felhasználni, mert az unió irányítása és működtetése a válság hatására teljesen átalakul, ugyanakkor az előttünk álló években az euróövezeti bankrendszer és a pénzügyi piacok a válságot megelőző túlfutás kényszerű korrekcióját élik át.

Ezt a perspektíva áll Magyarország előtt is. a devizahitelek okozta sérülékenységgel párosulva. Az eladósodottság csökkentése és a tőkeáttételek leépítése valamint a „tisztulási” (portfólió és ügyfélkör) folyamatok lecsengése éveket vehet igénybe, az euróövezetben is és Magyarországon is. A hitel-betét arány visszafogása a biztonságos működés feltétele Magyarországon is. A külső környezet is a hosszán elnyúló eszközleépítési folyamatot valószínűsíti⁸², még akkor is, ha a görög csődöt és az európai bankválságot hatékonyan megoldják. Amikor a görög átütözés lezajlik, akkor lehet majd felmérni, hogy mennyi idő szükséges a bizalom és a bankközi kapcsolatok restaurálására Európában, és mikor lesz képes megint betölteni az európai bankrendszer a funkcióját a pénzügyi közvetítésben.

Az európai pénzügyi rendszer konszolidációs folyamata várhatóan hosszú lefutású lesz azért is, mert ha sikerülne is jelentős javulást elérni az európai piacok zavartalan

⁸¹ A Commission anyagai mellett az ECB [2011] foglalja össze mindazokat a követelményeket, amelyeket az Európai Unió jegybankjai (ESCB) fontosnak tartanak egy új európai keretrendszer kialakításakor, ami lehetővé teszi az európai bankok tartós kilábalását a válságból.

⁸² Még akkor is hosszú lesz a korrekciós folyamat, ha nem kap egy újabb (a különadókhoz, illetve a devizahitelek végtörlesztéséhez hasonló) sokkot a magyar bankszektor a kormány részéről. Az MNB-ben tartott 2011-es Horgony konferencián Simor András a jegybank elnöke prezentációjában az MNB részéről is kívánatosnak tartotta a hitel-betét arány 100% közelébe való csökkentését. Ezt a résztvevő bankárok túlzott, a növekedést súlyosan korlátozó és legfeljebb csak hosszabb távú célként értékelték. Az biztosnak látszik, hogy a növekedés támogatásához elengedhetetlen hitelbővüléshez szükség lenne a magyar lakossági megtakarítások növelésére is, ugyanis ennek hiányában a hitelszűke válhat a magyar kibontakozás korlátjává.

működésének helyreállításában, akkor is fennmarad a viszonylag kedvezőtlen konjunktúra és a világméretű egyensúlytalanságra sem született egyelőre megoldás. Ehhez adódnak a speciális magyar kockázatok (6.1. táblázat)

6.1. táblázat

A felzárkózási pályára való visszatérés kockázatai Magyarországon

<i>Felfelé Mutató Kockázatok</i>	<i>Lefelé Mutató Kockázatok</i>
<p>1. <i>Németország Rajta Marad Az Export Vezérelt Pályán, A Német Gazdaság Lassulása Átmeneti Lesz.</i></p> <p>2. <i>Az Inflációs Kilátások Lehetővé Teszik, Hogy Az Ekb Lazítsa A Monetáris Kondíciókat, Csökkentse A Kamatot.</i></p> <p>3. <i>Az Európai Politikák Növekedés-Barátok Lesznek (Betartva A Fiskális Korlátokat).</i></p> <p>4. <i>Az Olaj És Nyersanyagárak Nem Okoznak Jelentős Többlet-Költséget.</i></p> <p>5. <i>Sikeresek Lesznek Az Imf Tárgyalások, Irányt Vált A Gazdaságpolitika.</i></p>	<p>1. <i>Az Euróövezetben „Túlszigorítanak” (Monetáris És Fiskális Politika) És Ez További Nyomás Alá Helyezi A Belföldi Keresletet.</i></p> <p>2. <i>A Gyengülő Külső Kereslet És A Belső Gazdaságpolitikai Hibák Miatti Lassú Növekedés (Recesszió) Aláássa A Költségvetési Célok Teljesítését, Újra Kockázatosná Válik És Ez Megint Hitelességi Válságot Okoz.</i></p> <p>3. <i>Romló Országkockázat, Gyengülő Forintárfolyam, Növekvő Kamat.</i></p> <p>4. <i>A Kormány Előveszi Az Elinflálás Politikáját, Amit A Forinttal Gyengítésével Akar Megvalósítani.</i></p> <p>5. <i>A Hitelezés Visszaesése, A Bizalomvesztés Tartósulása, A Beruházások További Csökkenése, Elmaradása.</i></p> <p>6. <i>Magyarországot A Nemzetközi Hiteleinósítók 2011. Végén És 2012 Januárjában Befektetésre Nem Ajánlott Kategóriába Sorolták.</i></p>

Amennyiben az euróövezeti (szuverén és bank-) *válságkezelés elhúzódik* és a globális lassulás is kedvezőtlenül befolyásolja az euróövezet talpra állását (azaz a lefelé mutató kockázatok realizálódnak), akkor a pénzügyi szektort is súlyos stresszek (anyabankok magatartás-változása, visszavonulása⁸³, az egyéb külső finanszírozási források elapadása stb.) érhetik Magyarországon is, de az egész KKE régióban. A régió egyfajta katalizátorként működik. Bármennyire is ahány ország annyi eset, az euróövezeten kívüli lelet-közép-európai tagországok országhelyzetében mindig azonosítható a regionális elem.

A tanulmány zárásakor (2012 január végén) egy sor külső és hazai tényező bizonytalanítja el az euró-bevezetési perspektívát.

1. *Az euróövezet válsághelyzetének megoldása és jövője még több ponton kétséges.*

- Az uniós szabályokat szigorító SCG kormányközi Egyezmény (illetve a háttérben meghúzódó törvények) nem egyértelműen szolgálja sem az unió válságból való kijutását, sem a tartós növekedési pályára állást. A kiegyensúlyozott költségvetés és az államadósság-csökkentés merev szabályaival újra nyílhat a „jó-e mindenkinek ugyanaz a mérce” (one size fits all) vita.
- Miközben a válság rávilágított, hogy a monetáris unió működése elengedhetetlen az egységes gazdaságpolitika és a támogató fiskális politika, ami a federalizmus irányába való elmozdulást jelentene, az ennek érdekében hozott döntések gyakorlati megvalósítását számos kétely övezi.
- *A válságkezelő alapok és az EKB államkötvény-piaci fellépésének kérdésében még nincs végleges munkamegosztás.* Bár a 2011-2012 évek fordulóján jelentősen megnőtt az EKB állampapírpiaci aktivitása az elvi állásfoglalás az EKB végső hitelezői szerepvállalásáról még nem született meg.⁸⁴

2. *Magyarország helyzetét egy sor, az euróövezeti válságtól független kockázati tényező nehezíti.*

- *A magyar kormány elzárkózó, nem kooperatív politikát folytat,* jó indokok felsorakoztatása nélkül, az európai integráció működésének javítását szolgáló minden lényeges kérdésben. Ezzel Magyarország „kilóg” a régióból és rontja a tárgyalási pozícióját egy olyan helyzetben, amikor a külön-utas gazdaságpolitika csődje miatt

⁸³ Az anyabankok helytállásának megkérdőjelezése 2009. első negyedévében már komoly regionális sokkot váltott ki a KKEU tagországokban, ami akkor megalapozatlannak bizonyult. Nem kizárható, hogy a 2011-es bankválság és a magyar kormány bankokkal szembeni ellenséges magatartása némely anyabankot magatartás-változásra kényszeríti. Ennek a kockázatnak az elhárítására szorgalmazza az EBRD, hogy a 2009-es Bécsi egyezményhez hasonló megállapodásban garantálják most is a KKEU-leánybankok refinanszírozását. Ennek azonban az esélyeit nagyon rontják a Magyarországon a bankokat sújtó egyoldalú kormánylépések.

⁸⁴ Az EKB 2011. november 8-án tarott ülésén 1%-ra csökkentette az irányadó kamatot, de a kamatváltoztatás indoklásakor Mario Draghi bankelnök a romló európai konjunkturális kilátásokra hivatkozott, ami egyidejűleg az európai szuverén adósságválság kezelésében is további nehézségeket vetített előre. Ugyanakkor az EKB elnöke az uniós alapszerződésbe ütközőnek minősítette az EKB aktívabb állampapír piaci fellépését.

nagy mértékben ráutalt a nemzetközi (EU és IMF) támogatásra. Az SCG egyezményt végül aláírta a magyar kormány, de ebben szerepe volt az IMF hitelre való ráutaltságnak.

- *Az IMF tárgyalásokat a kormány úgy kezeli, mintha nem lennének sürgősek.* A kormány minden illetékes minden alkalmat megragad annak hangsúlyozására, hogy nem változtatnak az eddigi gazdaságpolitikán.
- *A kormány feladta az államadósság ráta csökkentésének másfél éve hirdetett tervét.* Ez is a hibás gazdaságpolitika következménye, amely egyik oldalon a növekedési potenciált gyengítette annál is jobban, mint az általánosan nem kedvező nemzetközi konjunktúrából következett volna, másik oldalon az országkockázatot rontotta jelentősen a régiós versenytársakhoz viszonyítva, s a forint jelentős leértékelődést érte el. A stagnáló gazdaság, az államadósságra fizetendő növekvő reálkamat és a gyengülő forint beindította a felfelé vivő adósságspirált, amiből ma nem látszik a kiút.
- *A bankszektor helyzete* a sok pluszterher (különadók, végtörlesztés) és a kormánnyal folytatott tárgyalások elhúzódása miatt *kilátástalan*. A növekedés beindításához a finanszírozási feltételek kedvezőtlenek, de a mód, amivel a kormány kezelni kívánja a kérdést (az MNB bevonásával – de erről még csak kiszivárogtatások vannak) valószínűleg sem nem lehetséges (európai törvényi előírásokat sértene), sem nem hatékony.⁸⁵
- *Magyarország a befektetésre nem ajánlott kategóriába került.* Az IMF tárgyalások sikere és az elrontott gazdaságpolitika korrekciója kölcsönösen feltételezik egymást és együtt hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a magyar kilátások pozitívvá forduljanak, majd esély legyen a befektetési besorolás tartós javulására.

⁸⁵ Az MNB-ben 2011. december 8-dikán rendezett „Horgony” című konferencia kereskedelmi bankár kerekasztalának résztvevői felhívták a figyelmet, hogy a kormány által eldöntött devizaadósság-rendezés napi kétmilliárd forintos veszteséget okoz a magyar bankszektornak. Ez, a különadókkal együtt súlyos, tartósan elviselhetetlen terhet jelent. Ezek megszüntetése mellett a legfontosabbnak az IMF megállapodást tartották, mint az országkockázatot (a finanszírozási költségeket) csökkentő és a bizalmat helyreállító tényezőt. Mindezek hiányában a hitelkínálat akadályos lehet a növekedésnek, de hangsúlyozták, hogy jelenleg a hitel kereslet is gyenge, a rossz és kiszámíthatatlan kilátások miatt.

7. ÖSSZEGZÉS: AZ EURÓ MAGYARORSZÁGI BEVEZETÉSÉNEK KILÁTÁSAI ÉS FELTÉTELEI

Mind a külső körülmények változásai – így az euróövezet válságjelenségei, a valutaunió korábban ígéretesen fejlődő országainak súlyos gazdasági nehézségei és az Európai Unió irányításának reformja –, mind pedig a hazai gazdaság és gazdaságpolitika közelmúltbeli fejleményei jelentősen befolyásolják Magyarország euróövezeti csatlakozásának kilátásait és feltételeit. Vajon milyen ütemezés látszik célszerűnek, illetve megvalósíthatónak, ha vállalásának megfelelően, Magyarország ambicionálja a közös valuta bevezetését? Erre, csakúgy, mint az euró bevezetését övező kérdések többségére, 2011 végén sokkal nehezebb válaszolni, mint nyolc-tíz évvel ezelőtt. A külső feltételeket (a fogadókészséget) és a hazai szándékokat illetően egyaránt sokkal nagyobb a bizonytalanság.

Ebben az összegző fejezetben az eddig leírtakra támaszkodva fejtjük ki véleményünket a hazai euró-bevezetés egyes kulcskérdéseiről. Szólunk a külső fogadókészségről, az euróövezeti csatlakozás „kötelező” – külső – feltételei teljesítésének kilátásairól és arról is, hogy a tanulmányban ismertetett kedvezőtlen nemzetközi tapasztalatok fényében milyen további – hazai – feltételeknek kellene teljesülniük ahhoz, hogy az ország biztonságosan, a kockázatokat minimalizálva csatlakozhasson majd az eurózónához. Legfontosabb megállapításainkat három pontban összegezzük.

- Teljesen függetlenül attól, hogy a kormány mikorra tervezi az euró bevezetését, az országnak egyértelműen az áll érdekében, hogy az euróövezeti tagság valamennyi külső (régi és új), valamint belső feltételének mielőbb megfeleljen, ugyanis ez biztosíthatja a gazdasági stabilitás helyreállítását. A gazdaságpolitika iránti hazai és nemzetközi bizalom visszaszerzéséhez nem újabb csatlakozási időpontok bejelentése, hanem az szükséges, hogy a kormány gazdaságpolitikája (konkrét tervekkel megalapozottan) hiteles elkötelezettséget fejezzon ki a valutaövezeti tagság feltételeinek megteremtésére és fenntartására.
- Csak akkor szabad az euróövezetbe belépni, amikor magától a csatlakozástól a gazdaságpolitika már nem remél *hitelességi* előnyöket. Ez biztosíthatja, hogy a valutaövezeti tagság mikro- és makrogazdasági előnyei *tartósan* érvényesüljenek.
- Csak akkor szabad a saját valutát – és ezzel az valutaárfolyam változásának lehetőségét/eszközét – feladni, ha már létrejöttek és stabilan működnek azok az intézmények és mechanizmusok, amelyek – különösen a bérek és a hitelezés alakulását tekintve – meg tudják előzni az árfolyamváltozás nélkül szinte kezelhetetlen makrogazdasági egyensúlyhiányok kialakulását. Jóllehet az EU

irányítási reformja keretében bevezetésre kerülő szabályok is ezt kívánják előmozdítani, egy olyan ország, amely nem rendelkezik a makrogazdasági stabilitás tradícióival és kultúrájával, nem hagyatkozhat csupán a külső előírásokra. Azokat saját problémáihoz igazodó, belső megoldásokkal kell kiegészítenie és alátámasztania.

Tanulmányunkban mindvégig arra törekedtünk, hogy figyelembe vegyük a témánkat érintő friss európai és hazai fejleményeket. Ám írásunk lezárását követően felgyorsultak az események, ezekről a fejezet végén adunk rövid áttekintést.

Mikor fogad az euróövezet?

Erre a sztenderd válasz az, hogy amikor teljesítjük a csatlakozási feltételeket. Az azonos elbírálás elve változatlan az euróövezeti csatlakozást tekintve is. Az uniós irányítási rendszer általános felülvizsgálata és átalakítása azonban oda vezetett, hogy ez az alapelv (sem) érvényesíthető/érvényesülhet úgy, mint az eddigi 18 euró-tag esetén. A maastrichti kritériumok nem változtak ugyan, de a jövőbeli aspiránsokon számon fogják kérni az euróövezeti tagokra bevezetett új eljárások teljesítését. A megújított SGP követelményeinek már a belépés előtt is eleget kell tenni, az Euró plusz teljesítése pedig euróövezeti tagként elváratik. Mindez azt sejteti, hogy a jövőbeli felvételek megalapozottabbak lesznek, mint korábban, nagyobb súlyt kap majd a fenntarthatóság szempontja, azért is, hogy elkerüljék a görög és portugál fiaskóhoz hasonló esteket.

Mikor teljesítheti Magyarország az euróövezeti belépés „külső” feltételeit?

Az 5. fejezetben azért vettük sorra a teljes jogú valutauniós tagokra (euróövezeti tagokra) vonatkozó összes szabályt és eljárást, hogy megkíséreljük felmérni, hogy Magyarország mikor tudja teljesíteni ezeket a követelményeket. Természetesen nem alkalmilag, hanem tartósan.

A korábbi vizsgálataink alkalmával, 2003-ban, azt állapítottuk meg, hogy az euró megalapozott, de mielőbbi bevezetése érdekében állna az országnak, mert miközben az euróövezeti belépés és tagság követelményeit az euró bevezetéstől függetlenül is teljesíteni kellene egy kiegyensúlyozott növekedési pálya érdekében, azonközben euróövezeti tagként komoly kockázatoktól szabadulhatna meg az ország.

A másik megállapításunk az volt, hogy az euró bevezetése csak akkor lehet sikeres, ha azt társadalmi konszenzus alapozza meg és a gazdaság szereplői a kormánnyal együttműködve, e cél érdekében dolgoznak.

Az euróövezeti belépési követelmények (maastrichti belépési kritériumok, a kibővített SGP, Euro plusz) teljesítése változatlanul összhangban állna egy felzárkózási pálya követelményeivel, de ezek teljesítésétől ma távol áll az ország.

A maastrichti kritériumok és az alap SGP teljesítése sem biztosított, ha nem sikerül rövid időn belül a tartós növekedési pályára visszavigálni az országot. Csak ez biztosíthatja a költségvetési középtávú cél – trükkmentes – teljesítését és az adósságráta folyamatos csökkentését.

Bár a folyó fizetési mérlegben fordulat következett be, és a korábbi évtizeden át fenntarthatatlanul magas hiányt jelentős többlet váltotta fel, ez nem tekinthető kedvező fejleménynek, mert a gazdaság nem-kívánatos és tartós lelassulásának, a nyomott belföldi keresletnek a következménye. Kérdés, hogy az EIP (túlzott egyensúlyhiány) követelményeket miként kell teljesíteni, és a túlzott többlet fogalmát ismerik-e majd az értékelésnél.

A beruházási-megtarkítási mérleg alakulása nem mérhető fel egyelőre, mert a legfrissebb kormányzati intézkedések – a bankrendszerre a különadók után újabb jelentős terhet helyező devizahitel-végtörlesztési törvény – alapvetően átrajzolhatják a hazai megtakarítások alakulását. A növekedésre ez várhatóan további visszafogó hatást fejt majd ki, ami akár a recesszió felé mozdíthatja el a gazdaságot.

A maastrichti inflációs kritérium teljesítése igen távolinak tűnik, mert még a jelenlegi nagyon nyomott belső piaci viszonyok között sem lehet elérni a 3%-os inflációs célt (pedig az is meghaladja a maastrichti követelményt). Ennek oka az, hogy a magyar kormányok soha nem tekintették fontosnak a kiszámítható alacsony inflációs környezet kialakítását, s a különböző egyszeri inflációs sokkok (áfakulcs-emelés, jövedéki adók, extra termékadók, különadók stb.) sorozata ma is napi gyakorlat, a 2012-es költségvetési lyukak befoltozásának egyik eszköze.

Az árfolyamstabilitás megvalósítása sem szerepel a kormányzati célok között, annak ellenére sem, hogy az állami és magán devizahitelek magas aránya miatt az egész gazdaság és a pénzügyi stabilitás is kockán forog akár, ha jelentős gyengülés következik be, de akkor is, ha nagy az árfolyam volatilitása. Az államadósság GDP-hez mért aránya a növekedési problémák mellett a nagyfokú forintárfolyam-gyengülés miatt sem mérséklődik a tervek szerint már 2011-2012-ben sem. Az sem kizárt, hogy a kormány az árfolyam gyengítésének veszélyes fegyverét is használni akarja a gazdaság fellendítése érdekében, ez azonban bumerángxént csaphat vissza, mivel az ország stagflációs állapotba kerülhet. Az árfolyamkockázat olyan mértékben akadályozza a magyar gazdaság kibontakozását, hogy kiiktatása – az euró bevezetésével – egyértelműen érdekében állna az országnak. Ezzel megszűnne a mindenkori politikának való kiszolgáltatottságot is, ami jelentősen mérsékelhetné az országkockázatot.

Nem meglepő, hogy mindezek miatt a *hozamok konvergenciájáról* sem beszélhetünk. Magyarország kockázati felára – alacsonyabb ugyan, mint az euróövezeti krízis-országoké – ismét a fenntarthatóságot veszélyeztető szintre emelkedett, amiben legalább akkora szerepet játszik az elhibázott, az európai unió fejlett országaitól leszakadást generáló hazai gazdaságpolitika, mint az euróövezeti válság begyűrűzése.

Nem tisztázott, hogy az *Euró plusz követelményeket* miként kéri számon majd az euróövezeti csatlakozáskor. Az euróövezetben ugyanis kötelező ezek betartása a gazdaságpolitikák harmonizálása érdekében. Kérdés, hogy mi a helyzet akkor, ha egy tagállam, mint Magyarország, a belépés előtt nem vállalta a tagságot az Euró plusz rendszerben. Helyzetünket nehezíti, hogy – amint korábban bemutattuk – az Euró plusz követelmények teljesítésétől a jelenlegi gazdaságpolitika éppen távolodik. Az új adórendszer, a foglalkoztatás közmunkára alapozott növelése, illetve a nyugdíjrendszer visszatérése az állami pillérbe, amely egyelőre nem kezeli a társadalom öregedéséből fakadó jövőbeli kötelezettségek problémáját – mindezek szöges ellentétben állnak az euróövezeti irányokkal. *Magyarországon 2011 végén sem a versenyképesség növelése, sem a tartós felzárkózás, sem a külső és belső egyensúly fenntarthatósága nem látszik biztosítva sem közép, sem hosszabb távon.*

Mindezekon túlmenően sajátos magyar problémát jelent a magyar devizaadósság, azon belül a nem-euróban denominált hitelek relatíve magas állománya. Amíg a pénzügyi válság kitörésekor (2008-2009-ben) „csak” a magánszektor devizahitelei jelentették a fő sérülékenységi forrást, addig 2010-2011-ben már az államadósságon belül is a felére nőtt a devizában denominált állomány. A devizaadósság magas részaránya, s azon belül az exotikus piacok felé való nyitás (még ha az adóssághmenedzselés meg is oldja a nem-euró kibocsátások fedezését) nem segíti az euró-konvergenciát.

Mindebből az következik, hogy *a 2011. év végi helyzet és kilátások nem állnak összhangban az euró bevezetésével.* Még a jelenlegi az uniótól „eltávolodó” gazdaságpolitikai program euró-konvergencia irányba fordítása esetén sem lenne egyszerű program előkészíteni az euró megalapozott bevezetését. A jelek szerint a kormány nem is ambicionálja ezt.

Kérdés, hogy létezik-e problémamentes élet az euróövezeten kívül akkor, ha nem teljesíti az ország az euróövezeti feltételeket. Véleményünk szerint nem. A mai gazdaságpolitika nem csak nem teljesíti az euró-konvergenciához szükséges feltételeket, de nem is fenntartható, és főleg nagyon költséges.

Mikor érdemes bevezetni az eurót?

Van egy rövid válasz: amint készen állunk rá és van fogadókészség. Ez nem változott az elmúlt évtizedben, de arról, hogy mikor áll készen a magyar gazdaság, megoszlanak a szakértői vélemények.

A belépési követelmények teljesítése nem ellentétes a magyar gazdaság érdekeivel, sőt azok mielőbbi teljesítése feltétele annak, hogy a magyar gazdaság visszatérjen a fenntartható felzárkózási pályára. Zavaró a csatlakozási dátumról hozandó döntés szempontjából, hogy az „új” magyar gazdaságpolitika nem ebbe az irányba halad. A „nem korábban, mint 2020” (lásd a 2. fejezetet) egyenértékű azzal, hogy a kormány nem foglalkozik ezzel kérdéssel. Tekintve, hogy az azonnali (közeli) belépés szóba sem jöhet, csak ezért nem zavaró a döntést szempontjából, hogy van némi tisztázatlanság a jövőbeli euróövezeti felvételekkor alkalmazandó értékelést illetően.

Változatlanul érvényes a „mielőbbi” euró-bevezetés mellett szóló további két érv. Egyrészt, a forintárfolyam ingadozásában és a kockázatok árazásában nagy szerepet játszanak a külső tényezők; a saját monetáris politika mozgásteret is rendkívül korlátozott. Másrészt a válság rámutatott arra is, hogy a tőkeáramlások megtorpanása és megfordulása ellen még az uniós tagság is kevés védelmet nyújtott. Bár a tőkeáramlás irányváltása az euróövezeten belül is megfigyelhető volt a válság kitörésekor, a következmények kezelésében a valutauniós tagság kétségtelenül segít.

Ugyanakkor a válságban kiderült az is, hogy az uniós tagsággal automatikusan nem jár együtt az alacsony hozamszint az állampapírpiacra. A piacok szigorúan büntetik a stabilitástól eltévelyedő tagokat. Sőt a büntető felár még magasabb is lehet, mint a saját valutával rendelkező országok krízise esetén, hisz az euróövezetben a deviancia kiigazítása hosszantartóbb és költségesebb lehet.

Az euróövezettől való „elrugaszkodás” politikája azonban semmilyen értelemben nincs az ország hasznára. Az „elrugaszkodás”, amit a kormány kommunikál, jelenleg leszakadást takar, ami fejlettségi szintet illeti. Elszakadást jelent a finanszírozás diverzifikálását illetően (tapogatózás az exotikus piacok és források felé, az olcsóbb és garantált nemzetközi források – IMF – kiiktatása). Összességében pedig az európai integrációtól való eltávolodást jelent. Mindez a kiszolgáltatottságot, és nem a szabadságot növeli a pénzügy- és gazdaságpolitika téren.

Ezért *a kibővített euróövezeti szabályoknak való tartós megfelelés, mégha a belépés „csak” a maastrichti kritériumok teljesítéséhez kötött, akkor is jól felfogott érdeke az országnak, már a csatlakozást megelőzően. Amennyiben amúgy is teljesíteni érdemes ezeket, akkor ez elvileg leegyszerűsíti a döntést. Van néhány további szempont.*

Az euróövezet működési kockázatai nagyok. Mire egyáltalán szóba jöhetne a magyar csatlakozás, már valószínűleg lecsitulnak a valutaunió szabályozási és irányítási rendszerének változása, illetve a szuverén adósságkezelés miatti viharok. Mindezt figyelembe véve, egyetlen reális választása lehetne a magyar gazdaságpolitikának: az, hogy – cseh mintára – a stabilitás és felzárkózás irányába vált, és ennek keretében az euróövezeti csatlakozás kritériumait is teljesíti. *Csak ekkor* teheti meg nagyobb kockázatok nélkül, hogy kivár (akár 2020-ig) az euróövezeti csatlakozással – feltéve, hogy a kivárás opciója gazdaságilag ésszerűbbnek látszik, mint a csatlakozás.

Az euróövezethez csatlakozott közép-kelet-európai országok tapasztalatai

Az euróövezeti tagságra való felkészülést illetően Szlovénia, Szlovákia és Észtország tapasztalatai azt mutatják, hogy a maastrichti inflációs és árfolyam-kritérium jelentősen eltérő monetáris- és árfolyamrendszerekben is teljesíthető, a fiskális feltétel teljesítése pedig döntően politikai elhatározás kérdése, ám e kritériumoknak való megfelelés távolról sem jelent garanciát arra, hogy egy ország érdemben felkészült a valutauniós tagságra.

E tekintetben értékelhető tapasztalatok a régió legfejlettebb országa, a 2007-ben csatlakozott *Szlovénia* esetében állnak rendelkezésre, s ezek korántsem kedvezőek. Azt jelzik, hogy az ország – az eurózóna válságba került más tagországaihoz hasonlóan – nem volt felkészült a közös pénz bevezetésére. Az euró átvételét követően az *infláció és a béremelkedés felgyorsult*, és az addig rendkívül stabil gazdaság szinte mintaszerűen csúszott bele a saját monetáris politika nélkül nehezen kezelhető problémahalmazba: alacsony reálkamat, hitelezési buborék, külső egyensúly-romlás, majd súlyos recesszió, amely az államháztartás és bankrendszer stabilitását is megrendítette. A csatlakozás után Szlovénia ár- és költség-versenyképességi mutatói is számottevően romlottak. Mindezeket a kedvezőtlen fejleményeket egyfelől egy (nyilván politikusok által is táplált) társadalomlélektani jelenséggel, a Görögországban és Portugáliában is tapasztalt „nagy megkönnyebbüléssel” magyarázzuk, azzal ugyanis, hogy a felkészülés éveiben elvárt kollektív önmérsékelt (a makro stabilitás szempontjainak érvényesítése az ár- és bérváltozásokban) megszűnt a csatlakozást követően. Emellett azonban Szlovéniában egy intézményi változás is történt: átalakították (vagyis megszüntették) az addig eredményesen működő kollektív bérmegállapodási rendszert. Ez hibának bizonyult. Úgy látjuk, hogy az euró bevezetésével együtt *nem megszüntetni, hanem megerősíteni* kell azokat az intézményeket és mechanizmusokat, amelyek előmozdíthatják a *nemzetgazdasági* szintű termelékenység és a bérek alakulása közötti összhangot – különösen egy olyan országban, amelyben az alacsony inflációnak nincsenek évtizedekre visszanyúló hagyományai. (Szlovéniában a 2000-es évek elején még 8-9% körül alakult az infláció.) Azzal egyidejűleg, hogy egy ország *örökre* lemond

arról a lehetőségről, hogy a valutaárfolyam változása révén korigáljon makrogazdasági egyensúlyhiányokat – s az euró bevezetésével pontosan erről a lehetőségről mond le –, ki kell alakítania azokat mechanizmusokat is, amelyek megelőzik az árfolyamváltozást szükségessé tevő *hazai* folyamatok kialakulását. Véleményünk szerint e mechanizmusok között kitüntetett szerepe lehet a nemzetgazdasági szintű bérmegállapodások rendszerének, amely Szlovéniában rendkívül hatékonynak bizonyult, hiszen passzív árfolyampolitika mellett, és lényegében növekedési áldozat nélkül segítette elő az euró-csatlakozásig a folyamatos dezinflációt.

Szlovákia sajátos körülmények között, a 2009. évi recesszió idején vezette be az eurót. Az euró-bevezetésre való felkészülés időszakában ügyes monetáris politikát folytatott, a valuta felértékelődése mellett (de a jelentősebb túlértékeltiséget megakadályozva) érte el a maastrichti inflációs feltételeket. Eközben költségvetési stabilitásra törekedett, és sikerült elkerülnie a túlzott hitelexpanziót, továbbá a (nem euróban való) devizahitelezés elterjedését. Mindamelllett, a válság – az eurózónához történt csatlakozástól függetlenül – ráirányította a figyelmet Szlovákia költségvetésének rendkívüli sebezhetőségére. *A gyors gazdasági növekedés elfedte a költségvetés szerkezeti problémáit, amelyek a válság nyomán kerültek felszínre.* Az euró bevezetésének évében a GDP 8%-ára nőtt az államháztartási deficit, amely a gazdaság élénkülése nyomán sem mérséklődött számottevően. Az ország kezdeti tapasztalatai kedvezőbbek, mint Szlovéniában voltak az euró bevezetést követő harmadik évben. Az infláció és a béremelkedés nem gyorsult fel, ám ez a bevezetés évében tapasztalt gazdasági visszaeséshez, és ahhoz köthető, hogy az árfolyam-begyűrűzés hatása éveken át tartott. Nyitott kérdés azonban, hogy amennyiben Szlovákiában ismét kibontakozik a gyors reálgazdasági konvergencia, akkor a gazdaságpolitika hogyan kezeli majd az eurózónáét meghaladó infláció következményeit.

Észtország számára az euró bevezetése valószínűleg nem jár lényeges változásokkal. Az ország ugyanis – szilárdan rögzített árfolyamrendszerével – az *eurózónán kívül* nemcsak átélte, de a valutaövezet tagországaiban megszokottnál erőteljesebb módszerrel – úgynevezett „belső leértékeléssel”, vagyis számottevő nominális bércsökkenésekkel – kezelte is azokat a makrogazdasági feszültségeket, amelyeket a saját valuta (és így a módosítható árfolyam) feladásával kezelhetetlennek szokás gondolni. Ezt azonban nem követendő példának, hanem erős figyelmeztetésnek tekintjük: a „belső leértékelés” recesszió idején fokozza a gazdasági visszaesést, ezért egy olyan országnak, amely saját valutájának feladására készül, mindent meg kell tennie avégett, hogy megelőzze a „belső leértékelés” kényszerét.

Az euró bevezetésének „belső” (hazai) feltételei

Amikor „belső” feltételekről beszélünk, akkor a maastrichti („külső”) kritériumoktól igyekszünk megkülönböztetni azokat a *magunkkal szemben* támasztandó elvárásokat, amelyek alapján érettnnek minősíthetjük gazdaságunkat és társadalmunkat az euróvezeti tagságra. A „belső feltételek” gondolata talán emlékeztet arra, amit Angliában a híressé vált „öt teszt” keretében megfogalmaztak.⁸⁶ Csakhogy ott az motiválta a tendenciózus kérdéseket, hogy végül úgy dönthessenek: maga az euróvezet éretlen arra, hogy Anglia csatlakozzon hozzá. Magyarországon viszont valódi kérdéseket kell feltenni, amelyek arra vonatkoznak, hogy a külső követelményeknek való megfelelésen túl, mit kell még tennünk ahhoz, hogy az euróvezeti csatlakozás esetleges hátrányait elkerülhessük.

A magunk részéről azoknak az intézményeknek és mechanizmusoknak megteremtését és megbízható működését tartjuk a legfontosabbnak, amelyek elháríthatják az áruk és a bérek túlzott emelkedésének veszélyét. A termelékenységhez képest túl gyors béremelkedés versenyképességi problémákat okoz, amelyeket a valutaunióban utólag rendkívül nehéz korrigálni. A fejlett országokét számottevően meghaladó infláció és a közös nominális kamat együttesen a gazdaság kondíciói által indokoltnál alacsonyabb (negatív) reálkamathoz vezethet, amely ugyancsak makrogazdasági instabilitásnak lehet a forrása. Éppen ezért a gyors reálgazdasági konvergenciát kísérő egyensúlyi infláció is gondokat okozhat (bár ez esetünkben kevésbé valószínű), amelyeket csak makroprudenciális eszközökkel lehet kezelni. Mindenesetre érdemes lesz figyelemmel kísérni Szlovákia ezzel kapcsolatos tapasztalatait és – amennyiben az ország ilyen típusú problémába ütközik – alkalmazott megoldásait.

Úgy véljük, hogy az MNB legutóbbi konvergencia-jelentése (MNB [2011]) jól ragadja meg az euró bevezetésének legfontosabb hazai feltételeit. A tanulmány készítői négy feltételt emelnek ki: az alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozásokat, a fiskális mozgástér kitégítését, a hatékony makroprudenciális szabályozás kialakítását, valamint a munkapiaci alkalmazkodóképességet javító intézményi változtatásokat.

Sokáig tartotta magát az a vélemény, hogy a csatlakozás bizonyos áldozatokkal járhat. Mára ez úgy fogalmazható át, hogy beigazolódott: nem szabad előre elkölteni az euró bevezetésétől várt többlet-jövedelmet. Az euró bevezetésének előnyei csak az előzőekben jelzett feltételek teljesülése esetén tudnak kibontakozni. Ahol viszont beindít egy felfelé vivő spirált az euróvezeti csatlakozás, ott minden eszközzel azon kell örködni, hogy ez ne vezessen buborékok és túlfűtöttség kialakulásához, hanem kiegyensúlyozot

⁸⁶ HM Treasury: The five tests framework (2003): <http://news.bbc.co.uk/2/shared/spl/hi/europe/03/euro/pdf/1.pdf>

A „tesztek” az üzleti ciklusok harmonizáltságára, a gazdaság rugalmasságára vonatkoztak, továbbá azt firtatták, hogy az euró bevezetésének milyen hatása lenne a beruházásokra, a pénzügyi szektor versenyképességére, valamint a növekedésre és a foglalkoztatottságra.

fejlődési/felzárkózási pályán maradjon a gazdaság. Az európai gazdasági kormányzás átalakítása ebben segíti a nemzeti gazdaságpolitikákat, azon az áron, hogy némileg sérti a nemzeti szuverenitást.

MELLÉKLET: KORÁBBI HAZAI ELEMZÉSEK AZ EURÓ-CSATLAKOZÁS VESZÉLYEIRŐL ÉS KOCKÁZATAIRÓL

A hazai elemzésekben már a kezdetekkor felmerültek azok a szempontok, amelyek egy „elhamarkodott” euróbevezetés veszélyeire mutattak rá. Az MNB-ben a kilencvenes évek végén készült az első elemzés az euró-bevezetés lehetőségeiről, amely azért nem került a nyilvánosság elé, mert az akkori banki vezetés úgy ítélte meg, hogy néhány alapkérdésben túlzottan optimista képet festett a stáb az euró-bevezetés előnyeiről, miközben a sikeres bevezetéshez szükséges feltételeket nem elemezte elég körültekintően.⁸⁷ Pedig a veszélyzónák már közvetlenül az euróövezet létrehozását követően is kirajzolódtak.

- Felmerült, hogy egy felzárkózó, kis nyitott gazdaságban, mint Magyarország, *az euró bevezetését követően is nagy jelentőségű a folyó fizetési mérleg pozíciójának és a külső eladósodásnak az alakulása.*⁸⁸ Ezért, bár nem kritérium, de az euróövezeti csatlakozást megelőzően fenntartható külső pozíciót (biztonságosan finanszírozható nagyságú fizetési mérleg hiányt) kell elérni. Ennek csupán egy eleme az alacsony költségvetési hiány, amelyre szabott 3%-os felső korlát szerepel az euróövezeti csatlakozási kritériumok között.
- Az átlagnál magasabb inflációjú országokban *az alacsony reálkamat* – ami abból ered, hogy az Európai Központi Bank által megszabott kamat az euróövezeti átlagos mutatókat veszi figyelembe – felfutó (túlzott) hitelbővítéshez, *a gazdaság túlfűtöttségéhez vezethet.* Miközben az európai procedurák (az SGP) az állami túlköztekezést és eladósodást visszafogják (legalábbis ez várható el), *a magánszektor túlzott eladósodásából fakadó kockázatokat nem kezeli az uniós szabályozás.*⁸⁹ Ez okozta a nehézségeket a pénzügyi válság kitörése után Írországból és Spanyolországban.
- A közös valutaövezethez való csatlakozásból csak akkor származhat többlet-növekedés (amire számítások tömkelege készült – például Rose [2002]), ha ennek képességét már a

⁸⁷ Ebben a 2000 tavaszán készített tanulmányban az „egyoldalú” (az európai uniós tagság elnyerése előtti) euró-bevezetés lehetőségeit vizsgálták a szerzők. (Árvai et al. [2000]) Magyarország mutatói ugyanis annyira meggyőzően jól alakultak, hogy úgy nézett ki, hogy az euróövezeti bővítés lassú előrehaladása lesz az a szűk keresztmetszet, ami miatt nem tudunk egyhamar élni a közös valuta bevezetéséből származó előnyökkel. Az időtájt a nemzetközi szakértői berkekben a KKEU régió aspiráns országaiban kibontakozó spontán euroizáció állt az érdeklődés középpontjában, ami felvetette az „egyoldalú” euróbevezetés lehetőségét is (elvileg természetesen), ha az EU-tagság elnyerése valamilyen akadályba ütközött volna. Az MNB első publikált euró-konvergenciát elemző kiadványa, 2002-ben, már az eurózónába való belépés előnyeit és hátrányait vetette össze, mert addigra bizonyossá vált a csatlakozás. Csajbók – Csermely [2002].

⁸⁸ Az első elemzésekben előfordult az a kemény megfogalmazás, miszerint „az euróövezeti belépést követően a fizetési mérleg korlát megszűnik.”

⁸⁹ Surányi [2005].

csatlakozást megelőzően kialakítják egy országban. *Ez a reformok kérdését öleli fel.* Bizonyos alrendszerek megreformálása elengedhetetlen a közép távú költségvetési egyenleg-cél tartós elérése érdekében, de ebből következik az is, hogy a gazdaság többi szektora számára kellő forrás áll rendelkezésre. Másrészt a gazdaság egészének (állami és magánszféra) hatékony működéséhez szükség van az alrendszerek reformjára, de az, hogy mit érdemes az euró bevezetése előtt és mit jobb(an kifizető) után megtenni - ez nem egyszerű kérdés.⁹⁰

- *Nem érdemes trükközve teljesíteni a csatlakozási kritériumokat.* A görög eset ezt jól példázta. Már 2001-2002-ben is látszott, hogy mind a költségvetési, mind az inflációs kritériumot speciális intézkedésekkel érte el a görög kormány⁹¹, ami megkérdőjelezte a fenntarthatóságot. Ez egy súlyosan eladósodott ország esetén tragikus következményekkel járhat (felpörgő eladósodás, zuhanó GDP etc.) Azt, hogy a fegyelmezetlenség folytatódik/folytatódhat(!) a „leleplezés” után is, senki nem gondolta; a feltorlódozó probléma nagyságrendje pedig minden képzeletet felülmúlt..
- *Körülmétektől kell megválasztani a csatlakozási valutaárfolyamot.* Mind a túl, mind az alulértékelt árfolyam kiigazítást von maga után, ami az euróövezetben már sokkal nehezebb és költségesebb, mint amikor a saját valutaárfolyamot manipulálhatja az ország a versenyképessége megőrzése illetve javítása érdekében. A görög válság eszkalálódása kapcsán a megoldási lehetőségek között 2011 őszére épp azért merült fel az euróövezetből való kilépés is, mert nem lehet a kiigazításkor bevetni a valutaleértékelés eszközét, e nélkül pedig teljesíthetetlen a fiskális kiigazítási követelmény, illetve csak óriási közösségi mentőövvel és irányított adósságleírással van esély teljesíthető mértékűvé redukálni.

Ezek a veszélyek már az európai közös valutaövezet létrehozását követően is mind felmerültek a különböző elemzésekben. (Neményi [2003], Oblath [2003]) A magyar euró-bevezetési elképzelések a kezdetektől építettek/építhettek ezekre, részben a saját magyar gazdaságpolitikai tapasztalatokat is bekalkulálva, részben pedig látván az euróövezetbeli országok nehézségeit.⁹² Minden elemzés tartalmazta az euró előnyei mellett a potenciális hátrányokat is. A mérleg nyelve azonban általában a pozitívumok felé húzott, mert a kilencvenes évek végén a feltörekvő piacokon kirobbant pénzügyi válságok felhívták a figyelmet a saját valuta menedzseléséhez tartozó kockázatokra, s a saját monetáris politika

⁹⁰ Az MNB harmadik konvergencia-jelentésében épp ezt vizsgálta és arra jutott, hogy „a termék- és munkaerő-piaci reformok elindításának, ha nem is kell feltétlenül megelőznie az euró bevezetését, de kiemelt súllyal kell szerepelnie a gazdaságpolitikában”, annak érdekében, hogy az euróövezeti csatlakozás után a költségvetésnek minél nagyobb mozgásteret legyen az esetleges aszimmetrikus sokkok kezelésére. Magyar Nemzeti Bank Elemzés a konvergenciafolyamatokról [2008].

⁹¹ Az inflációs kritériumot az áfakulcsok lecsökkentésével teljesítette Görögország, s az euróövezeti csatlakozást követően újból visszatért a korábbi szintre az infláció

⁹² Például Portugália – a legfejletlenebb tagország – nehézségei az euróövezeti belépéskor már jól látszóttak és a kezdetektől fennálló kiigazítási kényszer (részben a fiskális pozíció, részben pedig a túlértékelt árfolyam terén) miatt nem is tudtak kibontakozni a közös valutától várt előnyök. Görögország transzparencia-problémái is mindjárt a csatlakozást követően lelepleződtek.

korlátaira is az egyre ingatagabb globalizálódó világban. Ugyanakkor az elemzések többsége felhívta a figyelmet az előkészítés és megalapozás fontosságára és időigényére.⁹³

⁹³ Voltak szélsőségesebb vélemények is. Mihályi [2004]. szerint bármikor, bármilyen árfolyamon érdemes lenne Magyarországnak bevezetni az eurót, mert a kétezres évek első fél évtizedében fluktuáló, kiszámíthatatlan monetáris politika és forintárfolyam semmilyen hasznot nem hajt. Az ellenvélemény az „elsietett euró-bevezetés” ellen emelt hangot, s a belátható időn belüli euróbevezetést nem tartotta kivitelezhetőnek. A fiskális fellazulás mellett az elhibázott gazdaságpolitika, illetve téves monetáris politika számlájára írta, hogy a mielőbbi euróba való menekülés vonzóvá vált Magyarországon. (Surányi [2007])

IRODALOMJEGYZÉK

- Árvai Zsófia- Csajbók Attila-Csermely Ágnes- Hamecz István [2000]: Az euró törvényes fizetőeszközként való, az európai uniós tagság előtti bevezetése Magyarországon, Megvalósíthatósági tanulmány, Magyar Nemzeti Bank, kézirat.
- Bajnai Gordon [2011]: A politikai gazdaságtan visszatérése. HVG 201 október 3. Angol változat a CNBC vendégkommentárja: <http://www.cnbc.com/id/44730394>
- Bakker, Bas B. - Anne-Marie Gulde [2010]: The credit boom in the EU new member states: bad luck or bad policies?, IMF Working Paper 10/130.
- Balassa Béla [1965]: Trade Liberalization and „Revealed” Comparative Advantage. The Manchester School, 33. (pp 99-123)
- Banai Ádám - Király Júlia – Várhegyi Éva [2010]: A rendszerváltás húsz évének egy egyedi fejezete: a külföldi bankok dominanciája a közép-kelet-európai régióban, különös tekintettel Magyarországra. Műhelytanulmányok, No. 89 2010.
- Banerjee, B. – D. Kozamernik – Ludovit Odor [2011]: The road to euro adoption: a comparison of Slovakia and Slovenia. Kézirat.
- Barroso: "A Roadmap to Stability and Growth" European Parliament debate ahead of the European Council Brussels, 12 October 2011.
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/11/657>
- Beer, Christian -Steven Ongena - Marcel Peter: “Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders”, *Journal of Banking and Finance*, 34, 2198-2211.
- Bini Smaghi, Lorenzo [2010]: From boom to bust: towards a new equilibrium in bank credit. Ernst & Young Business School seminar.
- BIS [2010]: The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BIS Working Papers No 54. 2010 december.
- Brzoza-Brzezina, Michał [2005]: Lending booms in the New EU member states – will euro adoption matter? NO. 543 / 2005.
- Buiter, Willem [2004]: To Purgatory and Beyond: When and How Should the Accession Countries from Central and Eastern Europe Become Full Members of EMU? CEPR Discussion Papers. No. 4324.
- Bunda, Irina - Michele Ca’ Zorzi [2009]: Signals from housing and lending booms. ECB Working Papers NO 1094 / 2009.
- Buti, Marco [2010]: Stronger EU economic governance, BEPA Monthly Brief, Issue 42 2010 december.
- Calvo, Guillermo A. [2005]: Sudden Stops, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile. NBER Working Paper, 11153.
- Cigan, Heidi - Anton Jevčák - Perceval Pradelle - Pavlina Žáková [2008]: Exchange rate pass-through to inflation in Slovakia. ECFIN Country Focus, Vol. 5. Issue 8, December.
- Cottarelli, Carlo - Giovanni Dell’Ariccia - Ivanna Vladkova-Hollar [2003]: Early birds, late risers, sleeping beauties: bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and Balkans. IMF Working Papers No. 213.
- Csajbók Attila és Csermely Ágnes (szerk.) [2002]: Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése, Magyar Nemzeti Bank Műhelytanulmányok, 2002/24.
- Csajbók, Attila – András Hudecz – Bálint Tamási [2011]: Foreign currency borrowing by households in new EU member states. MNB Occasional Papers 87/2010.

- Darvas Zsolt – Szapáry, György [2008]: Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies. European Economy. Economic Papers 304.
- De Grauwe, Paul - Moesen, W. [2009]: Gains for All: A Proposal for a Common Eurobond, *Intereconomics*, May/June.
- De Grauwe, Paul [2010]: A Mechanism of Self--destruction of the Eurozone, CEPS Policy Briefs, <http://www.ceps.eu/book/mechanism---self---destruction---eurozone>
- De Grauwe, Paul [2011]: The governance of a fragile Eurozone. CEPS Working papers.
- De Grauwe, Paul [2011a]: [The ECB as a lender of last resort](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6884), VoxEU.org, 18 August. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6884>
- EBA [2011]: The EBA details the EU measures to restore confidence in the banking sector. 11 October 2011. <http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confide.aspx>
- ECB [2006]: Convergence report 2006.
- ECB [2008]: Convergence report 2008.
- ECB [2010]: Convergence report 2010.
- ECB [2011a]: Recent development in securitisation. 2011 február.
- ECB [2011b]: Financial integration in Europe. European Central Bank 2011 május.
- ECB [2011c]: European Commission's public consultation on the technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution - ESCB contribution. 2011 május.
- ECB [2011d]: Financial Stability Review, 2011. június
- ECB [2011e]: OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 4 November 2011 on foreign currency mortgages and residential property loan agreements, (CON/2011/87)
- ECOSTAT [2004]: Az euró hazai bevezetésének feltételei, várható gazdasági hatása és időzítése. Budapest
- Égert Balázs [2007]: Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe. OeNB Working Paper 138.
- ESRB [2011a]: Recommendation of the European Systemic Risk Board of 21 September 2011 on lending in foreign currencies (ESRB/2011/1)
- ESRB [2011b]: Recommendations and policy responses. Annex to the ESRB [2011a], 2011. október.
- European Commission [2006]: Convergence Report 2006.
- European Commission [2008]: Convergence Report 2008.
- European Commission [2010]: Convergence Report 2010.
- European Economic Forecasts [2011]: European Economy 6/2011, Autumn 2011.
- Felcsúti Péter [2011]: Zombi bankok Magyarországon (vélemény). 2011 szeptember 30. <http://www.portfolio.hu/tool/print/2/156125>
- Franklin, Allen, - Elena Carketti – Giancarlo Corsetti [2010]: Life in the eurozone with or without sovereign default, European University Institute and Wharton Financial Institution Center.
- Frenkel, Jeffrey A. – Andy K. Rose [1998]: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, www.faculty.haas.berkeley.edu/arose/oacaj.pdf
- Gáspár Pál [2004]: A GMU-csatlakozás és az első évek egyes tapasztalatai a kohéziós országokban. ICEG Budapest, 2004 április.

- Giavazzi, Francesco – Luigi Spaventa [2010]: Why current account matters in monetary union, lessons from financial crisis in the Euro area.
- GKI Gazdaságkutató Rt. [2004]: Az euróhoz vezető optimális út megtervezése. Budapest.
- IMF [2011a]: World Economic Outlook. Washington, 2011. szeptember.
- IMF [2011b]: Financial Stability Report. Washington 2011.
- IMF [2011c]: Regional Economic Outlook European Economies.
- Konuki, T. [2008]: Estimating potential output and the output gap in Slovakia. IMF Working Papers, WP/08/275.
- Kopf, Christian [2011]: Restoring financial stability in the euro area. CEPS policy brief No. 237, 15 March 2011.
- KOPINT-DATORG Rt. [2004]: Az euro magyarországi bevezetéséhez vezető, társadalmi és gazdasági szempontból optimális út jellemzőiről. Szerkesztette: Palócz Éva. Budapest.
- Krekó Judit [2011]: Európa legversenyképesebb adórendszere? 2011. szeptember 3. http://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2011/09/27/europa_legversenykepesebb_adorendsze/re/
- Kuenzel, R. [2011]: The EU's comprehensive policy response to the crisis. Quarterly Report on the Euro Area, 1/2011 7-14. old.
- Lane, Philip R. [2008]: EMU and financial integration. The euro at ten – lessons and challenges, Fifth European Central Bank Conference 13-14 November 2008, 82-110. oldal.
- Lehmann, Alexander – Micol Levi – Péter Tabák [2011]: Basel III and regional financial integration in emerging Europe- An overview of key issues. EBRD Working Papers No. 132. 2011 június.
- Mackowiak, Bartosz - Francesco O. Moncelli – Gilles Noblet – Frank Smets [2009]: The euro at ten – lessons and challenges, Fifth ECB central banking conference Frankfurt, 13-14 November 2009.
- Madár István [2011]: Fogolydilemmában a Magyar bankok. 2011 szeptember 13. www.portfolio.hu
- Mihályi Péter [2003]: Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája, Közgazdasági Szemle, LII. évf., 2005. július–augusztus, 712–731. old.
- MNB (Magyar Nemzeti Bank) [2008]: Elemzés a konvergencia folyamatokról. Budapest.
- MNB (Magyar Nemzeti Bank) [2010]: Elemzés a konvergencia folyamatokról. Budapest.
- MNB (Magyar Nemzeti Bank) [2011]: Elemzés a konvergencia folyamatokról. Budapest.
- Mongelli, Paolo – Charles Wyplosz [2008]: The euro at ten – unfulfilled threats and unexpected challenges. In: The Euro at ten – Lessons and challenges. Fifth ECB central banking conference, Ed. Mackowiak, Bartosz - Francesco O. Moncelli – Gilles Noblet – Frank Smets pp/ 23-58.
- Neményi Judit – Várhegyi Éva [2003]: A valutarendszer problémái Magyarországon az euró bevezetéséig, Pénzügyminisztérium tanulmány 2003 május, www.gov.pm.hu
- Neményi Judit [2003]: Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon, Közgazdasági Szemle, L. évf., 2003. június (479.504. o.)
- Noyer, Christian [2000]: The euro and the banking system. Banking Symposium, organised by the European Center for Financial Services, 27 September 2000.
- Növekedéskutató Intézet [2004]: Magyar Euróstratégia. Koordinátor: Matolcsy György. Budapest.

- Oblath Gábor [2003]: Az euró hazai bevezetésének kérdései a spekulatív támadás fényében, 2003 február. Kézirat.
- Oblath Gábor [2010a]: Magyarország „feltárult” nemzetközi versenyképessége közép-kelet-európai összehasonlításban. In: Kolosi Tamás-Tóth István György (szerk.): Társadalmi riport 2010. Társi, Budapest, 2010.
- Oblath Gábor [2010b]: Magyarország versenyképessége nemzetközi összehasonlításban – a makrogazdasági mutatók jelzései. *Külgazdaság* 2010/9-10.
- Oblath Gábor – Palócz Éva [2011]: Convergence of prices and volumes in the new member states of the EU: Services versus goods and implications for wage-convergence. Kézirat.
- Papademos, Lucas [2007]: Inflation and competitiveness divergence in the euro area countries, causes, consequences and policy responses. „The ECB Watchers IX” konferencián, Frankfurt am Main, 2007 szeptember 7.
- Papademos, Lucas [2011]: The pitfalls of EZ sovereign debt restructuring. 26 October 2011 <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/7161>
- Pénzügykutató Rt. [2004]: Az euró bevezetésének makrogazdasági feltételrendszere és kilátásai Magyarországon. Készítette: Neményi Judit és Petschnig Mária Zita. Budapest.
- Podkaminer, Leon [2010b]: Real convergence and price levels: long-term tendencies versus short-term performance in the enlarged European Union. *Metroeconomica*, Vol. 61. No.4.
- Rajan, Raghuram G. [2005]: Has financial development made the world riskier? National Bureau of Economic Research Working Paper 11728.
- Reinhart, Carmen M. – Vincent Reinhart [2008]: “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present,” CEPR Discussion Paper 6996.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff [2008]: “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises” NBER Working Paper 13882.
- Reisen, Helmut [1998]: Sustainable and excessive current account deficits. OECD Development Centre Working Paper No. 132.
- Rodrik, D. [2008]: The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 365–412.
- Rogoff, Kenneth [2011]: Some European countries are fundamentally bankrupt. Interjú: Spiegel online. 2011. augusztus 8.
- Rose, A. K. [2002]: The effect of common currencies on international trade: A meta-analysis. (mimeo) UCLA. , Publikálva: *Journal of Economic Surveys*, [Volume 19, Issue 3](#), pages 347–365, July 2005.
- Rostowski, Jacek [2005]: The Stability and Growth Pact – Essential and unfeasible. CASE Studies and Analysis 275, Warsaw 2004 April.
- Roxburg, Charles – Susan Lund – Tony Wimmer – Eric Amar – Charles Atkins – Jo-Hun Kwak – Richard Dobbs – James Manyika [2011]: Debt and deleveraging: the global credit bubble and its economic consequences. McKinsey Global Institute 2010. Január.
- Sapir, André – P. Aghion – G. Bertola – M. Hellwig – J. Pisany-Ferry – D. Rosati, J. Viñals – H. Wallace [2003]: An agenda for growing Europe. Making economic system deliver. Brüsszel szakértői anyag.
- Shin, Hyun Song [2009]: Financial intermediation and the post-crisis financial system. 8th BIS Annual Conference, June 25-26, 2009.
- Soós Károly Attila [2009]: Rendszerváltás és privatizáció. Corvina, Budapest.
- Spiegel, M [2008]: Monetary and fiscal integration in the EMU: push or pull? *Review of International Economics*, 17(4) 751-776 old.

- Steiner, Katharina [2011]: Households' exposure to foreign currency loans in CESEE EU Member States and Croatia, OeNB Focus on European Economic Integration, 2011 I. negyedév 6-25. oldal.
- Surányi György - Tomas Spurny - Barta György: Radikális javaslat a devizahitelek kezelésére. 2011. április 7. www. fn.hu
- Surányi György [2005]: Euro moving East – Policy challenges within the EMU and in accession countries. Presentation 5 April 2005.
- Surányi György [2007]: A magyar csoda, Népszabadság 2007. január 21.
- Visalli, Stefano – Charles Roxburg – Toos Daruvala – Miklos Dietz – Susan Lund – Anna Marrs [2011]: The state of global banking? In search of a sustainable model. McKinsey Global Institute 2011. Szeptember.

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

- EA – Euro area
EBA – European Banking Authority
ECB – European Central Bank
EFSF – European Financial Stability Facility
EFSM – European Financial Stabilisation Mechanism
EIP – Excessive Imbalances Procedure
EKB – Európai Központi Bank
EP – Európai Parlament
ESM – European Stability Mechanism
ESRB – European Systemic Risk Board
EU – Európai Unió
GMU – Gazdasági és Monetáris Unió= eurózóna = euró-övezet
KKEU – Közép-Kelet-Európa
PEP – Pre-accession Economic Programme
SGP – Stability and Growth Pact

DISCUSSION PAPERS PUBLISHED IN 2012

- Judit Karsai: Development of the Hungarian Venture Capital and Private Equity Industry over the Past Two Decades. MT-DP 2012/1
- Zsolt Darvas: A Tale of Three Countries: Recovery after Banking Crises. MT-DP 2012/2
- Zsombor Z. Méder - András Simonovits - János Vincze: Tax Morale and Tax Evasion: Social Preferences and Bounded Rationality. MT-DP 2012/3
- Fertő Imre: Szerződések kikényszeríthetősége a magyar élelmiszerláncban: a kis- és közepes vállalkozások esete. MT-DP 2012/4
- Helga Habis and P. Jean-Jacques Herings: Stochastic Bankruptcy Games. MT-DP 2012/5
- Štefan Bojnec - Imre Fertő: EU Enlargement and Agro-Food Export Performance on EU Market Segments. MT-DP 2012/6
- Judit Markus - Miklos Pinter - Anna Radvanyi: The Shapley value for airport and irrigation games. MT-DP 2012/7
- Andras Simonovits: Optimal cap on pension contributions. MT-DP 2012/8
- Maria Csanádi: Economic and systemic consequences of adaptation to external and internal pressures caused by global crisis in China. MT-DP 2012/9
- Zsolt Darvas: Real effective exchange rates for 178 countries: A new database. MT-DP 2012/10
- Péter Biró - Matthijs Bomhoff - Petr A. Golovach - Walter Kern - Daniel Paulusma: Solutions for the Stable Roommates - Problem with Payments. MT-DP 2012/11
- Zoltán Bakucs - Jan Fałkowski - Imre Fertő: Does Farm and Processing Industry Structure Matter for Price Transmission? Some Evidence From Transition Countries: A Comparison of Dairy Sectors in Hungary and Poland. MT-DP 2012/12
- Imre Fertő - Zoltán Bakucs - Stefan Bojnec - Laure Latruffe: Investment and Financial Constraints in European Agriculture: Evidence from France, Hungary and Slovenia. MT-DP 2012/13