

DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY

Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák

Tanulmányunk azokat a kockázatokat és kihívásokat vizsgálja, amelyekkel az új EU-tagállamok szembesülnek az euróhoz vezető úton, valamint elemzi az euró bevezetésével és a bevezetés időzítésével kapcsolatos stratégiákat is. Megvizsgáljuk a reál- és nominálkonvergencia kapcsolatát az euróövezetbe csatlakozás szemszögéből. Véleményünk szerint a gazdaság egy főre jutó jövedelemben mért kezdeti fejlettségi szintje, valamint a reálkonvergencia sebessége kihatnak a követendő stratégiákra és a belépés időzítésére. Minél alacsonyabb ugyanis egy ország egy főre jutó jövedelme, annál nagyobb az árszínvonalbeli lemaradása (amit be kell hoznia), és az új tagok jelenlegi helyzetét figyelembe véve annál nagyobb a veszélye annak, hogy a hitelek növekedése túlzottá, a gazdaság túlfűtötté válik. Úgy gondoljuk, hogy az inflációkövetés lebegő árfolyam mellett megfelelőbb az árszínvonal felzárkózási folyamatának kezelésére, mint valamilyen merev árfolyamrögzítés. Elemezzük a maastrichti kritériumokat az új EU-tagállamok gazdasági jellemzőinek szempontjából, és az inflációs kritérium módosítását javasoljuk, amely jelenlegi formájában elvesztette közgazdasági értelmét.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: E31, E52, E60, F30.

A 2004 óta csatlakozott tizenkét új EU-tagállamnak nincs Dániához és az Egyesült Királysághoz hasonló mentessége, ezért az Európai Unió alapszerződése értelmében be kell vezetniük az eurót. Az euró bevezetéséhez a maastrichti kritériumokat kell teljesíteni. A valutaunió előnyei általában, illetve az euró bevezetésének előnye az egyes EU-tagállamokra nézve egyaránt nagy figyelmet kaptak a szakirodalomban.¹ Elég itt csak a fonto-

* Tanulmányunk tömörített összegzését tartalmazza annak a hosszabb, azonos című tanulmánynak, amelyet az Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóságának (DG ECFIN) megbízásából készítettünk az EMU@10 elnevezésű program részeként. Köszönjük a hozzászólásokat és a hasznos tanácsokat *Olivier Blanchardnak, Marco Butinak, Csajbók Attilának, Zdeněk Čechnek, Servaas Deroosenak, Egert Balázsnak, Paul Kutosnak, Jürgen Krögernek, Jean Pisani-Ferrynek, Christopher Pissaridesnek, Schepp Zoltánnak, Massimo Suardinak, Székely Istvánnak* és a Közgazdasági Szemle anonim lektorának, továbbá a szemináriumok és konferenciák résztvevőinek az Európai Bizottságban Brüsszelben, a Magyar Nemzeti Bankban és a Corvinus Egyetemen Budapesten, az észt központi bankban Tallinnban, a Münsteri Egyetemen, a brazil jegybank és az EU Bizottság által szervezett konferencián São Paulóban, valamint a kanadai Wilfrid Laurier Egyetemen Waterlooan. Szeretnénk továbbá megköszönni *Patkós Anna* sokrétű és kitűnő szerkesztői munkáját. A tanulmányban kifejtett vélemények a szerzők saját véleményei, és nem szükségszerűen tükrözik az Európai Bizottság nézeteit. A tanulmány az Európai Bizottság hozzájárulása alapján jelenik meg magyar nyelven is.

¹ Tanulmányunk hosszabb munkafüzet-változataiban (*Darvas–Szapáry* [2008a], [2008b]) részletesen hivatkozunk a szakirodalom témába vágó legfontosabb munkáira. Magyar nyelven a *Csajbók–Csermely* [2002] tanulmánykötet is remek összefoglalót ad, valamint az euró bevezetésének költségeit és hasznait vizsgálja

Darvas Zsolt az MTA Közgazdaságtudományi Intézet tudományos munkatársa és a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa, az Argenta Zrt. Pénzügyi kutatócsoport korábbi kutatási főtanácsadója.

Szapáry György a Közép-európai Egyetem tanára és az OTP Bank igazgatóságának tagja, a Magyar Nemzeti Bank korábbi alelnöke.

sabbakat megemlíteni. A valutaárfolyam ingadozásának, valamint az ebből adódó bizonytalanságnak és a tranzakciós költségeknek a kiküszöbölésével a valutaunió előmozdítja a külkereskedelmet és a pénzügyi integrációt, továbbá fokozza az ártranszparenciát és ezáltal a versenyt. Az új tagállamok számára az eurózóna-tagság a monetáris politika hitelességének növekedését is lehetővé tenné, ha a közös monetáris politikát hitelesebbnek tartják, mint az adott ország önálló monetáris politikáját. Végül pedig az euróbevezetés távlatai, valamint az a cél, hogy a reál- és nominális konvergenciát fenntarthatóvá tegyék, elősegítheti reformok megvalósítását például olyan területeken, mint a fiskális intézmények és fiskális transzparencia, a dereguláció, a jövedelempolitika stb. Ezek az előnyök nagyobb növekedéshez és magasabb életszínvonalhoz vezethetnek az egész társadalom számára.

Tanulmányunkban szeretnénk feltárni és megvitatni a következő kérdéseket: 1. melyek a kockázatok és kihívások az euróhoz vezető úton és az euró bevezetését követően, adottnak véve az új tagállamok jellemzőit és kezdeti feltételeit; 2. milyen stratégiát célszerű követni az euróbevezetés időzítését illetően, és 3. a kilencvenes évek elején lefektetett maastrichti inflációs és árfolyam-stabilitási kritériumok, amelyeket akkor egy homogénebb gazdasági fejlettségű országcsoporthoz számoltak ki, összeegyeztethető-e a legtöbb új tagállam alacsony mértékű reálkonvergenciájával.²

Tanulmányunk következő részében az új tagállamok legfontosabb gazdasági jellemzőit tekintjük át. Ezt követően tárgyaljuk az euróhoz vezető út és az euróövezeti csatlakozás utáni időszak kockázatait, kihívásait és a hosszú távú stratégiákat, majd ezen kihívások fényében sorra vesszük az euróbevezetéssel és annak időzítésével kapcsolatos stratégiákat. A tanulmány a legfontosabb következtetéseink összefoglalásával zárul.

A legfontosabb gazdasági jellemzők az euróbevezetés szempontjából

Nominális és reálkonvergencia – nagy különbségek az új tagállamok között

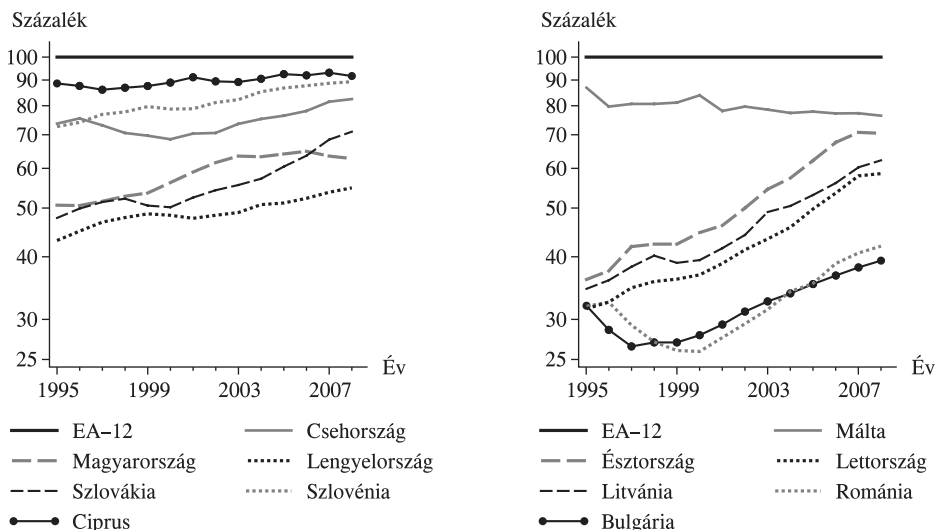
Az új tagállamok gazdasági folyamatainak feltűnő jellegzetessége az egy főre jutó GDP felzárkózása, illetve az ezzel kapcsolatos árszínvonalbeli konvergencia (1. és 2. ábra). A közgazdasági elmélet jól ismert állítása, hogy a gazdagabb országok árszínvonala azonos valutában kifejezve jellemzően magasabb, és ezáltal a felzárkózó országok teljes inflációs rátája magasabb és/vagy nominális árfolyamuk felértékelődik a felzárkózás alatt.

Az árszínvonal-konvergencia legfontosabb elméleti alapja a Balassa–Samuelson-hatás, azonban átmeneti tényezők, így például a gazdasági túlfűtöttség is gyorsíthatja az árszínvonal emelkedését. Ha a magasabb infláció a Balassa–Samuelson-hatás miatt következik be, vagyis az új tagállamok gyorsabb termelékenység-növekedése miatt, akkor az ebből következő reálfelértékelődés nem hat a versenyképességre, ami az euró bevezetését kö-

Magyarország esetében. Továbbá a Magyar Nemzeti Bank 2008. évi konvergenciajelentése kitérő elemzést nyújt többek között arról, hogy Magyarország optimális valutaövezetbe alkozik-e az euróövezetbe, tárgyalja a gyors hitel-növekedés kockázatait, az infláció és árkonvergencia kérdését, az euró külkereskedelm-bővítő hatását, néhány korábban csatlakozott euróövezet tagország tapasztalatait, a magyar költségvetés kihívásait és a strukturális reformok kérdését (lásd MNB [2008]).

² Az új tagállamok között az euróövezetbe már csatlakozott Ciprust, Máltát és Szlovéniát is vizsgáljuk, illetve Szlovákiát, amely 2009 januárjában fog csatlakozni. Ezért amikor euróövezetről beszélünk, ebben a tanulmányban – beleértve a táblázatokat és ábrákat is – a 12 régi eurózónatagra (*euro area* 12, röviden: EA-12) utalunk. Tanulmányunk ugyanakkor nem vizsgálja azt a három régi EU-tagállamot (Dániát, az Egyesült Királyságot és Svédországot), amelyek nem tartoznak az euróövezetbe.

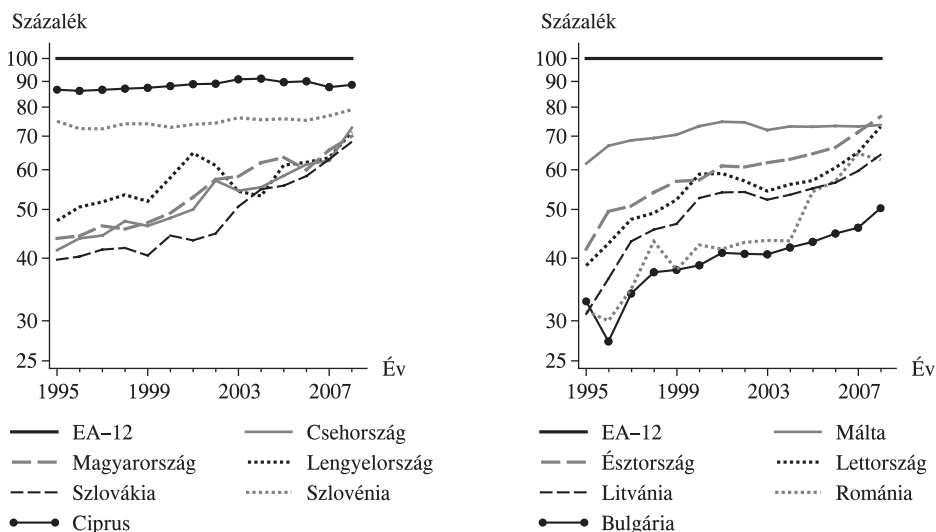
1. ábra
Egy főre jutó GDP vásárlóerő-paritáson, 1995–2008
(EA-12 = 100)



Megjegyzés: a függőleges tengely beosztása logaritmusos.

Forrás: Eurostat. A 2008-as adat az Európai Bizottság 2008. szeptemberi előrejelzése.

2. ábra
Fogyasztói árszint, 1995–2008
(EA-12 = 100)



Megjegyzés: a bemutatott értékek a magánháztartások végső fogyasztásának összehasonlító árszintjét mutatják, és magukban foglalják a közvetett adókat is (EA-12 = 100), a függőleges tengely beosztása logaritmusos.

Forrás: 1995–2007: Eurostat, a 2008. évi értékeket mi számítottuk, a hazai és EA-12-beli inflációt, valamint az euró árfolyamváltozásait felhasználva.

I. táblázat
A főbb gazdasági mutatók

Ország	GDP/fő, vásárlóerő-paritáson		Hitel/GDP	Külső adósság/GDP	ΔFeldolgozóipari termelés/kenység	ΔGDP	ΔMagánfogyasztás	ΔBeruházás	ΔExport	ΔImport
	1995	2008								
Ciprus	88,6	91,7	176,5	81,5	-0,4	3,9	4,7	6,4	4,0	4,6
Málta	87,0	76,4	143,2	n.a.	1,7	2,4	2,5	10,8	2,2	3,4
Csehország	73,7	82,5	54,0	40,8	7,9	5,3	3,7	6,6	14,8	12,0
Szlovénia	72,7	89,3	76,3	82,9	6,2	4,5	3,2	6,8	10,5	9,9
Magyarország	50,7	62,8	69,3	108,6	11,2	3,8	1,9	0,5	14,7	10,9
Szlovákia	47,8	71,0	54,8	58,5	7,1	7,1	6,0	12,0	15,3	14,8
Lengyelország	43,1	54,9	41,0	49,4	8,7	5,3	4,3	11,9	11,6	12,3
Észtország	36,0	70,5	95,1	101,2	7,6	9,7	11,5	14,6	14,3	14,8
Litvánia	34,5	62,3	55,4	63,7	9,3	7,4	12,0	7,7	11,1	15,3
Bulgária	32,0	39,3	56,0	84,1	9,4	6,3	6,8	18,9	10,1	13,7
Románia	31,6	42,0	37,8	42,4	8,9	6,8	12,5	14,1	10,5	20,8
Lettország	31,5	58,6	110,1	118,2	4,0	10,2	13,2	16,0	10,9	15,4
EA-12	100,0	100,0	134,5	171,6	3,7	2,2	1,7	4,0	6,5	6,6
Ausztria	125,6	129,4	122,7	199,7	5,9	2,6	2,0	2,1	7,3	6,2
Finnország	115,9	118,2	85,2	124,1	4,0	3,8	3,5	5,3	8,2	8,6
Írország	142,4	143,7	193,4	730,7	4,9	5,2	5,8	6,2	5,4	6,6
Spanyolország	104,4	102,5	194,6	146,6	2,7	3,6	3,9	6,1	4,4	8,1
Portugália	73,4	73,8	170,1	195,9	3,9	1,2	1,8	-0,6	5,3	4,1
Görögország	97,7	98,3	105,9	122,9	-0,1	4,1	4,0	5,9	6,7	6,1

A Megjegyzést és a Forrást lásd a táblázat végén, a következő oldalon.

1. táblázat (folytatás)

A főbb gazdasági mutatók

Ország	Folyó fizetési mérték/ GDP	Bankközi realkamat	Δ Hitel	Δ Euró- árfolyam	Δ Fogyasztói árindex reál- árfolyama	Δ Fajlagos munkaköltség reálárfolyama (EA-12)	Költség- vetés/ GDP	Δ Feldolgo- zóipari bér	Infláció	Árfolyam- rendszer
2004–2007 átlaga										
Ciprus	-5,6	2,0	11,8	0,1	0,0	8,1	-2,2	5,7	2,1	rögzített
Málta	-6,3	1,3	7,4	-0,2	1,1	-0,5	-3,1	-0,9	2,1	rögzített
Csehország	-3,3	0,1	11,6	3,5	3,0	5,1	-3,2	8,3	2,3	lebegő
Szlovénia	-2,8	0,9	23,8	-0,6	-0,2	0,7	-1,4	6,2	3,1	irányított
Magyarország	-6,6	2,7	13,4	0,3	3,2	-1,6	-7,3	7,1	5,6	lebegő
Szlovákia	-6,1	0,0	17,1	5,3	6,8	10,1	-2,9	9,9	4,1	lebegő
Lengyelország	-3,3	2,6	17,5	4,0	3,4	6,3	-4,1	8,4	2,4	lebegő
Észtország	-13,1	-1,4	35,6	0,0	2,0	8,8	2,6	15,4	4,6	rögzített
Litvánia	-9,9	-0,1	42,7	0,0	0,1	6,4	-0,9	13,6	3,4	rögzített
Bulgária	-13,1	-2,7	32,2	-0,1	3,4	4,6	2,6	12,7	6,8	rögzített
Románia	-10,3	2,3	47,2	3,3	9,1	10,6	-1,9	15,2	8,1	lebegő
Lettország	-17,9	-2,4	52,9	-2,2	2,3	15,8	-0,2	20,3	7,5	rögzített
EA-12	0,2	0,7	4,0	0,0	0,6	0,0	-1,9	1,9	2,1	euró
Ausztria	2,3	0,9	5,2	0,0	-0,1	-0,6	-1,3	3,3	2,0	euró
Finnország	5,8	1,9	11,8	0,0	-1,0	1,7	3,4	3,7	1,0	euró
Írország	-3,2	0,4	23,0	0,0	1,4	1,1	1,6	3,7	2,5	euró
Spanyolország	-7,7	-0,3	18,8	0,0	1,3	3,4	1,1	3,0	3,2	euró
Portugália	-9,0	0,4	8,9	0,0	0,6	-1,7	-4,1	0,1	2,5	euró
Görögország	-10,1	-0,3	11,0	0,0	0,8	5,0	-4,5	2,7	3,2	euró

Megjegyzés: Δ a százalékos változást jelöli. A Δ hitel, Δ euróárfolyam, Δ feldolgozóipari bér és infláció esetében a nominális növekedési ütemeket tüntettük fel; a többi növekedési ütem reálértékben értendő. A szlovén belföldi hitel/GDP 2006. évi adat.

Forrás: Eurostat, IMF, ECB.

vetően fontos szempont. Az *Égert* [2007] tanulmány felfrissíti a Balassa–Samuelson-hatásra vonatkozó számításokat. Az új tagországok Balassa–Samuelson-hatás által indukált éves inflációs többlete (az euróövezethez viszonyítva) nullától vagy negatív értéktől 1,2 százalékgig terjed. Bár a Balassa–Samuelson-hatás kétségtelenül magyarázza a különböző fejlettségű országok árszínvonalának konvergenciáját, ugyanakkor szokásos mérése számos gyengeséget rejt magában, amelyeket értékelésekor figyelembe kell venni (részletesebben lásd *Darvas–Szapáry* [2008a], [2008b]).

Mivel az árszínvonal-felzárkózás a gazdasági felzárkózás fontos következménye, ezért nem valószínű, hogy egy gyorsan növekvő gazdaság, amilyen a legtöbb új tagállam, egyszerre érjen el stabil nominális árfolyamot és alacsony inflációt. Ez a helyzet akkor következhet be, amikor már az árszínvonal-konvergencia jelentős mértékben megvalósult.

Az 1. táblázat kiindulásként összefoglalja az új tagállamok és néhány euróövezeti tag főbb gazdasági mutatóit. A táblázat az 1995. évi EA–12 átlagához viszonyított egy főre jutó GDP szerint rangsorolja az új tagokat. A rangsor élén az a Ciprus áll, amelynek 1995-ben a legmagasabb volt az EA–12 átlagához viszonyított egy főre jutó GDP-je (88,6 százalék), a rangsort pedig Lettország zárja a legalacsonyabb értékkel (31,5 százalék). Mivel a jövőbeli kihívásokra összpontosítunk, ezért a fő gazdasági mutatók többségét csak az elmúlt négy év (2004–2007) időszakára mutatjuk be az 1. táblázatban.

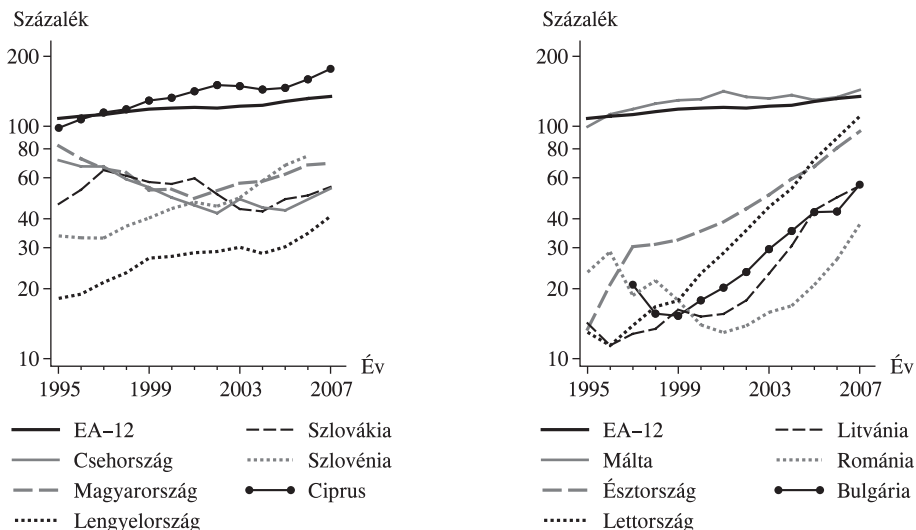
A három balti állam, valamint Bulgária és Románia egy főre jutó GDP-je volt 1995-ben a legalacsonyabb. Még a legutóbbi években is ezeknek az országoknak növekedett évente leggyorsabban a GDP-jük, a béreik és a hitelkihelyezéseik, a folyó fizetési mérleg hiánya náluk volt a legnagyobb, és ezen országok közül négyben volt a legmagasabb az infláció, nem számítva Magyarországot, ahol az inflációnak nemrég adóemelések és hatósági árkiigazítások adtak lökést, amelyek az elszaladó fiskális deficitet igyekeztek kezelni. Ez az öt ország egyben a legalacsonyabb kezdeti árszintet is magáénak tudhatta az 1990-es évek közepén (kivéve Észtországot), valamint a legalacsonyabb hitel/GDP arányt is (3. ábra). Az itt felsorolt országok közül négy rögzített árfolyamrendszer mellett működött, Románia viszont lebegtette valutáját.³

Ha azt a négy országot vizsgáljuk, amelynek 1995. évi egy főre jutó GDP-je a legmagasabb volt, vagyis Ciprust, Máltát, Csehországot és Szlovéniát, azt láthatjuk, hogy ezekben az országok lassabban nőtt a GDP, a hitelkihelyezések kevésbé bővültek, a folyó fizetési mérleg kisebb hiánya, illetve alacsonyabb béremelkedés és infláció jellemezte őket az elmúlt években. Ezen országok közül kettő, Ciprus és Málta rögzítette árfolyamát (Ciprus minimális mozgásteret lehetővé tett ugyanakkor), Csehország lebegő árfolyamrendszert, Szlovénia pedig egy szűk mozgásterű irányított lebegtetett alkalmazott, az euró 2007-es bevezetését megelőző években pedig gyakorlatilag rögzítette valutáját. Az egy főre jutó GDP alapján számított rangsor közepén elhelyezkedő három ország (Magyarország, Szlovákia és Lengyelország) a rangsor végén található öt országhoz képest szintén alacsonyabb GDP-növekedéssel (kivéve Szlovákiát), kisebb hitelexpanzióval, alacsonyabb folyófizetésimérleg-deficittel és alacsonyabb inflációval (kivéve Magyarországot, mint azt említettük) rendelkezett. Mindhárom országban inflációs célkitűzés volt érvényben az elmúlt években.

Ha azt vizsgáljuk, hogy miként változott az 1990-es évek közepe óta a nominális árfolyam abban a hat országban, amely nem rögzített árfolyamát, akkor vegyes képet kapunk (4. ábra). Románia árfolyama erősen leértékelődött 2004-ig, azóta pedig, azaz

³ Észtország, Litvánia és Bulgária valutatáblát (*currency board*) tart fenn, míg Lettország ± 1 százalékos árfolyamsávot alkalmaz. A három balti állam tagja az ERM–2-nek, amely ± 15 százalékos árfolyamsávot tenne lehetővé, de a balti államok egyoldalúan elkötelezték magukat a stabil árfolyam mellett.

3. ábra
Belföldi hitel a GDP százalékában, 1995–2007

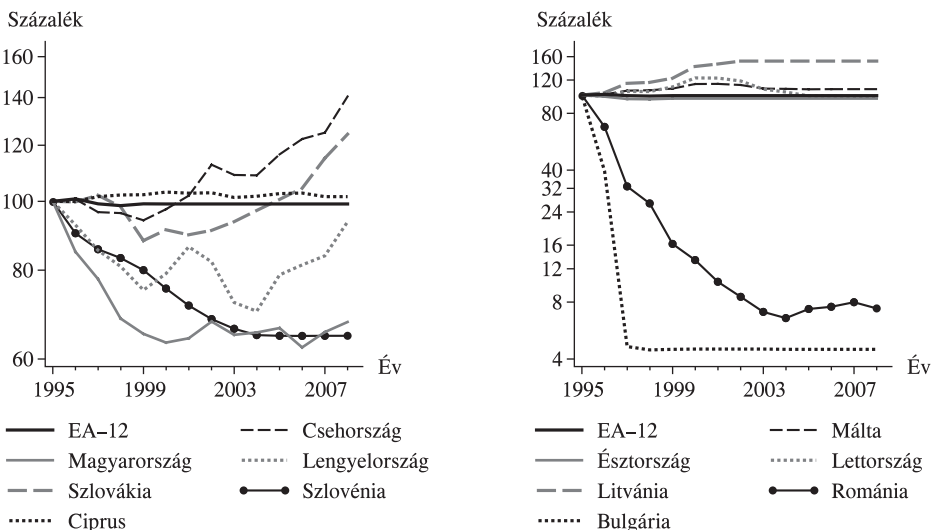


Megjegyzés: a 2007. évi értékek saját előrejelzéseink, amihez a legtöbb ország esetén 2007. harmadik negyedévi adatokat használtunk, más országokhoz pedig 2007. második negyedéviakat.

A függőleges tengely beosztása logaritmikus.

Forrás: IMF, IFS.

4. ábra
Az egyes országok valutáinak ECU, illetve az euró nominális árfolyamai, 1995–2008
(1995 = 100)



Megjegyzés: az index növekedése nominális felértékelődést jelent. A függőleges tengely beosztása logaritmikus.

Forrás: saját számításaink az Eurostat adatai alapján. A 2008-ra vonatkozó adat a 2008. augusztusi érték változtatatlanságát feltételezi az év hátralévő részére.

az inflációs cél követése óta, felértékelődőben van. Szlovénia irányított árfolyama 2004-ig leértékelődött, azután pedig stabil maradt mindaddig, amíg 2007 januárjában az ország bevezette az eurót. Magyarországon a csúszó árfolyamrendszer következtében a forint árfolyama leértékelődött 2001 májusáig, amikor is széles árfolyamsáv mellett inflációs célkitűzést vezettek be. Ezt követően, egészen az ingadozási sáv 2008. februári eltörléséig, az árfolyam anélkül ingadozott, hogy bármilyen szignifikáns le-, illetve felértékelődési trendet mutatott volna. A sáveltörlés óta az árfolyam felértékelődött. Lengyelországban az árfolyam jelentős leértékelődések és felértékelődések időszakán is keresztülment, 2004 óta pedig az árfolyam felértékelődőben van. Egyedül Csehországban és Szlovákiában érezhető erős felértékelődési trend az 1990-es évek közepe óta. Ez a két ország, amelyek árszínvonala az 1990-es évek közepén a legalacsonyabb volt a fejlettebb kelet-közép-európai országok között, egyben a legalacsonyabb inflációt is magukénak tudhatják az utóbbi években, amelyben feltehetően nagy szerepe volt az árfolyam nominális felértékelődésének, ahogy ezt a későbbiekben elemezzük.

Az 1. táblázat adataiból az is kitűnik, hogy a kevésbé fejlett országok gyorsabb gazdasági növekedését a magánfogyasztás sokkal gyorsabb növekedése kísérte, mint a fejlettebb országokban. Ezekben az országokban a fogyasztás növekedését a bérek gyors emelkedése és – mint arról később szót ejtünk majd – a háztartások számára rendelkezésre álló hitelmennyiség jelentős növekedése táplálta. A beruházások is gyorsan növekedtek, ezek nagy része lakásépítés volt (lásd később). Ugyanakkor az export növekedése alig különbözött a fejlettebb és kevésbé fejlett országokban: a vizsgált időszakban egyforma gyors növekedés ment végbe minden kelet-közép-európai országban. Fontos, hogy a feldolgozóipari termelékenység növekedésében nem látszik valamiféle egyértelmű szabályszerűség, a fejlettebb és kevésbé fejlett országok a kérdéses időszakban nem mutatnak különböző termelékenységjavulást.

A fő gazdasági mutatók áttekintése lehetővé teszi számunkra, hogy öt lényeges megfigyelést emeljünk ki.

1. Először is az alacsony kezdeti egy főre jutó GDP és az ezzel kapcsolatos alacsony árszínvonal, akárcsak az alacsony kezdeti hitelállomány fontos magyarázó tényezői az alacsony fejlettségű országok gyors hitelállomány-növekedésének és magas inflációjának. Ez a rögzített árfolyamot működtető balti országokra és Bulgáriára ugyanúgy igaz, mint a lebegő árfolyamot alkalmazó Romániára. E hipotézisünk ellenőrzésére panelmodelleket becsültünk, amelyek összegzett eredményeit a következő alfejezetben mutatjuk be.

2. Másodsor, az euróövezethez viszonyított árszínvonal jelentős emelkedése, amit csak a három legfejlettebb országban nem tapasztalunk, az árfolyamrendszertől függetlenül ment végbe, akár ha a különböző országok eltérő árfolyamrendszereit vesszük, akár amikor ugyanazon ország időben változó rendszerét. Ez azt mutatja, hogy a felzárkózással együtt járó reálértékelődés nem függ az árfolyamrendszertől, viszont az árfolyamrendszer hatással lehet a reálárfolyam túllendülésének (*overshooting*) kockázataira, amint azt később megvizsgáljuk.

3. Harmadsor, Csehországban, Szlovákiában és újabban Lengyelországban és Romániában az euróövezethez viszonyított árszínvonal emelkedését a nominális árfolyam jelentős felértékelődése kísérte. Ezek közül az első három ország egyben azok közé az országok közé tartozott, amelyeknek az átlagos inflációja a legalacsonyabb volt a 2004–2007 közötti időszakban, Romániában pedig az inflációs ráta gyorsan csökken. Másrészt, amikor a nominális árfolyamot engedték felértékelődni, akkor az árszínvonal konvergenciáját alacsonyabb inflációs ráta kísérte. Ezt a felismerést a következő alfejezetben összegzett modellszámítások is megerősítik.

4. Negyedsor, a kevésbé fejlett országok gyorsabb növekedési üteme (leszámítva Bulgáriát) nagyrészt nem a termelékenység javulása, hanem a fogyasztás növekedése

miatt következett be, ami – a beruházások növekedésével együtt és az export gyors növekedése ellenére – a folyó fizetési mérleg jelentős hiányához vezetett. Ez azt jelenti, hogy ezeknek az országoknak a felzárkózása külső adóssághalmozással járt. A folyó fizetési mérleg nagy hiányát nem a laza fiskális politika okozta ezekben az országokban. Ezen országok költségvetési egyenlege vagy többletet, vagy a GDP egy százalékánál kisebb deficitet mutatott a 2004 és 2007 közötti időszak átlagában. Csupán Románia éves átlagos hiánya haladta meg a 2 százalékot.

5. Végül a balti országok – és főként Észtország – gyorsan felzárkóztak az egy főre jutó GDP alapján a középmezőnyhöz, Bulgária és Románia azonban csak 2000 körül kezdett felzárkózni, és lemaradása még mindig számottevő. Ez arra utal, hogy a balti országokban a felzárkózással járó árszínvonal-konvergencia a közeljövőben mérséklődhet, viszont Bulgária és Románia esetében továbbra is jelentős inflációs nyomást okoz majd.

Az árszínvonal-konvergencia meghatározó tényezői

Az 1. megfigyelésünkhöz panelmodelleket becsültünk az 1998–2006 közötti időszakra, amelyek segítségével feltárhatjuk az árszínvonal-konvergencia meghatározó tényezőit. A kiválasztott specifikáció a következő (részleteket lásd *Darvas–Szapáry* [2008c]):

$$\frac{P_{t,i}}{P_{t,EMU}} = \beta_0 + \frac{(Y^{(PPS)} / POP)_{t,i}}{(Y^{(PPS)} / POP)_{t,EMU}} + \beta_1 \left(\frac{DD_{t,i}}{Y_{t,i}} - \frac{DD_{t,i}}{Y_{t,EMU}} \right) + \beta_2 (i_{t,i} - i_{t,EMU}) + \beta_3 FIXED_i + \varepsilon_{t,i},$$

ahol $P_{t,i}$ a magánfogyasztás árszínvonala t -edik időpontban az i -edik országban, $(Y^{(PPS)} / POP)_{t,i}$ a vásárlóerő-paritáson számított egy főre jutó GDP, $DD_{t,i} / Y_{t,i}$ a belföldi kereslet aránya a GDP-ben folyó árakon; $i_{t,i}$ a kamatláb (vagy nominális, vagy reál, ami a modellspecifikációtól függ); $FIXED_i$ egy időtől nem függő dummy változó azon hat országra (Bulgária, Ciprus, Észtország, Lettország, Litvánia és Málta), amelyek rögzített árfolyamrendszert alkalmaztak; végül $\varepsilon_{t,i}$ a hibatermék.

A szakirodalommal összhangban azt találtuk, hogy az egy főre jutó jövedelem valóban az árszínvonal legfontosabb magyarázó változója, és nem tudtuk elutasítani azt a nullhipotézist, hogy a paramétere 1 lenne, ezért 1-re korlátoztuk. A belföldi kereslet GDP-t meghaladó része szintén jelentős magyarázó tényező. Feltéve, hogy a hitelállomány növekedése befolyásolja a belföldi keresletet, és hogy a kezdeti hitelállomány befolyásolja a hitelállomány növekedését, ez utóbbi fontos meghatározója az árszínvonalnak. Ezt a modelltben az mutatja, hogy ha kihagyjuk az egy főre jutó jövedelmet, amely erősen korrelál a hitel/GDP aránnyal, akkor a hitel/GDP arány erősen szignifikánssá válik az árszínvonal magyarázó változójaként.

Az euróövezet kamatlábnál magasabb reálkamatláb (és nominális kamatláb), amely befolyásolja a kamatlábra érzékeny tőkebeáramlást, szintén olyan tényező, amelynek szignifikáns pozitív hatása van az árszínvonalra, ugyanis felértékelődést okozhat a nominális valutaárfolyamban, megnövelve ezáltal az euróövezethez viszonyított árszintet (amennyiben az árfolyamcsatorna nem tökéletes, azaz a devizaárfolyam nominális felértékelődése nem csökkenti azonos mértékben a belföldi árakat).

Egy másik eredményünk, hogy a nominális árfolyam rögzítettsége is pozitívan befolyásolja az árszintet, viszont szignifikanciája időben csökken az egy főre jutó jövedelem konvergenciájával párhuzamosan. Ez is erősíti azt a tételt, hogy rögzített árfolyam esetén az árszínvonal konvergenciája magasabb infláció által következik be, és ahogy a

reálkonvergencia előrehalad, ez a hatás csökken. Ha azonban az árfolyamrögzítés – például az alacsonyabb reálkamatlábban keresztül – belföldi túlkereslethez vezet, akkor természetesen magának a rögzítésnek lesz (közvetett) hatása az árszínvonal növekedésére és az inflációra, mivel a belföldi kereslet együttthatója szignifikánsan pozitív.

Ezek az eredmények azt mutatják, hogy az egy főre jutó jövedelem szintje, a jövedelemkonvergencia sebessége, a belföldi keresletnek a GDP emelkedését meghaladó növekedése, továbbá az árfolyamrendszer egyaránt szignifikáns magyarázó erőt fejt ki az árszínvonal konvergenciájára. Minél gyorsabb a reálkonvergencia, annál gyorsabb az árszínvonal konvergenciája. Rögzített árfolyam esetén az árszínvonal konvergenciája magasabb hazai inflációval jár együtt. Lebegő árfolyam esetén az árszínvonal konvergenciája egyaránt vezethet magasabb inflációhoz és nominális felértékelődéshez, vagy akár a kettő kombinációjához. A modellszámítások eredményei azt is mutatják, hogy a kamatlábra érzékeny tőkeáramlások ideiglenesen nagyobb nominális felértékelődést okozhatnak, mint amekkora az árszínvonal konvergenciájához kizárólag az egy főre jutó GDP felzárkózása következtében szükséges lenne.

A becslült modellt arra is felhasználtuk, hogy kvantitatív előrejelzést adhassunk a jövőbeli árszínvonal-konvergenciáról és ennek inflációra gyakorolt hatásáról. Ennek érdekében az egy főre jutó GDP felzárkózásáról különböző forgatókönyveket használtunk, és feltettük, hogy a belföldi kereslet olyan ütemben konvergál az euróövezet országainak szintjéhez, ahogy a felzárkózási folyamat kiegyenlíti a különbségeket. Szintén feltételeztük, hogy az egy főre jutó GDP felzárkózása nemlineáris folyamatot követ, azaz amikor egy ország kevésbé fejlett, akkor felzárkózási üteme gyorsabb, de a felzárkózási ütem a fejlettségi szint emelkedésével csökken. Ezt a nemlineáris hatást egy logisztikus görbe segítségével modelleztük.

A becsléshez feltételeztük, hogy az új tagállamok a felzárkózás eredményeként hosszú távon elérik az eurózónatagok GDP-jének 90 (nagyjából Görögország, Portugália és Spanyolország átlaga) vagy 100 százalékát vásárlóerő-paritáson számolva. A felzárkózás kezdeti sebességégének az egy főre jutó GDP vásárlóerő-paritáson számolt növekedés-

2. táblázat

Alapforgatókönyv – várható éves átlagos árszínvonal-konvergencia (százalékpont)

Ország	90 százalékos felzárkózás az EA-12-höz			100 százalékos felzárkózás az EA-12-höz		
	2008–2012	2013–2017	2018–2022	2008–2012	2013–2017	2018–2022
Bulgária	1,2	1,8	1,8	1,2	2,0	2,0
Ciprus	n. a.	n. a.	n. a.	0,4	0,3	0,2
Csehország	2,5	0,9	0,3	3,0	1,6	0,8
Észtország	3,3	0,0	-0,3	4,3	0,9	0,0
Magyarország	3,2	1,9	1,3	3,3	2,2	1,6
Lettország	2,3	0,5	-0,1	2,6	1,3	0,5
Litvánia	3,4	1,2	0,3	3,8	1,9	0,9
Málta	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
Lengyelország	1,8	1,5	1,3	1,9	1,6	1,4
Románia	2,7	2,6	2,2	2,8	2,8	2,5
Szlovénia	n. a.	n. a.	n. a.	1,6	0,4	0,1
Szlovákia	3,6	1,6	0,7	3,8	2,2	1,2

Megjegyzés: a jelzett értékeket a következőképpen kell értelmezni: vagy az infláció fogja meghaladni a 12 régi eurózónatag inflációs rátáját a jelzett mértékben, vagy a nominális árfolyamnak kellene felértékelődnie az itt mutatott nagyságban, vagy e két tényező kombinációjának kellene bekövetkeznie.

többségét egyenlőnek választottuk a 2000 és 2007 közötti időszak tényleges növekedés-többségével. A belföldi kereslet/GDP hányados kivetítéseit (*projection*) a növekedés-többség és a belföldi kereslet között feltárt empirikus kapcsolat alapján állapítottuk meg. A kamatláb-különbség 2015-re nullává válik, és feltettük, hogy addig lineárisan csökken az idő előrehaladtával (Csehország esetében pedig növekedik). Ciprus, Málta és Szlovénia esetén a kamatláb-különbség ezen országok 2006., illetve 2007. évi eurózóna-csatlakozása után nulla.

Az árszínvonal-konvergencia inflációs következményeivel kapcsolatos egyik eredményünket a 2. táblázat szemlélteti. Például az első számoszlop szerint azt feltételezve, hogy az egy főre jutó GDP az euróövezet értékének 90 százalékára zárkózik fel, az euróövezetbe képesti éves többletinfláció 1,2 és 3,6 százalékpont között várható az elkövetkezendő években. E többletinfláció megvalósulhat akár az euróövezeténél magasabb hazai inflációval, akár a valutaárfolyam nominális felértékelődésével, vagy pedig e kettő valamely kombinációjával.

Míndezen eredmények, valamint az előző alfejezetben kiemelt főbb megfigyelések azt jelzik, hogy a reálkonvergencia kezdeti szintje és sebessége lényeges szempontok az euróbevezetési stratégiákkal és az euró bevezetésének időzítésével kapcsolatban is. Ezekkel a kérdésekkel később bővebben foglalkozunk.

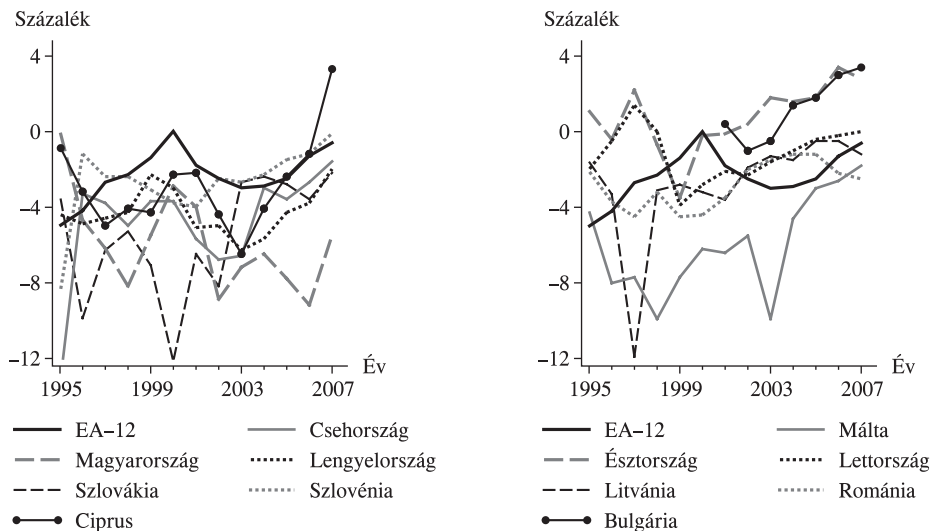
Államháztartás – számottevő különbségek az országok között

Az új tagállamok költségvetési helyzete számottevő különbséget mutat (5. ábra). Magyarország kivételével minden ország költségvetési hiánya kisebb volt a GDP 3 százalékos maastrichti konvergenciakritériumnál. Az egyértelmű kiugró érték Magyarorszáé, a GDP 9 százalékát meghaladó deficittel 2006-ban és 5,5 százalékkal 2007-ben. Magyarország 2002 és 2006 között meglehetősen expanzív költségvetési politikát folytatott, azóta viszont költségvetési konszolidációs programba kezdett, amely 2008-ra várhatóan a GDP 4 százaléka alá szorítja le a deficitet, az ezt követő években pedig még ennél is alacsonyabb szintre.

Az államadósság általában véve alacsony az új tagállamokban, szintje jóval a 60 százalékos maastrichti konvergenciakritérium alatt mozog, ami alól kivétel Magyarország és Málta, ahol az államadósság az előírt értékhez közeli, ám annál magasabb (6. ábra). Számos okra vezethető vissza, hogy miért volt alacsony az egykori szocialista országok kezdeti eladósodottsági szintje. Először is a szocialista rendszerben a szociális védőháló terhének egy részét állami vállalatok viselték, leginkább kapun belüli munkanélküliség formájában. Másodsor a privatizáció segített csökkenteni az adósságot vagy azáltal, hogy a privatizációs bevételeket közvetlenül a költségvetési hiány és az államadósság leszorítására használták, vagy pedig azáltal, hogy a privatizált vállalatok adósságai az új tulajdonosokhoz kerültek, ami az alacsonyabb vételárban tükröződött. Harmadszor a balti államok nem örökölték semmiféle kötelezettséget a volt Szovjetunió után, Lengyelország adósságát pedig részben elengedték. Románia jóformán minden adósságát az életszínvonal visszaesése árán visszafizette még a rendszerváltás előtti utolsó években. Ugyanakkor az állami tulajdonú bankok privatizációt megelőző konszolidációja számos országban növelte az államadósságot.

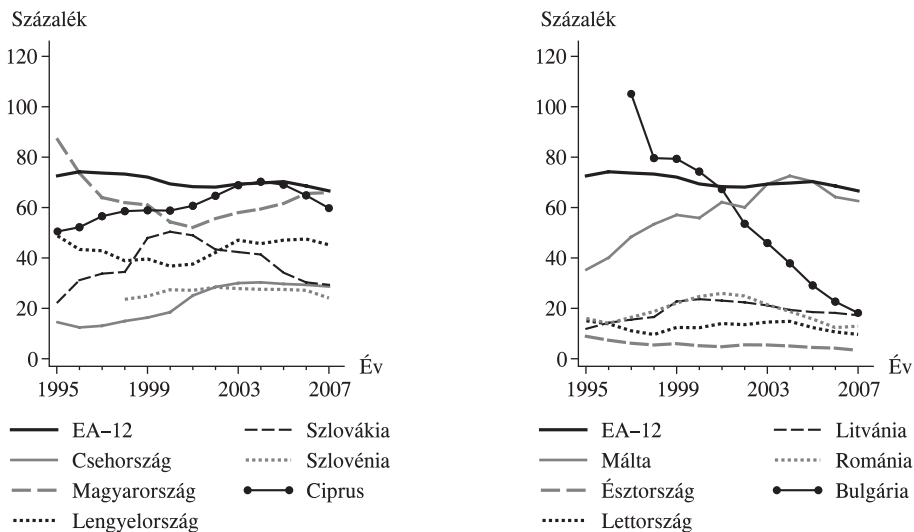
Az új tagállamok államháztartásában mutatkozó nagy különbségek azt jelentik, hogy a fiskális kihívások országonként nagyon eltérők. Egy közös jellemző azonban az, hogy a költségvetési politikának fontos szerepe lesz akkor, amikor az egyes országoknak meg kell küzdeniük a gazdasági túlfűtöttség veszélyeivel a felzárkózási folyamat idején.

5. ábra
Az államháztartás egyenlege (a GDP százalékában), 1995–2007



Forrás: Eurostat.

6. ábra
Az államháztartás bruttó adóssága (a GDP százalékában), 1995–2007



Forrás: Eurostat.

*Az optimális valutaövezet kritériumainak való megfelelés nem rosszabb,
mint az eurózónatagok esetében*

Az optimális valutaövezetek (*optimum currency areas*, OCA) Mundell [1961] által útjára indított elmélete, amit később sokan továbbfejlesztettek, azt állítja, hogy a valutaövezeti tagságból származó előnyök attól függenek, hogy tagországai rendelkeznek-e bizonyos közös jellegzetességekkel, amiket optimális valutaövezeti tulajdonságoknak nevezünk. Ilyenek az üzleti ciklusok együttmozgása, a gazdaságok strukturális konvergenciája, a munka- és árupiac rugalmassága, valamint a pénzügyi integráció. Amikor egy valutaövezethez való csatlakozás előnyeit és hátrányait mérleljük, akkor fontos, hogy figyelembe vegyük, az illető ország milyen mértékben felel meg ezeknek a kritériumoknak.

A terjedelmi korlátok miatt eltekintünk a részletes elemzés bemutatásától, amelyet magyar nyelven Darvas–Szapáry [2008d] tartalmaz, és ebben a cikkünkben csak röviden összegezzük az eredményeket. Számításaink alapján a gazdasági ciklusok – új tagok és euróövezeti tagok közötti – jobb együttmozgásának határozott trendje figyelhető meg.⁴ E tekintetben némelyik új tag még egyes jelenlegi eurózónatagoknál is jobb együttmozgást mutat. Ez jelezheti azt, hogy az új tagokat egyre kevesebb országspecifikus sokk érte. Artis [2003] rámutatott arra, hogy az idevágó elmélet semmit sem állít arról, hogy mekkora összehangoltság szükséges ahhoz, hogy egy ország tagja lehessen egy valutaunióknak. Lehet, hogy elég arról megbizonyosodni, hogy az új belépő nem különbözik jelentősen a már bent lévő országoktól. Ez még inkább igaz, ha azt az empirikus tényt vesszük, amely szerint az endogenitás törvényei is érvényesülnek az euróövezetben. Az endogenitás egyik fontos új eleme az a megnövekedett fiskális szigor, amit az EU költségvetési szabályai tartalmaznak. Ezek a szabályok csökkenthetik az országspecifikus költségvetési politika valószínűségét, amely gyakori forrása az aszimmetrikus sokkoknak (Darvas–Rose–Szapáry [2005]).

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

Kihívások, kockázatok és hosszú távú stratégiák⁵

Az előzőkben áttekintettük az új tagállamok egyes gazdasági jellemzőit. Ez lehetővé teszi, hogy néhány olyan fontos kockázatot és kihívást vegyünk szemügyre, amelyekkel ezek az országok az euró bevezetésig, illetve az euró bevezetése után szembesülnek, továbbá, hogy sorra vegyük azokat a hosszú távú stratégiákat, amelyek választ adhatnak a kihívásokra. Véleményünk szerint a fő kockázatot a nagy és változékony tőkeáramlások, illetve a gazdaság túlzott mértékű hitelkihelyezései miatt bekövetkező túlfűtöttsége jelentik.

⁴ A fő kivétel Magyarország, ahol a korábbi magas korreláció az utóbbi években csökkent, főként a fiskális megszorítások miatt, amelyek a fenntarthatatlanul magas költségvetési hiány kiigazítását célozták.

⁵ Ebben a cikkben hosszú távú perspektívában elemzzük az euróbevezetés kihívásainak és stratégiájának a kérdését a felzárkózási folyamatban. A másodrendű jelzálog- (*subprime*) hitelválság hatását ezekre a folyamatokra nem vizsgáljuk, mert bár a válság kihathat a tőkeáramlások, a hitelexpanzió és az árfolyam-ingadozások mértékére vagy a felzárkózás sebességére, de lényegében nem változtatja meg a cikkben taglalt felzárkózási folyamatból fakadó kihívásokat és problémákat.

Monetáris transzmisszió – a belföldi monetáris politika hatásosságának korlátai

A monetáris transzmissziós mechanizmus az euróbevezetés szempontjából azért fontos, mert ha a belföldi monetáris politika hatása az inflációra és a kibocsátásra nagy, továbbá nagyon különbözik az új tagállamokban azoktól a hatásoktól, amelyeket az euróvezeten belül figyelhetünk meg, akkor a független monetáris politika elvesztésének költsége jelentős lehet. Ellenkező esetben a függetlenség elvesztése kevésbé fontos.

A kelet-közép-európai országok rendelkeznek olyan jellemzőkkel, melyek általában határt szabnak a monetáris politika hatásosságának, és vannak olyan tényezők is, melyek a belföldi monetáris politika hatásosságát korlátozzák.

Két jellemző korlátozza a monetáris politika általában vett hatásosságát. Először is a hitel/GDP arány ezekben az országokban még mindig alacsony Ciprust és Máltát kivéve, amelyek régebb óta piacgazdasági körülmények között működnek. A további 10 ország közül 8 országban ez arány 41–76 százalék közötti, míg Lettorszáiban 110 százalék és Észtországban 95 százalék, az euróövezet 135 százalékos átlagához képest (3. ábra). Az utóbbi két balti államban a hitel/GDP arány gyorsan növekedett az elmúlt években. A kelet-közép-európai országok alacsony hitel/GDP arányának oka, hogy a szocialista rendszerben a vállalatok beruházási igényét nagyrészt kormányzati transzferekből vagy saját forrásaikból szolgálták ki, miközben a háztartások hitelfelvételének az alacsony jövedelmek, a korlátozottan rendelkezésre álló tartós fogyasztási cikkek és az ingatlanvásárlás megkötései szabtak határt. Egy másik olyan jellemző, amely általában véve korlátozza a monetáris politika hatásosságát: az alacsony tőzsdéi kapitalizáció és a háztartások alacsony pénzügyieszköz-állománya, amelyek gyengítik a mérlegeken és vagyonhatásokon keresztül ható monetáris transzmissziós csatornákat.

Az euróbevezetés és a független monetáris politika feladásának szempontjából lényegesebbek azok a tényezők, amelyek már jelenleg is korlátozzák a belföldi monetáris politika hatásosságát. A legfőbb ilyen tényező a külföldi valutában felvett nagy és egyre növekvő kölcsönök (3. táblázat), amelyek azokban az országokban is gyengítik a belföl-

3. táblázat

A külföldi valutában felvett kölcsönök hányada, 2004–2006
(az összes kölcsön százalékában)

Ország	Háztartások		Nem pénzügyi vállalatok		Összesen	
	2004	2006	2004	2006	2004	2006
Bulgária	12	17	n. a.	n. a.	47	46
Csehország	0,3	0,2	18,7	18,6	11,2	10,2
Észtország	64,9	77,8	78,7	75,6	72,1	76,7
Ciprus	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Lettország	65,1	77,1	56,3	77,0	59,8	77,0
Litvánia	42,8	43,9	64,8	58,2	58,0	52,3
Magyarország	12,9	42,7	43,4	45,7	31,9	44,5
Málta	1,0	1,4	6,7	16,1	4,3	9,4
Lengyelország	27,2	30,9	23,7	22,1	25,4	27,1
Románia	47	40	n. a.	n. a.	61	48
Szlovénia	3	43	n. a.	n. a.	32	57
Szlovákia	0,6	1,7	33,5	33,5	21,5	20,1

Megjegyzés: az időszak végi kölcsönállományok alapján számítva.

Forrás: ECB, Világbank [2007].

di kamatpolitika hatásosságát, amelyek mind ez idáig nem adták fel monetáris politikai függetlenségüket azért, hogy rögzítették volna árfolyamukat. Azok közül az országok közül, amelyek nem rögzítik árfolyamukat, a külföldi valutában felvett kölcsönök aránya 2006-ban Magyarországon elérte az összes kölcsön 45 százalékát, Romániában pedig a 48 százalékát, ami feltehetően a belföldi és a külföldi kamatlábak pozitív különbözetének köszönhető. Magyarországon az új lakossági hitelek több mint 80 százalékát külföldi valutában folyósítják. A külföldi valutában felvett kölcsönök aránya Lengyelországban (27 százalék) és Szlovákiában (20 százalék) kisebb, de még mindig jelentős. Ugyanakkor Csehországban, ahol a kamatláb még alacsonyabb is az euróövezet kamatlábnál, ez az arány csupán 10 százalék. Máltán az arány 9 százalékos.

A külföldi valutában felvett kölcsönök aránya a balti államokban a legmagasabb, Litvániában 52 százalékos, míg Észtországban és Lettországon 77 százalékos. Lettországon a kamatláb-különbözet az elmúlt években növekedett, és az új kölcsönök 100 százalékát euróban folyósították. Bulgáriában az arány 46 százalékos, ami szintén magas. Mivel ezek az országok rögzítik árfolyamukat, és így már feladták a monetáris politikájuk önállóságát, a külföldi valutában felvett hitelek nagy részaránya önmagában már nem csökkenti jelentősen a monetáris politikai függetlenség elvesztésének hatását, azonban jelentős kockázatot jelent abban az esetben, ha az árfolyam valamilyen okból leértékelődne. A legtöbb kelet-közép-európai országban eurót használnak külföldi valutaként, azonban a visegrádi országokban és főként Magyarországon a svájci frank a népszerű.

Egy másik tényező, amely korlátozza a belföldi monetáris politika hatásosságát, a vállalatok hitelfelvétele külföldi anyavállalataiktól vagy más külső kölcsönforrásból. A *Világbank* [2007] szerint a vállalkozások külföldi adósságállománya Lengyelországban, Csehországban, Szlovákiában, Bulgáriában és Észtországban meghaladja belföldi bankkölcsöneiket. Mivel a külföldi tulajdonú cégek könnyebben juthatnak hozzá külső kölcsönforrásokhoz, és mivel ezek a vállalatok jelentős mértékben hozzájárulnak a kelet-közép-európai országok GDP-jéhez, ezért a külső finanszírozás aránya jelentősen korlátozza a belföldi monetáris politika hatásosságát, ami egyben az alacsony belföldi hitelállomány egyik oka.

Számos tanulmány elemezte a transzmissziós mechanizmust a kelet-közép-európai országokban. (Az irodalom áttekintését lásd *Coricelli–Égert–MacDonald* [2006]-ban). A tanulmányok egyik közös eredménye, hogy gyenge a hitelcsatorna, és ezekben a kis, nyitott gazdaságokban a kamatlábváltozások legerősebb transzmissziós csatornájának a valutaárfolyam tekinthető, jóllehet az inflációs ráta és az árfolyam-volatilitás csökkenésével az árfolyam kevésbé gyűrűzik be az árakba.⁶ *Coricelli–Égert–MacDonald* [2006] számos olyan tényezőre világít rá, amelyek gyengíthetik a hitelcsatornát a kelet-közép-európai országokban. Ilyen tényezők a bankrendszer magas koncentráltága, a külföldi hitelintézetek nagy részaránya és a nagyfokú likviditás, illetve a bankok magas tőkeelátottsága.

⁶ Az *MNB* [2006] a magyarországi monetáris transzmissziót vizsgálva azt találta, hogy a monetáris politika beruházásra gyakorolt hatása a fogyasztásra gyakorolt hatásnál fontosabb tényező a kibocsátás változásaiban. Ennek az az oka, hogy mivel az árfolyamváltozások begyűrűzése a nemzetközi kereskedelmi forgalomba kerülő termékek áraiba viszonylag gyors, ezért egy felértékelődés/leértékelődés csökkenti/növeli a teljes inflációt, és mivel a bérek ragadósak, ezért monetáris restriktió hatására a reáljövedelmek rövid távon növekednek, monetáris politikai expanzió esetén pedig csökkennek. Ugyanakkor a beruházás követi a külkereskedelemben részt vevő termékek árváltozását: monetáris politikai restriktió esetén, amikor az árfolyam felértékelődik, csökken, és fordítva. Érdemes megjegyezni ezzel kapcsolatban *Angeloni és szerzőtársai* [2003] eredményét, miszerint az euróövezetben a kibocsátás változásainak elsődleges mozgatója a beruházás, míg az Egyesült Államokban a fogyasztás változásai fontosabbak.

Mindezen tényezők következtében néhány új tagállam bankjai kevésbé érzékenyek a bel-
földi monetáris politika hatásaira.⁷

Ezek a megfigyelések arra utalnak, hogy a monetáris politika általában vett hatásossá-
ga korlátozott a kelet-közép-európai országokban, bár ez idővel változhat a különböző
pénzügyi aggregátumok (például hitelállomány, részvények stb.) GDP-hez viszonyított
arányának további növekedésével. Azokban az országokban azonban, amelyek még nem
adták fel monetáris politikájuk függetlenségét, a külföldi valutában felvett kölcsönök és a
közvetlen külső hitelfelvételek mindaddig határokat szabnak a *belföldi* monetáris politika
hatásosságának, amíg ezek a csatornák a hitelkínálat fontos forrásai maradnak.

Tőkeáramlások kockázatokkal

Jelentős tőke áramlott be az új tagállamokba működőtőke, pénztőke (portfólióbefektetések)
és egyéb tőke (főként hitel) formájában. A külföldi működőtőke a jövedelmező befekte-
tési lehetőségeket szerette volna kihasználni, és intenzitása olyan tényezőktől függött,
mint például a privatizáció sebessége, a jogi és intézményi környezet fejlődése, illetve az
egyes új tagállamok tőkefelszívó képessége. A működőtőkét a forrás- és célországok
makrogazdasági helyzete és kilátásai is befolyásolták. Bár a működőtőke-beáramlás egyik
évről a másikra is nagy ingadozásokat mutathat, makrostabilitási szempontból ezek a
kilengések kevésbé jelentenek kockázatot, mivel többnyire jól előreláthatók, és így
könnyebben kezelhetők.

A komolyabb kockázatot a nem működőtőke típusú tőkeáramlások jelentik, amelyek
érzékenyek a kamatláb-különbszetekre és a kockázati prémiumokra. A legtöbb új tagor-
szágba nagymértékben pénzügyi tőke áramlott be, amit az a piaci várakozás idézett elő,
hogy ezek az országok csatlakozni fognak az euróövezethez. A tőkebeáramlást egyaránt
ösztönözték a kezdetben magasabb belföldi nominális kamatlábak, a hozamok euróbeve-
zetés előtti konvergenciájának várakozása, valamint a kedvező növekedési kilátások.
Sokszor az a várakozás is erősítette a tőkebeáramlást, hogy az árfolyamukat lebegtető
országok gazdaságpolitikai döntéshozói, szem előtt tartva az inflációt, nem fognak min-
denáron ellenállni a beáramlás okozta nominális felértékelődésnek. Sok új tagállamban
ezt a problémát a nagy belföldi hitelkereslet következtében külföldi valutában felvett
kölcsönök is súlyosbították. A nettó pénzügyi tőkebeáramlás és külföldi hitelfelvételek
különösen ott voltak nagyok, ahol az árfolyamot rögzítették: Lettorszában a GDP 30
százaléka, Észtországban 20 százalék, Litvániában pedig több mint 15 százalék az
elmúlt években. Az árfolyamukat lebegtető Csehországban, Lengyelországban és Szlo-
vákiában ezek a pénztőke-beáramlások jóval kisebbek voltak. Romániában azonban a
nagy hozamkülönbszet felerősítette a pénztőke-beáramlást és a külföldi hitelfelvételeket.
Magyarországon, ahol a hozamkülönbszet szintén nagy volt, a pénztőke-beáramlás fő-
ként állampapírokba történő portfólióbefektetéseket jelentett.

Az említett nagymértékű tőkebeáramlások magukban hordozzák azt a veszélyt, hogy
növekszik a belföldi kereslet, és romlik a folyó fizetési mérleg egyenlege, illetve növek-
szik az infláció. Mindezeket túl az árfolyamukat lebegtető országok valutáinak árfolya-
mát nagymértékben felértékelhetik, fenyegetve ezzel az országok versenyképességét. Ez
oda vezethet, hogy az illetékes hatóságok egészen addig a szintig csökkentik a kamatláb-
at, amíg az már veszélyezteti az árstabilitást, illetve hogy ezek a hatóságok a kamatláb-
csökkentés mellett vagy helyett költséges intervenciókba bocsátkoznak.

⁷ Strukturális, időben változó együttthatójú vektorautoregressziós modellt használva Darvas [2008] azt
találta, hogy Lengyelországban a monetáris politika hatásai az euróövezetéhez hasonlítottak, azonban Cseh-
országban és Magyarországon a monetáris politika kevésbé gyakorolt hatást a reálgazdaságra.

A portfóliótőke beáramlását a globálisan alacsony kamatlábak és a magas likviditás is ösztönözték, amelyek következtében a befektetők kockázatvállalási hajlandósága emelkedett. A kockázati prémiumok csökkentek, a kamatlábak pedig olyan esetekben is mérséklődtek, amikor más körülmények között a fundamentumok magasabb kockázati prémiumot indokoltak volna. Ennek következtében a gazdaság döntéshozói azt gondolhatják, a befektetők – mivel hajlandók belföldi pénzügyi eszközöket venni és tartani – bizalmat szavaznak nekik, ezért a reformokat elhalaszthatják és elköteleződhetnek fenntarthatatlan gazdaságpolitika mellett. Jó példa erre Magyarország esete, ahol a 2002–2006 között a GDP 6 és 9,2 százaléka között mozgó államháztartási hiány és a hasonlóan magas folyófizetésimerleg-deficit ellenére növekedett a külföldi gazdasági szereplők állampapír-tulajdona.

A portfóliómozgások az új tagok kis tőkepiacához képest nagymértékűek lehetnek. Emiatt a bizalomvesztés, gazdasági járvány vagy válság okozta tőkekiáramlás jelentős mértékű destabilizáló árfolyammozgást és belföldi kamatlábmozgást válthat ki. Magyarország 2003-ban és később, 2006-ban ilyen hirtelen elmozdulással szembesült, amikor kétség támadt a magyar gazdaságpolitika felől. Az új tagok között a folyó fizetési mérleg legnagyobb hiányát produkáló Lettországból az ERM-2-ben egyoldalúan fenntartott ± 1 százalékos lebegtetési sáv erős nyomás alá került 2007 márciusában.

Összegezve, a nagyfokú tőkebeáramlás számos kockázatot rejt magában: 1. a belföldi kereslet megnövelésével a gazdaság túlfűtöttségéhez, a folyó fizetési mérleg jelentős hiányához és magas inflációhoz vezethet; 2. indokolatlanul felértékelheti a lebegő árfolyamú országok valutáit; 3. a szükséges kiigazítások elodázásához vezethet azáltal, hogy lehetőség nyílik alkalmatlan gazdaságpolitika folytatására; valamint 4. a hirtelen tőkekiáramlás veszélyének teszi ki az országokat, amennyiben változás következik be az ország sebezhetőségének piaci megítélésében.

A nagy kihívás: a túlzott hitelállomány-növekedés és a túlfűtött gazdaság veszélye

Az egyik legnagyobb kihívás az új tagok számára a gyors hitelállomány-növekedés, valamint az ennek következtében fellépő túlfűtöttség és infláció veszélye, függetlenül attól, hogy tagjai-e az euróövezetnek, vagy sem. A keresleti és kínálati tényezők együttesen fokozzák a hitelkihelyezéseket.

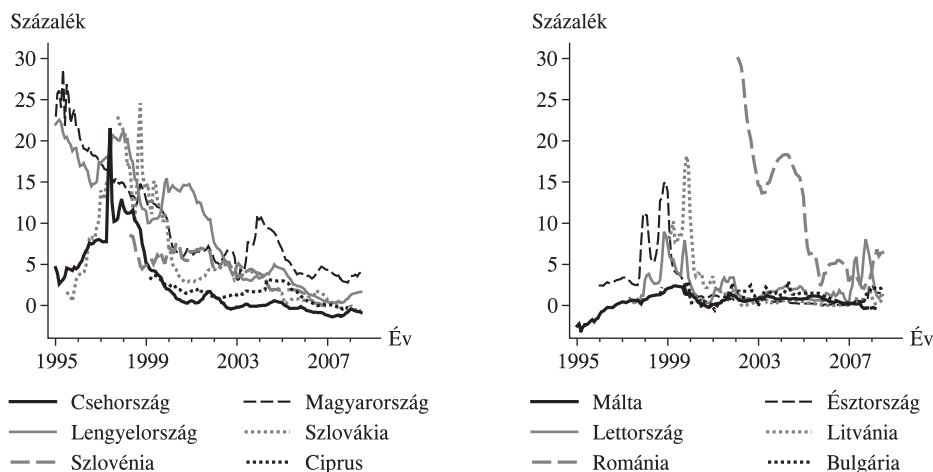
A keresleti oldalon a hitel és az eladósodottság kezdeti alacsony szintje, a kibocsátás gyors növekedése, a kedvező jövedelmi várakozások, valamint az EU-csatlakozás kiváltotta erősebb bizalom következtében a gazdasági szereplők – különösen a háztartások – hajlamosabbak lettek hitelt felvenni. A hitelkeresletet a reálkamatlábak nagymértékű csökkenése is táplálta. Az új EU-tagállamokban a kockázati felárak csökkentek, továbbá a belföldi kamatlábak közeledtek az euróövezet színvonalához (7. ábra), ez utóbbit annak lehetett köszönni, hogy az euróövezet-csatlakozáshoz fűződő várakozások nagy mennyiségű tőkét vonzottak. A kockázati felárak csökkenése és a belföldi kamatlábak konvergenciája a Balassa–Samuelson-hatás és más okok miatti magasabb inflációval kiegészülve nagyon alacsony belföldi reálkamatlábakhoz vezettek (4. táblázat). Az így kisebbé vált hitelköltségeket számos országban tovább csökkentették a külföldi valutában, illetve külföldről felvett kölcsönök alacsonyabb árai, ahogyan azt korábban említettük.

A kínálati oldalon a bankszektor privatizációt követően megindult fejlődése és a külföldi bankok túlsúlya növelte a bankok hitelnyújtó képességét. Ezzel egy időben a vállalati üzletág telítődésével megnövekedett a bankok közötti verseny a háztartási szektorban, a kamatlábak csökkenésével pedig a marzsok is csökkentek. Ez a hatás is erősen arra ösztönözte a bankokat, hogy kölcsönt nyújtsanak a háztartásoknak, így őrizve meg a nyereségességét.

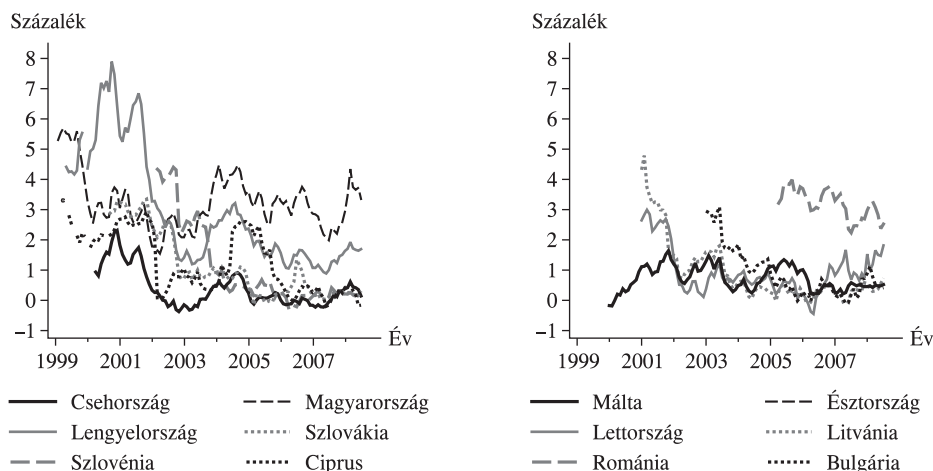
7. ábra

Kamatláb-különbségek az EA-12-höz képest

A) A három hónapos kamatlábak különbségei az EA-12-höz képest, 1995. január–2008. július



B) A tízéves futamidejű kamatlábak különbségei az EA-12-höz képest, 1999. január–2008. július



Forrás: Eurostat, EKB, Datastream.

A hitelpiac leggyorsabban növekvő szegmensévé a háztartási hitelek piaca vált, ezeken belül pedig főként a jelzáloghitel-piac. Ez utóbbiakat az ingatlanpiaci dereguláció és az ingatlanárak gyors emelkedése is ösztönözte, ahogyan a – külföldiek ingatlanvásárlásait is jellemező – további áremelkedésekre vonatkozó spekuláció is. Akárcsak az összes belföldi hitel, a háztartási hitelek is a legfejletlenebb új tagállamokban növekedtek a leggyorsabban, vagyis a balti államokban, Bulgáriában és Romániában, ahol a legalacsonyabb volt a kezdeti hitelállomány.

Számos tanulmány végzett becslést az egyensúlyi hitelmennyiségre a kelet-közép-eu-

4. táblázat

A háztartási hitelek kamatfelára a három hónapos bankközi kamatokhoz képest, valamint a reálkamatlába, a 2004–2007 időszak átlaga

Ország	Belföldi valutában felvett hitelek		Euróhitelek	
	lakás	fogyasztási	lakás	fogyasztási
<i>A) A hiteldíjak és a három hónapos bankközi kamatlábak különbözete (százalékpont)</i>				
1. Teljeshiteldíj-mutató				
Csehország	2,4	11,6	n. a.	n. a.
Magyarország	5,1	19,5	3,2	8,2
Lengyelország	2,0	16,6	2,5	5,7
2. Kamatláb (egyéb díjak nélkül)				
Bulgária	5,4	9,1	n. a.	n. a.
Ciprus	2,3	5,1	n. a.	n. a.
Észtország	1,2	14,9	1,4	3,4
Litvánia	1,6	4,7	1,3	2,0
<i>B) Reálkamatlábak (a múltbeli inflációval deflálva, éves százalék)</i>				
1. Teljeshiteldíj-mutató				
Csehország	2,9	12,0	n. a.	n. a.
Magyarország	7,4	21,1	0,9	5,6
Lengyelország	4,7	18,9	3,0	6,1
2. Kamatláb (egyéb díjak nélkül)				
Bulgária	2,4	5,9	n. a.	n. a.
Ciprus	4,3	7,0	n. a.	n. a.
Észtország	-0,1	13,1	0,0	1,8
Litvánia	1,1	4,2	0,6	1,3

Megjegyzés: a teljeshiteldíj-mutató (aminek az Eurostat és a nemzeti jegybankok terminológiájában az *annual percentage rate of charge* felel meg) Bulgária, Ciprus, Észtország és Litvánia esetében nem áll rendelkezésre. Csehország, Magyarország és Lengyelország esetében, amelyekre a teljeshiteldíj-mutató és a kamatláb is rendelkezésre áll, az előbbi értéke átlagosan 1,0 százalékponttal volt magasabb a lakáshitelek és 4,7 százalékponttal a fogyasztási hitelek esetén 2004 és 2007 között.

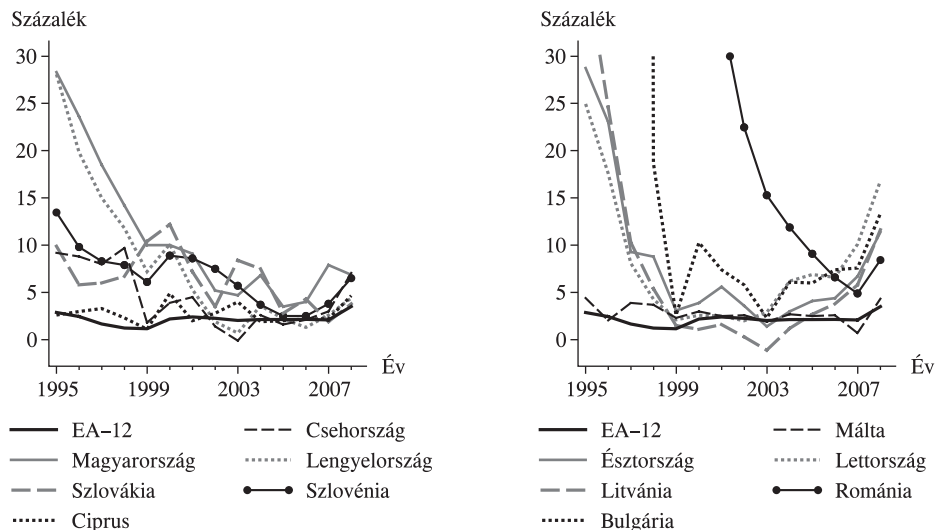
Forrás: a nemzeti jegybankok honlapjai.

rópai országokban, magyarázó változóként az egy főre jutó GDP-t, a reálkamatlábat, az inflációt, a pénzügyi liberalizáció egy közelítő változóját stb. használva (*Schadler és szerzőtársai* [2005], *Kiss-Nagy-Vonnák* [2006], *Világbank* [2007]). E tanulmányok szerint a kelet-közép-európai országokban a hitelmennyiség általában elmarad az egyensúlyi értéktől.⁸ Ez azt jelzi, hogy lehetőség van a hitelkihelyezések további gyors bővülésére. A makrogazdasági stabilitás szempontjából azonban az is számít, hogy a hitelek milyen gyorsan érik el egyensúlyi szintjüket. Az inflációs nyomás szempontjából nem a hitelek szintje, hanem növekedési ütemük számít.

A túlzott hitelexpanzió számos veszélyforrást hordoz magában, és különböző csatornákon keresztül is táplálhatja az inflációt és a bérek növekedését. Az inflációs ráta az 1990-es évek közepén mindegyik új tagállamban csökkent, de az utóbbi években újból felgyorsult, főként a balti országokban, Bulgáriában, és a korábban említett okok következtében Magyarországon is (*8. ábra*). A balti országokban és Bulgáriában a nominálbé-

⁸ *Égert-Backé-Zumer* [2006] úgy becsüli, hogy Bulgáriában, Észtországban, Magyarországon, Lettországon és Szlovéniában a hitelek megközelítették egyensúlyi szintjüket.

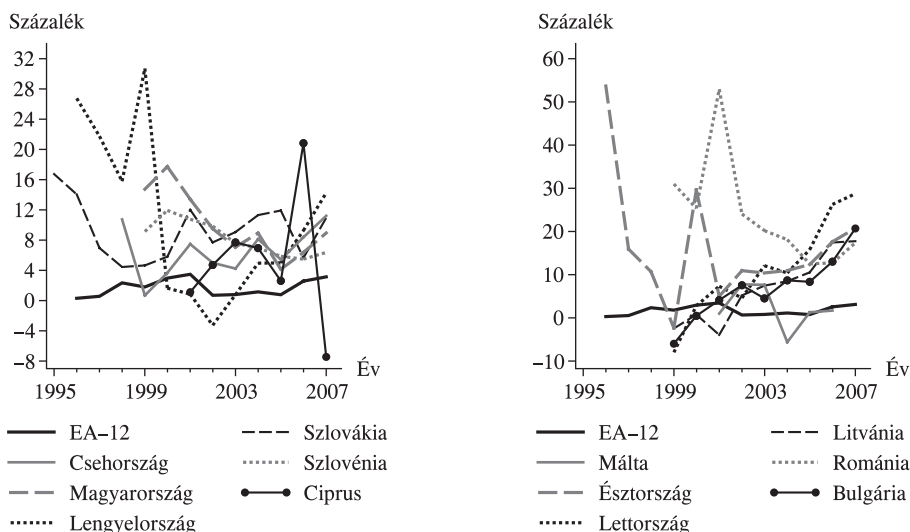
8. ábra
Inflációs ráta, 1995–2008 (százalék)



Megjegyzés: a 2008-ra vonatkozó adat 2008 első hét hónapjának átlagos áremelkedése 2007 első hét hónapjához viszonyítva. A harmonizált fogyasztói árindex (HICP) éves átlagos változása 1997-től; 1995 és 1996 között fogyasztói árindex (CPI). Bulgária esetében a harmonizált fogyasztói árindex változása csak 1998 óta áll rendelkezésre.

Forrás: Eurostat (harmonizált fogyasztói árindex) és IMF, IFS (fogyasztói árindex).

9. ábra
Nominálbérek a feldolgozóiparban, 1995–2007
(éves százalékos növekedés)



Megjegyzés: a függőleges tengely beosztása eltérő a három ábra esetében. A 2007. évi értékeket 2007 harmadik negyedévéig elérhető adatokból jelezük előre.

Forrás: Eurostat.

rek növekedési üteme is jelentősen nőtt (9. ábra), a fajlagos munkaköltség pedig, főként Lettorszáiban, nagyon gyorsan emelkedett az utóbbi években.

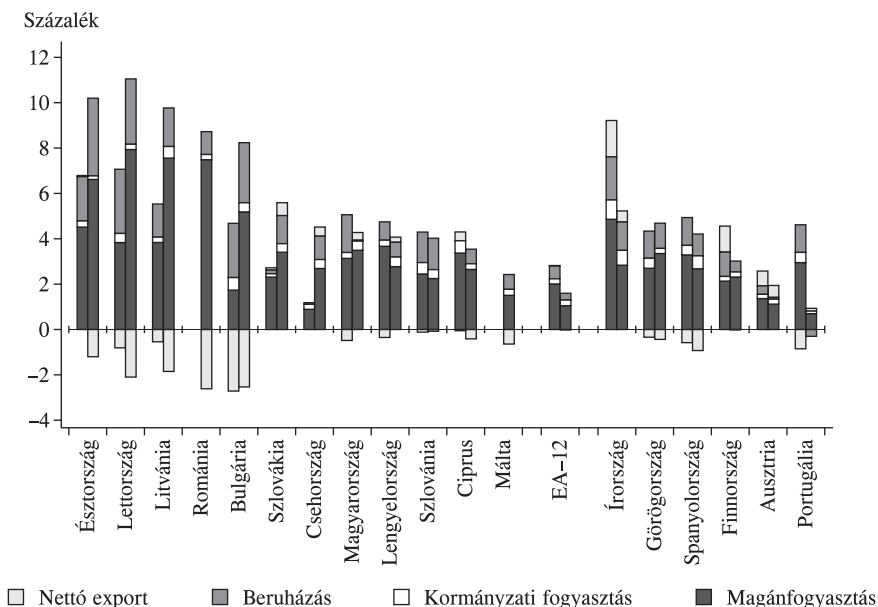
Hiteles árfolyamrögzítés vagy lebegő árfolyamrendszer mellett az eurózóna-csatlakozási kilátások tőkebeáramlást indukálnak, ami miatt a kockázati prémium nem feltétlenül növekszik az infláció emelkedése esetén sem. Ennek három következményét emeljük ki.

1. Fontos itt hangsúlyoznunk, hogy ha a kockázati prémium nem növekszik, akkor a hitelexpanzió és az infláció ezt követő emelkedése tovább csökkenti a reálkamatlábakat, ezért a kamatlábak prociklikusan viselkednek, tovább ösztönözve a hitelexpanziót. Mivel a magasabb infláció elsősorban a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékek szektorában érvényesül, ezért a legalacsonyabb reálkamatlábak is itt lesznek, ami elvonja az erőforrásokat a külkereskedelmi fogalomba kerülő termékek szektorától. Ez a mechanizmus azután is érvényben marad, hogy az ország csatlakozik az euróövezethez.

2. Egy másik veszély: a jelzáloghitelek gyors növekedése reálértékben nagy áremelkedéseket okozhat az ingatlanpiacon. *Égert–Mihaljek* [2007] évi 20 és 30 százalék közötti ingatlanár-növekedésről számol be (reálértékben) Észtországban és Litvániában a 2000 és 2006 közötti időszakban. A többi kelet-közép-európai országban, melyekre adatot közölnek, az ingatlanárak emelkedése mérsékeltebb volt, azonban ha a jelzáloghitelek mennyisége továbbra is gyorsan növekszik, akkor ingatlanár-buborékok is kialakulhatnak. Az ilyen buborékok tovább növelhetik a hitelexpanziót azáltal, hogy növelik a hitelfedezet értékét. Az ilyen hitelexpanziók esetében a kockázatot főként az jelenti, hogy a bankok a kevésbé hitelképes fogyasztóknak is hajlamosak hitelezni, nagy veszteségeknek téve ki magukat ezzel akkor, amikor a buborék szétpukkan.

10. ábra

A GDP-növekedéshez való hozzájárulás, az 1997–2001 és 2002–2006 közötti időszakok átlagai (százalékpont)

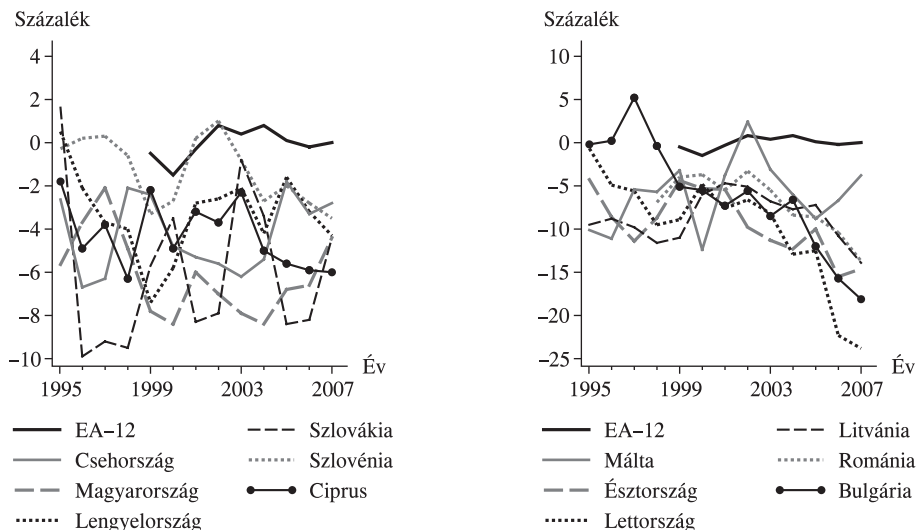


Megjegyzés: minden országra két oszlop áll rendelkezésre (kivéve Románia és Málta esetében): a bal oldali oszlop az 1997–2001 közötti időszakra vonatkozik, míg a jobb oldali a 2002–2006 közötti időszakra. Az országokat (mindkét országcsoporthoz) 2002–2006 közötti átlagos GDP-növekedésük szerint rendeztük sorba. Az átlagos GDP-növekedés a négy feltüntetett összetevő összege.

Forrás: saját számításaink az Eurostat adatai alapján.

11. ábra

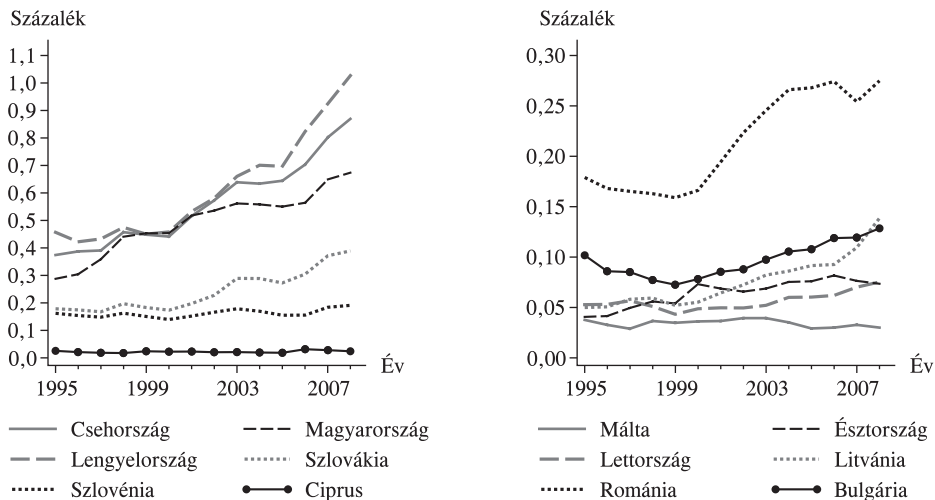
A folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában), 1995–2007



Forrás: 1995–2006: Eurostat, 2007: Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2007. ősz.

12. ábra

Exportpiaci részesedés a világ összes importjában, 1995–2008 (százalék)



Megjegyzés: a 2008. évi értékek a 2008. január–áprilisi időszakra vonatkoznak.

Forrás: IMF: Direction of Trade Statistics.

3. A gyors hitelexpanzió a fogyasztást is táplálta. Ahogyan az a 10. ábrán is látható, Lengyelország és Szlovénia kivételével 1997–2001 és 2002–2006 között mindegyik kelet-közép-európai országban növekedett a magánfogyasztás szerepe GDP növekedésében. A fogyasztás gyors növekedése alacsonyan tartja a megtakarításokat, ezáltal hozzájárul ahhoz, hogy a megtakarítások elmaradnak a beruházásoktól. Az öt kevésbé fejlett új tagországban, ahol a hitelexpanzió a leggyorsabb volt, a folyó fizetési mérleg hiánya nagyon megemelkedett 2007-ben – Észtország 15 százalékos értékétől Lettország 24 százalékáig (11. ábra). Bulgáriában és Romániában a hiány nagy részét külföldi működőtőkével finanszírozták, ugyanis ezekbe az országokba sok külföldi befektetést vonzott a kilátásban lévő EU-csatlakozás. Ezzel szemben a balti országokban a hiány legnagyobb részét – főként a bankok és vállalkozások külföldről felvett hiteleiből – adósságfelvétellel finanszírozták. Mindezek miatt a külső adósság szintje nagymértékben növekedett, főként Lettországban, ahol 2006-ban meghaladta a GDP 110 százalékát. Amikor az eladósodottsággal szemben fogyasztás és lakáshitelek állnak, akkor az erőforrások nem a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek szektorába áramlanak beruházásként. Ez kedvezőtlen a versenyképesség és ezáltal a jövőbeli növekedés szempontjából is.

Hiába volt a kelet-közép-európai országokban látványos a termelékenység javulása és az export, illetve az exportpiaci részesedés növekedése – összhangban gazdaságuk átszervezésével –, a külső versenyképesség így is aggodalomra adhat okot ott, ahol a bérek és a fajlagos munkaköltségek gyorsan növekedtek az elmúlt években, és ennek következtében az effektív reálárfolyam jelentősen felértékelődött. Így például a versenyképesség kérdéses lehet Észtországban, ahol az exportpiaci részesedés enyhén mérséklődött 2006 után (12. ábra), a folyó fizetési mérleg hiánya pedig magasba szökött. Románia exportpiaci részesedése a 2000 és 2004 közötti nagyon gyors növekedést követően stagnált, illetve 2007-ben átmenetileg csökkent. Szlovéniában az exportpiaci részesedés az utóbbi fél évtizedben lényegében stagnált, azonban Szlovénia folyó fizetési mérlegének hiánya csak mérsékelt volt. Ugyanakkor az a tény, hogy a legtöbb új tagállamban az export volumene erőteljesen növekedett, és az exportpiaci részesedés is nőtt, azt mutatja, hogy a folyó fizetési mérleg magas hiányait inkább a belföldi túlkereslet, mint a versenyképesség valamilyen szignifikáns csökkenése okozta.

Nehéz megítélni, hogy amikor a piaci szereplők kockázatvállalási hajlandósága csökkent és az eurózóna-csatlakozási várakozások kitolódnak, a folyó fizetési mérleg milyen hiánya mellett csökken a beáramló külföldi tőke mennyisége. A magas hiány növeli a tőkeáramlás veszélyét. Ha a tőkebeáramlás megfordulna, a kibocsátás növekedése és a jövedelmi várakozások csökkennének. Ez a rossz hitelek állományának hirtelen megnövekedéséhez vezethet, ami a bankrendszer válságát is okozhatja. Az EU-tagság és az eurózóna-kilátások mindeddig megvédték ezeket az országokat, lehetővé téve számukra, hogy olyan mértékű hiányát finanszírozzák a folyó fizetési mérlegnek, amekkorát e védelem nélkül nem állt volna módjukban fedezni. A piacok minden valószínűség szerint csak egy bizonyos pontig elnézők. Lettországban a kamatláb-különbözetek utóbbi időben bekövetkezett növekedése (7. ábra) arra figyelmeztet, hogy az ERM-2-tagság nem véd meg attól, ha a piacok véleménye megváltozik az ország külső pénzügyi pozíciójának fenntarthatóságáról.

A pénzügyi válságokat gyakran a magánszektor gyors hitelexpanziója, erős effektív reálárfolyam-felértékelődés és a folyó fizetési mérleg nagy hiánya előzte meg. Így történt ez Finnországban és Svédországban is az 1992. évi válságot megelőzően, valamint számos kelet-ázsiai országban (Malajzia, Thaiföld) az 1997-es válság előtt (Világbank [2007]). Argentínában a 2002. évi válság előtt a gyors hitelexpanzió az állami, nem pedig a magánszektorban ment végbe.

Az új tagállamokban a bankrendszer jelenleg viszonylag egészséges: a rossz hitelek

állománya (*non-performing loans*, NPL) alacsony, a tőke megfelelési mutatók viszonylag magasak, a nemzetközileg ismert bankok pedig számottevő tulajdonnal rendelkeznek a helyi bankokban. Ezek a tényezők azonban nem jelentenek biztosítékot egy válság ellen. A rossz hitelek állományának mai alacsony szintje nem jelenti azt, hogy a jelenlegi hitelfortfólió a jövőben nem romlik, tekintettel a külföldi valutában felvett hitelek nagy arányára. Ha a tőkebeáramlás megfordul, azok, akik külföldi valutában vesznek fel hitelt a hazai valuta leértékelődése miatt, magasabb törlesztőrészeket kénytelenek fizetni. Míg az exportra termelő vállalatok számára létezik természetes mód a veszteségek fedezésére, az olyan cégeknek, amelyek a hazai piacra termelnek, továbbá a háztartásoknak nem áll rendelkezésére ilyen védőháló. A kamatlábak emelkedése miatt azok is többet fognak törleszteni, akik hazai valutában vesznek fel hitelt. Mindezek kedvezőtlenül érintetik a fogyasztást. A mérleghatáson keresztül a bankok csökkentenék a rendelkezésre álló hiteleket, aminek további kedvezőtlen hatása lehet a növekedésre.

Ahhoz, hogy ezek a kedvezőtlen folyamatok következzenek be, az árfolyam leértékelődésének jelentős mértékűnek és tartósnak kellene lennie. Ez azonban nem zárható ki abban az esetben, ha a külföldi befektetők kockázatvállalási hajlandósága jelentősen lecsökkenne. Sok vissza nem fizetett hitel esetén a bankrendszer stabilitása is veszélybe kerülhetne. A tőke megfelelési mutatók gyorsan romolhatnának, ha számottevően növekedne a rossz hitelek aránya, és ha nincs garancia arra, hogy a külföldi anyabankok további tőkét folyósítanak, főként, ha ezek maguk is nehézségekkel szembesülnek az anyaországban, például ahogyan most, a másodrendű (*subprime*) jelzáloghitelek összeomlásának következtében.

Mindez arra utal, hogy még mielőtt késő lenne, csökkenteni kellene a hitelexpanziót, és leszorítani a folyó fizetési mérleg hiányát. Ezzel egy időben a bankszabályozó és -felügyelő szerveket meg kellene erősíteni, amennyire csak lehetséges. Az új tagországok az évek során sokat fejlődtek ezen a téren, azonban a tapasztalat azt mutatja, hogy sosem lehetünk elég elővigyázatosak. Főként a hazai és a befogadó ország felügyeleti közötti együttműködést kellene fejleszteni és erősíteni, amire az EU keretei jó lehetőséget nyújtanak.

Hogyan kezeljük a külföldi valutában felvett hiteleket?

A külföldi valutában felvett hitelek gátolják a belföldi monetáris politikát, hozzájárulnak a túlzott hitelexpanzióhoz, valamint a jövedelmek és a tartozások devizaneme közötti eltéréshez (*currency miss match*). Számos régi és új EU-tag adminisztratív és szabályozási intézkedéseket alkalmazott annak érdekében, hogy csökkentse a hitelexpanziót, és hogy korlátozza a külföldi valutában felvett fedezetlen hiteleket. A *Világbank* [2007] felsorolja ezeket az intézkedéseket. Adminisztratív intézkedést jelent a külföldi valutában felvett hitelek növekedésének vagy e hitelek bankok saját tőkéjében lévő részesedésének korlátozása. A szabályozási intézkedések tipikusan azt szolgálják, hogy emeljék a hitelfelvétel költségét azáltal, hogy szigorúbb szabályokat alkalmaznak ezekre a hitelekre. Ilyen intézkedések lehetnek a külföldi valutában felvett hitelekre alkalmazott különleges tartalékkövetelmények és az ezekre fizetett alacsonyabb kamatlábak, a tartalékolásra és a tőkeminősítésre vonatkozó szigorúbb szabályok, a szigorúbb nem ár jellegű követelmények (például magasabb önerő), magasabb tőkekövetelmények vagy más, külföldi valutában felvett hitelekre vonatkozó intézkedések.

Az ilyen intézkedésekkel az a probléma, hogy ha sokáig fennmaradnak, akkor piactorzító hatásúak, és gyengítik a versenyt. Továbbá megkerülhetők azáltal, hogy belföldi hitelfelvétel helyett közvetlenül külföldről vesznek fel hitelt. Ez utóbbi módszer egyszerűbb az olyan országokban, ahol a külföldi tulajdonú bankok uralkodó szerepet játszanak. A finanszírozás bankok helyett nem banki csatornákon keresztül is megvalósulhat,

például lízinggel, ami arra ösztönözheti a külföldi bankokat, hogy leányvállalataikat fiókirodává alakítsák, amelyekre kevésbé szigorú helyi hatósági ellenőrzés vonatkozik. Mindent egybevetve, az ilyen intézkedések hatásossága hosszú távon kétséges, és leginkább csak rövid távú ideiglenes megoldásként szolgálhat, lassítva a túlzott hitelexpanziót a gazdaság túlfűtöttsége idején. A hatóságok erkölcsi nyomást is gyakorolhatnak a bankokra, azonban ennek hatásossága bizonytalan.

Léteznek más módok is a háztartási jelzáloghitelek növekedésének visszafogására, amelyek hatása azonban kevésbé torzító, ugyanis kifejezetten a jelzáloghitelekre, az új tagországok e gyorsan növekvő piacára vonatkoznak. A leghatásosabb módszer a jelzáloghitelekre alkalmazott kamatadó lenne – amely növelné a teljes hiteldíj mutatóját, visszafogva ezzel a hitelfelvételi kedvet –, illetve egy átfogó ingatlanadó a lakáspiacon. Mindezeket az intézkedéseket kiegyensúlyozhatnánk az ingatlan értékéhez viszonyított hitelek arányának kötelező csökkentésével. Ahol létezik ilyen, a jelzálogadósság kamatfizetésére vonatkozó adókedvezményt el kellene törölni. Ezeket az intézkedéseket Dániában sikeresen alkalmazták 1986-ban, és a fogyasztási kereslet valóban mérséklődött (*Világbank* [2007]).

Költségvetési politika, jövedelempolitika és strukturális politika

A költségvetési politika fontos stabilizáló szerepet játszik az euróbevezetés előtti időszakban, akár teljesen elvesztették az országok monetáris politikai autonómiájukat (az árfolyam rögzítése miatt), akár a korlátozott monetáris politikai függetlenségük miatt (az árfolyam lebegtetése esetén), valamint az euróbevezetés után is kiemelt a szerepe a költségvetési politikának. Emellett a jövedelem- és a strukturális politikának is kiemelten fontos szerepet kell játszania. E fontos témaköröket tanulmányunkban terjedelmi korlátok miatt nem tudjuk tárgyalni, az ezek iránt érdeklődő olvasónak tanulmányunk hosszabb változatát ajánljuk figyelmébe (*Darvas–Szapáry* [2008a], [2008b]). Annyit azonban röviden megjegyezzünk, hogy a fiskális politika nem képes tökéletesen helyettesíteni a monetáris politikát a sokkok kezelésében.⁹

Tanulságok néhány jelenlegi euróövezeti tag tapasztalataiból

Az euróövezet peremének országai – Írország, Portugália és Spanyolország – tanulságos tapasztalatokkal szolgálnak. Ezek az országok korábban hasonló folyamatokkal néztek szembe, mint az új tagállamok napjainkban: a kezdeti magas belföldi kamatlábak az euróövezet szintjére csökkentek az euróövezeti csatlakozást megelőzően, a reálkamatlábak pedig nagyot estek, számos országban negatívvá váltak. A fogyasztási és lakáshitelek mennyisége növekedett, a fajlagos munkaköltség emelkedett, a folyó fizetési mérleg hiánya pedig egyre szélesebbé vált. Ezek a folyamatok még az euróbevezetés előtt kezdődtek, azonban máig kihívást jelentenek ezen országok számára.¹⁰

⁹ A magyar gazdaságirányítás előtt álló kihívásokról értékes elemzéseket közöl *Mihályi* [2008] és *MNB* [2008] is. *Székely–Watson* [2007] részletesen elemzi az új EU-tagországok reálkonvergenciájának korlátait és azon gazdaságpolitikai lehetőségeket, amelyek a reálkonvergencia gyorsításához és változékonyságának csökkentéséhez vezethetnek.

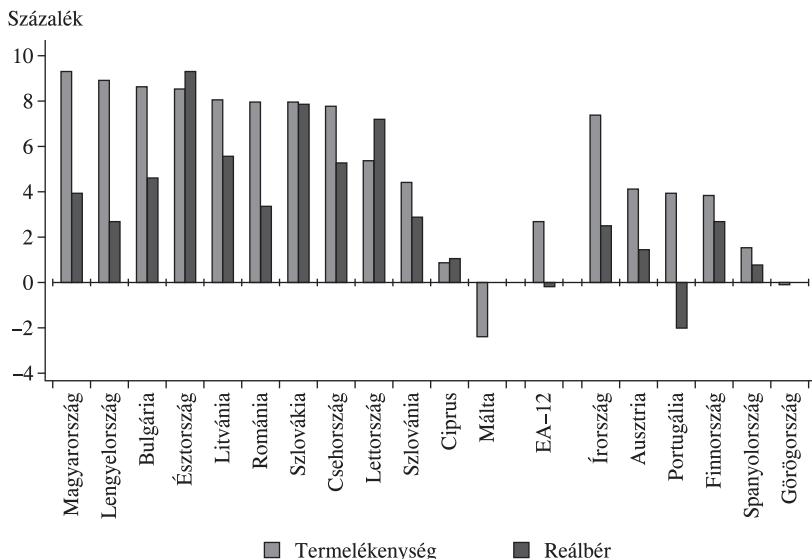
¹⁰ Írország, Portugália és Spanyolország kiigazítási tapasztalatait az *Európai Bizottság* [2006] elemzi. Portugália tapasztalatairól *Blanchard* [2006] is kitűnő elemzést ad. Magyar nyelven a három említett ország, valamint Görögország konvergenciájának tapasztalatait *Horváth–Szalai* [2001] elemezte, akik az akkor még EU-csatlakozásra váró kelet-közép-európai országok számára vonták le a tanulságokat. *MNB* [2008] (5. fejezet) ezen országok új adatait is vizsgálva elemzi a tanulságokat.

Portugália tapasztalatai külön is említést érdemelnek, mert az ország kevés sikert ért el a kamatlábsokk utáni kiigazítás terén. Az 1990-es évek második felében Portugália növekedése erőteljes volt. A belföldi kamatlábak csökkenése és a várható euróbevezetés által kiváltott optimista üzleti környezet egyszerre növelte a fogyasztást és a beruházásokat. A költségvetési politika ahelyett, hogy ellensúlyozta volna a hitelexpanziót, túl expanzív volt, ezekben a „jó időken” nem kellőképpen szorította meg a kiadásokat. A versenyképességet csökkentette az infláció és az éveken át tartó, a termelékenység növekedését jócskán meghaladó béremelkedés. Ez pedig a folyó fizetési mérleg hiányának növekedéséhez, valamint a GDP-növekedés lassulásához vezetett, ez utóbbi érték 2000 óta átlagosan kevesebb mint 1 százalék.¹¹ A beruházások ezután nagyot zuhantak, a növekedési kilátások rosszabbodása és a – még a fellendülés éveiben a magánszektorban kialakult – túlzott adósságfüggés következtében. A munkanélküliség ráta megkétszereződve 8 százalékra nőtt. Portugália most a kiigazítások hosszú és fájdalmas időszakával küszködik.

Az *Európai Bizottság* [2006] szerint egy monetáris unióban az országspecifikus sokkok – ilyenek például a kockázati prémium és a reálkamatláb csökkenése, valamint a belföldi kereslet ezt követő gyors élénkülése – kezelésének legfontosabb csatornája a versenyképességi csatorna. Ez a következőképpen működik: amikor az infláció felgyorsul, és a béremelkedés meghaladja a termelékenységjavulást, a versenyképesség romlik. Ez kihat a kereskedett termékek kínálatára és a nettó exportra, amelyek csökkenése viszont mérsékeli a növekedést, és kiegyensúlyozza a ciklikus divergenciát. Ezt követően

13. ábra

Reálbér és termelékenység a feldolgozóiparban, 2001–2007 (éves átlagos százalékos változás)



Megjegyzés: a nominális béreket a feldolgozóipari vásárlóerő-paritás indexével defláltuk. A termelékenységet úgy kaptuk, hogy a feldolgozóipari reálkibocsátást elosztottuk a ledolgozott órák számával. Málta esetében az ipari termelést használtuk. Az országokat mindkét országcsoportban a termelékenységük növekedése szerint rangsoroltuk.

Forrás: saját számítás az Eurostat adatai alapján.

¹¹ Az 1. táblázat adataiból is tisztán látható, hogy Portugália 1995 és 2008 között nemhogy közeledett volna az euróvezet átlagához, hanem kissé még le is maradt.

hosszú ideig tart, amíg az ország az ár- és bérdezinfláción keresztül visszanyeri ez elvesztett versenyképességét. A versenyképesség javításában a termelékenység növekedése játszik főszerepet. A 13. ábráról leolvasható, hogy Portugáliában megkezdődött ez az igazodási folyamat, és a feldolgozóipari termelékenység évi négyszázalékos növekedésével szemben a reálberek évente közel két százalékkal mérséklődtek 2001–2007 között. Mindez még nem volt elég a versenyképesség helyreállítására, és a GDP növekedése átlagosan csak évi 1 százalék körül alakult 2000 óta.

A termelékenység Spanyolországban is mérsékeltén javult, azonban a bérinflációt megfékeztek, a fiskális konszolidáció pedig enyhítette a kamatlábak csökkenéséből eredő keresleti nyomást. Ezáltal Spanyolország növekedése magasabb volt, mint Portugáliáé. Írországban a gyors béremelkedés ellenére számottevően javult a termelékenység, ez pedig segítette a gyors GDP-növekedést. Az utóbbi években azonban Írországban a fajlagos munkaköltség jelentősen emelkedett, a gazdaság növekedése pedig lassult, előrevetítve, hogy a következő években szükség lesz kiigazításra.

Ezek a tapasztalatok az új tagállamok számára fontos tanulsággal szolgálnak. Ahhoz, hogy megbirkózhassanak a kamatlábsokkal, olyan fiskális politikát kell folytatniuk, amely képes ellensúlyozni a hitelexpanziót. Továbbá meg kell találniuk a bérinfláció megfékezésének módját. A termelékenység növekedése fontos feltétele a versenyképesség megőrzésének, valamint annak, hogy a felzárkózási folyamat biztos úton haladjon tovább. Az új tagokat a piacorientált reformok következtében erős termelékenységnövekedés jellemezte (13. ábra). A termelékenység további javulásához a beruházások számára kedvező környezetet kell fenntartani. Hogy az új tagok az euró bevezetése előtt milyen hatékonysággal tudják kezelni ezeket a kihívásokat, hatással lesz arra, hogy mennyire könnyen tudnak megbirkózni ezekkel az euró bevezetését követően.

Megfelelők-e a maastrichti kritériumok az új tagok számára?

Az euró bevezetéséhez az országoknak teljesíteniük kell az inflációra, kamatlábra, államadósságra, költségvetési deficitre és árfolyam-stabilitásra vonatkozó maastrichti kritériumokat. A nominális konvergencia kritériumainak logikája a következőképpen írható le. A közös monetáris politikával való együttéléshez az országoknak nagyon hasonló inflációs rátával kell rendelkezniük. Egy eurózóna-jelölt országnak ezért még az euró bevezetése előtt bizonyítania kell, hogy inflációs rátája nem fog túlzottan eltérni az euróövezet többi tagjának inflációjától. A hosszú távú kamatláb kritériuma az alacsony inflációs ráta fenntarthatóságát méri fel. A két költségvetési kritérium arra szolgál, hogy megakadályozza a potyautas- és túlsordulási (*spillover*) hatásokat, valamint hogy biztosítsa, hogy az adott országnak nem kell adóemeléshez folyamodnia ahhoz, hogy fenntarthassa a magas adósságszintet, hiszen az adóemelés torzító hatású lehet és visszavetheti a növekedést. Az árfolyam-stabilitás kritériuma egy mindent magában foglaló próbaként értelmezhető, ami azt bizonyítja, hogy egy ország képes árfolyam-stabilitás mellett kiegyensúlyozottan működni. Ez természetesen csak akkor lehetséges, ha egy ország stabilitásorientált költségvetési és pénzügyi politikát folytat. Ezek a maastrichti kritériumok tehát nem csupán próbaként szolgálnak, amin át kell menni, és nem is egy „költségként”, amit az országoknak meg kell fizetniük az eurózóna-csatlakozás érdekében, hanem a stabilitásorientált gazdaságpolitikai elvek elfogadását jelzik.

A 5. táblázat azt mutatja, hogy az új tagok hogyan állnak e kritériumok tekintetében a tanulmány írása idején. Ami az inflációt illeti, az eurózónatag Cipruson és Máltán kívül csak Lengyelországban és Szlovákiában volt az inflációs ráta alacsonyabb a referenciaértéknél, vagy egyenlő vele, a 2008 júliusában záruló 12 hónapban. Magyarországot és

5. táblázat

A maastrichti kritériumok teljesítése (a legutolsó rendelkezésre álló adatok)

Infláció (12 havi átlagos éves változás)	Hosszú távú kamatláb	Államháztartási többlet (+) vagy hiány (-)	Államháztartási bruttó adósság
2008. július		2007	
A három leg- alacsonyabb inflációjú EU- ország átlaga	2,4	A három leg- alacsonyabb inflációjú EU- ország átlaga	4,88
Referenciaérték	3,9	Referenciaérték	6,88
<i>Euróövezet</i>	3,1	Ciprus	4,60
Szlovákia	3,1	<i>Euróövezet</i>	4,76
Málta	3,3	Csehország	4,90
Ciprus	3,9	Szlovénia	5,02
Lengyelország	3,9	Szlovákia	5,06
Csehország	5,8	Bulgária	5,17
Szlovénia	5,8	Málta	5,28
Magyarország	6,9	Litvánia	5,49
Románia	7,6	Lengyelország	6,45
Litvánia	9,9	Lettország	6,57
Észtország	10,1	Románia	7,28
Bulgária	12,3	Magyarország	8,11
Lettország	15,1	Észtország	n. a.
		Bulgária	3,4
		Ciprus	3,3
		Észtország	2,8
		Lettország	0,0
		Szlovénia	-0,1
		<i>Euróövezet</i>	-0,6
		Litvánia	-1,2
		Csehország	-1,6
		Málta	-1,8
		Lengyelország	-2,0
		Szlovákia	-2,2
		Románia	-2,5
		Magyarország	-5,5
		Észtország	3,4
		Lettország	9,7
		Románia	13,0
		Litvánia	17,3
		Bulgária	18,2
		Szlovénia	24,1
		Csehország	28,7
		Szlovákia	29,4
		Lengyelország	45,2
		Ciprus	59,8
		Málta	62,6
		Magyarország	66,0
		<i>Euróövezet</i>	66,6

Megjegyzés: a három balti állam és Szlovákia az ERM-2 tagjai.

Forrás: Eurostat.

Romániát leszámítva, a 10 éves lejáratú kamatláb mindegyik országban alacsonyabb volt a referenciaértéknél 2008 júliusában. A költségvetési deficit 2007-ben csak Magyarországon haladta meg a referenciaértéket. Ami az államadósságot illeti, csupán Magyarország és Málta nem teljesítette az erre vonatkozó kritériumot. Négy ország: a balti államok és Szlovákia tagjai az ERM-2-nek.

Miért kellene módosítani az inflációs kritériumot?

Az inflációs kritérium szerint az euróövezetbe csatlakozni kívánó ország inflációs rátája 1,5 százalékpontnál nagyobb mértékben nem haladhatja meg az árstabilitás terén legjobban teljesítő három EU-tagállam inflációjának átlagát. Ez a kritérium a közeljövőben nehezen teljesíthetőnek bizonyulhat, főleg a rögzített árfolyamot alkalmazó balti országokban és Bulgáriában. Ezért az országok olyan módszerekhez folyamodhatnak, amelyekkel az inflációt a referenciaérték alá szoríthatják – például befagyaszthatják a hatóságilag szabályozott árakat, csökkenthetik a fogyasztási adókat, vagy különböző rövid távú eszközökkel korlátozhatják a hitelexpanziót. Az ilyen viselkedés egyenértékű azzal, amit Szapáry [2000] „mérlegelési” (*weighing-in*) szindrómának nevezett. Akárcsak a bokszoló, aki a mérlegelés előtti órákban nem eszik, csak hogy teljesítse a súlykorlátozást, majd az ellenőrzést követően eszik egy kiadósat, a tagjelölt ország is megteheti, hogy minden-

féle módszert kipróbál, amivel leszoríthatja az inflációs rátáját a kritérium teljesítése érdekében, majd az eurózóna-csatlakozás után lazít. Ez a kívánattal éppen ellentétes hatású lehet, ha az infláció az euró bevezetését követően a hitelfeltételek lazításának, a hatóságilag szabályozott árak elkerülhetetlen emelésének és/vagy a fogyasztási adók növelésének köszönhetően felgyorsul. Az ilyen gazdaságpolitika nem segítené a kiegyensúlyozott konvergenciapálya kialakulását.

Kevés lehetőség áll rendelkezésre a probléma kezelésére. Az egyik az euró bevezetésének elhalasztása addig, amíg a nominális és reálkonvergencia nem lesz nagyobb fokú. Míg az euró bevezetésének elhalasztása elkerülhetetlen lehet azon országok számára, amelyek árszínvonalbeli lemaradása a legnagyobb, illetve amelyek rögzítik árfolyamukat, más országokat megfosztana a monetáris unióban való részvétel hasznaitól. Az eurózóna-csatlakozást úgy könnyíthetnék meg azon országok számára, amelyek már teljesítik a monetáris unió belüli normális működés feltételeit, hogy megváltoztatnák az inflációs kritériumot. Érthető, hogy az inflációs kritériumot eredetileg a három legjobban teljesítő eurózóna-jelölt ország alapján határozták akkor, amikor még nem létezett az Európai Monetáris Unió. Az is természetes volt, hogy lefektették az egyenlő bánásmód alapelvét, mivel nehéz lett volna bármely más módon megállapodást kötni. Most, hogy az euróövezet létezik, közgazdaságilag nehezebben igazolható, hogy a kritériumot a három legjobban teljesítő országhoz – beleértve azokat az EU-országokat is, amelyek nem tagjai az euróövezetnek – kötik. Ez akkor is igaz, ha a három legjobban teljesítő ország közül el szokás hagyni azokat, amelyek alacsony inflációja különleges tényezőknak köszönhető, és így nem fenntartható (eddig csak a negatív inflációval rendelkező országokat hagyták el).

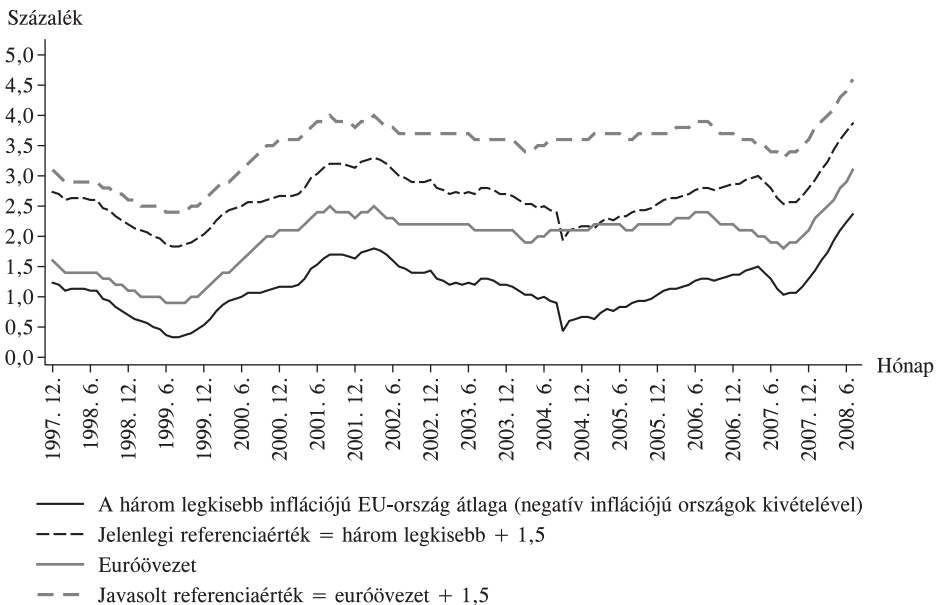
Az EU kibővítésével azonban komoly kétségeink merültek fel, hogy a kritérium *változtatlanul hagyása* valóban összeegyeztethető-e az egyenlő elbánás elvével. 1970 és 1990 között ugyanis az akkori EU-tagok közül a három legalacsonyabb inflációjú ország Németország (3,8 százalékos átlagos infláció), Hollandia (4,8 százalék) és Luxemburg (5,5 százalék) volt. A kilencvenes évek elején, amikor a maastrichti szerződést kötötték, feltehetően az alacsony német inflációhoz való konvergenciát tartották kívánatosnak, de a rugalmasság érdekében a három legjobban teljesítő országot foglalták bele a kritériumba. Németország minden korábbi EU-tagországnak is a legnagyobb kereskedelmi partnere volt, így a kritérium közgazdaságilag azt jelentette, hogy a legfőbb külkereskedelmi partner inflációjához kell az adott országnak konvergálnia. Az EU kibővítésével azonban nagyban megnőtt az esélye annak, hogy olyan országok mutatják fel a három legkisebb inflációt, amelyekkel a többi új tag csak csekély mértékű külkereskedelmet folytat. Például 2008 márciusában a kritérium a következő három ország inflációján alapult: Málta, Hollandia és Dánia. Ezért véleményünk szerint az egyenlő elbánás elve éppen akkor sérül, ha a kritérium változtatás nélkül fennmarad.

Egy ésszerű megoldás az lenne, ha az inflációs kritériumot az euróövezet inflációja plusz 1,5 százalékpontos szinten határoznák meg. Az euróövezet inflációjának használatát közgazdaságilag az indokolja, hogy ez az a megfelelő mutató, amely az új tagok importált inflációjára hat, hiszen ezen országok a legtöbbit az euróövezettel kereskednek. Továbbá ez az a mutató, amit az EKB szabályozni próbál, és nem logikus, hogy az új EU-tagok számára előírt referenciaérték ettől eltérő alapot használjon. A 1,5 százalékpontos különbség nyújtana mozgásteret az árszínvonal-konvergencia „egyensúlyi” erői számára. Ahogyan tanulmányunk elején *Égert* [2007] számításai alapján áttekintettük, az új tagországokban a Balassa–Samuelson-hatás által indukált éves inflációs többlet (az euróövezethez viszonyítva) nullától vagy negatív értéktől 1,2 százalékgig terjedt, így ha pusztán e tényező marad fenn a jövőben, mégpedig változatlan mértékben, akkor a javasolt módosításunk lényegében nem zárna ki egyetlen új tagországot sem az euróövezetből.

Az inflációs kritérium ilyen módosítása megszabadítaná a döntéshozókat attól a mérlegeléstől, hogy a legjobban teljesítő országok közül melyiknek az inflációja fenntartható, és melyiknek nem. Ez a feladat gyakori súrlódások forrása lehet. Annak érdekében, hogy az országok ne folyamodjanak a „mérlegelési” gyakorlathoz, egy ilyen módosítás együtt járhatna azzal, hogy annak az időszaknak a hossza, amikor az infláció nagyságát figyelembe veszik, egy évről két évre hosszabbodna. Ez megegyezik az ERM-2-ben eltöltött idő kötelező hosszával, és kiegészülhetne a *megengedhető árfolyam-felértékelődés* szigorúbb értelmezésével ebben az időszakban. A jelenlegi gyakorlat ugyanis az árfolyam tetszőleges mértékű felértékelését összeegyeztethetőnek tartja a kritériummal, és ez a „mérlegelési” kockázatot rejti magában. Egy adott ország ugyanis az árfolyam sorozatos felértékelésével átmenetileg alacsonyan tarthatja az inflációját, de az euró bevezetése után, ha a felzárkózásból származó strukturális inflációs nyomás továbbra is fennmarad, az infláció növekedni fog, hiszen további felértékelésre már nincs lehetőség.¹² Ezért szerintünk az árfolyamsáv tetszőleges mértékű felértékelését sem lenne szabad összeegyeztethetőnek tekinteni a kritériummal. E változások jobb lehetőséget is nyújtanának annak eldöntéséhez, hogy egy tagjelölt ország képes-e fenntartani az ala-

14. ábra

Inflációs kritérium – jelenlegi és javasolt referenciaértékek, 1997. december–2008. július



Megjegyzés: a jelzett értékek a „12 havi átlagos változásnak” felelnek meg a maastrichti inflációs kritérium számítására vonatkozó követelmény értelmében.

Forrás: saját számításaink az Eurostat adatai alapján.

¹² E hipotézisünk ellenőrzésére érdemes lesz néhány év múlva megvizsgálni Szlovákia inflációs folyamatait. Szlovákiában ugyanis 2007–2008-ben csaknem 25 százalékkal értékelték fel a nominális árfolyamot, viszont a 2009. évi euróbevezetés után természetesen erre nem lesz már további lehetőség. Ha a gyors szlovák növekedés továbbra is fennmarad, és a 2007–2008. évi felértékelések átgűrűző (inflációcsökkentő) hatása elmúlik, akkor nagy valószínűséggel a szlovák infláció számottevően magasabb lesz, mint az euróövezet átlagos inflációja.

csony inflációt, ha már az infláció mérsékléséhez nem áll módjában az árfolyamot felértékelni.

A javasolt módosításnak az euróövezet teljes inflációjára gyakorolt hatása korlátozott lenne. A 12 új EU-tagállam részesedése a 12 régi euróövezeti tag és a 12 új EU-tagállam összes GDP-jéből körülbelül 8,8 százalék volt 2007-ben. Ciprus, Málta és Szlovénia már az euróövezet tagjai, így a többi kilenc ország részesedése 7,6 százalék. Ha az inflációs ráta mind a kilenc országban pontosan 1,5 százalékponttal volna magasabb az euróövezet inflációjánál, akkor ez mindössze 0,1 százalékponttal növelné az euróövezet teljes inflációját. Ezt a jelenlegi szabály melletti hatással kell összehasonlítani, ami 0,05 százalékpont körüli. Tehát a javasolt módosítás hatása csupán további 0,05 százalékpont lenne. Valójában a tényleges hatás kevesebb lesz, hiszen az országok csatlakozása időben kitolódik, és valószínűtlen, hogy mindegyik országnak a maximális 1,5 százalékpont nagyságú lesz az inflációs többlete. Az új tagok GDP-jének relatív fontossága növekedni fog a felzárkózással egyidejűleg, azonban az árszínvonal konvergenciájával járó magasabb infláció is csökkenni fog. A 14. ábra mutatja be a jelenlegi referenciaérték és az általunk javasolt módosítás közötti különbséget.

A hosszú távú kamatlábra vonatkozó kritérium nem akadály

A kritérium értelmében a 10 éves kamatláb nem haladhatja meg 2 százalékpontnál nagyobb mértékben az árstabilitás tekintetében legjobban teljesítő három ország hasonló kamatlábainak átlagát. Ez arra szolgál, hogy az árstabilitás tartósságát ellenőrizze, közgazdasági magyarázata pedig világos. Egyedül azt érdemes megemlítenünk, hogy az eurózóna-csatlakozási várakozások által kiváltott tőkebeáramlással a hosszú távú kamatlábak konvergenciája sokkal gyorsabb volt az infláció konvergenciájánál. Például Bulgáriában, Litvániában és Romániában, ahol az infláció nagymértékben meghaladja a referenciaértéket, a kamatláb-kritérium teljesül.

Árfolyam-kritérium – van értelme

A kritérium értelmében egy tagjelölt országnak kötelező belépnie az ERM-2-be, és legalább két évig kell ott tartózkodnia. Ez alatt az idő alatt a valutaárfolyam a ± 15 százalékos sávon belül ingadozhat anélkül, hogy ez súlyos feszültségeket okozna, illetve hogy az ország bármely más tagország valutájával szemben leértékelné saját valutáját. Az országok egyoldalúan elkötelezhetik magukat egy szűkebb sáv mellett, vagy választhatják azt is, hogy egyáltalán nem alkalmazzanak árfolyamsávot, hanem rögzítik az árfolyamot. Ez a kritérium azt vizsgálja, hogy egy ország árfolyam-stabilitás mellett hogyan képes megbirkózni a különböző gazdasági sokkokkal.

Egy gyakori kritika az árfolyam-kritériummal szemben, hogy az inflációs és az árfolyamcél egymással nem összeegyeztethető. Elméletileg ez az érvelés helyes. Ha a tagjelölt ország stabil makrogazdasági politika mellett kötelezi el magát, továbbá teljesíti a többi maastrichti kritériumot, vagy pedig biztos úton halad afelé, hogy teljesítse, majd fenntartsa azokat, akkor a legvalószínűbb az, hogy a piaci dinamika felértékelődéshez vezet. Ezt az eurózóna számos jelenlegi tagállama esetében megfigyelhettük az euróbevezetés előtt.

Az új tagországok esetében is ésszerűek a költségvetési kritériumok

A fiskális kritériumok értelmében: 1. az államadósság nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, kivéve ha szintje megfelelő ütemben csökken, és kielégítő sebességgel közeli a referenciaértéket és 2. a költségvetési hiány nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát.¹³ Számos szempontot kell figyelembe venni az államadósság fenntarthatóságával kapcsolatban. *Pápa–Valentinyi* [2008] elméleti elemzésének egyik következtetése, hogy a költségvetési fenntarthatóságot a jelenben a jövőbeli költségvetési politika határozza meg, és ezért a fenntarthatóságot a szó szoros értelmében nem lehet mérni. A maastrichti kritériumok kidolgozóinak azonban egy transzparens korlátot kellett szabniuk. A GDP 60 százalékára vonatkozó értéket feltehetően az motiválta, hogy – az EU akkori tagállamainak a kilencvenes évek elején feltételezett reálnövekedése és reálkamatlába mellett – ha az államháztartás nominális hiánya a GDP 3 százalékát nem haladja meg, akkor a GDP 60 százalékánál kisebb adósság esetén az adósság GDP-hez viszonyított aránya nem fog tovább növekedni. Az új tagállamok mai szemszögéből nézve a 60 százalékos érték inkább túl magasnak, mintsem túl alacsonynak mondható, ha figyelembe vesszük a népesség öregedéséből eredő jövőbeli kötelezettségeket is. Néhány kutató amellet érvelt, hogy a GDP 3 százalékát jelentő hiánykritériumot enyhíteni kellene, mert az új tagokban az állami szektor tőkeállománya elégtelen, és ezeknek az országoknak többet kell költeniük infrastruktúrafejlesztésre (lásd például *Blanchard–Giavazzi* [2004]). Egy másik magyarázat szerint a strukturális reformok, például az egészségügyi reform végrehajtása is növeli az állami költségek igényét.

Ugyan az új tagállamoknak valóban szükségük van infrastruktúrafejlesztésre, és strukturális reformokat is végre kell hajtaniuk, szükségük van arra is, hogy a költségvetési politikát felhasználják a gyors hitelexpanzióból eredő túlfűtöttség ellen, amennyiben ez szükséges, tekintet nélkül arra, hogy mikor vezetik be az eurót. Azokban az országokban, ahol az államadósság magas, például Cipruson, Máltán és Magyarországon az adósság fenntarthatósága is aggodalomra ad okot. Most, hogy az EU pénzügyi támogatást is nyújt az infrastrukturális beruházásokhoz, és figyelembe véve az országok tőkefelvívő képességének korlátait, nem látszik igazoltnak, hogy egy ország az infrastruktúrafejlesztés-igénye miatt ne teljesítse a költségvetési kritériumokat. Továbbá az új tagok mint felzárkózó gazdaságok növekedési lehetőségei is nagyobbak, és ténylegesen is gyorsabban növekednek, mint a régi tagok, ezáltal a 3 százalékos kritérium számukra kevésbé szigorú.

¹³ Az EU-ban a maastrichti költségvetési követelmények mellett további költségvetési szabályok is érvényben vannak. A túlzott hiány eljárása (*Excessive Deficit Procedure – EDP*) megszabja, hogy egy ország költségvetési hiánya nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát. (Ez egyben az euróbevezetés egyik maastrichti kritériuma is, de a két szabályt nem szabad összekeverni, hiszen a túlzott hiány eljárása minden tagországra, függetlenül az euróvezeti tagságtól, érvényes.) A stabilitási és növekedési egyezmény (*Stability and Growth pact – SGP*) ezentúl megszabja, hogy a tagállamoknak középtávon kiegyensúlyozott vagy szufficiens ciklikusan kiigazított költségvetéssel kell rendelkezniük. *Csaba* [2006] részletesen elemzi a stabilitási és növekedési egyezmény kritikáit mind a régi, mind az új EU-tagországok szemszögéből, és arra a következtetésre jut, hogy a kritikákkal ellentétben éppen az egyezmény szigorú (akár az előírtnál is szigorúbb) alkalmazása nemcsak a tagországok gazdasági érdeke, de a fenntartható növekedés előfeltétele is.

Az euróbevezetés stratégiai és időzítése

A monetáris és árfolyam-politika együttesének megválasztása

A pénzügyi piacok globalizációja és integrációja az euróövezetbe való belépésre vonatkozó várakozásokkal együtt alapvetően megváltoztatta azt a környezetet, amelyben az új tagoknak meg kell valósítaniuk a felzárkózási folyamatot, és amelyben a monetáris politikát működtetniük kell. Az új tagok helyzete gyakorlatilag példa nélkül álló. A kezdetben kevésbé fejlett nyugat-európai országokban a felzárkózási folyamat egy kevésbé globalizált világban ment végbe, ahol a tőkeáramlások liberalizációja jóval lassabb volt, az eurózónához való csatlakozással kapcsolatos várakozásokhoz köthető tőkeáramlások pedig nem voltak jelen. Ez sokkal több teret engedett a független monetáris és árfolyam-politikának, még akkor is, ha ezek az országok különböző egyezményeken keresztül igyekeztek kiküszöbölni az árfolyam-ingadozást (valutakígyó, Európai Monetáris Rendszer).

Ez nem jelenti azt, hogy a tőkeáramlások liberalizációja és a pénzügyi integráció nem hozott jelentős hasznot az új tagok számára. Ezzel ellenkezőleg, a liberalizáció és az eurózónához való csatlakozás kilátásai jelentősen fokozták az működőtőke-beáramlást, és hatékonyabbá tették a kelet-közép-európai országok pénzügyi rendszerének működését, javítva és felgyorsítva ezáltal a felzárkózási folyamatot. Ezzel egy időben azonban ezek az új feltételek kihívást jelentenek az új tagok számára. Ezek ugyan nem ismeretlen kihívások, nagyságuk azonban nagyon különbözik attól, amivel a régi tagok szembesültek.

Fontos kérdés, hogy miként lehet legjobban kezelni azokat az inflációs nyomásokat, amelyek a felzárkózási folyamattal járó árszínvonal-konvergencia, illetve a pénzügyi integráció és a kamatlábsokk által együttesen kiváltott erős belföldi keresletnövekedés miatt lépnek fel. Egy mereven rögzített árfolyamrendszer – például egy valutatábla – megvédhet a spekulatív árfolyam-ingadozások ellen, és stabilabb környezetet teremthet a kis, nyitott gazdaságok számára. Lettország közelmúltbeli példája azonban arra figyelmeztet, hogy ez még az ERM-2-ben sem feltétlenül igaz. Mindaddig, amíg az árfolyamrögzítés hiteles, és amíg az árfolyam-kockázati prémium alacsony vagy nulla, az alacsony belföldi kamatlábak növelik a hitelexpanzió és a túlfűtöttség kockázatát. Mivel a merev rögzítést alkalmazó országoknak nem áll módjukban megengedni az árfolyam felértékelődését az infláció mérséklése érdekében, a felzárkózással járó árszínvonal-konvergencia magasabb belföldi inflációban jelentkezik. Ez nagyon alacsony vagy negatív reálkamatlábakhoz vezet, tovább táplálva ezzel a hitelexpanziót és a belföldi keresletet.

Az inflációs célkitűzés és a szabadon lebegő árfolyamrendszer kombinációja alapvetően két ok miatt tesz nagyobb rugalmasságot lehetővé az inflációs nyomások kezeléséhez. Egyrészt a kockázati prémium léte lehetővé teszi, hogy a belföldi kamatok magasabbak legyenek a külföldi kamatok és a várható árfolyam-leértékelődés összegénél, másrészt a nominális árfolyam felértékelődése segítheti az infláció kézben tartását. Ezt a rugalmasságot azonban nem szabad túlbecsülni. Amint azt láttuk, a kockázati prémium alacsony lehet azért, mert a várt euróövezeti csatlakozás tőkebeáramlást vált ki, másrészt a felértékelődési várakozások miatt is. Továbbá, ahogyan azt korábban is láttuk, a belföldi monetáris politika szigorúsága megkerülhető külföldi valutában felvett hiteleken, illetve a közvetlen külső hitelcsatornákon keresztül. Abban az esetben, ha a hitelexpanzió tartós, az infláció elleni küzdelemben az árfolyam felértékelődését lehetővé tevő gazdaságpolitika csak ideiglenes haladékot adhat. Ha az ország már az euróövezet tagja, a felértékelődés többé már nem lehetséges, ezért ha az inflációs nyomást sem a közös monetáris politika, sem az adott ország költségvetési, jövedelem- és strukturális politikái nem képesek szabályozni, az infláció újból felüti a fejét.

Az elmondottakból látszik, mennyire összetett probléma az euróhoz vezető úton a

legmegfelelőbb rendszer kiválasztása. Az inflációs célkitűzés és a lebegő árfolyam együttesének előnye, hogy még egy eszközt nyújt az inflációs nyomás vagy valamilyen más, váratlan aszimmetrikus sokk kezeléséhez. A tőkeáramlások visszafordulásának kockázata csökken, ha az inflációs célt követő országok olyan stabilitásorientált gazdaságpolitikát folytatnak, amely viszonylag korán az euróövezetbe vezetheti őket. Másfelől a tőkekiáramlás kockázata számottevő marad, ha a kamatláb-különbözetek által kiváltott nagy tőkebeáramlás indokolatlanul erősíti az árfolyamot. Például Romániában, ahol a folyó fizetési mérleg hiánya meghaladja a GDP 10 százalékát, ahelyett, hogy a tőke kiáramlott volna, tőkebeáramlás történt, amely erősen felértékelte a nominális árfolyamot, még inkább kiteve így az országot a tőkekiáramlás esetleges megfordulásából eredő kockázatnak. Amikor Magyarországon az elhibázott gazdaságpolitika miatt makrogazdasági egyensúlytalanságok alakultak ki 2003-ban és 2006-ban, a hirtelen tőkekiáramlás erős leértékelődéshez és a kamatláb-különbözetek növekedéséhez vezetett.

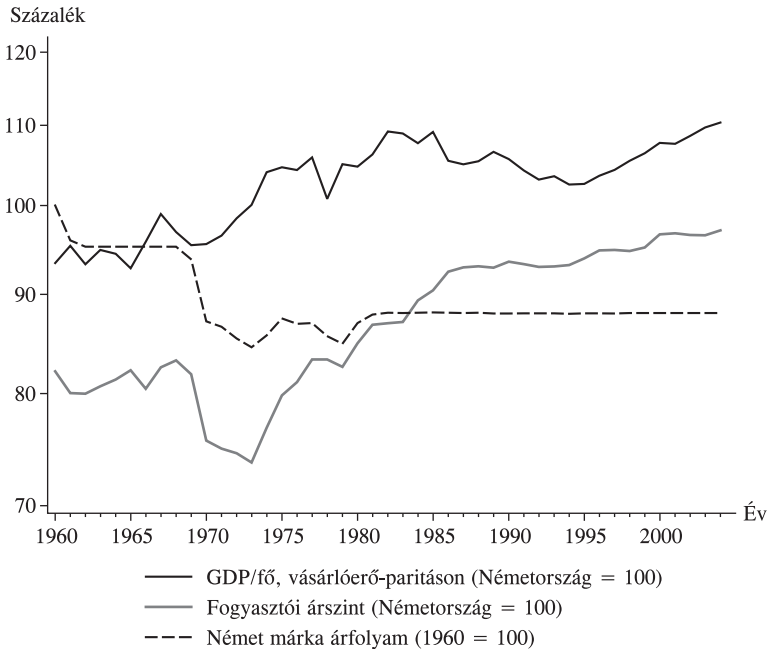
Az inflációs célt követő országok közül Csehország eddig meglehetősen sikerrel tartotta fenn a magas növekedést, a mérsékelt inflációt és az alacsony folyó fizetésimérleg-hiányt, azonban az infláció újabban emelkedett. A siker részben azon múlhatott, hogy az 1997. évi árfolyamválság és az ezt követő recesszió után az inflációs várakozások alacsony szinten állapodtak meg. A nominális árfolyam felértékelődése, amit főként a működőtőkebeáramlás váltott ki – mivel a cseh bankközi kamatok még alul is múlták az euróövezet kamatait, így portfólióbefektetés alig áramlott Csehországba –, szintén segített alacsonyan tartani az inflációt. A hitelexpanzió mérsékelt volt az alacsony kamatlábak ellenére is. Csehország azonban azok közé az országok közé sorolható, ahol mind a fogyasztói árindex (CPI), mind a fajlagos munkaköltségen (ULC) alapuló reálárfolyam számottevően felértékelődött. Csehországban a kezdeti árszint alacsony volt az ország egy főre jutó GDP-jéhez viszonyítva, így a reálárfolyam felértékelődése részben felfogható ennek „korrekciójaként”. Mindazonáltal, ha a gyors felértékelődési trend tartósnak bizonyul, akkor ez alááshatja a versenyképességet. A reálárfolyam Lengyelországban és Szlovákiában is jelentősen felértékelődött. Ez utóbbi országban a növekedés és az infláció egyaránt valamivel magasabb, miközben a folyó fizetési mérleg hiánya mindkét országban nagyobb, mint Csehországban.

Mindent egybevetve, a három inflációs célt követő ország magas növekedést ért el, miközben az inflációt és a folyó fizetési mérleg hiányát ésszerű korlátok között tudta tartani. A jövőben majd eldől, hogy fenntartható-e ez a kedvező állapot.

Történelmi paradoxonnak bizonyulhat, hogy az öt legalacsonyabb kezdeti egy főre jutó GDP-vel rendelkező ország közül négy – így a balti országok és Bulgária – rögzített árfolyamrendszer mellett kötelezte el magát az euró bevezetéséig. Ezek azok az országok ugyanis, amelyekben az árszínvonalbeli lemaradás a legnagyobb, a hitel/GDP arány a legkisebb volt, így ezek az országok voltak a leginkább hajlamosak a túlzott hitelexpanzióra. Nekik nem áll módjukban engedni a nominális árfolyamot felértékelődni az infláció mérséklése érdekében, és így magasabb infláció mellett kell megvalósítaniuk az árszínvonal-konvergenciát. Amikor az árszínvonal lemaradása nagy, akkor ez nehéz feladat, ugyanis az alacsony árszínvonal inflációs várakozásokat táplál, és gyors versenyképesség-romláshoz vezethet.

Az árszínvonal-konvergencia mindazonáltal sikeresen megvalósítható rögzített árfolyam mellett is, ha bizonyos feltételek fennállnak. Jó példa erre az 1970-es években Ausztriában alkalmazott merev árfolyam-politika, ahol a schillinget a német márkához rögzítették (lásd *Hochreiter–Tavlas* [2004]). Ausztriában azonban az árszint lemaradása csupán 25 százalék körüli volt (15. ábra), és nem 60 százalék vagy ennél is több, mint a kelet-közép-európai országok kezdeti lemaradása, és nem is 40 százalék, mint amekkora ezen országok lemaradása ma. Az osztrák siker kulcsa egy társadalmi megegyezés volt,

15. ábra
Ausztria felzárkózása Németországhoz, 1960–2004



Megjegyzés: az árfolyam csökkenése nominális leértékelődést jelent. A függőleges tengely beosztása logaritmikus.

Forrás: Penn World Tables.

ami a béremelkedést többé-kevésbé a termelékenység javulásával megfelelő arányban tartotta, illetve az ország fiskális politikája, amely támogatta az árfolyamrögzítést. Az is igaz, hogy Ausztriát segítette a tőkeáramlások kelet-közép-európai országokénál lassúbb liberalizációja, és így az ország nem tapasztalta meg azt a fajta hitelexpanziót tápláló tőkebeáramlást, amit manapság néhány kelet-közép-európai ország tapasztal. Továbbá Ausztria bankrendszere szabályozottabb volt, mint a kelet-közép-európai országok bankrendszere napjainkban.

Milyen következtetéseket vonhatunk le az eddigiekből arra vonatkozóan, hogy milyen monetáris keret a legalkalmasabb a nominális és reálkonvergencia megvalósítására az euró bevezetésig? A legfontosabb következtetés az, hogy az inflációs célt követő országok jobb eszközökkel rendelkeznek az árfolyamrögzítőknél ahhoz, hogy a konvergenciafolyamatot az ország egyensúlyi pályáján valósíthassa meg. Az inflációs célt követők számára az egyik kockázatot a túlzott árfolyam-ingadozás jelenti, azonban ha a gazdaságpolitika a makrogazdasági stabilitást szolgálja, akkor ennek bekövetkezési esélye kisebb lesz. Ekkor a komolyabb veszélyt a nominális árfolyam túlzott felértékelődése jelentheti, amely arra készíthet egy országot, hogy költséges devizapiaci intervencióhoz folyamodjon, vagy hogy csökkentse a belföldi kamatlábat, amely táplálhatja a hitelexpanziót. Szóbeli intervencióval is próbálkozhat a központi bank az árfolyam-erősödés visszafogására, azonban a szakirodalom kétségbe vonja mind a tényleges devizapiaci intervenció, mind pedig a szóbeli intervenció hatását, illetve annak tartósságát.

Az árfolyamukat rögzítő országok számára a lehetőségek korlátozottak. A rögzítés

euróbevezetés előtti feladása a bizalomvesztés és az árfolyam leértékelődésének veszélyét hordozza magában. Ez utóbbi mély recessziót válthat ki a negatív vagyonghatás miatt, amit az okoz, hogy azokban az országokban, ahol az adósságok nagymértékben „eurósítottak”, mint például a balti államokban, a háztartások és a vállalatok adóssága növekszik. Ha az árfolyamrendszer feladását megfelelő módon teszik közzé – úgy, mint egy átmeneti lépést a mielőbbi euróbevezetéshez –, akkor a recesszió enyhe lehet, vagy be sem következik. Ezután az ország jobb helyzetbe kerülne az infláció leszorítását tekintve. Itt az a veszély áll fenn, hogy a nominális árfolyam felértékelődése túlzott lehet, és ez a versenyképesség romlásához vezethet, vagy pedig súlyosbíthatja az egyébként is gyenge versenyképességet. Ezért mielőtt az ország fontolóra venné a rögzítés feladását, elővigyázatosnak kell lennie. A rögzített árfolyam jól időzített és megfelelően előkészített egyszeri felértékelése is megfontolandó választás lehet, ha nem kerül veszélybe a versenyképesség. Ekkor a kockázatot az „eurósított” adósság pozitív vagyonghatása jelenti, ami pontosan akkor növelné a keresletet, amikor a folyó fizetési mérleg hiánya már nagyon nagyra vált ezekben az országokban.

Az ERM–2 belépés kérdései – középárfolyam, időzítés, tervezett időtartam

Az ERM–2 belépéssel kapcsolatban az elő kérdés a középárfolyam megállapításának módja. Ideális esetben ez megegyezne az egyensúlyi árfolyamszinttel, azonban az erre vonatkozó modellszámítások legjobb esetben is csak nagyon bizonytalan becslést képesek adni az egyensúlyi árfolyamra. Az egyensúlyi árfolyam dinamikus fogalom, vagyis időben változik, főként a felzárkózó gazdaságokban. Az ilyen bizonytalanságok miatt indokolt az ERM–2 középárfolyamát a fennálló piaci árfolyam alapján meghatározni. A piacinál gyengébb középárfolyam veszélyeztetné az inflációs cél teljesülését. Ezért ezt csak akkor kellene fontolóra venni, ha az ország versenyképessége annyira gyenge lenne, a folyó fizetési mérleg hiánya pedig olyan nagy, hogy egyértelműen szükség lenne leértékelésre.

A piacinál erősebb középárfolyam indokolható lehet abban az esetben, ha a versenyképesség nem jelent problémát, mivel az ilyen középárfolyam csökkentheti az inflációs és egyben a felértékelődési nyomást, amennyiben a piac arra számít, hogy nem lesz további felértékelés. Ez a stratégia azt a kockázatot hordozza magában, hogy a piac ezzel ellentétes következtetésre juthat, nevezetesen arra, hogy a középárfolyamot erős szinten határozták meg az infláció leszorítása érdekében, és hogy az inflációs cél teljesüljön, a hatóságok további felértékelődéshez folyamodnak majd. Ez ösztönözné a tőkebeáramlást, és költséges sterilizációt igényelhetne. Ebből az következik, hogy az, hogy a piacinál erősebb középárfolyam megfelelő stratégia-e, azon múlik, hogy az ország hogyan áll az infláció és a versenyképesség tekintetében az ERM–2-csatlakozás időpontjában, illetve, hogy milyenek a kilátásai e tekintetben.

Ha az ország elfogadható mértékű makrogazdasági stabilitást ért el, a legjobb megközelítés az, ha középárfolyamnak az aktuális piaci árfolyamot választja. Nem meglepő, hogy az összes új tagállam így tett, amelyik belépett az ERM–2-be.

Az ERM–2-be történő belépést körültekintően kell időzíteni. Egy országnak csak akkor kellene csatlakoznia az ERM–2-höz, ha a keresletoldali gazdaságpolitikája biztos úton halad a fenntartható árstabilitás felé, illetve az ország – az infláció, a kamatlábak és a költségvetési hiány tekintetében – nagyfokú nominális konvergenciát ért el. Az ERM–2-ben való részvétel egyik fő haszna, hogy lehorgonyozhatja az inflációs várakozásokat. Így a várakozások a stabilitást szolgálhatják, ezáltal enyhítve a gazdaságpolitikára nehezedő terhet. Ahhoz, hogy ez így legyen, a piacot meg kell győzni arról, hogy a gazdaság

fundamentumai erősek, és hogy a hatóságok elkötelezték magukat az árstabilitás fenntartása mellett.

Felmerül az ERM-2-ben eltöltött idő optimális hosszának kérdése is. A legerősebb érv amellet, hogy egy ország ne töltsön el többet az ERM-2-ben a minimálisan megkövetelt két évnél az, hogy fennáll annak kockázata, hogy a konvergenciatőke beáramlása következtében az árfolyamra indokolatlan felértékelődési nyomás nehezedik, ha a gazdaságpolitika hitelesen halad az euró bevezetése felé. A kockázatot az jelenti, hogy a piac az eurózóna-csatlakozás időpontjára kialakuló végső árfolyam felértékelődésére spekulál, főként Írország, Görögország és Szlovákia példája alapján, amely országokban az ERM-2-n belül felértékelésekre került sor. Ha a felértékelődés túlzott mértékű, akkor költséges intervenciókra lehet szükség, mint például korábban Görögország esetében is.

Néha azon az alapon javasolják, hogy egy ország hosszabb időt töltsön el az ERM-2-ben, hogy ez növelheti az országok fegyelmezetttségét, segítve az országokat abban, hogy megtanulják, hogyan kövessenek stabilitásorientált gazdaságpolitikát, és hogyan létezzenek árfolyam-stabilitás mellett. Az ERM-2-nek várakozásokat lehorgonyzó szerepe azonban csak akkor működhet, ha az ország gazdaságpolitikája a belépéskor már erőteljes, ami szükségtelemmé teszi, hogy hosszú ideig az ERM-2-ben maradjon. Egy másik érv a hosszabb ERM-2-ben maradás mellett az, hogy minél több időt tölt el itt az ország, annál több ideje van az árfolyamnak megtalálnia saját „egyensúlyi” szintjét. Spekulatív tőkebeáramlások mellett – amelyeket a konvergenciavárakozások vagy ezek hiánya vált ki – azonban nem túl valószínű, hogy az ERM-2-ben eltöltött hosszabb idő segít az árfolyamnak megtalálni egyensúlyi értékét. Lehet, hogy néhány jelenlegi ERM-2-tagnak végül két évnél több időt kell az ERM-2-ben eltöltenie, mivel nem lesznek képesek olyan gyorsan teljesíteni az inflációs kritériumot, ahogy ezt előre eltervezték. Ez nem amellet szól, hogy egy ország már kezdetben döntse el, a megkövetelnél több időt fog eltölteni az ERM-2-ben. Ez inkább csak egy figyelmeztetés, miszerint a gazdaságpolitikai hatóságok talán rosszul becsülték meg azt a sebességet, amellyel az inflációt mérésékelni képesek.

Az euróbevezetés időzítése – korai bevezetés vagy a nagyobb reálkonvergencia kivárása?

Végül, de nem utolsósorban az euróbevezetés optimális időzítésének kérdésével kell foglalkoznunk. A valószínűleg legnehezebben teljesíthető nominális konvergenciakritérium az inflációs kritérium. Ennek az az oka, hogy maga a felzárkózás is árszínvonal-konvergenciát jelent, amit egy ország magasabb inflációval vagy az árfolyam felértékelődésével érhet el. A gazdaságpolitika befolyása mindkét lehetőséget tekintve korlátozott a korábban elemzett tényezők (szabad tőkeáramlás, a belföldi monetáris politika korlátozottsága) miatt.

Az önálló árfolyam-politika feladása problémákat okozhat. Ha a felzárkózással kapcsolatos, inflációt gerjesztő tényezők – vagyis a strukturális árszínvonal-konvergencia, valamint a pénzügyi közvetítőrendszer mélyülésének alacsony szintje, amely a hitelkeresletet ösztönzi – továbbra is erőteljesen jelen vannak a gazdaságban, akkor az árfolyam-politika elvesztése ciklikus ingadozásokhoz vezethet, és megtorpanhat a felzárkózási folyamat, amint azt Lettország jelenlegi nehézségei is tanúsítják. Egyszerűbb a reálárfolyam felértékelődését egy többé-kevésbé egyensúlyi pályán tartani azáltal, hogy az ország hagyja a nominális árfolyamot felértékelődni, mint az inflációt egyensúlyi pályán tartani azután, hogy az ország valutaárfolyamát rögzítette, amivel a monetáris politikai függetlenségét feladta, bármilyen korlátozott már most is ez a függetlenség. Ha a gazdaság túlfűtöttsége a versenyképesség elvesztéséhez és a növekedés lassulásához vezet,

akkor a monetáris politikai függetlenség feladása után az euróövezeten belül a versenyképességet és a növekedést nehéz visszaszerezni bér- és árdezinflációval, ahogy azt Portugália tapasztalatai is mutatják.

Ez nem jelenti azt, hogy a tőkeáramlás szabadsága és a globalizált pénzügyi piacok jelentette feltételek mellett könnyű lenne a nominális árfolyamot egyensúlyi felértékelődési pályán tartani. Korábbi tanulmányunkban megmutattuk, hogy a kelet-közép-európai országok kis, nyitott gazdaságai esetében az árfolyam inkább elősegítette a gazdasági sokkokat, mint felszívta volna őket (*Darvas–Szapáry* [2008a], [2008b]). A kérdés tehát úgy változik, hogy milyen előnyei és hátrányai vannak, ha 1. egy ország gyorsan be akarja vezetni az eurót, és az árfolyam-politika eszköze nélkül néz szembe azzal a kockázattal, hogy magasabb lesz az infláció, és a versenyképességet vissza kell szereznie, vagy ha 2. elhalasztja az eurózóna-csatlakozást, és az ezzel járó hasznokat, így az árfolyam instabilitásának kockázataival néz szembe. Elemzésünk alapján ezt a dilemmát annak alapján közelíthetjük meg, hogy az ország hol áll a felzárkózási folyamatban. Ha az egy főre jutó GDP és az árszínvonal tekintetében az ország lemaradása még mindig *nagy*, a felzárkózása pedig *gyors*, a monetáris unióban belül az infláció magasabb lesz az euróövezet átlagánál, amelynek – ahogyan a korábban részletesen bemutattuk – számos kedvezőtlen hatása lehet. Ebből az következik, hogy ajánlatos lehet az euróbevezetés elhalasztása addig, amíg az ország nem csökkentette a lemaradását az egy főre jutó GDP és az árszínvonal tekintetében, vagy a várható felzárkózási üteme nem csökken számottevően.

Következtetések

Tanulmányunk célja az volt, hogy azokat a kockázatokat és kihívásokat értékeljük, amelyekkel az új tagállamok néznek szembe az euró bevezetésig, és hogy megvizsgáljuk az euró bevezetésének stratégiáit és időzítését. A kezdeti fejlettség egy főre jutó GDP-vel mért szintje és a reálkonvergencia sebessége fontos hatással van azokra a kihívásokra, amelyekkel az országok az euróbevezetés előtt szembesülnek, illetve azokra a stratégiákra, amelyeket ezeknek az országoknak alkalmazniuk kell. Továbbá kihatnak az euróbevezetés időzítésére is. Ennek az az oka, hogy azoknak az országoknak a legnagyobb a lemaradásuk az árszínvonal tekintetében, amelyeknek a legalacsonyabb az egy főre jutó jövedelmük. Egyben ezeknek az országoknak a kezdeti hitel/GDP aránya a legalacsonyabb, és így túlzott hitelexpanzió és túlfűtöttség alakul ki elsősorban amiatt, hogy a hitelállomány saját egyensúlyi szintjéhez konvergál.

Nehéz *ex ante* megmondani, hogy a monetáris unióhoz történő csatlakozás előtt mi a reálkonvergencia optimális szintje. Bizonyos fokig ez attól függ majd, hogy egy országnak mekkora lemaradása marad az egy főre jutó GDP és az árszínvonal terén. Ha a lemaradás még mindig nagy, a felzárkózás pedig gyors, az ország, ha egyszer az euróövezeten belülrre került, nehezen lesz képes alacsonyan tartani az inflációt. Ebből az következik, hogy ajánlatos lehet elhalasztani az euró bevezetését addig, amíg az ország lemaradásai nem csökkennek. Az euró bevezetésének időpontja attól is függ majd, hogy mennyire volt sikeres az ország a hitelexpanzió kezelésében, a termelékenység és a gazdaság hatékonyságát javító strukturális reformok megvalósításában és a költségvetési helyzet fenntartható konszolidálásában.

Elemzésünk alapján az árszínvonal-konvergencia kezeléséhez az inflációs célkitűzés és lebegő árfolyam együttese alkalmasabb, mint a rögzítés a *gyorsan* felzárkózó gazdaságok számára. A rögzített árfolyamrendszerekben a felzárkózással járó árszínvonal-konvergencia magasabb belföldi inflációt okoz, s ez a reálkamatlábat nagyon alacsonnyá vagy negatívvá teszi. Ez viszont táplálja a hitelexpanziót, az eladósodást és a belföldi keresle-

tet, tovább fokozva az inflációs nyomást és bérnövekedést, és a versenyképesség romlásához is hozzájárul. Mindezek következtében a gazdaság először túlhevül, majd nagymértékben és/vagy tartósan visszaeshet, példa erre Portugália elmúlt évtizede, de hasonló folyamatok kezdődtek meg a balti országokban is 2008-ban. Lebegő árfolyamrendszerben a felzárkózással együtt járó reálfelértékelődés nemcsak magasabb inflációval, hanem nominális felértékelődéssel is kezelhető.¹⁵

Egyes országokban eldőltnek látszik az árfolyamrendszer megválasztásának kérdése, hiszen a balti államok és Bulgária rögzített árfolyamrendszer mellett határoztak. A rögzítést feladni kockázatos lehet a bizalomvesztés és a leértékelődés kockázata miatt, ez utóbbi a negatív vagyonghatáson keresztül növelné a háztartások és a vállalatok adósságát, és ezáltal mély recesszióba taszíthatná az olyan országokat, ahol az adósságok nagymértékben „eurósítottak”. Ha az euró korai bevezetéséhez a rögzítés feladását az ország jól közli a nyilvánossággal, akkor a recesszió elkerülhető, vagy enyhe lesz, az ország pedig ezután jobb helyzetbe kerül az infláció szabályozását illetően. Ebben az esetben az a veszély, hogy az árfolyam felértékelődése túllendül, ami lerombolja a versenyképességet. Egy másik lehetőség az árfolyam egyszeri felértékelése, ha nincs veszélyben a versenyképesség, és az inflációt másként nem lehet szabályozni. Egy ilyen felértékelés azonban növelhetné a belföldi keresletet az eurósított adósság pozitív vagyonghatásán keresztül, és súlyosbíthatná a fizetési mérleg hiányát, ami már jelenleg is számottevő azokban az országokban, amelyek rögzítették árfolyamukat. Így a rögzített árfolyam bármilyen változtatását csak azt követően ajánlatos megfontolni, hogy az ország alaposan mérlegelte ennek előnyeit és hátrányait az euróbevezetés elhalasztásához képest.

Azokat a nehézségeket sem szabad azonban alábecsülni, amelyekkel a konvergenciafolyamat kezelése inflációs célkitűzés és lebegő árfolyam esetében jár. A nominális felértékelődést egyensúlyi pályán tartani nagy kihívás az eurózóna-csatlakozási várakozások miatti tőkebeáramlás, valamint a piaci vélemények megváltozása esetén a tőkekiáramlás kockázata miatt. A kockázatot vagy az indokolatlan felértékelődés jelenti, ha a bizalom szilárd, vagy pedig a túlzott árfolyam-ingadozás, amennyiben a bizalom ingadozik. Korábbi számításainkban megmutattuk, hogy a kelet-közép-európai országokban az árfolyam inkább sokkok forrása volt, mintsem sokkelyelő (*Darvas–Szapáry* [2008a], [2008b]). Továbbá a monetáris politika mozgásterét olyan csatornák korlátozzák, mint például a külföldi valutában felvett kölcsönök és a külföldről történő közvetlen hitelfelvétel, amelyek csökkentik a belföldi monetáris politika hatását. Ezek az érvek inkább a korábbi, mint a későbbi euróbevezetés mellett szólnak azokban az országokban, amelyek a reálkonvergencia tekintetében jobban állnak.¹⁶

Mind rögzített, mind lebegő árfolyamrendszerben nagyon fontosak a strukturális reformok, amelyek növelik a gazdaság hatékonyságát, vagy éppenséggel hozzájárulnak az államháztartás hosszú távú konszolidációjához. Az erőteljes termelékenységjavulás nélkülözhetetlen a fenntartható reálkonvergenciához. Az olyan intézkedések, amelyek növelik a munka- és árupiac rugalmasságát, és egyszerűsítik a vállalkozást, fontos összetevői a sikernek.

Egyes országokban sikeresen alkalmaztak társadalmi megállapodásokat annak érdekében, hogy a béremelkedés ütemét összeegyeztessék a termelékenység javulásával. Az új

¹⁵ Következtetésünk így pontosan ellentétes *Mihályi* [2005] következtetésével, aki Magyarország euróstratégiáját elemezve a valutatábla bevezetését javasolta, mert véleménye szerint a cikkének megírásakor kialakult fiskális és monetáris politikai hitelességvesztést csak ezzel lehetett volna visszaszerezni. *Mihályi* [2005] ugyanakkor nem tárgyalta a rögzített árfolyamrendszer általunk részletesen vizsgált negatívumait.

¹⁶ A túlzott árfolyam-változékonyság lehetőségéből következő sérülékenységet, valamint a monetáris politika korlátait (rugalmas árfolyamrendszerben is) *Neményi* [2003] és *Csaba* [2006] is fontos érvnek tekintik a mielőbbi euróbevezetés mellett.

tagok is létrehozhatnának ilyen társadalmi megállapodásokat, hogy elősegítsék az euró bevezetését. A monetáris unión belül pedig a társadalmi megállapodás szolgálhat a fenn tartható gazdaságpolitika alapjául.

Az inflációs kritérium jelenlegi formájában elvesztette gazdasági racionalitását, és meggátolhatja az euró bevezetését ott, ahol már teljesítik azokat a feltételeket, amelyek lehetővé tennék a monetáris unió belüli megfelelő működést, valamint az eurózona- tagság előnyeinek kiaknázását. Emellett az inflációs kritérium változatlanul tartása nem- hogy megtestesíti az egyenlő elbánás elvét, hanem éppen megsérti ezt az elvet: míg a régi EU-tagoknál a kritérium a legfontosabb külkereskedelmi partner inflációjához való kon- vergenciát jelentette, addig az EU kibővítése után nagy valószínűséggel olyan országok inflációs rátája szabná meg az inflációs kritériumot, amelyekkel kicsi az euróövezeti jelöltek kereskedelme. Azt javasoljuk, hogy referenciaérték az euróövezeti infláció plusz 1,5 százalékpont legyen annak érdekében, hogy a legfőbb külkereskedelmi partner (euróövezet) inflációja jelentse a kritérium alapját, illetve hogy segítse az egyensúlyi árszínvonal-konvergenciát. Javaslataink valamekkora mértékben növelné az euró bevezet- sééhez megengedhető inflációs rátát, azonban a módosítás hatása minimális lenne az euróövezet teljes inflációs rátájára. A referenciaérték módosítása együtt járhatna azzal, hogy egyről két évre növekedne az az időtartam, amíg az inflációs rátának a referencia- érték alatt kell maradnia. Ez kiegészülhetne a megengedhető árfolyam-felértékelődés szigorúbb értelmezésével is ebben az időszakban. Ezek a módosítások egyben jobb lehe- tőséget is teremtenének annak felmérésére, hogy egy tagjelölt ország képes lesz-e az euró bevezetését követően is tartósan fenntartani az alacsony inflációt.

Hivatkozások

- ANGELONI, I.–FLAD, M.–MONGELLI, F. [2007]: Monetary Integration of the New EU Member States: What Sets the Pace of Euro Adoption? *Journal of Common Market Studies*, Vol. 45. No. 2. 367–409. o.
- ARTIS, M. [2003]: *Analysis of European and UK Business Cycles and Shocks*. HM Treasury, London.
- BLANCHARD, O. [2006]: Adjustment Within the Euro Area. The Difficult Case of Portugal. MIT Department of Economics Working Paper, No. 06-04.
- BLANCHARD, O.–GIAVAZZI, F. [2004]: Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment. CEPR Discussion Papers 4220, C.E.P.R. Discussion Papers.
- CORICELLI, F.–ÉGERT BALÁZS–MACDONALD, R. [2006]: Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Gliding on a Wind of Change. *Focus on European Economic Integration*, 1/06. Oesterreichische Nationalbank, Bécs.
- CSABA LÁSZLÓ [2006]: A stabilitási és növekedési egyezmény új politikai gazdaságtanáról. *Köz- gazdasági Szemle*, 1. sz. 1–30. o.
- CSAJBÓK ATTILA–CSERMÉY ÁGNES (szerk.) [2002]: Az euró bevezetésének várható hasznai, költsé- gei és időzítése. *Műhelytanulmányok*, 24. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- DARVAS ZSOLT [2008]: Monetary Transmission in the New EU Member States: Evidence from Time-Varying Coefficient Vector Autoregression. *De Nederlandsche Bank Working Paper* (meg- jelenés alatt).
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008a]: Euro area enlargement and euro adoption strategies. *European Economy, Economic Papers*, 304. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Brüsszel. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12103_en.htm.
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008b]: Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák. *Argenta Tanulmányok*, 1. <http://argenta.hu/argenta.html>.

- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008c]: Árszínvonal-konvergencia az új EU-tagországokban: egy panel-regressziós modell eredményei. *Hitelintézeti Szemle*, 8. sz. (megjelenés alatt).
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008d]: Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valuta-övezet kritériumainak. *Közgazdaság* (megjelenés alatt).
- DARVAS ZSOLT–ROSE, A. K.–SZAPÁRY GYÖRGY [2005]: A fiskális divergencia és a konjunktúraciklusok együttmozgása – a felelőtlen fiskális politika az aszimmetrikus sokkok forrása. *Közgazdasági Szemle*, 12. sz. 937–959. o.
- DE GRAUWE, P.–MONGELLI, F. [2005]: Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? ECB Working Paper, N. 468.
- ÉGERT BALÁZS [2007]: Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe. Oesterreichische Nationalbank Working Paper, No. 138.
- ÉGERT BALÁZS–MIHALJEK, D. [2007]: Determinants of House Prices in Central and Eastern Europe. Bank of International Settlements Working Paper, No. 236.
- ÉGERT BALÁZS–BACKÉ, P.–ZUMER, T. [2006]: Private Sector Credit in Central and Eastern Europe: New (Over) Shooting Stars? *Comparative Economic Studies*, 49. 201–231. o.
- EURÓPAI BIZOTTSÁG [2006]: The EU Economy 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area, Experiences and Challenges. Európai Bizottság, http://www.cdep.ro/docs_comisii/IE/CE/SEC_2006_1490_EN_DOCUMENTDETRAVAIL2_p.pdf.
- HOCHREITER, E.–TAVLAS, G. [2004]: On the Road Again: An Essay on the Optimal Path to EMU for the New Members States. *Journal of Policy Modeling*, 26.
- HORVÁTH ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN [2001]: A kevésbé fejlett EU-tagországok konvergenciájának tapasztalatai. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz. 640–658. o.
- KISS GÁBOR–NAGY MÁRTON–VONNÁK BALÁZS [2006]: Credit Growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom? Paper presented at the conference, Finance and Consumption Workshop: Consumption and Credit in Countries with Developing Credit Markets, Firenze, június 16–17.
- MNB [2006]: Monetary Transmission in Hungary. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [2008]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról 2008. Budapest, Magyar Nemzeti Bank.
- MIHÁLYI PÉTER [2005]: Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz. 712–731. o.
- MIHÁLYI PÉTER [2008]: Gazdaságunk mai ellentmondásainak eredete. *Közgazdasági Szemle*, 3. sz. 193–217. o.
- MUNDELL, R. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51. 657–665. o.
- NEMÉNYI JUDIT [2003]: Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz. 479–504. o.
- PÁPA LEVENTE–VALENTINYI ÁKOS [2008]: Költségvetési fenntarthatóság. *Közgazdasági Szemle*, 5. sz. 395–426. o.
- SCHADLER, S.–DRUMMOND, P.–KUIJS, L.–MURGASOVA, Z.–ELKAN, R. VAN [2005]: Euro Adoption in the Accession Countries: Vulnerabilities and Strategies. Megjelent: *Schadler, S.* (szerk.): Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges. IMF, Washington, D.C.
- SZAPÁRY GYÖRGY [2000]: Az árfolyamrendszer megválasztása az átmenet országaiban az EMU-csatlakozás előtt. *Közgazdasági Szemle*, 12. sz. 951–961. o.
- SZÉKELY P. ISTVÁN–WATSON, M. [2007]: Growth and Economic Policy: Are There Speed Limits to real Convergence? *European Economy – Economic Papers*, 294. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Brüsszel.
- VILÁGBANK [2007]: Credit Expansion in Emerging Europe: A Cause for Concern? Regular Economic Report, II. rész, Special Topic, január.