

NEMÉNYI JUDIT–OBLATH GÁBOR

Az euró bevezetésének újragondolása*

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

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F33, F35, E58, E65.

* A forint euróval való felváltása várhatóan nemcsak a magyar gazdaságpolitika és gazdasági élet, hanem az egész társadalom egyik legnagyobb vállalkozása lesz – valamikor a középtávú jövőben. E vállalkozás súlya és bonyolultsága miatt döntöttünk úgy, hogy Neményi Judit és Oblath Gábor tanulmányát a folyóiratunkban megszokottnál jóval nagyobb terjedelemben közöljük. A témával foglalkozó további kutatókat is felkértünk arra, hogy foglalmazzák meg véleményüket a tanulmány legfontosabb megállapításairól, illetve általában az euró magyarországi bevezetéséről. A hozzászólások sorát két olyan kutatóintézet véleménye zárja, amely 2004-ben a kormányzattól kapott felkérést az eurócsatlakozás előnyeinek és költségeinek mérlegelésére. Bízunk benne, hogy folyóiratunk e tematikus száma nemcsak a kutatói közösséghez és a gazdaságpolitika formálóihoz jut el, hanem a felsőoktatásban is hasznosul. A szerk.

** Írásunk egy, a CIB Bank és az MTA KTI közötti szerződés keretében készített tanulmány átdolgozott változata. Köszönettel tartozunk Gács Jánosnak, Kovács Mihály Andrásnak és Soós Károly Attilának az írás korábbi változatához fűzött értékes észrevételekért.

Neményi Judit a Pénzügykutató Zrt. tudományos főmunkatársa.

Oblath Gábor az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetének tudományos főmunkatársa.

Tanulmányunk célja, hogy hozzásegítsen az euró hazai bevezetését övező makro-gazdasági kérdések újragondolásához. Ezekről a kérdésekről 2001 és 2003 között élénk szakmai eszmecsere folyt, amely azonban később elcsitult. A hazai gazdaságpolitikai fiaskók, a 2007 közepétől kibontakozott pénzügyi válság és válságkezelés, valamint stabilizáció mellett másodrendű kérdéssé vált a kormány és a közgazdászok számára is, hogy „mikor legyen euró Magyarországon”.¹ Holott a stabilizáción túl a gazdasági felzárkózás alapkérdés maradt, így az is, hogy a reálgazdasági felzárkózást miképpen befolyásolná az euróövezethez történő csatlakozás, illetve az euró hazai bevezetésére való felkészülés. Érdemes tehát ismét átgondolni az euró hazai bevezetésének feltételeit és lehetséges következményeit – egyrészt azért, mert az euróövezethez tartozó egyes államok adósságválságát napjainkban (részben okkal, részben viszont a nélkül) gyakran magának az euróövezetnek a válságaként is értelmezik. Másrészt a válság hatására az euróövezeti szabályozás jelentősen változik, és időközben több olyan, más EU-tagállamra vonatkozó tapasztalat halmozódott fel, amelyet hasznosítani kellene a magyar stratégia kialakításakor. Ezek között különösen fontos, hogy három közép-kelet-európai ország immár az euróövezet tagjává vált. Úgy látjuk, hogy a hazai csatlakozás kilátásairól, várható körülményeiről és hatásairól aligha lehet véleményt alkotni anélkül, hogy saját szempontunkból feldolgoznánk a válságba került tagországoknak, továbbá az euróövezet új kelet-európai tagjainak tapasztalatait. Az euróövezeti csatlakozás „külső” (uniós) feltételei mellett tisztázni kell a bevezetés „belső” (a magyar gazdaság és társadalom szempontjából meghatározó) feltételeit is.

Írásunk feltételezi, hogy az euróövezet túléli a jelenlegi válságot – ha nem bízunk ebben, akkor természetesen nem foglalkoznánk a hazai csatlakozás kérdéseivel. Ellenben biztosak lehetünk abban, hogy a válság tanulságait leszűrjük a mai tagállamok, így az az euróövezet, amihez majdan csatlakozni fogunk, a ma létezőtől sok tekintetben különbözni fog. Ezért az euró hazai bevezetésének kérdéseit mérlegelve nem indulhatunk ki abból a kérdésből, hogy „jó-e egy válságövezethez csatlakozni”. Abban, hogy a kormány legalább 2020-ra tolta ki a csatlakozás tervezett időpontját, az is szerepet játszhatott, hogy elsősorban a jelenlegi válságra reagált. Holott az, hogy Magyarországnak négy vagy nyolc év múlva érdemes-e megcéloznia az euró bevezetését, alapvetően nem azon múlik, hogy az euróövezet stabilabb tagállamai hogyan kívánják, illetve tudják kezelni a görög államadósságválságot, illetve az övezet más bajba jutott országainak problémáit. Hanem sokkal inkább azon, hogy Magyarország milyen időtávon képes kezelni saját problémáit, valamint annak megítélésén, hogy a közép- és hosszabb távú fejlődéshez az euróövezeten belül vagy azon kívül ígéretesebbek-e a feltételek.

¹ Kivételt jelentenek az MNB konvergenciajelentései (lásd MNB [2008], [2010]). Tanulmányunk első változatának készítésekor jelent meg az MNB Elemzés a konvergenciafolyamatokról című, 2011. évi kiadványa, amely több, általunk vizsgált kérdést hasonló szemléletben tárgyal, és következtései is sok tekintetben megegyeznek azokkal, amelyekre mi jutottunk. A Külgazdaság című folyóirat e tárgyú körkérdésére a 2012. évi 1–2. számban adott – alapos elemzéseket tartalmazó – válaszok pedig a téma iránti szakmai érdeklődés feléledéséről tanúskodnak.

Tanulmányunk a következő dilemmát igyekszik kibontani. Miközben egy kis, nyitott gazdaság számára jelentős kockázatok és külső sokkok forrása az önálló valuta megléte, egy felzárkózó nyitott gazdaság számára ugyancsak kockázatokkal járhat egy fejlettebb, heterogén régió közös valutájának (és kamatszintjének) átvétele. A valutaövezethez való csatlakozás időpontjában a fő kockázatot a túlértékelt árfolyamon való belépés jelenti. A későbbiekben fenntarthatósági kockázatokkal kell számolni, amelyeket jelentősen fokozhat a „hibás” gazdaságpolitika (ennek jelentését a továbbiakban kifejthjük), illetve az, ha a gazdaság szereplői – így a munkáltatók és a munkavállalók – képtelenek alkalmazkodni az árfolyam megváltoztathatatlanágából eredő korláthoz. Az ilyen természetű kockázatok egyike abból ered, hogy a felzárkózó gazdaság számára túl alacsony reálkamatot jelent a közös nominális kamat (ez buborékok kialakulására vezethet), a másik pedig abból, hogy a termelékenység növekedéséhez viszonyítva túlságosan gyorsnak bizonyulhat a nominális bérek emelkedése (ami viszont versenyképességi problémákat okozhat). E lehetőségek mindegyikére bemutatunk majd európai példákat, de arról is fogunk szólni, hogy ezek nem végzettszerűek; a veszélyekkel szemben védekezni is lehet. Ezt szolgálja az európai uniós szabályok jelenleg folyó átalakítása is.

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

Írásunk felépítése a következő. E bevezetést követően először az euróbevezetés újragondolásának hazai és nemzetközi körülményeit körvonalazzuk, majd bemutatjuk a hazai eurócsatlakozásra vonatkozó hivatalos céldátumok időbeli változásait, a magyar gazdaságpolitika ezekhez is kapcsolódó tévútjait, továbbá vázoljuk azokat a közgazdasági megfontolásokat, amelyek a 2000-es évek elején az euró hazai bevezetésével kapcsolatban megfogalmazódtak. Ez után az euróövezet egészének és válságba jutott tagországainak tapasztalatairól adunk áttekintést. A következő rész az euróövezethez már csatlakozott három közép-kelet-európai ország tapasztalataival foglalkozik, a csatlakozásra való felkészülés és a csatlakozást követő periódus fontosabb tanulságait állítva előtérbe. Ezt követően az uniós szintű szabályozás és intézményrendszer már bejelentett és várható változásairól lesz szó, kitérve arra, hogy a tervezett változtatások mit jelentenek a magyar gazdaságpolitika és az euró magyarországi bevezetése szempontjából. Az összegző részben az euró hazai bevezetésének időzítésére és feltételeire vonatkozó gondolatainkat foglaljuk össze.

Az euróbevezetés újragondolásának hazai és nemzetközi kontextusa (gazdaságpolitikai összefoglaló)

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

A kétezres években folytatott gazdaságpolitika – a mielőbbi csatlakozás céljának gyakori hangoztatása ellenére – nem hozta közelebb az országot az euróövezeti tag-ságához. A 2010. tavaszi kormányváltást követő gazdaságpolitikai fordulat s az azóta követett gazdaságpolitika az Európai Uniótól való eltávolodáshoz vezetett. Magyarország 2012 elejére – éppen az euróövezeti válság kellős közepén – olyan helyzetbe került, hogy már nem az előnyök realizálása, hanem a veszteségek minimalizálása miatt szükséges az euróbevezetés kérdésével foglalkoznunk. Bármennyire is tisztázatlan ugyanis, hogy mikorra sikerül úrrá lenni az euróövezet válságán, s egyelőre az uniós irányítási rendszer átalakítása sem befejezett, Magyarország számára az euróövezeten kívüli lét egyértelmű hátrányokkal jár, a csatlakozáshoz szükséges feltételek megteremtéséből viszont sokat nyerne az ország.

A magyar gazdaság helyzetét ugyanis a következők jellemzik:

- a gazdaság egyre távolabbra került az euróövezeti csatlakozást lehetővé tevő (régi és újabb) feltételek teljesítésétől, ami pedig az euró bevezetésétől függetlenül segítené a stabilizációt és a felzárkózást;

- a gazdaságot súlyosan érinti a saját valuta valamennyi hátránya (a valutaárfo-lyam szélsőséges kilengései, a makrostabilitást aláásó és az inflációt, illetve az inflá-ció-s várakozásokat fokozó jelentős valutaleértékelődés);

- a gazdaság az önálló monetáris politikának lényegében semmiféle előnyét nem élvezzi, mozgásterét a jelentős belföldi devizaadósság mellett a kormány gazdaságpo-litikája miatti hektikusan változó piaci hangulat és a megemelkedett országkockázat is beszűkítette;

- az ország nem rendelkezik olyan hosszabb távú stratégiai programmal, amely az euróövezeti hivatalos (régi és új) feltételeken túl biztosíthatná, hogy az euróövezeti csatlakozást követően kihasználja a potenciális előnyöket. E nélkül pedig még akkor sem célszerű bevezetni az eurót, ha a hivatalos kritériumokat képes lenne teljesíteni.

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

A fogadókészség tekintetében is van bizonytalanság, bár az euróövezeti belépés feltétele – az azonos elbírálás elve alapján – a jövőben csatlakozókra nézve is a maastrichti kritériumok fenntartható módon való teljesítése. Ugyanakkor a szabályozási-irányítási rendszer általános felülvizsgálatával és átalakításával az elmúlt évtizedekhez képest sokkal összetettebbé váltak mind az euróövezeti, mind pedig az azon kívüli tagállamokkal szembeni követelmények. A stabilitási és növekedési egyezmény (*Stability and Growth Pact, SGP*) megerősítése és kibővítése az úgynevezett hatos jogszabálycsomaggal, s azon belül a túlzott egyensúlytalansági eljárás (*Excessive Imbalances Procedure, EIP*) az euróövezeten kívüli tagokat is érinti, még ha a szigorú szankciók rájuk nem is vonatkoznak. Emellett a közös valutaövezet fenntarthatósága érdekében nagyobb gazdaságpolitikai koordinációra van szükség, s az ennek megteremtésére létrehozott euró-plusz egyezmény (*Euro Plus Pact*) minden euróövezeti tagra vonatkozik. Ahhoz, hogy az euró bevezetésekor Magyarország már teljesíthesse az euróövezeti koordinációs követelményeket, gazdaságpolitikájának közelednie kell ezekhez, bár egyelőre ez formálisan nem követelmény. A 2012. január végén 25 uniós tagország által kötött, a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásról és irányításról szóló egyezményhez Magyarország is csatlakozott, amelyben az új szabályok és eljárások legfontosabb pontjait találjuk azért, hogy később az Európai Unió alapszerződésébe is bekerüljenek. Ezek tartását akkor is gazdaságpolitikai célként kellene kezelni Magyarországon, ha egyelőre nem mindegyik pont vonatkozik az euróövezeten kívüli tagországokra.

Vajon az elhúzódó külső és belső válság, valamint a jövőt illető ennyi bizonytalanság közepette érdemes-e egyáltalán arról elmélkedni, hogy milyen stratégiát kellene követni a közös valuta bevezetéséhez? A válasz egyértelműen igen, mert ha a magyar gazdaságpolitika alakítása ettől a szemponttól függetlenül és az európai uniós változásokat szem előtt tévesztve halad előre, akkor könnyen előfordulhat, hogy a magyar kormány által az elmúlt évben jelszóként használt „elrugaszkodás az euróövezettől (a válságtól)” valójában az Európai Uniótól való leszakadáshoz és az euróövezeti belépés nyújtotta esélyek elszalasztásához vezet.

Az euróövezeti csatlakozás kritériumainak teljesítése. A 2000-es évek első felében végzett vizsgálataink alapján arra jutottunk, hogy az euró megalapozott, de mielőbbi bevezetése érdekében állna az országnak, mert az euróövezeti belépés és tagság követelményeit az euró bevezetéstől függetlenül is teljesíteni kellene egy kiegyensúlyozott növekedési pálya érdekében, miközben euróövezeti tagként komoly kockázatoktól szabadulhatna meg az ország. Ez a megállapítás akkor is érvényes marad, ha az átalakult követelményrendszert vizsgáljuk meg. Az euróövezeti belépési követelmények (maastrichti kritériumok, a kibővített stabilitási és növekedési egyezmény, euró-plusz egyezmény) teljesítése változatlanul összhangban állna egy felzárkózási pálya követelményeivel. A magyar gazdaság azonban ma még távol áll ezek teljesítésétől.

A maastrichti kritériumok és a 2005 márciusában elfogadott stabilitási és növekedési egyezmény – vagyis a „rég” kritériumok – teljesítése sem biztosított, ha nem sikerül rövid időn belül tartós növekedési pályára „visszanavigálni” az országot. Csak ez garantálhatná a költségvetési középtávú cél „trükkmentes” (egyszeri bevételek bevonásától mentes) teljesítését és az adósságráta folyamatos csökkentését.

A folyó fizetési mérlegben fordulat következett be, és az előző évtizedben fenntarthatatlanul magas hiányt jelentős többlet váltotta fel. Ez a kibővített stabilitási kritériumrendszer szerint pozitívan értékelhető fejlemény valójában nem tekinthető kedvezőnek, mert a gazdaság nemkívánatos és tartós lelassulásának, a nyomott belföldi keresletnek a következménye. Ezért a *beruházás-megtakarítási mérleg* alakulása nem mérhető fel egyelőre, hiszen a legfrissebb kormányzati intézkedések – a bankrendszerre a különadók mellett újabb jelentős terhet helyező 2011. évi CXXI. devizahitel-végtörlesztési törvény – alapvetően átrajzolhatják a hazai megtakarítások alakulását. Ez várhatóan még jobban visszafogja a növekedést.

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

Az árfolyam-stabilitás előmozdítása sem szerepel a kormányzati célok között. A kormány – tévesen – „a Nemzeti Bank ügyének” tekinti a forintárfolyam alakulását, jóllehet a forint nagymértékű leértékelődésében és jelentős hullámozásaiban saját gazdaságpolitikájának piaci értékítélete tükröződik. Az állami és magán-devizahitelek magas aránya miatt a gazdasági és pénzügyi stabilitást is veszélyezteti, ha jelentősen gyengül a forint, de az is, ha nagy az árfolyam volatilitása. Az államadósságnak a GDP-hez mért aránya – a növekedési problémák mellett – éppen a nagyfokú leértékelődés miatt nem mérséklődött még annak ellenére sem, hogy a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alaphoz került állampapírok bevonása csökkentette az államadósságot. Mivel a kormány szándékai kiismerhetetlenek, nem kizárt, hogy a gazdaság fellendítése érdekében az árfolyam gyengítésének veszélyes fegyverét is használni kívánja. Ez azonban bumerángxént csaphat vissza, mivel az ország stagflációs állapotba kerülhet. Az árfolyamkockázat olyan mértékben akadályozza a magyar gazdaság kibontakozását, hogy kiiktatása – az euró bevezetésével – egyértelműen érdekében állna az országnak. Ezzel megszűnne a mindenkori politikának való kiszolgáltatottság is, ami jelentősen mérsékelhetné az országkockázatot.

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

Nem tisztázott, hogy az *euró-plusz* egyezmény követelményeit hogyan kéri majd számon az euróövezeti csatlakozáskor. Az euróövezeti tagországok számára ugyanis kötelező lesz ezek betartása a gazdaságpolitikáik harmonizálása érdekében. Kérdés, hogy mi a helyzet akkor, ha egy tagállam, mint Magyarország, a belépés előtt nem vállalta a tagságot az euró-plusz rendszerben. Helyzetünket nehezíti, hogy az euró-plusz követelmények teljesítésétől a jelenlegi gazdaságpolitika éppen távolodik. Az új adó-

rendszer, az ebből következő nagymértékű minimálbér-emelés és béremelési kényszer a gazdaságban, a foglalkoztatás közmunkára alapozott növelése, illetve a nyugdíjrendszer visszatérése az állami pillérbe (amely egyelőre nem kezeli a társadalom öregezéséből fakadó jövőbeli kötelezettségek problémáját) – mind-mind szöges ellentétben áll az euróvezeti tendenciákkal. 2012 elején nincs jele annak, hogy Magyarországon közép- vagy hosszabb távon biztosított lenne akár a versenyképesség növelése, akár a tartós felzárkózás, akár a külső és belső egyensúly fenntarthatósága.

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

Mindebből az következik, hogy 2012 elején sem a feltételek, sem a kilátások nem állnak összhangban Magyarországon az euró bevezetésével. Még akkor sem lenne egyszerű az euró közgazdaságilag megalapozott bevezetését előkészíteni, ha a mai, az EU-tól egyre távolodó gazdaságpolitika az eurókonvergencia irányba fordulna. A jelek szerint azonban a második Orbán-kormány ezt nem is szorgalmazza, hiszen nem foglalkozik ezzel a stratégiai kérdéssel, csupán annyit jelentett be, hogy „2020 előtt nem lesz euróvezeti csatlakozás”.

Az euróvezeten kívüli lét kockázatai. A valódi kérdés mégis az, hogy megfelelően működhet-e a gazdaság az euróvezeten kívül akkor, ha nem közelít az euróvezeti csatlakozás feltételeihez. Amellett érvelünk, hogy nem. Az elmúlt két év gazdaságpolitikája jórészt éppen azért bizonyult fenntarthatatlannak és rendkívül költségesnek, mert tartalmában nem törekedett az eurókonvergenciához szükséges feltételek teljesítésére. A meghirdetett gazdaságpolitikai akciókról – a nyugdíjvagyoni államosításából történt deficitfinanszírozásról és államadósság-csökkentésről – pedig belföldön és külföldön egyaránt köztudott, hogy egyszerűek és ezért csupán formai közeledést jelentettek az euróbevezetés feltételeihez.

Tehát már a csatlakozást megelőzően is érdeke az országnak a kibővített euróvezeti kritériumoknak való tartós megfelelés – még akkor is, ha a belépést „csak” a maastrichti kritériumok teljesítéséhez kötik. Ezt ösztönzi az uniós eljárások változása is, amely az értékelést kiszélesíti és a kritériumok tartós teljesítésére helyezi a hangsúlyt. A gazdaságpolitikának – a cseh mintát követve – a stabilitásra és a felzárkózásra kellene törekednie, és ennek keretében teljesíteni kellene az euróvezeti csatlakozás kritériumait is. Csak ekkor nem jelentene nagyobb kockázatokat a kivárás (akár 2020-ig) – feltéve, hogy ez gazdaságilag ésszerűbbnek látszik, mint a csatlakozás.

Az euróvezeti tagság kockázatai. Az euróvezeti válság és recesszió elhúzódása nem vezethető le csupán egyes tagországok hibás gazdaságpolitikájából. Bebizonyosodott, hogy a stabilitási és növekedési egyezményre alapozott intézményrendszer nem elégséges egyes tagországok, illetve a valutaövezet egésze stabilitásához. A néhez helyzetbe került Görögország, Írország, Olaszország, Portugália és Spanyolország (GIIPS-országok) tapasztalatai országonként más-más példákat mutatnak a közös

valutaövezetben lehetséges kockázatokra. Ilyen kockázatot jelent, hogy a reálgazdasági felzárkózást kísérő gyorsabb infláció – a közös nominális kamat folytán – túl alacsony reálkamatot és buborékokat okozhat, illetve a termelékenység növekedéséhez viszonyítva túlságosan gyorsnak bizonyulhat a nominális bérek emelkedése. A valutaövezethez való csatlakozás időpontjában a fő kockázatot a túlértékelt árfolyamon való belépés jelenti, ami a későbbiekben fenntarthatósági problémákat okozhat. Az államadósság-válságok kialakulásához azonban nemcsak az járult hozzá, hogy a kormányok nem tartották kézben az állami költségeket (ez Görögországot és részben Portugáliát jellemzi), hanem az is, hogy nem tudták idejében kezelni a közös valuta bevezetését követő túlfűtöttséget (Írország, Spanyolország). Az utóbbi két országban a külső egyensúly hiánya úgy öltött veszélyes méreteket, hogy közben költségvetési mutatóik példásak voltak, és a gazdaság dinamikusan növekedett: ezekben az esetekben a magánszektorban kibontakozott, kezeletlen folyamatok, valamint a bankrendszer ezáltal keletkezett veszteségei állnak az államadósság-válság hátterében.

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

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

Az e tekintetben értékelhető tapasztalatok – amelyek a régió legfejlettebb országa, az euróövezethez 2007-ben csatlakozott Szlovénia esetében állnak rendelkezésre – korántsem kedvezők. Azt jelzik, hogy Szlovénia – az euróövezet válságba került más tagországaival hasonlóan – nem volt felkészülve a közös pénz bevezetésére. Az euró átvételét követően az infláció és a béremelkedés felgyorsult, és az addig rendkívül stabil gazdaság szinte iskolapéldát szolgáltatva csúszott bele a saját monetáris politika nélkül nehezen kezelhető problémahalmazba: alacsony reálkamat, hitelezési buborék, a külső egyensúly romlása, majd súlyos recesszió, amely megrendítette az államháztartás és bankrendszer stabilitását is. Az euróövezeti csatlakozás után Szlovénia ár- és költség-versenyképességi mutatói is számottevően romlottak. Mindezeket a kedvezőtlen fejleményeket egyfelől egy (nyilván politikusok által is táplált)

társadalom-lélektani jelenséggel – a Görögországban és Portugáliában is tapasztalt „nagy megkönnyebbüléssel” – magyarázzuk: azzal ugyanis, hogy a felkészülés éveiben megkövetelt kollektív önmérséklet (a makrostabilitás szempontjainak érvényesítése az ár- és bérváltozásokban) a csatlakozást követően megszűnt. Emellett azonban Szlovéniában intézményi változás is történt: átalakították (vagyis megszüntették) az addig eredményesen működő kollektív bérmegállapodási rendszert. Ez hibának bizonyult. Az euró bevezetésével együtt *nem megszüntetni, hanem megerősíteni* kell azokat az intézményeket és mechanizmusokat, amelyek előmozdíthatják a *nemzetgazdasági* szintű termelékenység és a bérek alakulása közötti összhangot – különösen egy olyan országban, amelyben az alacsony inflációnak nincsenek évtizedekre visszanyúló hagyományai. (Szlovéniában a 2000-es évek elején még 8-9 százalék körül alakult az infláció.) Azzal egyidejűleg, hogy egy ország *örökre* lemond arról a lehetőségről, hogy a valutaárfolyam változása révén korrigálja makrogazdasági egyensúlyának hiányát – pontosan erről a lehetőségről mond le az euró bevezetésével –, ki kell alakítania azokat a mechanizmusokat is, amelyek megelőzik az árfolyamváltozást szükségessé tevő *hazai* folyamatok kialakulását. E mechanizmusok között kitüntetett szerepe lehet a nemzetgazdasági szintű bérmegállapodások rendszerének, amely Szlovéniában rendkívül hatékonynak bizonyult, hiszen az euróvezeti csatlakozásig passzív árfolyam-politika mellett és lényegében növekedési áldozat nélkül segítette elő a folyamatos dezinflációt.

Szlovákia sajátos körülmények között, a 2009. évi recesszió idején vezette be az eurót. A felkészülés időszakában okos monetáris politikát folytatott, a valuta felértékelődése mellett (de a jelentősebb túlértékeltséget elkerülve) teljesítette a maastrichti inflációs feltételeket. Eközben költségvetési stabilitásra törekedett, és sikerült megakadályoznia a túlzott hitelexpanziót, továbbá a (nem euróban való) devizahitelezés elterjedését. Mindamellett a válság – az euróövezethez történt csatlakozástól függetlenül – felhívta a figyelmet Szlovákia költségvetésének rendkívüli sebezhetőségére: *felszínre kerültek azok a költségvetés-szerkezeti problémák, amelyeket a gyors gazdasági növekedés elfedett.* Az euró bevezetésének évében a GDP 8 százaléka nőtt az államháztartási hiány, amely a gazdaság élénkülését követően csak lassan mérséklődött. Szlovákia kezdeti folyamatai kedvezőbbek, mint Szlovéniáé az euró bevezetést követő harmadik évben. Az infláció és a béremelkedés nem gyorsult fel, ám ez a bevezetés évében tapasztalt gazdasági visszaeséshez, valamint ahhoz köthető, hogy az árfolyam-begyűrőzés hatása éveken át tartott. Nyitott kérdés azonban, hogy ha Szlovákiában ismét gyorsul a reálgazdasági konvergencia, akkor a gazdaságpolitika hogyan kezeli az euróövezetet meghaladó infláció következményeit.

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

saját valutájának feladására készül, mindent meg kell tennie azért, hogy megelőzze a „belső leértékelés” kényszerét.

Az euró bevezetésének magyarországi feltételei. Amikor a magyarországi feltételekről beszélünk, akkor a maastrichti kritériumoktól igyekszünk megkülönböztetni azokat a *magunkkal szemben* támasztandó követelményeket, amelyek alapján érettnnek minősíthetjük gazdaságunkat és társadalmunkat az euróövezeti tagságra. Mit kell még tennünk – a külső követelményeknek való megfelelésen túl – ahhoz, hogy elkerülhetők legyenek az euróövezeti csatlakozás esetleges hátrányai? A válaszhoz alkalmas kiindulópontot kínálnak az euróövezethez csatlakozott közép-kelet-európai országok tapasztalatai.

Azon intézmények és mechanizmusok megteremtése és megbízható működése a legfontosabb, amelyek elháríthatják az árak és a bérek túlzott emelkedésének veszélyét. A termelékenységhez képest túl gyors béremelkedés versenyképességi problémákat okoz, amelyeket a valutaunióban utólag rendkívül nehéz korrigálni. A fejlett országokét számottevően meghaladó infláció és a közös nominális kamat együttesen a gazdaság állapota által indokoltnál alacsonyabb (negatív) reálkamatához vezethet, ami ugyancsak fokozhatja a makrogazdasági instabilitást. Éppen ezért a gyors reálgazdasági konvergenciát kísérő egyensúlyi infláció is gondot okozhat (bár ez esetünkben kevésbé valószínű), amelyeket csak makroprudenciális eszközökkel lehet kezelni. Mindenesetre érdemes figyelemmel kísérni Szlovákia ezzel kapcsolatos tapasztalatait és alkalmazott megoldásait.

Úgy véljük, hogy az MNB legutóbbi konvergenciajelentése jól ragadja meg az euró bevezetésének legfontosabb hazai követelményeit (*MNB [2011a]*). A tanulmány készítői négy követelményt emelnek ki: az alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozásokat, a költségvetés mozgástérének kitágítását, a hatékony makroprudenciális szabályozás kialakítását, valamint a munkapiaci alkalmazkodóképességet javító intézményi változtatásokat.

Az a vélemény, hogy a csatlakozás áldozatokkal járhat, mára úgy fogalmazható át, hogy beigazolódott: *nem szabad előre elkölteni az euró bevezetésétől várt többletjövédelmet.* Az euró bevezetésének előnyei csak az előzőekben vázolt feltételek teljesülése esetén bontakozhatnak ki. Ahol viszont az euróövezeti csatlakozás egy felfelé ívelő spirált indít be, ott minden eszközzel azon kell örködni, hogy ez ne vezessen buborékok és túlfűtöttség kialakulásához, és a gazdaság kiegyensúlyozott fejlődési/felzárkózási pályán maradjon. Az európai gazdasági kormányzás átalakítása ebben segíti a nemzeti gazdaságpolitikákat.

A kibővített stabilitási és növekedési, valamint az euró-plusz egyezmény követelményeit áttekintve, arra a következtetésre jutunk, hogy Magyarország érdekében egyértelműen az áll, hogy mielőbb megfeleljen az euróövezeti tagság valamennyi külső (régi és új kritériumok), valamint belső (felkészültségi) követelményeinek, ugyanis ez biztosíthatja a gazdasági stabilitás helyreállítását és a felzárkózási pályára való visszatérést. A gazdaságpolitika iránti hazai és nemzetközi bizalom visszaszerzéséhez nem újabb csatlakozási időpontok bejelentése, hanem az szükséges, hogy a kormány gazdaságpolitikája (konkrét tervekkel megalapozottan) hite-

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

Végül és a legfontosabb: csak akkor szabad az euróövezetbe belépni, amikor magától a csatlakozástól a gazdaságpolitika már nem remél hitelességi előnyöket. Ez biztosíthatja, hogy a valutaövezeti tagság mikro- és makrogazdasági előnyei tartósan érvényesüljenek. Csak akkor helyes a saját valutát – és ezzel a valutaárfolyam változásának lehetőségét – feladni, ha már létrejöttek és stabilan működnek azok az intézmények és mechanizmusok, amelyek – különösen a bérek és a hitelezés alakulását tekintve – képesek megelőzni az árfolyamváltozás nélkül szinte kezelhetetlen makrogazdasági egyensúlytalanság kialakulását. Jóllehet az EU irányítási reformja keretében kialakított szabályok is ezt szolgálják, azonban a makrogazdasági stabilitás tradícióit és kultúráját nélkülöző ország nem hagyatkozhat csupán a külső előírásokra – azokat saját problémáihoz igazodó belső megoldásokkal kell kiegészítenie és megerősítenie.

Korábbi hivatalos és szakmai elképzelések az euró magyarországi bevezetéséről

A 2000-es évekre visszatekintve, az euró hazai bevezetését illető *hivatalos* törekvéseket a következőképpen fogalmazták meg: „körülbelül négy-öt év múlva vezethetjük be az eurót”. Miközben a kormányok legfeljebb az euróövezeti csatlakozás időpontjának nyilvános közlését tartották fontosnak, a közgazdászszakma képviselői élénk vitát folyattak a megfelelő időzítésről. Az elemzések többsége arra a következtetésre jutott, hogy érdemes lenne az eurót mielőbb bevezetni.

Az euró hazai bevezetésére vonatkozó hivatalos elképzelések és céldátumok alakulása az aktuális gazdaságpolitika tükrében

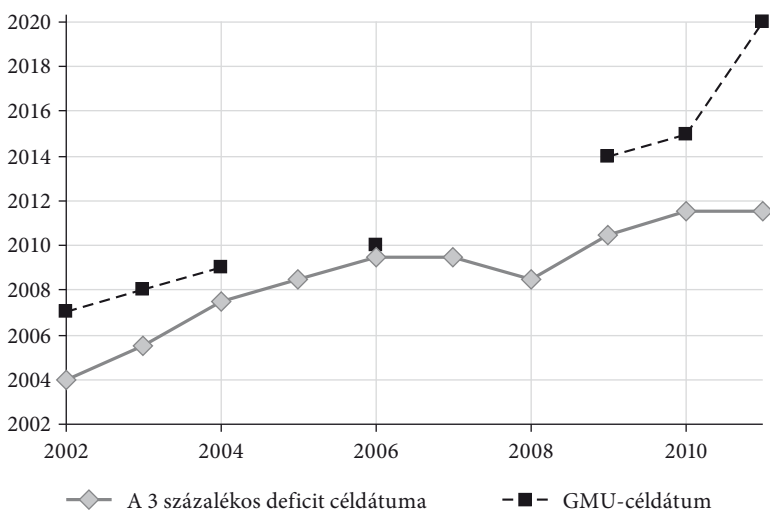
A Gazdasági és Monetáris Unióhoz² való csatlakozás céldátuma 2004-ig minden évben éppen egy évvel tolodott későbbre, mégpedig anélkül, hogy a kapcsolódó retorika érdemben módosult volna, vagy számottevő új közgazdasági szempont merült volna fel az euróbevezetéstől remélt előnyökkel, illetve feltételezett hátrányokkal

² A továbbiakban az euróövezet és a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) kifejezéseket azonos értelemben használjuk, vagyis – az elterjedt szóhasználatot követve – GMU-n mindig annak harmadik szakaszát, az euróövezetet értjük.

kapcsolatban. Az euró bevezetését övező hivatalos retorika valószínűleg éppen annyira lehetett őszinte és megalapozott, mint a Brüsszel számára – 2003-ig évenként készített úgynevezett előcsatlakozási programokban, majd a csatlakozást követően a konvergenciaprogramokban – megjelölt időpontok a 3 százalékos GDP-arányos államháztartási deficit elérésére. Az 1. ábra arról ad képet, hogy 2002-től kezdve az egyes években hogyan alakultak egyfelől az euróövezeti csatlakozásra, másfelől a 3 százalékos maastrichti deficitkritérium teljesítésére vonatkozó céldátumok. Az euróbevezetés időzítésének tervezett időpontjai 2006-tól kezdve csupán félhivatalosak: kormányzati bejelentések híján a témában illetékes kormánytagok/politikusok megszólalásaira kell hagyatkoznunk.

1. ábra

Az egyes években (vízszintes tengely) megjelölt céldátumok az euróövezeti csatlakozásra, illetve a 3 százalékos deficitcél elérésére (függőleges tengely)



Forrás: előcsatlakozási, illetve konvergenciaprogramok és sajtóhírek.

A 2002 és 2004 között – a Medgyessy-kormány idején – az euróövezeti csatlakozási céldátum és a 3 százalékos deficitcél elérése együtt tolódott egyre későbbre, és a két-féle cél közötti rés szűkülése önmagában azt sejtetné, hogy az előbbi cél megalapozottsága csökkent, amint azonban látni fogjuk, a kapcsolat bonyolultabb. 2005-ben – a Gyurcsány-kormány színrelépésekor – nem jelöltek ki új euróövezeti céldátumot, de a deficitcél elérése ismét későbbre tolódott. A 2006-ban bejelentett céldátum csaknem egybeesett a 3 százalékos deficit remélt elérésének időpontjával, ezért az előbbi nyilván nem lehetett kellően komoly. (Igaz, az előbbit a választások előtt, az utóbbit a választások után jelentették be.) 2006 után a második Gyurcsány-kormány, helyesen, tartózkodott újabb megalapozatlan GMU-csatlakozási időpont megjelölésétől, 2009-re azonban teljesíthetőnek vélte a deficitcél elérését, ami azonban – nagyrészt a nemzetközi gazdasági és pénzügyi válság miatt – megghiúsult. Mindenesetre újabb eurócsatlakozási céldátumra vonatkozó hivatalos elképzelések csak 2009-ben (2014)

és 2010-ben (2015) fogalmazódtak meg, mégpedig a korábbi minta szerint: öt évet hagyva az euró bevezetésére.

A korábbi mintával való radikális szakítást jelentett, hogy 2011 elején az új kormány gazdasági minisztere, Matolcsy György – érdemi közgazdasági, illetve gazdaságpolitikai érvek nélkül – a megszokott „négy-öt évet” megduplázva, a középtávból a hosszú távba, 2020-ra (illetve, amint látni fogjuk, voltaképpen annál sokkal távolabbra) tolt ki az euróövezeti csatlakozás elképzelt időpontját.

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

2002-ben, amikor a *tényleges* GDP-arányos államháztartási hiányt 6 százalékpont választotta el a 3 százalékostól, kevésbé lehetett komoly az öt évvel későbbre kitűzött csatlakozási céldátum. (Igaz, hogy a különbségből mintegy 2-3 százalékpontot magyarázott a korábban az MFB-n keresztül finanszírozott kiadások beemelése a költségvetésbe.³) Ám 2003-ban és 2004-ben, amikor egy-egy évvel későbbre tolták az euró bevezetésének tervezett időpontját, a célok technikai szempontból egyre reálisabbá váltak. Ez különösen igaz 2004-re, amikor 3,5 százalékpontra csökkent a távolság a 3 százalékos deficitkritériumtól, ami három-négy év alatt bőven megszüntethetőnek tűnhetett: az öt évvel későbbre (2009-re) tervezett euróövezeti csatlakozás tehát sem akkori, sem mai szemmel nem tekinthető megalapozatlannak. Ezzel szemben a 2. ábra szerint a 2006-ban bejelentett 2010. évi csatlakozási céldátum nem véletlenül volt hiteltelen, ugyanis a hat százalékpontos deficitlefaragás sikeréhez szükséges 2006–2007-re tervezett, mintegy 5 százalékpontos kiigazítás fenntarthatóságára nem látszott semmilyen biztosíték. A 2010-ben közölt 2015. évi eurócéldátum – egyszerű kritériumunk alapján – ismét megalapozottá vált, ellenben az, hogy a kormány 2011-ben 2020-re tolt az euró bevezetését, kritériumunk alapján érthetetlen, hisz a második Orbán-kormány a deficit tekintetében szinte azonnal (a deficit növelésének brüsszeli elfogadtatására irányuló sikertelen kísérlet után) 3 százalék alatti kötelezettséget vállalt.

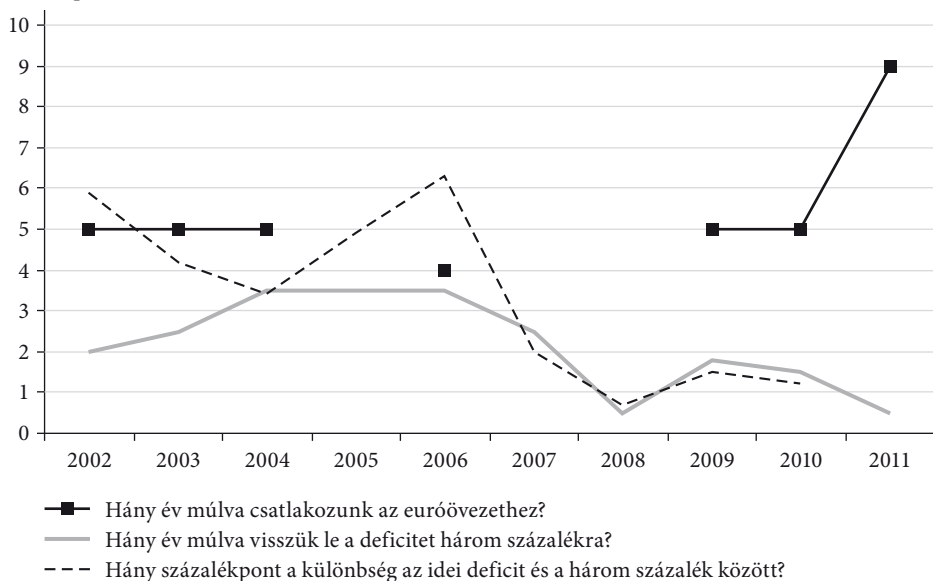
Áttekintésünkéből az a kép bontakozik ki, hogy a 2000-es években az államháztartási hiány leszorítására és az euróövezeti csatlakozásra irányuló – időben változó realitású – célok egymással (időben változó erővel) összekapcsolódtak, de a mindenkori kormányok voltaképpen egyik cél megvalósítását sem tekintették fontosnak. Volt olyan periódus – 2003–2004 – amikor pusztán kommunikációs fogásnál sokkal többet is jelenthetett volna az euróövezeti csatlakozás bejelentett időpontja. 2004-ben a 2009. évi euróbevezetés reális cél volt, amely horgonyt és hivatkozási pontot is jelenthetett volna egy stabilitásra és kiszámíthatóságra tö-

³ Az európai uniós csatlakozás közeledtével az uniós normáknak megfelelően kellett eljárni.

2. ábra

Az euróövezeti csatlakozás, illetve a 3 százalékos deficitcél elérésének időigénye (években) és az adott évi államháztartási hiány távolsága a 3 százaléktól (százalékpontban)

Év/százalékpont



Forrás: lásd az 1. ábrát.

rekvő gazdaságpolitika számára olyan körülmények között, amikor a kormány és az ellenzék közötti, valamint a kormánykoalíció belüli konfliktusok fenyegették a gazdaság stabilizálását.

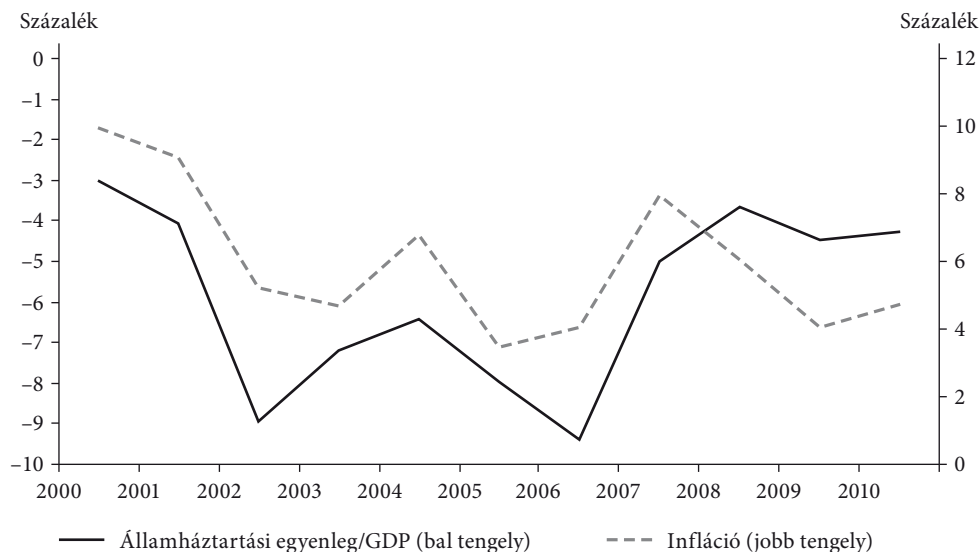
Pontosan ilyen horgonyként kezelték az euróbevezetés kijelölt időpontját az egymást követő szlovák kormányok, és ez az, amivel nem éltek a magyar politikai és gazdaságpolitikai döntéshozók. Sőt éppen ellenkezőleg, kifejezetten visszaéltek vele. Azután, hogy a 2005-ben követett költségvetési politika nyilvánvalóan megfordította a 2004-ig tartó stabilizáció irányzatát, s ezzel alapvetően aláásta a 2009-re kitűzött céldátum hitelességét, 2006-ban új dátumot, 2010-et jelentettek be. Ez abban az évben történt, amikor a GDP-arányos államháztartási hiány 9 százalék fölé emelkedett, ami csak megerősítette, hogy a kormány nem szavahihető. A választások után meghirdetett kiigazítási program formálisan megteremtette az összhangot a két cél között, de a hitelesség hiánya az euróbevezetési terveket komolytalanná tette.

Természetesen nem önmagában az euróövezeti csatlakozás időpontjának tologatása, a célok be nem tartása, majd egy nyilvánvalóan irreális dátum megjelölése jelentette a problémát – mindezek csak tünetei voltak egy olyan gazdaságpolitikának, amely régiós összehasonlításban páratlan mértékben *nélkülözte a középtávú szemléletet* és a gazdaság *tartós* stabilitásának megteremtésére irányuló törekvést. Ez a gazdaságpolitika – ízléstől függően – minősíthető fegyelmetlennek és fele-

lőtlennek, illetve olyanoknak, amelyet a politikai (választási) ciklus szélsőséges módon határozott meg (3. ábra). Azt azonban semmiképpen sem lehet mondani, hogy az euróövezet jelenlegi válsága utólag igazolná e gazdaságpolitika egyik kísérőjelenségét, nevezetesen az eurócsatlakozás (és a vonatkozó feltételek teljesítésének) folyamatos elhalasztását.

3. ábra

A GDP-arányos államháztartási egyenleg (bal tengely) és az infláció* (jobb tengely) alakulása



* Harmonizált fogyasztói árindex (*Harmonised index of consumer prices, HICP*).

Forrás: Ameco-adatbázis.

Magyarországon nem azért tolódott egyre távolabb az euró bevezetése, mert politikusaink felismerték, hogy a csatlakozási feltételek teljesítése esetleg károkat okozhat a gazdaságnak, vagy – amint az Egyesült Királyságban – mérlegelés után arra jutottak volna, hogy a csatlakozás előnyeit felülmúlhatják a kedvezőtlen hatások (*HM Treasury* [2003]), hanem azért, mert a mindenkori rövid távú, döntően politikai természetű, megfontolások 2007-ig rendre felülírták a korábban kialakított, stabilitást előirányzó középtávú makrogazdasági elképzeléseket. Ezt jól érzékelteti, hogy 2008-ig alig volt olyan év, amikor az euróövezeti csatlakozás két fontos feltételét, az infláció és az államháztartási hiány csökkentését tekintve a változások ne lettek volna ellentétes irányúak (lásd a 3. ábrát).

2002-ben, amikor az államháztartási hiány jelentősen megnőtt, az infláció csökkent; 2004-ben a költségvetési kiigazítással együtt emelkedett az infláció, a 2005–2006. évi költségvetési expanziót az áremelkedés ütemének csökkenése kísérte, majd a 2007. évi újabb költségvetési kiigazításhoz az infláció ismételt megugrása társult. Az infláció ütemében tapasztalt változások – a forint árfolyamának hullámzásai és a nemzetközi energiaár-mozgások mellett – alapvető-

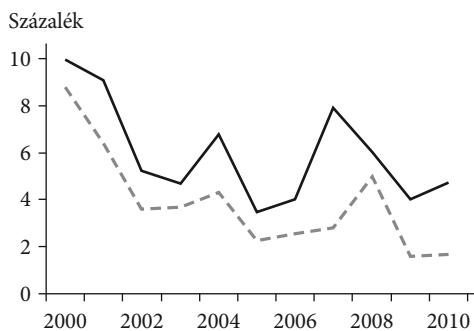
en ahhoz köthetők, hogy a költségvetési konszolidációkhoz többnyire közvetett adóemelések és hatósági áremelések is társultak. Az, hogy az ellentétes irányú elmozdulások nem esetlegesek, hanem szisztematikusak, arra utal, hogy sem az infláció, sem pedig a költségvetési túlköltekezés csökkentése nem a szélesebb értelemben vett makrogazdasági stabilitás megteremtése (így az eurócsatlakozás feltételeinek együttes teljesítése) jegyében történt. A stabilitás egyik eleméhez való közeledés rendszerint egy másik elemétől való távolodással járt együtt, ez pedig természetesen megkérdőjelezte a mindenkor GMU-csatlakozási céldátumok hitelességét is.

Miközben a kétféle – költségvetési és inflációs – célhoz nem sikerült egyidejűleg közeledni, Magyarország egészen más pályára került, mint az EU más közép-kelet-európai országai (4. ábra). A Szlovéniával kibővített (Magyarország nélküli) visegrádi országcsoporttal (CEEU4) összehasonlítva feltűnő, hogy a magyarországi ár-emelkedés üteme a 2000-es években mindvégig magasabb volt az ország számára egyfajta referenciát jelentő országok átlagánál – ez látható a 4. ábra a) részén. Egyes években, amelyekben a költségvetés konszolidálására irányuló, visszatérő kényszer jelentkezett, a magyarországi infláció megugrott, és jelentősen meghaladta a négy ország átlagát. A GDP-arányos államháztartási deficitet és államadósságot

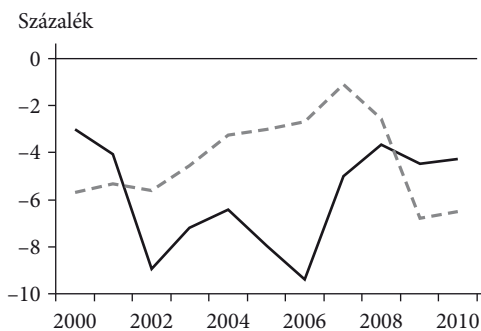
4. ábra

Magyarország és négy közép-kelet-európai ország* átlagának mutatói (százalék)

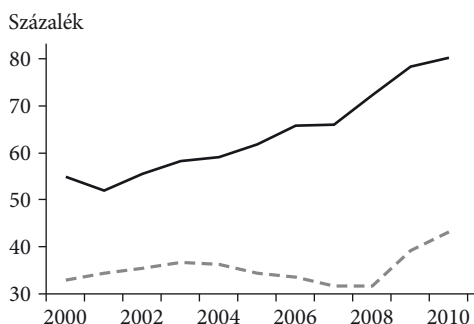
a) Az infláció üteme



b) A GDP-arányos államháztartási egyenleg



c) Az államadósság



— Magyarország
 - - - A négy közép-kelet-európai ország átlaga

* Csehország, Lengyelország, Szlovákia és Szlovénia megfelelő adatainak számtani átlaga.

Forrás: Ameco-adatbázis alapján saját számítás.

tekintve pedig Magyarország 2001-től egészen 2007–2008-ig egyértelműen távolodott a többi országtól. (A magyar államadósság-rátát 2008-tól azonban nem helyes összehasonlítani a másik négy országéval: annak megugrását az IMF-hitel okozta, amely jórészt a devizatartalékokat növelte, és GDP-arányosan mintegy 10 százalékponttal emelte meg az adósságrátát.)⁴

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

Az euróövezet tapasztalatai és az EU újabb szabályozási törekvése szerint a makrogazdasági stabilitás jelentése tágabb a viszonylag alacsony államháztartási hiánynál és áremelkedési ütemnél: magában foglalja a külső egyensúly fenntartható hiányát is. Ezért arra is érdemes kitérni, hogy Magyarországon hogyan alakult a külső egyensúly és annak belföldi ellentétele a három visegrádi országgal egybevetve. Az 5. ábra a folyó fizetési mérleg belföldi oldaláról – az állami, illetve magánszektor megtakarítás–beruházási egyenlegéről – ad képet a 2000-es évek egyes időszakait, illetve éveit tekintve.⁵

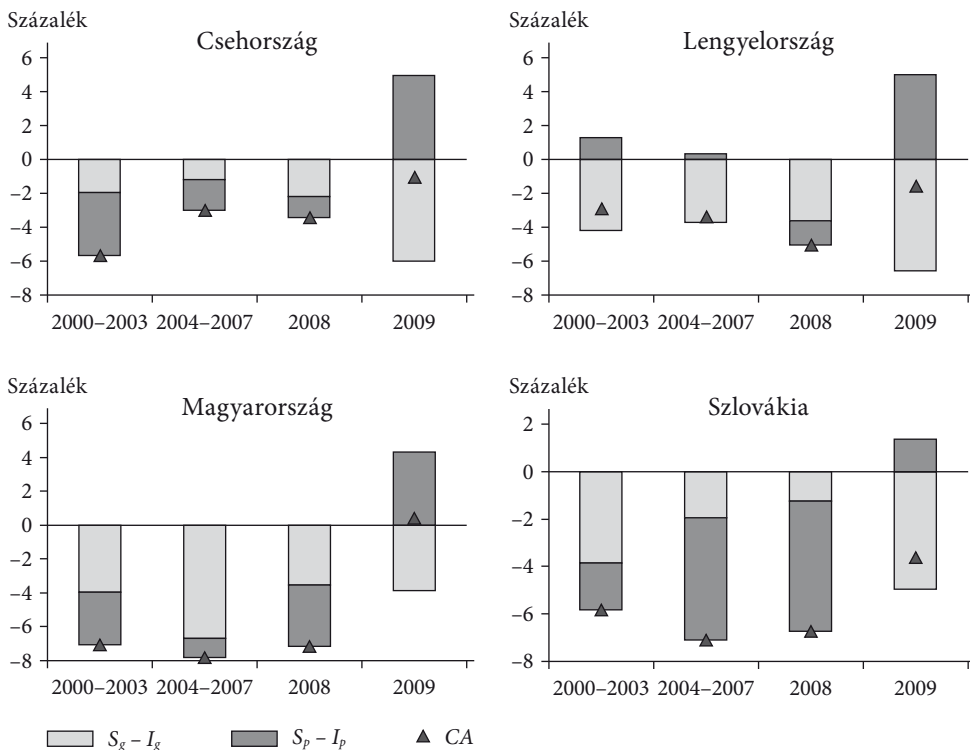
Az 5. ábra jól mutatja, hogy a magyar gazdaság folyamatai a 2000-es években erősen különböznek Csehországtól és Lengyelországtól – ahol lényegesen kisebb volt a GDP-arányos külső deficit. De eltérnek Szlovákiától is, ahol a folyó fizetési mérleg hiánya a 2000-es évek közepén nem volt sokkal kisebb, mint Magyarországon, ám ellenoldalának szerkezete alapvetően más volt: Magyarországon a növekvő államháztartási hiány, Szlovákiában a működőtőke-beáramláshoz kötődő magánszektorbeli egyensúlyhiány állt a folyó fizetési mérleg hiányának háttérében. A 2008. évi helyzetet tekintve, Magyarországon a háztartási devizahitelezés expanziója, Szlovákiában a működőtőke folytatódó beáramlása magyarázza, hogy

⁴ A vizsgált négy közép-kelet-európai ország átlagával való összehasonlítás statisztikai szempontból az adósságot tekintve minden évben, az inflációt, illetve a deficitet tekintve pedig 2003-tól, illetve 2002-től kifejező: ekkortól nagyobb az átlaghoz mért különbség, mint a négy ország adatainak szórása.

⁵ A közgazdaságilag helyes összehasonlítás a nettó tőketranszferekkel korrigált folyó külső egyenlegre (a nettó külföldi finanszírozási igényre) vonatkozna. Forrásunk (az Ameco) azonban nem tartalmazza a tőketranszferék szektorok szerinti bontását. A szektorok egyenlegeit úgy tettük konzisztenssé a folyó fizetési mérleg egyenlegével, hogy a készletváltozást a szektorok állóeszköz-felhalmozásának arányában osztottuk szét. Ezt az eljárást az egyoldalú tőketranszferék esetében nem lehet alkalmazni.

5. ábra

A GDP-arányos megtakarítás–beruházási rés az államháztartási és a magánszektorban és a folyó fizetési mérleg egyenlege a visegrádi országokban, 2000–2009



Jelölések: S_p , illetve S_g : a magán-, illetve állami szektor megtakarítása; I_p , illetve I_g : a magán-, illetve állami szektor felhalmozása. A folyó fizetési mérleg egyenlege: $CA = (S_p - I_p) + (S_g - I_g)$.
 Forrás: Ameco-adatbázis alapján saját számítás.

a költségvetési egyenleg javulását miért nem kísérte a folyó fizetési mérleg korrekciója. Végül 2009-ben, a nemzetközi gazdasági válság hatására – Magyarország kivételével – mindegyik országban anticiklikussá vált a költségvetési politika, ezért viszonylag enyhe korrekció történt a folyó fizetési mérlegben. Magyarországon viszont – a korábbi évek jelentős állami túlköltekezéseivel felhalmozódott államadóságot, valamint a kormányzati hitelesség hiánya miatt – nem volt érdemi mozgástér a költségvetési deficit emelkedéséhez. Így a magánszektor megtakarítás–beruházás egyenlegében tapasztalt radikális változás (voltaképpen: a banki hitelezés elakadása) egy év alatt a külső egyensúly rendkívül erőteljes, a GDP arányában mintegy 7 százalékpontnyi „javulását” is kényszerűen előidézte.

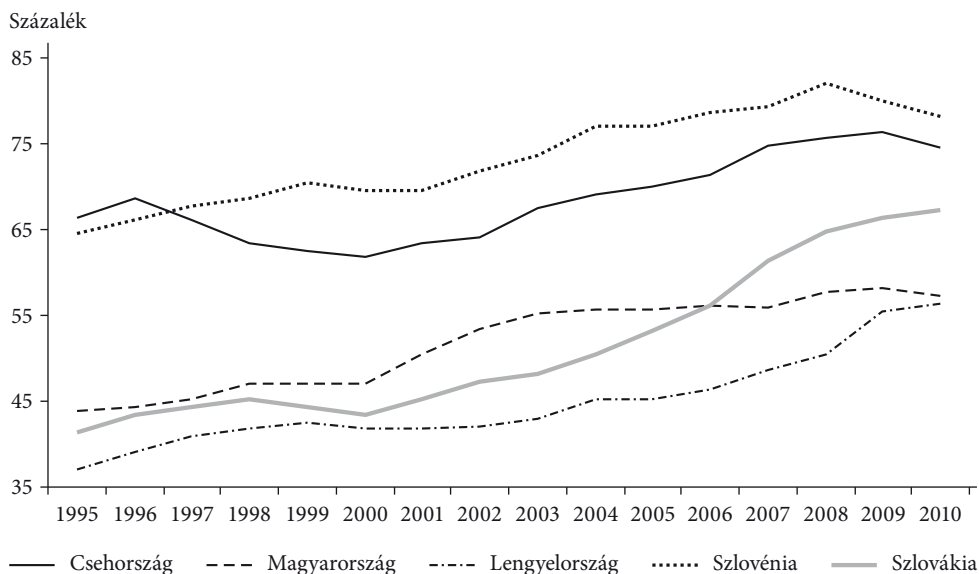
A magyar gazdaságpolitika következményeit tükrözi a 6. ábra, amely öt középkelet-európai EU-tagország reálgazdasági felzárkózásáról ad képet.⁶ A 2001–

⁶ A felzárkózást az egy főre jutó (vásárlóerő-paritáson mért) GDP-nek a fejlettebb EU-tagországokéhoz való közeledéseként értelmezzük.

2002-ben érvényesült erőteljes költségvetési élénkítés időszakában számottevően felgyorsult Magyarország reálgazdasági felzárkózása, ám a 2003–2004. évi, elkerülhetetlen költségvetési konszolidációval lényegében megakadt a felzárkózási folyamat. A 6. ábrán látszik, hogy a 2005–2006. évi újabb költségvetési expanciónak már lényegében semmiféle hatása nem volt az egy főre jutó GDP relatív növekedésére, a magyar felzárkózás megtorpant. A 2007. évi újabb, megint csak elkerülhetetlen konszolidáció hatására kissé visszacsúszott, majd 2008-ban alig érzékelhetően feljebb jutott a magyar gazdaság, de az utóbbi elmozdulások kisebbek, mint a vásárlóerő-paritáson számított GDP mérési hibája. Megalapozottan csak annyit állíthatunk, hogy EU-csatlakozása óta Magyarország nem tartozik az EU felzárkózó gazdaságaihoz.

6. ábra

Reálgazdasági konvergencia öt közép-kelet-európai EU-tagországban
(a GDP/fő relatív szintje vásárlóerő-paritáson; EU-15 = 100 százalék)



Forrás: Eurostat.

A magyarországi folyamatok e tekintetben is merőben különböznek a 6. ábrán szereplő másik négy országtól. Szlovákia és Lengyelország fejlettségi szintje 2000-ben alacsonyabb volt a magyarnál, de felzárkózásuk ütemét jelzi, hogy Szlovákia már 2006-ban, Lengyelország pedig 2010-ben utolérte Magyarországot (2010-ben Szlovákiában az egy főre jutó GDP szintje több mint 15 százalékkal haladta meg a magyart). Csehország és Szlovénia pedig – amelyek fejlettségi szintje jóval magasabb – „feléle” hagyta el Magyarországot, legalábbis 2008-ig.

Magyarország tehát összteljesítményét tekintve a régió belül egyértelműen lemaradt, ami alapvetően a már bemutatott két, egymással szorosan összefüggő okkal magyarázható: a makrogazdasági instabilitással és a gazdaságpolitika kiszámítha-

tatlanságával, mindkét jellemző számottevően rontotta az intézményi, befektetési környezetet is. Nincs itt hely az állítás részletes igazolására, de a különböző versenyképességi felmérések határozottan erre mutatnak.⁷ Tény emellett, hogy a szélesen értelmezett hazai lemaradás (a konvergenciában történt elakadás) okait *nem a külgazdasági versenyképesség* körül kell keresni, hiszen az ország teljesítménye a külső piacokon az után is együtt javult a visegrádi országokéval, hogy összteljesítménye lemaradt (Oblath [2010a], [2010b]).

A kör végül azzal zárul be, hogy az eurócsatlakozási céldátumok be nem tartása, halogatása, pusztán rövid távú célokat szolgáló kommunikációs eszközként történő felhasználása Magyarország gazdaságpolitikai/makrogazdasági instabilitásának egyik jelképévé vált.

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

Ha a kormány a korábbi euróbevezetési kommunikációs gyakorlattal való szakítását kívánta volna demonstrálni, ezt megtehetette volna azzal, hogy közli: nem tűz ki újabb céldátumot, de tettekkkel kívánja igazolni, hogy az euróvezetési csatlakozás feltételét jelentő makrogazdasági stabilitás megteremtésére törekszik. Egy ilyen kijelentés persze nem lett volna összhangban a 2011-ben folytatott, erősen expanzív költségvetési politikával, de a 2011 tavaszán közzétett Széll Kálmán-tervben megjelölt, rendkívül ambiciózus állami adósságráta-csökkentési céllal konzisztens lett volna: e terv szerint a GDP-arányos államadósság már 2018-ban 50 százalékra csökkenne (Széll Kálmán-terv [2011] 14. o.).

Ehelyett a második Orbán-kormány nem számol 2020 előtti euróbevezetéssel, amit a gazdasági miniszter azzal indokolt, hogy előbb teljesíteni kell a maastrichti kritériumokat, illetve 50 százalékra kell levinni az adósságrátát (lásd a keretes írást).

Ezek az indokok nyilvánvalóan mondvacsínáltak: a maastrichti kritériumok nem 50, hanem 60 százalékos adósságrátát (helyesebben ahhoz való közeledést) írnak elő, s a kormány tervei szerint az állami deficit már 2012-ben alacsonyabb lesz, mint a 3 százalékos előírás. Ha pedig a kormány bízott volna a másik idézett elképzelésében, abban, hogy 2018-ban 50 százalékra csökken az adósságráta, akkor 2018-as eurócsatlakozási céldátumot is megjelölhetett volna.⁸

Ezért az elemző abba a furcsa helyzetbe kényszerül, hogy azt mérlegelje: a kormány inkonzisztens és megalapozatlan közlései közül melyiket tekintse kevésbé megalapozatlannak. Ha például a kormánynak azt a kijelentését kellene komolyan venni, hogy az euró hazai bevezetésének az 50 százalékos adósságráta elérése

⁷ Lásd például a World Economic Forum elmúlt jelentéseit (Global Competiveness Report, <http://www.weforum.org/reports>) vagy a Világbank Doing Business felméréseit (<http://www.doingbusiness.org>).

⁸ Írásunk lezárását követően látott napvilágot a Széll Kálmán-terv 2.0 (Széll Kálmán-terv [2012]), amely implicit módon feladta a 2018. évi 50 százalékos adósságráta eleve irreális célját (az új program 2015-re 72,7 százalékos adósságrátával számol; az egy évvel korábban készült terv 64,1 százalékot célzott meg).

„AZ EURÓCSATLAKOZÁS 2020 ELŐTT NEM ÉRDEKES” –
A NEMZETGAZDASÁGI MINISZTER INDOKLÁSA (2011. MÁRCIUS)

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

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

* Szigetvári [2011].

** *Még mindig 80...* [2011]

*** *Igy akar spórolni...* [2011]

Forrás: *Hatalmas adósságcsökkentés...* [2011].

a tényleges feltétele, akkor valójában nem 2018-ra, de még csak nem is 2020-ra, hanem annál távolabbra, voltaképpen a beláthatatlan jövőbe tolódott az euróövezeti csatlakozás ideje. Az MNB konvergenciaelemzésével összhangban (MNB [2011a] 71. o.) ugyanis úgy számoljuk, hogy rendkívül fegyelmzett költségvetési politika esetén (2015-ig az érvényes konvergenciaprogramban szereplő célok betartása; 2016-tól 1,5 százalékos GDP-arányos deficit), továbbá a gazdaság nominális növekedésére vonatkozó 6 százalékos (optimista) feltevés mellett 2019–2020 körül érhető el a 60 százalékos adósságráta. Ha az ezt követő periódusra is tartjuk feltevéseinket, akkor mintegy másfél évtized múlva, 2025 táján kerülhet 50 százalék alá az államadósság/GDP arány.⁹ Az euró bevezetésének ugyanakkor az a feltétele, hogy a GDP-hez mérve határozottan csökkenő pályán legyen az államadósság, ami viszont a kormány kinyilatkoztatásai szerint már jelenleg is a gazdaságpolitika elsődleges célja.¹⁰

Hangsúlyoznunk kell azonban, hogy a kormányzati célok – az 50 százalékos adósságráta elérése, illetve az euróbevezetés elhalasztása 2020 utánra – mögött nincsenek számítások vagy érdemi közgazdasági megfontolások, ezért az időpont

⁹ Feltevéseink minimális módosítása is jelentősen megváltoztatja az 50 százalékos ráta elérésének időigényét. Amennyiben csak egy kicsit is óvatosabban számolunk, és 2016-tól 2 százalékos deficitet és 5,5 százalékos nominális növekedést feltételezünk, akkor a 60 százalékos adósságarány 2021 táján, az 50 százalékos pedig 2033 körül érhető el.

¹⁰ A legfrissebb hazai és európai uniós előrejelzések, illetve a Széll Kálmán-terv 2.0 prognózisa szerint ennek a vállalásnak a betartása – a nyugdíjpénztári vagyon felhasználása ellenére – sem látszik biztosítottnak, de legalábbis nem könnyen biztosítható, mivel a leszakadó pályáról nem sikerül kimozdítani a gazdaságot, illetve a hitelességbe vetett bizalom erősen megingott. Ezt a kormány is felismerte és a parlamentnek benyújtott legújabb törvénymódosítás 2016-ig felfüggesztette a még életbe nem lépett adósságszabályt.

elhalasztását az EU-val szembeni egyfajta „politikai dackorszak” megnyilatkozásának kell tekintenünk. Nem kerülheti el a figyelmet azonban az, hogy az 50 százalékos állami adósságráta elérése a kormány számára kényelmetlen, illetve nem kívánt dolgok elhárításának és halasztásának is szimbólummá vált: így például a 2012-től hatályos alaptörvény szerint az alkotmánybírák csak az után vizsgálhatnak majd gazdasági tárgyú jogszabályokat, hogy az adósságrát sikerül e kitüntetett érték alá szorítani.

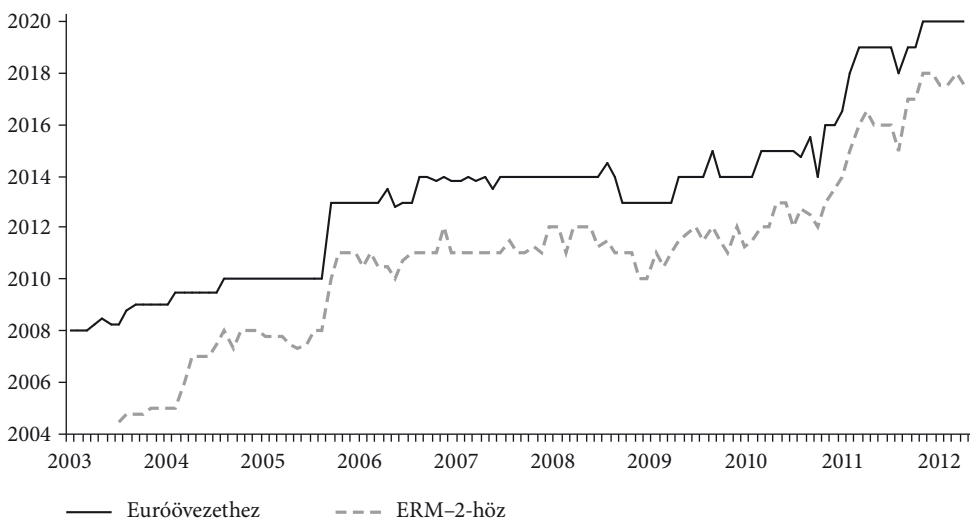
Mindent egybevetve: a jelenlegi kormány kétségkívül szakított elődeinek euróvezeti csatlakozási kommunikációjával, de a lényegét tekintve nem történt érdemi változás: az euró magyarországi bevezetését illető valóságos kormányzati szándékok továbbra is kiismerhetetlenek. A magyarországi közgazdászszakmának azonban nem kell elfogadnia ezt a politikusok által gerjesztett bizonytalanságot. Egyrészt fel kell tennie azokat a napjainkban releváns kérdéseket, amelyek az euróbevezetés előnyeihez, hátrányaihoz és specifikus hazai feltételeihez kapcsolódnak, másrészt a szakma mércéivel kell mérlegelnie a költségeket és hasznokat, nyomatékosan felhívva a figyelmet a kockázatokra és a közgazdasági természetű bizonytalanságokra. Ennek kiváló példája az MNB már hivatkozott konvergenciajelentése.

A továbbiakban mi is e szerint kívánunk eljárni. Igyekszünk kritikusan átgondolni az euróbevezetésre vonatkozó korábbi szakmai elképzeléseket, szembesítjük azokat a bajba jutott euróvezeti országok tapasztalataival, majd megpróbálunk konstruktív következtetésekhez eljutni Magyarországra vonatkozóan.

A Porfolio.hu-tól átvett 7. ábra azt mutatja, hogy az euróvezeti csatlakozás időzítésének kormányzati kommunikációja befolyásolja a piaci elemzői várakozásokat, de nem közvetlenül határozza meg azokat. A „2020-nál nem előbb” hivatalos bejelentése és az 50 százalékos adósságráta feltételként való megjelölése kétség-

7. ábra

Piaci várakozások az euróvezetethez és az ERM-2-höz való csatlakozás időpontjára



kívül hatott a várakozásokra, de a konszenzus 2011 októberéig még 2020 előtti euróbevezetésre vonatkozott. Az elemzők többsége csak ezt követően és nyilván annak hatására tért át a 2020-as „céldátumra”, hogy a magyar gazdaságpolitika iránti nemzetközi bizalom súlyosan megrendült. Ez azonban megerősít bennünket abban, hogy értelme, sőt hatása is lehet az olyan természetű elemzésnek, amely a pillanatnyi piaci hangulattól és a témaköre vonatkozó politikai kommunikációtól egyaránt igyekszik távolságot tartani.

Az euróövezeti csatlakozásra vonatkozó hazai szakmai elképzelések a 2000-es évek első felében

A 2000-es évek elején az MNB-ben átfogó tanulmány készült az euró magyarországi bevezetéséről (*Csajbók–Csermely* [2002]), s később – részben a Pénzügyminisztérium megbízása alapján – számos kutatóintézet is elkészítette a maga elemzését az euróövezeti csatlakozás kérdéseiről.¹¹ Áttekintésünknek nem az a célja, hogy e munkák következtéseit részletesen ismertessük, hanem az, hogy az akkoriban kialakult szakmai konszenzusról adjunk egyfajta „lecsupaszított” képet. Vagyis a többségi véleményt mutatjuk be, és azt is leegyszerűsítve.¹²

Kezdjük az áttekintést a Matolcsy György által vezetett Növekedéskutató Intézet 2004-ben megfogalmazott, a gyors eurócsatlakozás hátrányait hangsúlyozó *kisebbségi* véleményével: „... elemzésünk szerint a gazdasági növekedés, a foglalkoztatás, a beruházások és a fogyasztás reálkonvergencia-folyamatai szempontjából más gazdaságpolitikai eszközrendszer érdemes alkalmazni a következő években, mint ha a maastrichti konvergenciakritériumok teljesítését állítjuk a gazdaságpolitika középpontjába.” (*Növekedéskutató* [2004] 10. o.) A mai nemzetgazdasági miniszter kétségkívül következetes, hiszen 2004-ben kutatóként is eurószkeptikus volt. Ellentétben azonban az akkori pénzügyminiszterrel, Draskovics Tiborral, a mai gazdasági miniszter nem kérte ki a kutatók véleményét az eurócsatlakozás célszerű időzítéséről mielőtt a korábban idézett bejelentését („nem 2020 előtt”) megtegte.

A szakma akkori többségi véleménye az euró „korai” bevezetését tartotta indokoltnak. Ez gyakorlatilag azt jelentette, hogy minél előbb teljesíteni kell a maastrichti kritériumokat, hogy a forintot mihamarabb az euró válthassa fel. A többségi véleményt a következő megfontolások támasztották alá.

1. A kilencvenes évek második felében a feltörekvő piacokat sújtó vissza-visszatérő válságok és különösen ezek fertőzéses hatásai rávilágítottak arra, hogy a saját valuta a kis, nyitott gazdaságokban sokkal inkább a sérülékenység forrása, semmint hatékony sokkelhárító eszköz. Ezt az általános megfontolást messzemenően alátámasz-

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

¹² Az elemzések többségében kockázatként tárgyalt veszélyeket és lehetséges negatív mellékhatásokat írásunk végén, a *Függelékben* tárgyaljuk.

tották a 2003-ban szerzett magyarországi tapasztalatok, amikor – alapvetően belföldi okokból – az év elején erőteljes forinterősödésre irányuló, az év közepén pedig a forint gyengülésére számító piaci várakozások okoztak jelentős kilengéseket a hazai valuta árfolyamában. Ezek a szélsőséges mozgások destabilizáló hatásúak voltak; az eurócsatlakozással pedig a gazdaság – a forinttal együtt – megszabadulhatott volna a jelentős árfolyam-ingadozás kockázatától is.

2. A többségi vélemény az volt, hogy az euróvezeti tagság maastrichti kritériumainak teljesítése az euró bevezetésétől függetlenül is érdeke Magyarországnak. A fegyelmezett költségvetési politikát, a GDP 3 százaléka alatti hiányt és a csökkenő adósságrátát a szakmai konszenzus a felzárkózáshoz szükséges növekedés feltételének tekintette. Az akkori árfolyamrendszerből természetes kilépési opciót jelentett a széles sávós, rögzített (ERM-2-vel kompatibilis) rezsimre való áttérés. Bár – az EU-országokban mért három legalacsonyabb inflációhoz kötött – inflációs kritériumot sokan bírálták,¹³ a szakma többsége úgy vélte: teljesítése nem okozott volna olyan nehézséget, illetve olyan áldozatot, amelyet (az euró előnyeivel egybevetve) ne lett volna érdemes teljesíteni.

3. Csaknem általános volt az a várakozás, hogy az euróvezeti tagság számottevően növeli a felzárkozási lehetőségeket. Ezt a széles körű nemzetközi integrációs tapasztalatokat feldolgozó empirikus elemzések is alátámasztották (*Rose–Stanley* [2005]). A növekedési pálya dinamizálódására még annak figyelembevételével is jó esélyek látszottak, hogy a magyar gazdaság integrációja Európa fejlettebb országaival már a piacgazdasági átmenet első évtizedében nagyon magas szintet ért el. (Lásd *Csajbók–Csermely* [2002].)

4. A nominális és reálkamat okkal várt csökkenése ugyancsak alátámasztotta a gazdasági növekedés gyorsulására vonatkozó várakozásokat. (Az ebből származó tartós többletnövekedést az MNB 0,08–0,13 százalékpontra becsülte.)

5. Nyomás és erős érvként szolgált, hogy a hazai gazdaság növekedésének külső egyensúlyi korlátja számottevően lazulhat az eurócsatlakozással. Akkoriban az volt a vélemény, hogy az egyes euróvezeti tagországok folyó fizetési mérlegének egyensúlyi helyzete kevésbé fog számítani, közgazdasági jelentősége az egész valutaövezet külső egyensúlyának lesz.

6. Végül az a feltételezés is az euró gyors bevezetése mellett szólt, hogy a csatlakozásra való felkészülés, később pedig az euróvezeti tagság megkötí a politikusok kezét. A hiányzó „belső” fegyelmet pótolhatja a „külső” fegyelem, ez pedig előmozdíthatja a makrostabilitást szolgáló gazdaságpolitikát. (Ez egyfajta kiegészítése a 2. megfontolásnak, de e feltevés körül kisebb volt az egyetértés, mint a korábban felsoroltakat tekintve.)

A gyors csatlakozás várt előnyeikhez azonban csaknem minden elemzésben társult egy fontos megszorítás: az előnyök csak akkor realizálhatók, ha az ország az ár- és költségzintjének megfelelő, reális – azaz nem túlértékelt – árfolyamon cseréli fel saját valutáját az euróval.

¹³ A bírálók arra hivatkoztak, hogy e kritérium nem veszi figyelembe a felzárkózó országokban egyensúlyi jelenségnek tekinthető többletinflációt.

Hangsúlyozzuk, hogy a fentiekben csak a viszonylag gyors euróövezeti csatlakozás mellett szóló, a közgazdászszakma többsége által elfogadott megfontolásokat összegeztük. Amint azonban jeleztük, a szakmának voltak olyan képviselői, akik ellenezték a korai csatlakozást,¹⁴ továbbá a támogatók maguk is kitértek a kockázatokra: az elemzések az előnyök mellett a lehetséges hátrányokat is tartalmazták. A mérleg nyelve azonban általában a pozitívumok felé húzott, mert a kilencvenes évek végén a feltörekvő piacok pénzügyi válságai, illetve a forint árfolyamának elmozdulásai felhívták a figyelmet a saját monetáris és a saját valuta-politika korlátaira az egyre ingatagabbá váló, globalizálódó világban.

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

A korábbi hazai elképzeléseknek három olyan eleme volt, amelyeket az euróválság alaposan kikezdezt.

1. Infláció. Ha megmaradnak az inflációs különbségek, azok alapvetően a felzárkózásból (az úgynevezett Balassa–Samuelson-hatásból) adódhatnak, és önmagukban nem okozhatnak tartós problémákat.

2. A fajlagos bérköltségek alakulása (versenyképesség). Az volt a feltevés, hogy minden ország gondoskodik magáról, és (önérdeektől hajtva) saját eszközeivel megakadályozza relatív költségeinek túlzott – nemzetközi versenyképességét rontó – emelkedését.

3. Külső egyensúly. A folyó fizetési mérleg korlátjának lazulása csak kedvező hatásokkal járhat.

Ezzel szemben az euróövezeti válság a következőket tette nyilvánvalóvá.

1. Az inflációs különbségek nemcsak a felzárkózásból, hanem a makrogazdasági politika különbségeiből és a termelékenységtől elszakadó béralakulásból is eredhetnek. Akár „egyensúlyi” (felzárkózási), akár más, „nem egyensúlyi” okok állnak a többletinfláció hátterében, az euróövezet átlagánál magasabb áremelkedés – a közös kamat folytán – túlságosan alacsony, akár negatív reálkamat kialakulásához is vezethet. Emiatt pedig a gazdaság túlfűtötté válhat, és buborékok alakulhatnak ki.

2. A tapasztalatok szerint a nominális béralakulásnak erős a tehetetlensége, s ez önmagában az euróövezeti csatlakozástól nem változik meg. A termelékenység

¹⁴ Surányi György még jegybankelnökként a kétezres évek elején (majd később nemzetközi fórumokon is) az elsők között hívta fel a figyelmet az euróövezeti szabályozás hiányosságaira, többek között arra is, hogy a folyó fizetési hiány monitorozásától a közös valutaövezetben sem lehet eltekinteni (Surányi [2005]). Később azt is több előadásában hangsúlyozta, hogy a várt növekedési előnyök helyett az euró bevezetése könnyen visszafoghatja a növekedést, ha az ország felkészültsége nem megfelelő.

emelkedéséhez képest tartósan túlzott lehet a béremelkedés üteme, rontva a gazdaság költség-versenyképességét.

3. A külső egyensúlyi korlát nem szűnik meg, csak „felpuhul”, s ennek – a külső egyensúly növekvő hiánya esetén – akár romboló következményei is lehetnek. Nem lévén árfolyam, változása nem jelezheti a makrogazdasági feszültségeket, és nem is indulhatnak meg olyan, arányváltozások által gerjesztett, korrekciós folyamatok, amelyek a belföldi valuta leértékelődését kísérik.

Mindezekről a feszültségpontokról a bajba jutott eurótagországok konkrét tapasztalatai alapján igyekszünk képet adni.

Az euróövezet első tíz évének tapasztalatai a pénzügyi válság előtt és a válságban

Amikor 2007 közepén az Egyesült Államokban kirobbant másodrendű hitelpiaci válság – elsősorban a bankszökökön keresztül – elérte az Európai Uniót, sokáig tartotta magát a nézet, hogy „ez a válság különbözik a többitől”, illetve hogy Európának esélye van arra, hogy gyors lépéssorozattal elszigetelje (*decoupling*) magát az amerikai válság kedvezőtlen reálgazdasági következményeitől. A nemzetközi elemzéseket 2008 végén ez az elképzelés uralta, a teória azonban azóta megbukott. 2010-től az euróövezet feszültségei nem enyhültek, hanem a válság új szakaszába lépett, s 2012 elején még mindig nem látszik, hogy több euróövezeti tagországban is csöddel fenyegető állami eladósodásnak mi lesz a megoldása. A válság az EU-ban rámutatott arra, hogy milyen pontokon hiányos az európai uniós szabályozás. Írásunk lezárásakor nincs megegyezés abban a tekintetben, hogy mi okozta az euróövezet problémáit, s a megoldásra kidolgozott szabályozási és irányítási változások sem léptek még életbe.

Az euróövezet működésének problémái és a válságba került tagországok tapasztalatai

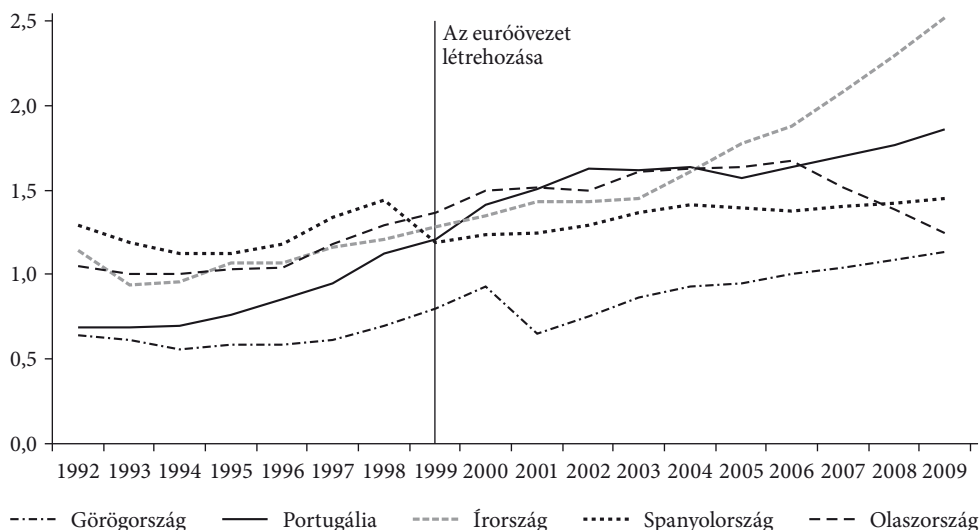
Az euróövezet létrehozására való felkészülés egybeesett a világ pénzügyi rendszerét és a világgazdaságot alapjaiban átalakító folyamatokkal: a liberalizáció–dereguláció–globalizáció hármasa határozta meg az új kereteket, a kiteljesedést pedig az kilencvenes évek második felének információs és kommunikációs technikai forradalma segítette. A pénzügyi szektorban nemcsak a termékinnováció öltött óriási méreteket, hanem a korábban nem létező (illetve csak elszórtan működő) piaci szegmensek is gyors fejlődésnek indultak. A rendszer nemcsak hatékonyabbá vált, hanem áttekinthetlenebbé és szabályozhatatlanabbá is.

A pénzügyi szektort és azon belül a bankszektort – ami az európai finanszírozásban tradicionálisan elsődleges szerepet töltött be, szemben az Egyesült Államokkal, ahol a piaci finanszírozás dominált – a nemzetközi globális folyamatok mindenütt

kedvezően érintették, bővülő tevékenység és növekvő profitabilitás volt a jellemző. Az euróövezet létrehozása, az európai közös monetáris politika bevezetése, az árfolyamkockázat kiiktatása és ezzel a pénzügyi piacok integrációjának felgyorsulása további lökést adott a pénzügyi szektor gyors bővülésének. A hitel/betét arány Portugáliában, Írországban és Spanyolországban már az euróövezet létrejöttékor azt tükrözte, hogy ezek az országok a külső források intenzív bevonásával fejlődnek, s a magánszektorban megfigyelhető hitelbővülés áttöri azt a – nem könnyen meghatározható – határt, ahonnan az már „túlzottnak tekinthető” (8. ábra).

8. ábra

A hitel/betét aránya az EU perifériaországokban (GIIPS-országok)



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

A túlzott hitelbővülés azért következhetett be, mert: 1. a pénzügyi innováció követelhetetlen sebességgel terjedt, 2. a felügyeletk sehol sem álltak a helyzet magaslatán, 3. mert a likviditásbőség a laza monetáris feltételek miatt ezt lehetővé tette (erről *Bini Smaghy* [2010] részletes elemzést ad).

A különböző tagországokban kibontakozó hitelboomhoz spekulatív buborékok is társultak az ingatlanpiacon és a szolgáltatószektorban. A keleti bővítés tovább fűtötte a hitelbővülést, és annak ellenére folytatódott, hogy veszélyeinek tárgyalása nem maradt el (*Brzoza-Brzezina* [2005], *Bakker-Gulde* [2010]). Bár az elemzésekben már látszottak a problémák, csak a 2007-es pénzügyi válság hatására indultak meg a kísérletek a hitelbővülésből, illetve a lakáspiaci folyamatokból következő korai riasztó (*early warning*) modellek kialakítására és *ex post* tesztelésére (*Bunda-Ca' Zorzi* [2009]) annak érdekében, hogy a jövőben ne történhessen meg a folyamatok „félreértelmezése”.

Az euróövezet tagországai sok szempontból inkább távolodtak egymástól, mint közeledtek. Fennmaradt a régi Észak-Dél konfliktus, de a problémás országcsó-

porthoz csatlakozott a korábban évtizedeken át példaértékű felzárkózást bemutató Írország is.

Az európai integráció összes gondját nem lehet a GIIPS-tagországok¹⁵ fegyelmezetlen politikájából levezetni. Bármennyire is azonosíthatók gazdaságpolitikai hibák, illetve Görögország esetén csalások, ezek csak a válságjelenségek egy részére adnak magyarázatot. Az uniós szabályozást megsértő [a túlzottdeficit-eljárás (*Excessive Deficit Procedure, EDP*) alatt álló] és a válsággal küszködő országok nem teljesen azonosak. Sőt a válságországok némelyike az euróövezet első nyolc évében példamutatóan teljesítette a stabilitási és növekedési egyezmény követelményeit, ugyanakkor vagy talán ezért is „védtelenül” volt kitéve a „bombaüzletet” remélő (jórészt a többi tagországból feléje áramló) tőkebeáramlásnak, hogy azután a válság idején elszenvedje a hirtelen megállás (*sudden stop*) és a tőke menekülés (*capital flight*) következményeit is. Az elővigyázatosság elmaradása, a folyamatok túlfutása nem csupán saját belső gazdaságpolitikai hiba volt, hanem az euróövezeti (valamint a tágabb uniós) szabályozás és irányítás fogyatékoságai is komoly szerepet játszottak benne (ezt a témakört Az EU és az euróövezet szabályozási és intézményi környezetének változásai című fejezetben tárgyaljuk). A válságot megelőzően a kockázatokat tévesen mérték fel a hatóságok, a hitelminősítők súlyosan tévedtek, a felügyeletek pedig gyengéknek bizonyultak. A félreminősített eszközök és a buborékok kipukkanása miatt bekövetkezett bankválság konszolidációs költségei jelentősen megterhelték az államot, és megnövelték az államadósságot. A recesszió miatt szükségessé vált költségvetési lazítás tovább növelte az eladósodást. A nehéz helyzetbe került GIIPS-országok állampapírjaik viszont jórészt az országhatárokon átnyúlóan működő bankrendszer vásárolta meg, s az országok adóbsorolásának romlása (Görögország esetén a csőd) uniós szintű beavatkozás nélkül újabb súlyos veszteségeket okoz a bankszektornak. Az Európai Uniónak egy ördögi körből kell kitörnie.



Az euróövezet helyzete nagyon változékony, és jövője – akárcsak fél évtizednyit előretekintve – nem jósolható meg. Még ha megalapozatlanok is azok a szkeptikus hangok, amelyek az euróövezet szétesését valószínűsítik, a pénzügyi válság kiváltotta általános euróövezeti államadósság-válság és a perifériatagok országcsődhöz közeli helyzetének megoldása 2012 közepén még várat magára.¹⁶ Egyidejűleg a világgazdasági recesszióból való kilábalás is megtorpant, és a legújabb előrejelzések

¹⁵ Az irodalomban elterjedt rövidítést követjük: GIPS a bajba került „négyeket” jelöli (Görögország, Írország, Portugália, Spanyolország), a GIIPS-csoport pedig az előbbieket mellett Olaszországot is tartalmazza.

¹⁶ Az államadósság-válságok lehetséges kimeneteleiről készített elemzést *Franklin és szerzőtársai* [2011].

szerint az európai gazdaság is a kettős fenekű (W alakú) ciklus második leszálló ágába ért (IMF [2011a], [2011c] EC [2011]).¹⁷

Az euróövezeti válság tapasztalatai alapján egyértelművé vált, hogy van két fontos terület, ahol az uniós szabályozás megváltoztatását nem lehet elhalasztani, miközben a válságkezelés is azonnali lépéseket igényelt.¹⁸

– A közös valutaövezet működtetése/irányítása (*governance*) szinte kizárólag a stabilitási és növekedési egyezmény szabályrendszerére és az ehhez kapcsolódó túlzottdeficit-eljárásra épült. Ezeknek a mechanizmusoknak a hiányosságait korábban is lehetett észlelni, de alkalmatlanságukra a pénzügyi válság mutatott rá.

– Az euróövezet alkotói alulbecsülték/figyelmen kívül hagyták a legsúlyosabb rendszerkockázati tényezőket. Az uniós hatóságok nem rendelkeztek megfelelő intézményekkel, eszközökkel és eljárásokkal a külső (amerikai), illetve uniós belülről érkező (görög) sokkok fertőzőes hatásainak kivédéséhez. A „nincs központi banki kisegítés” (*no bail out*), „nincs átütemezés” (*no default*), „nincs kilépés a közös valutaövezetből” (*no exit*) euróövezeti sérthetetlen alapelvekről azonban kiderült, hogy betartásuk katasztrofális következményekkel járhat.¹⁹

SZABÁLYOK, SZABÁLYSZEGÉSEK ÉS REÁLGAZDASÁGI KONVERGENCIA • Az euróövezeti szabályok megalkotói nem gondoltak arra, hogy a stabilitási és növekedési egyezmény, valamint a túlzottdeficit-eljárás során tett vállalások betartása inkább kivétellé, semmint rendszerré válik. Az alapszerződésbe (*Treaty*) beépített büntetésnek semmilyen elrettentő ereje nem volt. A kétezres évek elején a dotcombuborék kipukkanásával járó lassulás Európára is tovaterjedt. Felélénkültek a stabilitási és növekedési egyezmény merevségét ostorozó bírálatok. A sokszínű euróövezet különböző fejlettségi szintű és gazdaságpolitikájú tagországait „kényszerzubbonyba” tuszkoló számszerű szabályok betartása sok tekintetben súlyosan nehezítette volna a növekedést az Európai Unióban. A német költségvetési fegyelmezetlenség (a GDP 3 százalékát meghaladó államháztartási hiány) egyenesen jól jött a németekkel integrálódott országok – például Magyarország – számára. Ugyanakkor a kevésbé fejlett régi tagországok (Portugália, Görögország) számára az euróövezeti tagság elnyerése kulcskérdéssé vált; a felzárkózás felgyorsításának ígéretét jelentette, aminek érdekében mindent elkövettek, sőt mint utóbb kiderült: Görögországban még csaltak is. Az ellenőrzés pedig gyenge volt, vagy az ellenőrzők szemet hunytak. Az euróövezetbe való belépés után azonban nyilvánvalóvá vált, hogy ezek az országok nem képesek

¹⁷ A 2012. májusi görögországi és franciaországi választási eredmények felerősítették az eurószkeptikus hangokat, és a nehezen elért görög válságrendezést és az új uniós szabályrendszert is veszélybe sodorták.

¹⁸ Bebizonyosodott, hogy az, amire a hazai előnyöket és hátrányokat elemző tanulmányok (lásd a *Függelék*) felhívták a figyelmet, valósággá válhat a hátrányok tekintetében is, könnyen megsemmisítve a korábban szerzett előnyöket, amelyek a közös valuta bevezetésekor még a legfegyelmezetlenebb tagországokban is kimutathatók voltak.

¹⁹ Az országcsőd bekövetkeztekor ezeket a tilalmakat nem lehet sem betartani, sem betartatni. De az is kiderült, hogy nem is szolgálná sem az adott ország, sem pedig az EU érdekeit. A görög válság kapcsán mindhárom elvet meg „kellett” sérteni. A fertőzést elszenvedő tagországokat ki kellett segíteni az EKB állampapír-vásárlásával, ki kellett dolgozni az irányított adósság-átütemezés eljárásait, és felmerült, hogy a valutaövezeti kilépés is szóba jöhetne, ha lenne rá szabályozás.

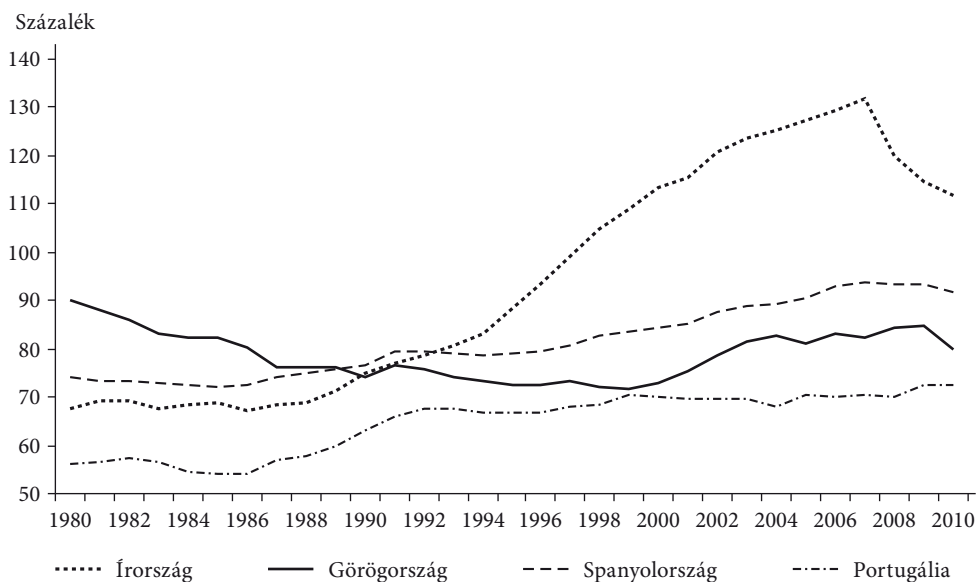
teljesíteni a követelményeket, s nincs eszközük a halmozódó egyensúlyi problémák kiigazítására sem.

Az euróövezet első tíz évében világossá vált, hogy egy ország számára a közös valuta bevezetése csak akkor járul hozzá a tartós növekedéshez, ha az összes többi intézményi, szabályozási tényező ennek alárendelve működik. Azokban az országokban, ahol csak látszatfegyelem érvényesült, és gyenge intézmények működtek, illetve amelyeket felkészületlenül ért a közös kamatszint miatti alacsony/negatív reálkamat, az eurócsatlakozás nem, vagy csak átmenetileg járt a reálgazdasági felzárkózás felgyorsulásával.

A 9. ábra a GIPS-országok EU-15 átlagához történt felzárkózásának harminc évről ad képet. A négy ország felzárkózási tapasztalatai kétségkívül különböznek egymástól, de fontos megérteni, hogy mit jelentett számukra, és milyen következményekkel járt a közös valuta bevezetése.

9. ábra

A GIPS-országok reálgazdasági felzárkózása az EU-15-höz, (relatív fejlettségi szintek) 1980–2010 (GDP/fő, vásárlóerő-paritáson, EU-15 = 100 százalék)



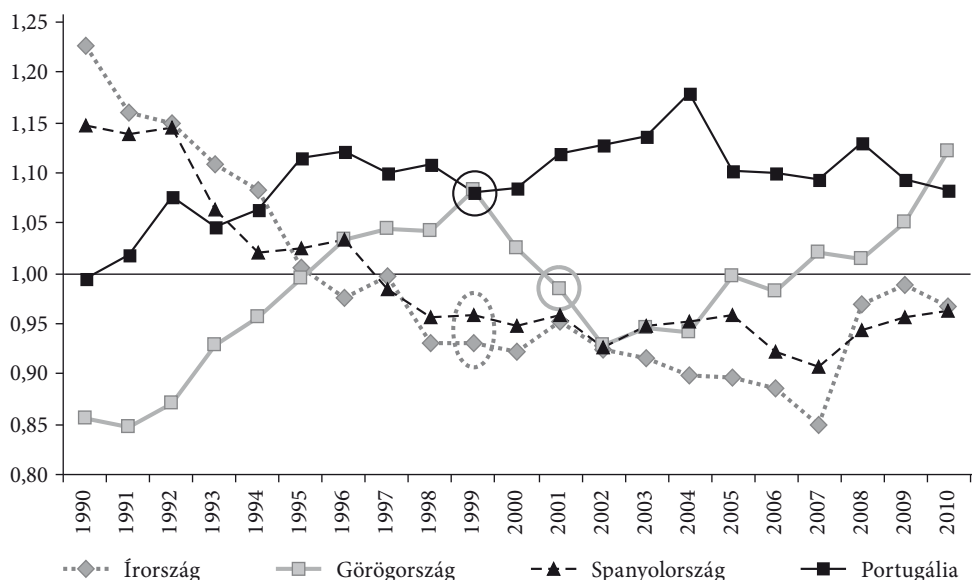
Forrás: Ameco-adatbázis.

Írországban a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP – az 1980-as évek közepén megindult gyors növekedés eredményeként – az 1990-es évek második felében érte el az EU-15 átlagát. Az eurócsatlakozást követően, 2007-ig egyre felfelé tért el az átlagtól, ám a 2008 és 2010 közötti visszaesés az 1999. évi relatív szintre (az EU-15 110 százalékára) húzta vissza, ezzel eltüntetve hét-nyolc évnnyi relatív növekedési többletet.

Görögországban az euró bevezetését megelőzően indult meg és az euróövezeti csatlakozást követően gyorsult fel a reálkonvergencia, ami nagyjából a 2000-es évek

10. ábra

A GDP relatív árszintje és a GDP/fő relatív reálszintje közötti arány (EU-15 = 100)



Forrás: Ameco-adatbázis alapján saját számítás.

közepéig tartott. 2010-ben (az adósságválság kitörésének évében) azonban divergencia kezdődött meg, amely 2011-ben felgyorsult, és az Európai Bizottság előrejelzése szerint 2012-ben is folytatódik; ezzel az ország nagyjából a 2000-es relatív fejlettségi szintjére esik vissza. Ebben az esetben is mintegy nyolcévnyi reálfelzárkózás vesz el három év alatt.

Spanyolországban az 1990-es évek közepétől megindult felzárkózást egyértelműen gyorsította az euróövezeti csatlakozás. A konvergencia itt is a 2000-es évek közepén akadt el, majd fordult meg, de a válság távolról sem vezetett olyan jelentős visszacsúszáshoz, mint Görögország és Írország esetében.

Portugália esete eltér a másik három országétól. Az 1980-as évek közepétől (Írországgal csaknem egy időben) kibontakozott, imponáló ütemű reálfelzárkózás az 1990-es évek elején megtorpant. 1996-tól újra megindult, ám az eruócsatlakozást követően teljesen leállt a gazdaság konvergenciája. E jelenség aligha magyarázható egyetlen okkal, de közöttük igen lényeges, hogy Portugália valutája túlértékelt volt, és az ország túl erős árfolyamon vezette be az eurót.

Jóllehet nem létezik általánosan elfogadott mutató egy valuta túl- vagy alulértékelttségének meghatározásához, hozzávetőleges támpontot kínál a Balassa-Samuelson-hatással korrigált vásárlóerő-paritás fogalma, vagyis a relatív árszint (vásárlóerő-paritás/árfolyam) és a relatív fejlettségi szint aránya.²⁰ E megköze-

²⁰ A 10. ábrán bemutatotthoz hasonló eredményre jutunk, ha a relatív árszint és a relatív fejlettségi szint aránya helyett az EU-tagországok relatív árszintje és fejlettségi szintje közötti (keresztmetszeti vagy panel-) regressziós összefüggés maradákaival mérjük az alul-/túlértékeltséget.

lítés alapján a *10. ábra* arról tanúskodik, hogy Portugália közel 10 százalékkal túlértékelt árfolyamon lépett be a valutaövezetbe, s a „túlértékelttség” a 2000-es évek közepéig csak fokozódott. Ez a körülmény segíthet megérteni, hogy az euró átvételét követően miért állt meg az ország reálfelzárkózása. Írország és Spanyolország enyhén alulértékelt árfolyamon lépett be, s reálfelzárkózásuk gyorsult az euróövezeti csatlakozás után. Az is figyelemre méltó, hogy Görögország – legalábbis rövidebb távon – jól járt azzal, hogy Portugáliánál később vált az euróövezet tagjává: az 1999. évi túlértékelttséget 2001-re sikerült megszüntetnie. Azt, hogy a későbbiekben (2004-től) rendkívül gyorsan emelkedett az ország fejlettségi szintjéhez viszonyított árszintje, a makrogazdasági instabilitás egyértelmű jelének kellett volna tekinteni, ami előbb-utóbb valutaleértékelődéséhez vezetett volna, ha lett volna saját valutája. De nem volt, ami miatt egyfajta hamis biztonságérzet keletkezett az addig követett gazdaságpolitika fenntarthatóságát illetően. (A későbbiekben még visszatérünk az árszintek és a fejlettségi szintek összehasonlítására.)

INSTABILITÁS ÉS DIVERGENCIA – RELATÍV ÁR- ÉS KÖLTSÉGALAKULÁS ÉS A KÜLSŐ EGYENSÚLY •

A „nagy mérséklődés” nem hozott pénzügyi stabilitást. A 2007-től kibontakozó pénzügyi válságot megelőző évtized a „nagy mérséklődés” néven vonult be a történelembe. Az elnevezés arra utal, hogy az infláció és a növekedés változékonysága jelentősen lecsökkent mindenütt a világban, de főleg a fejlett országokban, amit a gazdaságpolitikai ágak (költségvetési és monetáris politika) szétválasztásának, a fegyelmetten költségvetési politikának, a központi bankok függetlenítésének – és sokan az úgynevezett inflációs célt követő monetáris rendszerek bevezetésének – tulajdonítottak.²¹ Az euróövezetben a „nagy mérséklődést” az európai integráció elmélyülésének és az Európai Központi Bank sikerének is tekintették.

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

A tízéves eurót ünneplő előadások már rámutattak néhány feszültségre. Ezek a megállapítások azonban elsikkadtak a konferencia összefoglalójában (*Mackowiak*

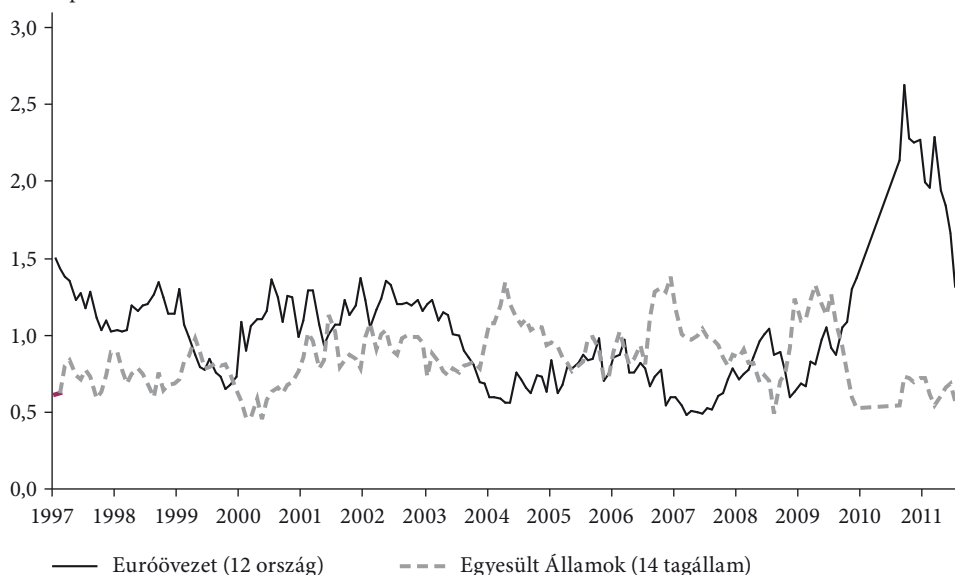
²¹ Volt néhány megalapozott kétely a fenntarthatósággal kapcsolatban, amelyekre azonban sem a kormányzati, sem a jegybanki döntéshozók nem hallgattak. Az IMF vezető közgazdásza, *Rajan* [2005] fogalmazta meg az egyik ilyen vészjelzést, felhívva a figyelmet a pénzügyi szektor fejlődésében rejlő kockázatokra s ezek rendszerkockázati kihatásaira. Megállapításaira az IMF saját szakapparátusa sem figyelt kellőképpen.

és szerkesztőtársai [2009]). Azt, hogy egyes tagországok romló versenyképessége és a folyó fizetési mérlegek nagy hiányai komoly, az integráció jövőjét veszélyeztető kockázatokat rejtnek, csak a válság tükrében ismerték be a hatóságok. Bár az infláció terén kissé mérséklődtek az *átlagos* különbségek (a szórás csökkent, lásd a 11. ábrát), az euróövezeten belüli divergencia más területeken annyira megnövekedett, hogy több tagország fenntarthatósági problémákkal szembesült, kérdésessé téve az euróövezet fennmaradását is.

11. ábra

Az infláció szórása az euróövezet országaiban és az Egyesült Államokban

Százalékpont



Forrás: MNB [2011a] 13. o. 1–5. ábra.

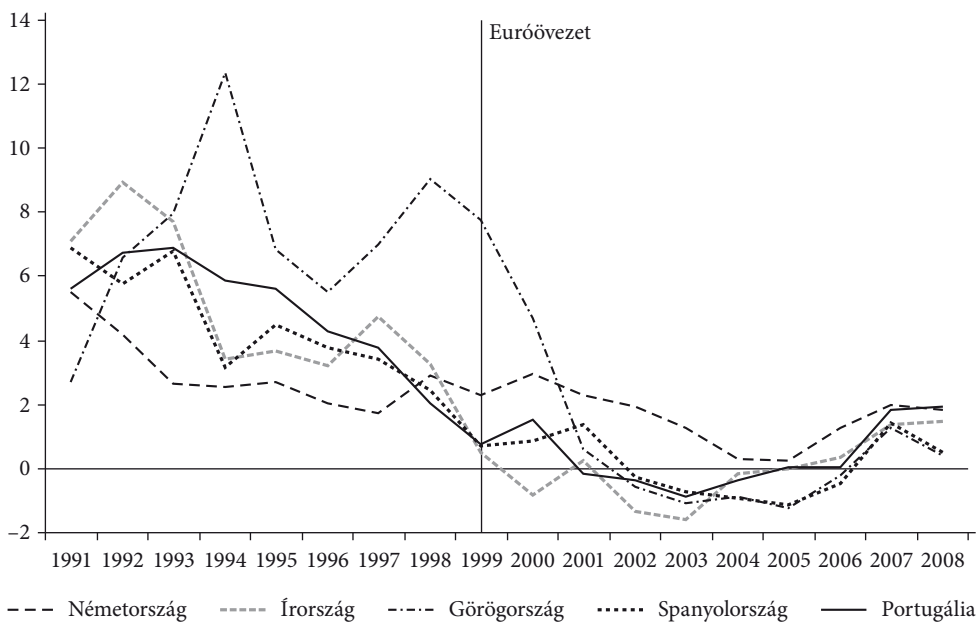
A divergencia fontosabb jeleit a következő négy pontban foglalhatjuk össze.

1. A gyors növekedésű országokban a fogyasztói infláció meghaladta az euróövezeti átlagot. A túlfűtöttség jeleit mutató gazdaságokban (Írország, Spanyolország) az alacsony reálkamat táplálta a túlzott magángazdasági hitelfelvételt, és – az intenzív tőkebeáramlással együtt – buborékok kialakulásához, majd felfúvódásukhoz vezetett (12. ábra).

2. Az árak és a bérek növekedésében mutatkozó divergencia nem mindig az integráció elmélyülésének és a fejlettségbeli konvergenciának a jele, jóllehet az európai intézmények elemzései jó ideig annak tekintették. A GIIPS-országokban a hazai túlkereslet is hozzájárult az inflációs különbségekhez, valamint a termelékenységjavulással meg nem alapozott béremelkedésekhez (1. táblázat), amelyek a nemzetközi ár- és költség-versenyképességük romlását idézték elő (13. ábra), ez pedig – amint látni fogjuk – a külső egyensúly fenntarthatatlan hiányaihoz vezetett.

12. ábra

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



Forrás: Eurostat.

1. táblázat

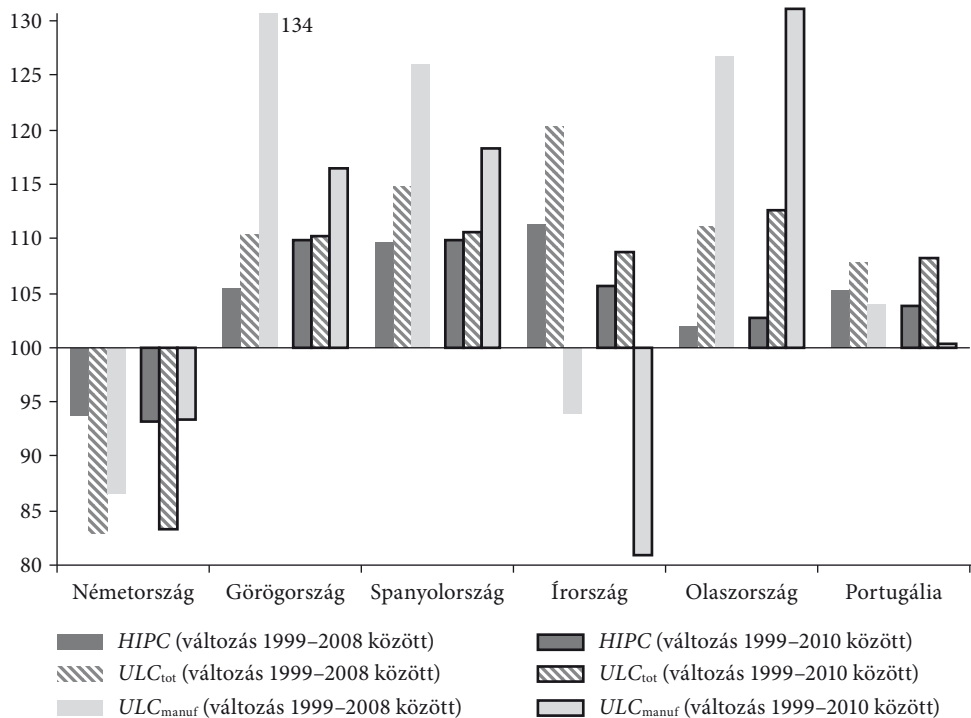
A nemzetgazdasági fajlagos bérköltség (ULC), a keresetek és a termelékenység kumulált növekedése, 1999–2006 (százalék)

| | Fajlagos bérköltség (ULC) | Keresetek | Munkatermelékenység |
|---------------|---------------------------|-----------|---------------------|
| Németország | 1,5 | 15,7 | 14,0 |
| Írország | 25,6 | 57,9 | 25,7 |
| Görögország | 25,2 | 63,8 | 30,8 |
| Spanyolország | 23,2 | 27,3 | 3,3 |
| Franciaország | 14,8 | 23,9 | 8,0 |
| Olaszország | 22,3 | 25,9 | 3,0 |
| Hollandia | 17,4 | 34,2 | 14,3 |
| Portugália | 27,7 | 36,4 | 6,7 |
| Finnország | 9,8 | 29,1 | 17,6 |
| Ausztria | 4,0 | 16,5 | 12,0 |
| Euróövezet | 12,0 | 22,6 | 8,9 |

Forrás: Papademos [2007] melléklete, lásd még: <http://www.bis.org/review/r070913d.pdf>.

13. ábra

A fogyasztóiár-alapú ($HIPC$) és a nemzetgazdasági (ULC_{tot}), illetve feldolgozóipari (ULC_{manuf}), fajlagos munkaköltségen alapuló reálárfolyam-index alakulása Németországban és a GIIPS-országokban 2008-ig és 2010-ig (16 euróövezeti országhoz viszonyítva, 1999 = 100)



Jelölések: $HIPC$: fogyasztóiár-alapú, ULC_{tot} : nemzetgazdasági, ULC_{manuf} : feldolgozóipari fajlagos bérköltség-alapú reálárfolyam-index. Egyszerű, keret nélküli oszlopok: 1999 és 2008 közötti változás; keretes oszlopok: 1999 és 2010 közötti változás.

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

Az 1. táblázat a nemzetgazdasági a fajlagos bérköltségek (*unit labor cost, ULC*) és komponenseinek (a bérek és a termelékenység) változását mutatja be 2006-ig, a 13. ábra pedig az ár- és költség-alapú reálárfolyam-indexek alakulásáról ad képet 2008-ig, illetve 2010-ig. A táblázat az egyes országokon belüli fejleményeket, az ábra viszont azok viszonylagos (a többi euróövezeti tagországhoz viszonyított) jelentőségét mutatja. Mind a táblázat, mind az ábra egyértelműen jelzi a Németország és a GIIPS-csoport közötti különbséget: Németország ár- és költségversenyképessége egyértelműen javult, a GIIPS-csoporté pedig általában romlott. A táblázatból kiderül: Németországon kívül egyedül Ausztria tudta a keresetek emelkedését a termelékenység változásával összhangban tartani (2006-ig); ez a GIIPS-országok egyikében sem sikerült.

Az ábra alapján azonban az is látható, hogy a GIIPS-országok körén belül is jelentős a divergencia. A különbségek nem elsősorban az áralapú, hanem a fajlagos bérköltségeken alapuló reálárfolyam-indexek alakulásában mutatkoznak meg, továbbá feltűnő, hogy mennyire jelentősek az eltérések a nemzetgazdasági és a feldolgozóipari fajlagos bérköltségeken alapuló indexek között. Például Görögországban 1999 és 2008 között a feldolgozóipari fajlagosbérköltség-alapú reálárfolyam 34 százalékos, a nemzetgazdasági alapú csak 10 százalékos versenyképesség-romlást jelez. Ugyanebben az időszakban Írországból a feldolgozóipari fajlagosbérköltség-alapú reálárfolyam 7 százalékos *javulást*, a nemzetgazdasági alapú viszont 20 százalékos *romlást* mutat.

Az is figyelemre méltó, hogy a globális (2008. évi) válság és az euróövezet válságához vezető görögországi krízis (2010) közötti időszakban milyen változások történtek az egyes országokban. Görögországban és Írországból jelentősen csökkent a feldolgozóipar euróövezethez viszonyított fajlagosbérköltség-mutatója (az utóbbi Olaszországban emelkedett), ám a nemzetgazdaság relatív fajlagosbérköltség-mutatója (amely az állami szektort is magában foglalja) Görögországban nem változott, Olaszországban kissé emelkedett, ellenben Írországból radikálisan csökkent. Spanyolország esetében is mérséklődtek a „túlfutások”, ellenben Portugáliában nem voltak korrigálendő túlfutások: itt nem a túlzott emelkedés, hanem a kezdeti túlságosan magas ár- és költségszint okozott tartós gondokat (lásd később a 12. ábrát).

3. Már a kezdetekkor számos tanulmány felhívta a figyelmet arra, hogy az euró bevezetésekor véglegesen rögzített paritás megválasztásakor a túl erős árfolyam veszélyes lehet a valutaunióban. Az „erőltetett” euróbevezetés elleni legfőbb érv úgy szólt, hogy a maastrichti kritériumok nem tartós jellegű teljesítése csak a fundamentálisan indokolhatónál erősebb árfolyammal lehetséges, aminek rögzítését követően az ország a valutaunió belül elhúzódó és nagyon fájdalmas kiigazításra kényszerülhet. Ennek ellenére az euróövezet főhatóságai nem kifogásolták az árfolyam-erősítő politikát,²² és nemcsak Portugália esetében, hanem később, például Szlovákia euróövezeti felvételekor sem (erre még visszatérünk).

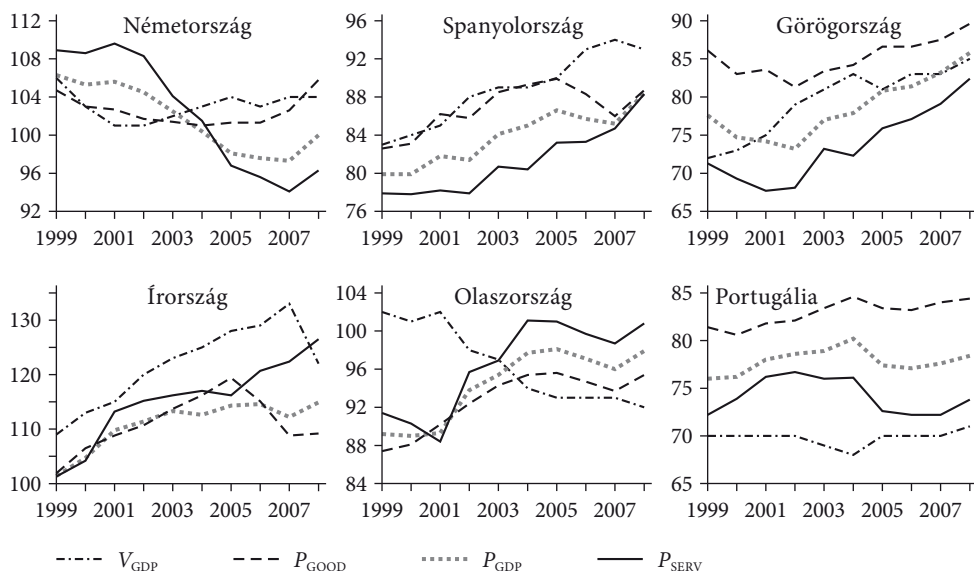
A 10. ábra már jelezte, a 14. ábra pedig a GIIPS-országok mellett Németországra nézve is részletesebben bemutatja a relatív fejlettségi szintek és az euróban mért relatív árszintek alakulását. A GDP árszintje mellett feltüntettük az áruk, illetve szolgáltatásokét is (a nemzetközi versenyképesség szempontjából az előbbinek van meghatározó jelentősége). Három országban (Írországból, Olaszországból és Spanyolországból) az euró bevezetésekor az általános (GDP-) relatív árszint alacsonyabb volt a relatív fejlettségi szintnél, kettőben (Görögország, Németország) nagyjából azonos volt a kettő. Amint már korábban kiderült, a kivétel Portugália (lásd az utolsó kockát), de a fenti ábrán az is látszik, hogy a gondot nem egyszerűen a

²² Sőt az európai szabályozás, például a maastrichti árfolyam-kritérium – az ERM-2-ben megengedett árfolyammozgás – definíciója is határozottan pártolta azt, ha a tagjelölt ország a belépés előtti időszakban felértékelődő árfolyammal jut el a csatlakozásig.

GDP-árszint, hanem az áruknak a fejlettséghez mérten különösen magas árszintje okozhatta, amit a későbbiekben sem sikerült korrigálni.

14. ábra

A GDP/fő relatív reálszintje, valamint a GDP, az áruk és a szolgáltatások árának relatív színvonalára 1999–2008 között (EU-15 = 100)



Jelölések: V_{GDP} : a GDP/fő relatív reálszintje (vásárlóerő-paritáson); P_{GDP} : a GDP relatív árszintje; P_{GOOD} : az áruk relatív árszintje; P_{SERV} : a szolgáltatások relatív árszintje.

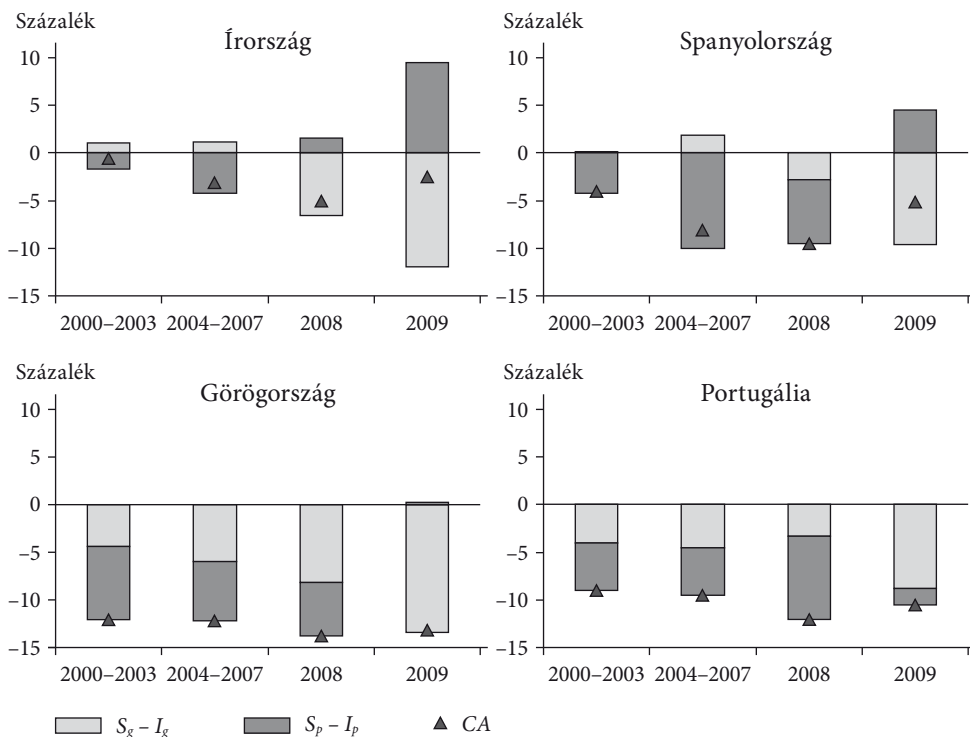
Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

A 14. ábra megint felhívja a figyelmet arra, hogy miközben a GIIPS-országok tapasztalatai meglehetősen sokfélék (többféleképpen is elronthatók, vagy elromolhatnak a dolgok), valamennyiétől különböznek Németország tapasztalatai. Ez azért fontos, mert az euróövezet válsága mindinkább megmutatja, hogy a közös valuta (és a véglegesen rögzített paritás) által megszabott korlátokhoz voltaképpen csak Németország (és talán Ausztria) tudott tökéletesen alkalmazkodni. Németországban mindvégig csaknem teljes szinkron volt a relatív fejlettségi szint és az áruk relatív árszintje között (ezzel sikerült fenntartani a külgazdasági versenyképességet), miközben a szolgáltatások árszintje – a keresetek és a munkatermelékenység közötti összhang folytán (1. táblázat) – mintegy 15 százalékkal csökkent az EU-15-höz képest (ezzel sikerült fenntartani az „árstabilitást”, vagyis az euróövezet átlagánál lényegesen alacsonyabb inflációt). Olaszországban viszont szinte minden pontosan ellenkezőleg történt.

4. A válság tette nyilvánvalóvá, hogy a külső egyensúlyi korlát a valutaunióban is számít. A legfontosabb felismerés pedig az, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya a ma-

15. ábra

A GDP-arányos megtakarítás–beruházási rés az államháztartási és a magánszektorban és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GIPS-országokban, 2000–2009



Jelölések: S_p , illetve S_g : a magán-, illetve állami szektor megtakarítása; I_p , illetve I_g : a magán-, illetve állami szektor felhalmozása. A folyó fizetési mérleg egyenlege: $CA = (S_p - I_p) + (S_g - I_g)$.
Forrás: Ameco-adatbázis alapján saját számítás.

gánadósság túlzott növekedése miatt is fenntarthatatlanná válhat.²³ Az unió szabályozása a külső egyensúlyi pozícióra, illetve a megtakarítási–beruházási egyensúly alakulására egyáltalán nem fordított figyelmet, ami az államadósság-válságba kerülő tagállamok esetén végzetes hibának bizonyult (*Giavazzi–Spaventa* [2010]). A bajba jutott országok között volt Írország és Spanyolország is, amelyek pedig a stabilitási és növekedési egyezmény betartásában „mintaországoknak” számítottak a kétezres évek első felében. Az euróbevezetés hatásának tekinthető, hogy az országkockázat huzamos ideig csökkent, illetve csaknem megszűnt (lásd később a 17. ábrát), miközben bővült a hitelkereslet és -kínálat, s nem volt uniós szintű előrejelző rendszer vagy mechanizmus a túlfűtöttség megakadályozására.

²³ Az egykori angol pénzügyminiszter kategorikusan megfogalmazott véleménye alapján a szakirodalomban Lawson-doktrínaként ismert az az elképzelés, amely szerint a külső deficit csak akkor jelent makrogazdasági problémát, ha mögötte állami túlköltekezés áll (lásd *Reisen* [1998] kritikus írását erről a megközelítésről).

A 15. ábra azt mutatja be, hogy a GIPS-országok külső egyensúlyának hiánya mögött a belső egyensúly eltérő természetű és mértékű hiánya állt. Írországban és Spanyolországban alapvetően a magánszektor megtakarítás–beruházás egyenlegének romlása okozta a külső egyensúly növekvő hiányát az első két időszak (2000–2003 és 2004–2007) között; az államháztartás egyensúlyban volt, illetve némi többletet is mutatott. Görögországot és Portugáliát a két időszak között nem jellemezték jelentősebb változások: mind az állam, mind pedig a magánszektor beruházásai folyamatosan meghaladták a megtakarításait. Figyelmet érdemelnek azonban a 2008 és 2009 közötti (a globális válság kitöréséhez kapcsolódó) változások: Írországban és Spanyolországban számottevően javult a külső egyensúly (a magánszektor megtakarítás–beruházás egyenlege nagyobb mértékben javult, mint amennyivel az államháztartási egyenleg romlott); a másik két országban viszont az ellentétes irányú mozgások nem tudták számottevően javítani a külső egyensúlyt. Mindezek jelentősen befolyásolták az egyes országok helyzetét és megítélését az euróvezeti válság kitörésének idején.

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

A WALTERS-KRITIKA ÉS EMPIRIKUS VIZSGÁLATA

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

A waltersi kritika szempontjából sok szerző vizsgálta az euróövezet működését (például *Angeloni–Ehrman* [2004], *Papademos* [2007]). Walters feltevéseit általában megkérdőjelezték, mégpedig két alapponton. Az egyik (elméleti) kifogás arra hivatkozott, hogy a magasabb inflációjú országokban a reálárfolyam felértékelődik, ami visszafogja a gazdaságot, miközben a reálkamat csökkenése stimuláló hatást fejt ki. Mivel nem lehet tudni, hogy melyik hatás az erősebb, az, hogy igazolható-e a waltersi kritika, az infláció alakulásának vizsgálatával dönthető el. A másik (empirikus) bírálat arra hivatkozott, hogy az euróövezetben nem érvényesült az inflációs divergencia. Az első tíz évet éppen a „nagy mérséklődés” jellemezte, amiben a közös valuta bevezetése s az ennek nyomán erősödő verseny is közrejátszhatott (ezt láthattuk a 11. ábrán). Az éves inflációs indexek szórásának mérséklődése az inflációs folyamatok divergenciáját cáfolni látszik, az éves reálkamatok esetén azonban kimutatható, hogy a GIPS-országokban a reálkamatok jelentős mérséklődésével, illetve a negatív reálkamatok kialakulását járt az euróövezet létrehozása (12. ábra). Ez hozzájárult a hitelezés túlzott felfutásához.

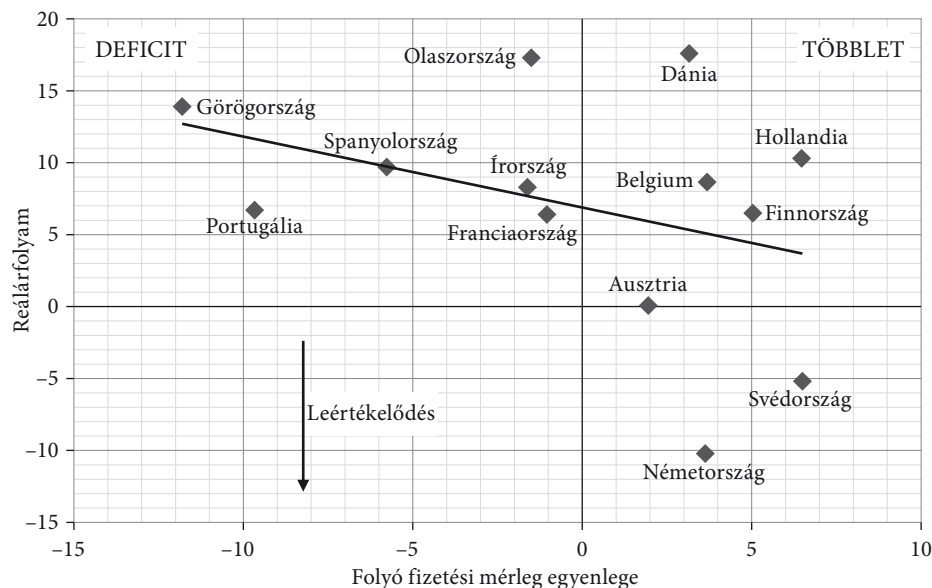
Az egyes országok reálárfolyamának felértékelődését illetően láthattuk, hogy igen nagy a szóródás (1. táblázat, 13. és 14. ábra). A nagyobb reálfelértékelődés azonban

nem feltétlenül jár növekedés-visszafogó hatással, hiszen a reálfelértékelődés konjunktúratompító ereje a gazdaságok nyitottságától függ (Erre az *NMB* [2011a] is felhívja a figyelmet.) A reálfelértékelődés emellett a közös valutaövezeten belüli integrálódásból is fakadhat, például a kevésbé fejlett országok felzárkózásának velejárója lehet. Az euróövezet esetén pedig éppen az vált kritikus jelentőségűvé, hogy a reálfelértékelődést mutató tagok (köztük élen jártak a GIIPS-országok) közül hol tekinthető ez egyensúlyi folyamatnak, és hol jelent versenyképesség-romlást és fenntarthatatlan folyamatot. Ez egy további összefüggés alapján látszik eldönthetőnek.

Az egyensúlyi reálfelértékelődés – a felzárkózó, illetve gyorsan növekvő országok magasabb inflációja (esetleg: béremelkedése) – definíció szerint nem jelent versenyképesség-romlást, és nem jár a folyó fizetési mérleg hiányának túlzott/fenntarthatatlan növekedésével (Ez az úgynevezett Balassa–Samuelson-hatás, lásd *Halpern–Wyplosz* [2001]). A 16. ábrán az euróövezet tagországai esetében azonban az figyelhető meg, hogy miközben az inflációs divergencia nem nőtt jelentősen az euró létrehozása óta, a beralapú reálárfolyam és a fizetésimérleg-hiány tekintetében igen nagyra nőttek az eltérések, és egy olyan összefüggés rajzolódik ki, hogy a nagymértékű felértékelődés fenntarthatatlan külső hiánnyal jár. Emellett az is látszik, hogy éppen azok az országok kerültek nehéz helyzetbe, amelyekre ez az összefüggés kimutatható. Ez a Walters-féle kritika egy sajátos megjelenésének tekinthető (erre az összefüggésre *Mongelli–Wyplosz* [2008] mutatott rá).

16. ábra

A fajlagos bérköltiségeken alapuló reálárfolyam változása és a folyó fizetési mérleg hiánya az euróövezetben, 1999–2008



Forrás: Ameco-adatbázis.

Az euróövezeti válság

A 2007 közepétől kibontakozó válságról gyorsan kiderült, hogy bár kétségtelenül vannak olyan vonásai, amelyek az elmúlt húsz év feltörekvő piaci válságaitól vagy akár a harmincas évek világválságától eltérnek, de bizonyos alapösszefüggések változatlanul érvényesülnek (lásd *Reinhart–Rogoff* [2008]). A válság rávilágított arra is, hogy nem csupán azokkal a szabályozási és irányítási hiányosságokkal van probléma, amelyek miatt az euróövezet fejlettségbeli felzárkózása az Egyesült Államokhoz régóta sikertelen,²⁴ hanem az integrációnak nincs hatékony sokkokat kezelő rendszere. „Nemcsak tűzoltó nincs, hanem a tűzjelzőről is elfeledkeztek az alkotók” – ahogy ezt *de Grauwe* [2011a] találóan megállapította.

A VÁLSÁG SZAKASZAI • Az Európai Unió kéthullámú válságot él át a kétezres évek első évtizedének végén. Az első hullám – 2007–2009-ben – az amerikai másodrendű hitelpiaci válság fertőző hatásával kezdődött, és erre rakódtak rá egyes tagországokban a korábbi évtizedben érlelődő „saját” problémák (buborékok, túlzott magánhitel-bővülés, devizahitelezés stb.). Ennek az időszaknak a kiemelkedő eseménye volt a Lehman bankház bukása, ami Európában súlyos likviditási és bizalmi válságot okozott, a piaci kapcsolatok teljes befagyásával járt. Az első hullám konszolidációját az állam nagymértékű eladósodása kísérte. Az államadósság-válság bankrendszerre való visszahatása váltotta ki a 2010–2012-es második hullámot, amit különösen felerősített a halaszthatatlanná vált görög csődredezés. Mindeközben az EU (és azon belül az euróövezet) a történetének legnagyobb irányítási és működési válságát éli át. A globális konjunktúra újból lejtmenetbe fordult 2011 végén, ami nem kedvez az államadósság- és bankválságok kezelésének.

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

A jelenleg is tartó második szakaszban sokkal összetettebbé váltak a problémák. A válság eredetileg az Egyesült Államokból indult ki, de az Európai Unióban tovább elhúzódott, ami visszahathat az amerikai gazdaságra is. Az államadósság- és a bankválságok országokon átnyúló kölcsönhatásokat gerjesztenek. Az állami eladósodottság és a magánszektor eladósodottsága sok szálon összefügg, de nem feltétlenül mozog párhuzamosan. Az államadósság még jó ideig nőtt (a válság hatását semlegesíteni hivatott költségvetési lazítás miatt), amikor a magánszektorban már megindult az adósságleépítés. Az első válsághullámban bekövetkezett portfólióromlást követően a bankszektorban a hitel/betét arány korrekciója érde-

²⁴ Az Egyesült Államokhoz való felzárkózás az európai közös valutaövezet létrejötte óta a fő végső cél, amit az európai főhatóságok mindenkor meghirdettek, és ma is fő célnak tekintenek. A sikertelenség okait elemezte és átfogó programot állított össze az európai növekedési képesség erősítésére *Sapir és szerzőtársai* [2003].

kében a hitelviszafogás elkerülhetetlenné vált. Az állam eladósodásának növelése azonban tovább már nem folytatható.

A harmincas évek világválsága utáni válságok (45 darab) vizsgálata (*Roxburg és szerzőtársai* [2010]) arra a megállapításra vezetett, hogy az adósságleépítés négyfajta típusát lehetett megfigyelni:

1. a komoly megszorításokkal operáló kiigazítások esetén a hitelnövekedés sokáig késve követte a GDP-növekedést;
2. az adósságátütemezés/-leírás – irányított országcsőd;
3. az adósságok „elinfálása”;
4. az adósság „kinövése” valamilyen extrahatással felgyorsított növekedésre alapozva (háború, nyersanyagforrás, illetve a kiigazítás szerkezetének olyan meghatározása, ami a növekedést helyezi előtérbe²⁵).

A jelek szerint a 2011-es európai válság kezelésekor ezeknek az eseteknek a kombinációja valósult meg. A kinövésre egy darabig várni kell, mert annak lehetőségei a globális konjunktúrától is függnék. A nyomott belső piaci helyzetben a legkisebb az esélye az adósságok elinfálásának. Ez ellenkezne a valutaunió alapvetéseivel, de még ha ez lenne egyes politikusok szándéka, akkor sem menne egyszerűen, mert az általános feltételek nem inflatorikusak.²⁶ Az olykor feleledő deflációs veszély viszont nagyon kockázatos az államadósság-spirál beindulása szempontjából, s mint erre Rogoff [2011] rámutatott, egy ilyen helyzetben nem árt egy kissé magasabb (4–6) százalékos áremelkedési ütemet megcélozni. (Megvalósítani nem egyszerű és nehezen hajlanának rá az EKB illetékesei.)

A sérülékenységet és az eszközeleépítési/-leépítési folyamat elhúzódását a kiinduló állapoton (eladósodottság, hitel/betét arány) kívül az is befolyásolja, hogy milyen az adott ország/szektor adósságszolgálat-fizetési képessége, milyen a jövedelemszolgáltatásoknak való ellenálló képessége, és hogyan tud reagálni, ha nem várt hatás éri a finanszírozási források (tőkeáramlás), illetve a kamatok oldaláról.²⁷ A követendő pálya (várható) kijelölésekor célszerűbb az adott ország hosszabb távot átfogó, historikus fejlődésének elemzéséből kiindulni, semmint a többi tagországhoz viszonyítani. A sérülékenységet szektorokra bontva lehet jól feltárni, s ezt követően a szektorok közötti kapcsolatokat áttekinteni, amin belül elsődleges fontosságú a pénzügyi szektor konszolidációja. A görög esetben valószínűleg megvalósul az adósságleírás, illetve átütemezés. Ezt megelőzően sort kell keríteni az európai bankrendszer feltökésítésére.

²⁵ Ez az úgynevezett nem keynesi kiigazítás, amelynek lehetőségei egy mély válságban (nagy folyó-fizetésimérleg-deficit kiigazításának kényszere esetén) korlátozottak. A kilencvenes évektől az EU-ban zajló költségvetési kiigazítások esetén azonban több alkalommal is kimutatható volt a pozitív növekedési (expanzív) hatás, ami segített az eladósodás megfékezésében is az adott országban.

²⁶ A jegybankpénz mennyisége ugyan megnőtt minden országban, de a gazdaságban lévő pénzmennyiség (M3) többnyire stagnált, esetenként még csökkent is. A jegybankok nem konvencionális műveletekkel mindent megtettek annak érdekében, hogy a bizalmi válság miatt befagyott (bankközi és hitel-) piacokat likvidd tegyék, és enyhítsék a monetáris transzmissziós mechanizmusban jelentkező fennakadásokat, árazási torzulásokat. Az így keletkezett többletlikviditást azonban a központi bankok sterilizációs eszközökkel részben kivonták.

²⁷ Ebben a megközelítésben készített vizsgálatokat *Roxburg és szerzőtársai* [2010].

Fennáll a veszély, hogy a bankok feltőkésítésének jelentős terheit legalábbis részben a kormányok kénytelenek viselni, ami az állami eladósodást tovább növelheti.

Kedvező fordulat lenne, ha az európai hatóságok felismernék, hogy az Európai Unió egészének az az érdeke, hogy differenciáltan érvényesüljön a költségvetési szigorra való visszatérés.²⁸ Az egész euróövezet és unió talpra állását segítené ugyanis, továbbá a bankrendszer válságból való kikerülését is gyorsíthatná, ha a külső pozícióban többletet mutató országokban (elsősorban Németországban) tovább folytatódna a belső fogyasztás ösztönzése, míg a kiigazításra kényszerülők (GIIPS) a növekedési szempontokra figyelemmel terveznék meg a programjaikat. Az adósság kinövését – bármennyire is fájdalommentes módja lehetne az adósságelépitésnek – akadályozza a válság globális és összehangolt jellege. Mindezt figyelembe véve, az európai válság elhúzódó lesz, még akkor is, ha a bankválságot „gyorsan” megoldják az európai döntéshozók.

A VÁLSÁG HATÁSA – AMIRE LEHETETT SZÁMÍTANI (DE A MÉRTÉK MEGLEPŐ VOLT) •
Az euróövezet létrehozása előtt számoltak azzal, hogy az árfolyamkockázat kiiktatása számos országban jelentősen olcsóbbá teszi majd az államadósság finanszírozását, de arra is számítottak, hogy az országgkockázat árazása miatt az állampapírok hozama differenciálódik. A valutaunió első éve meglepetést jelentettek, mert a hozamkülönbségek szinte teljesen eltűntek, s ez a költekezésre hajlamos kormányok számára nem jelentett elegendő visszatartó erőt.

A 2007-től kibontakozó pénzügyi válság fordulatot hozott az árazásban, és újabb meglepetéssel szolgált. Korábban elképzelhetetlen volt, hogy a stabilitási és növekedési egyezmény szabta kemény korlátok között a közös valutaövezeten belül kialakulhat államadósság-válság, ráadásul több országban is. Nem lehetett arra számítani, hogy egyes euróövezeti tagok rosszabbul bírják a válságot, mint némely euróövezeten kívüli új közép-kelet-európai tagország, s a piaci idegesség átterjed a válság előtt tévedések sorozatát bemutató hitelminősítőkre is, az euróövezeti tagok kieshetnek a befektetésre ajánlott kategóriából (*MNB [2011b] 40. o.*).

A várakozásokkal szemben az országgkockázatok árazása az euróövezeti országokra vonatkozóan meglehetősen kiszámíthatatlanul, olykor megmagyarázhatatlanul alakul(t). Miközben az euróövezet első öt évében gyakorlatilag nem árazott a piac országgkockázatot, illetve a túlzottdeficit-eljárás rendszeresen megbukó tagállamok állampapírhozamai alig mutattak eltérést a viszonyításként használt német állampapírok hozamától, a válság kitörését követően a GIIPS-országok árazása olykor egyértelműen túllőtt a reálisan indokolható mértéken. A „félreárazás” mögött jelentős tényező, hogy ezek a tagok nem rendelkeznek saját központi bankkal és valutával, s ezért még jelentős kiigazítás esetén sem könnyű visszanyerniük a befektetők bizalmát.²⁹ A GIIPS-országokat kamatfeláraik megugrása és adósléminősítésük a

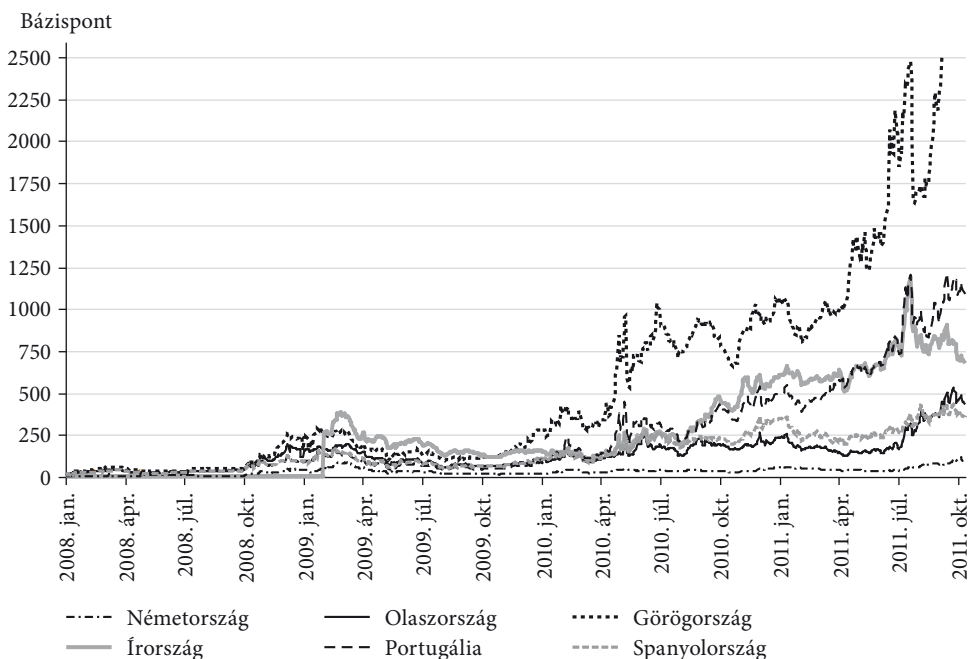
²⁸ Erre nem sok esély mutatkozik, legalábbis a 2012 elején kötött új kormányközi egyezmény – amit Az EU és az euróövezet szabályozási és intézményi környezetének változásai című fejezetben értékelünk – ennek az ellenkezőjére utal.

²⁹ Erről a későbbiekben, az EU intézményi továbbfejlesztése kapcsán még írunk. Az azonban, hogy a GIIPS-országok kamatfelárai messze magasabbra szöktek, mint az EU euróövezeten kívüli, a pénz-

feltörekvő országok közé süllyesztette, ott is a leggyengébbek közé. Állampapírjainak hozamprémiumai 2011 őszére visszatértek az euróövezethez való konvergencia megindulása előtti szintekre (17. és 18. ábra).

17. ábra

Ötéves csőd kockázati (CDS) felárak



Forrás: MNB.

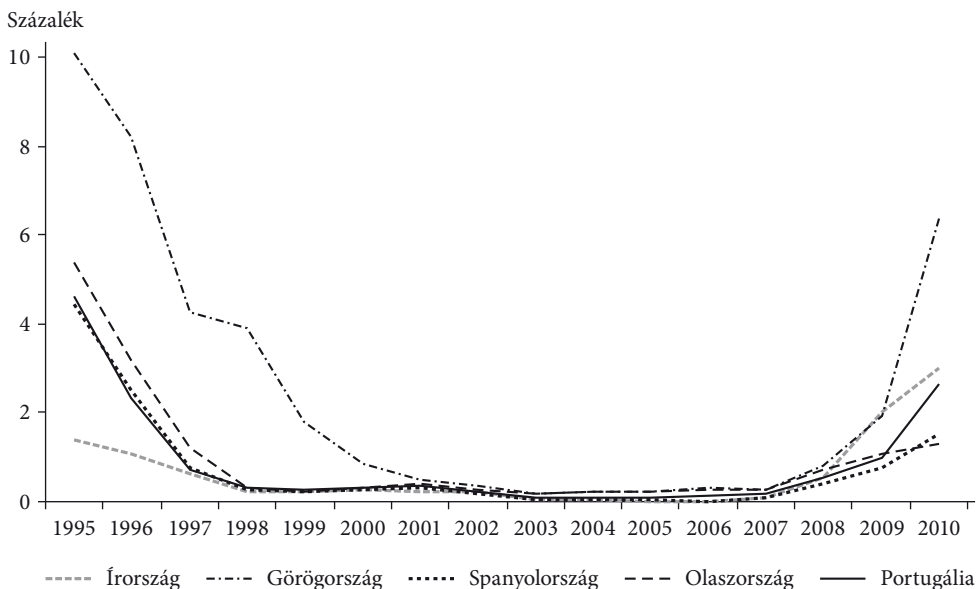
Az árazási sokk az európai államadósság-csapda egyik fő kiváltója. Ha ugyanis az felszökő csőd kockázati (CDS) felárak mellett is piaci kibocsátásokkal próbálkoznak azok az országok, amelyek saját helyzetüket már valamennyire konszolidálták, de a görög csődfenyegetettség miatt visszatérően fertőzést szenvednek el a piaci hangulat kiszámíthatatlanul és aránytalanul változó romlása miatt, akkor a költségvetési konszolidáció ellenére adósságspirálba kerülhetnek, mivel az általános konjunktúra 2011 végére megint világszerte (és Európában is) lelassult. Ebben a helyzetben az határozza meg, hogy egy felpörgő adósságrátájú ország képes-e kikerülni az ördögi körből, hogy az elsődleges államháztartási egyenleg eredetileg (a globális recesszió és az országkockázati felárak megugrása előtt) mennyire volt távol a kiegyensúlyozottól.

Végül is a fizetésimerleg-válsággal küszködő euróövezeti tagországokban kiderült, hogy a költségvetési kiigazítás költségesebb lehet, mint egy nem euróövezeti fel-

ügyi válságban a bajba jutott euróövezeti tagokhoz hasonló problémákkal küszködő tagországok felárai (Nagy-Britannia, Magyarország), ezt a hipotézist erősítik.

18. ábra

Hosszú lejáratú hozamkülönbségek Németországhoz viszonyítva (százalékpontban)



Forrás: Ameco-adatbázis alapján saját számítás.

törekvő országban, továbbá lehetetlen megoldani „önerőből” (kell hozzá az Európai Központi Bank vagy a többi tagország segítsége), ezért még a legszigorúbb költségvetési kiigazítás hatékonysága is kétesélyes. Ennek oka pedig kettős: 1. egyfelől a saját valuta (saját központi bank és monetáris politika) hiánya miatt nincs mód arra, hogy a költségvetési alkalmazkodást a saját valuta leértékelődésével is támogassák, pedig – a nemzetközi tapasztalatok szerint – a sikeres kiigazítások esetén ez majdnem mindig bekövetkezett; 2. másfelől az euróövezetben nem létezett más válságkezelő intézmény, mint az Európai Központi Bank, amelynek azonban sem jogosítványa, sokáig pedig hajlandósága sem volt az országmentő akciókra.³⁰

JAVASLATOK A STABILITÁST BIZTOSÍTÓ ÁLLAMPAPÍR-PIACI ÁRAZÁS HELYREÁLLÍTÁSÁRA

Az EU és az euróövezet szabályozási és intézményi környezetének változásai című fejezetben tárgyalt uniós tervek és változtatások az integráció működésének (a stabilitás és a növekedés) helyreállítását célozzák, de nem képesek korrigálni a válság során felmerült egyik fontos problémát, a piaci árazásban megmutatkozó anomáliát. Az európai országok adósságválságát nem lehet megoldani anélkül, hogy az országhoz tartozó felárak

³⁰ A kormányok kiségitésének tilalmára vonatkozó alapelvet (*no bail out principle*) az EKB sokáig úgy értelmezte, hogy az állampapírpiacokon egyáltalán nem tölthet be végső hitelezői mentőszerepet. Akkor sem, ha egyes országok a görög csőd fertőzéses hatása következtében kerülnek nehéz helyzetbe, illetve az állampapírpiacra következik be likviditási vagy bizalmi válság.

vissza ne térjenek arra a szintre, ami már nem növeli folytonosan az államadósság/GDP arányt. A másik probléma a felárak volatilitása. Mindaddig, amíg nem normalizálódik az államadósság-kötvények árazása, nem lehet számítani arra, hogy a különböző piacokon a pénzügyi közvetítés visszatér a válság előtti mederbe, ami pedig a növekedési kilátásokat is reménytelenné teszi.

A kockázati felárak megszelídítésére több javaslat is megfogalmazódott:³¹

- közös euróövezeti kötvény kibocsátása,
- a likviditás biztosítása nemzetközi alapokon keresztül,
- nemzetközi alapon keresztüli visszavásárlási programok,
- adósságátütemezés.

Fontos látni, hogy nem csupán Görögország esete kétséges. A válság alatti felárakkal bármely ország fenntarthatatlan pályára kerülhet, és csődbe mehetne. Ezek a költségvetési kiigazítással nem ellensúlyozható hatású felárak a likviditási válságokat könnyen fizetéseképtelenséggé változtathatják a nehéz helyzetben lévő GIIPS-országokban.

A közös eurókötvény kibocsátása jár a legtöbb nehézséggel, mert a „kockázatterítés” és ennek árazása is sok problémát vehet fel. Összességében még a szándékolttal ellentétes hatást is kiválthat a GIIPS-országokban, éppen a transzparencia hiánya miatt.

A görög válság megoldására elkerülhetetlenné vált az adósság leírása és átütemezése. Az irányított átütemezés körütekintő előkészítést igényel (például a bankok feltőkésítése), s ez időigényes. Ráadásul nem biztos, hogy sokat lehet nyerni rajta – amint arra az időközben kinevezett új miniszterelnök, Papademosz, egy a kinevezését megelőző napokban publikált írásában rámutatott (*Papademos* [2011]). Papademosz a közös alaplól történő segítségnyújtást szorgalmazta.

A kötvénypiacokon a likviditás biztosítása és a visszavásárlási lehetőségek bevezetése nagyon hasznos lenne az államadósság-válság megoldáshoz. Ha ezt egy nemzetközi alap végzi az európai válságkezelő rendszer (az európai stabilitási mechanizmus – *European Stability Mechanism, ESM*) keretén belül, akkor előbb-utóbb az EKB is felszabadulna a kényszerből végzett állampapír-vásárlás alól. De egyáltalán nem biztos, hogy ez a legjobb megoldás, mert egy akármilyen (növekvő) nagyságú alap összeadása mindig késlekedéssel működik, és kisebb hitelességű lehet, mint ha ezt a funkciót az EKB-hoz delegálnák.

A VÁLSÁG HATÁSA – AMIVEL NEM SZÁMOLTAK ELŐRE (A VÁLSÁGKEZELÉSI ESZKÖZTÁR HIÁNYOSSÁGAI) • A pénzügyi válsággal egy sor olyan esemény következett be, amit a világ nem várt, s amire az EU sem volt felkészülve.

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

Megdőlte a korábbi évtizednek az a tapasztalata, hogy *válságfertőzés csak a feltörekvő országokból érkezik, és az országcsoporton belül marad.* A fejlett országok válságai sokkal meggrázóbbak és kevésbé lokalizáltak lehetnek. Ilyen volt az amerikai másodrendű adósságválság továbbterjedése, ami bankcsődök tömegét gerjesztette. A Lehman-bukás után kialakult likviditási/bizalmi válság az euróövezetet is súlyosan érintette, de az unió

³¹ *Kopf* [2011] jó összefoglalót és értékelést ad az állampapírcsökkentés „rehabilitációját” megoldó lehetőségekről.

euróövezeten kívüli tagjaira még nehezebb időszak köszöntött (lásd a keretes írást). A jelenlegi válság előtt a fejlett világ – azon belül az euróövezeti országok – államadósság-válsága nem volt benne a lehetséges kockázatok halmazában. A „tripla” (bank-, magán- és államadósság-) válság kezelésére az Európai Unió nem készült fel.

AZ EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI EU-TAGORSZÁGOK HELYZETE A LEHMAN-CSŐD UTÁN

Az euróövezeten kívüli tagországokban is bekövetkeztek meglepetésszámba menő kellemtelen események, amelyek ellen az EU-tól védelmet reméltek ezek az országok. A közép-kelet-európai tagországok már az uniós csatlakozás előtt magas integráltságot értek el az unióval, illetve az euróövezeti tagokkal. Az integrálódás kiterjedt a kereskedelmi, tőke- és tulajdonosi kapcsolatokra is. (Például a bankok nagy része már a rendszerváltást követően európai bankok tulajdonába került.) Ez – egészen a pénzügyi válság kitöréséig – az országok kockázati megítélésének egyik fontos pozitív eleme volt. A Lehman-csőd után (2008 őszétől) ez az értékelés éles fordulatot vett. Részben jogosan, hiszen a piacokról kiáramló tőke (ami nem feltétlenül az adott ország, hanem a befektetők problémái miatt következett be) növelte a refinanszírozási kockázatot (például Magyarországon).

A tőkemenekülés fontos oka volt az is, hogy az euróövezeten kívüli országok állampapírjai nem szerepeltek az EKB által refinanszírozásra elfogadott értékpapírok listáján. Amikor minden befektető a likviditást biztosító értékpapírokat kereste (erre kényszerült), akkor kézenfekvő volt az olyan állampapíroktól való szabadulás, amelyeket az EKB nem fogad el fedezetül. Ami tehát a likviditás kiszáradásakor az euróövezetben segítette a megoldást, az negatív mellékhatással járt a „kívülálló” tagországok számára. A refinanszírozás megkérdőjelezése azonban a nyugat-európai anyabankokra vonatkozóan is – alaptalanul – bekövetkezett, és ez 2009 első negyedében súlyos regionális válságot okozott Közép-Kelet-Európában: összességében nagy többletköltséggel járt a CDS-felárak és a hozamok megugrása, a valutaárfolyamok gyengülése. Ráadásul nemzetközi intézmények adatai és hibás elemzései is (BIS, IMF) tovább fokozták a regionális felfordulást. Utóbb kiderült, hogy teljesen alaptalanul. Az értékelést kijavították, az anyabankok pedig helytálltak. A költségeket azonban a régió országai viselték, azokat nem lehetett visszaváltani. A kritikus időszakban nem volt európai hatóság, amely védelmet – reális értékelést – adott volna a régió helyzetéről.³²

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

³² 2009 márciusában a cseh, lengyel és a magyar jegybankelnök közös közleményben próbálta korrigálni a téves piaci ítéletet.

Komoly hiányosságok vannak az eurővezet (makro- és mikroprudenciális) kockázatkezelésében. A pénzügyi válság megcáfolta az alacsony (fogyasztói) infláció és a tartós növekedés okozta szakmai sikert, mert kiderült, hogy ez nem elegendő feltétel a makro- és pénzügyi stabilitáshoz. A világgazdaságban a fejlett és fejlődő világ közötti fenntarthatatlan mértékű egyensúlytanságok kialakulása, az eszközárak inflációja, a képződő buborékok figyelmen kívül hagyása³³ olyan hibáknak bizonyultak, amelyek soha nem látott mértékű válságba vitték a világot. És bár a forrás ebben a válságban a fejlett világ és azon belül az Egyesült Államok volt, hiú reménynek bizonyult, hogy az Európai Unió elszigetelje magát (*decoupling*) a válsággóctól. Sőt 2011 őszére az európai (eurővezeti) helyzet kritikussá vált, mint az amerikai. Az európai bankrendszer és piacok régóta húzódo stabilitási szempontú újraszabályozása csak lassan haladt. A különböző, egyre körütekintőbb követelmények kidolgozása (bázeli előírások) és a hatékony felügyelet kérdéseit kutató bizottságok (például a Larosière-bizottság) jelentései ellenére a pénzügyi szektor európai szabályai és felügyeleti rendszere nem tudta kivédeni a sokkot. A válság kitörésekor, különösen pedig kiteljesedésekor (2008-tól) a „tűzfészek” oltásával egyidejűleg kell(ett) az uniós választ kidolgozni az unió stabilitását hosszabb távon megingató problémákra, feldolgozva a legfrissebb – gazdaságpolitikai (kölségvetési és monetáris politikai), szabályozási, intézményi és ellenőrzési – fejleményeket.

Nem csak a korai felismeréssel volt baj. A válság kiteljesedésekor a legnagyobb hiányosságnak az bizonyult, hogy *nem volt olyan eurővezeti válságkezelő intézmény* (eljárás, válságalap), amely jogosult lett volna a kibontakozó pénzügyi és államadóság-válság kezelésére, illetve rendelkezett volna előre elkészített megoldással. Az EKB, egyedülként feljogosítva az egész eurővezetre kiterjedően, csak egyfajta tűzoltásra volt képes. A Lehman-bukást követően a likviditási válság első hullámában viszonylag gyorsan és hatékonyan reagált, aktívan gyakorolta a ráruházott végső hitelezői funkciót. Ugyanakkor az állampapírok árazása terén mutatkozó súlyos anomáliákkal szemben és az állampapírpiacok likviditásának fennakadásakor sokáig késlekedett a beavatkozással. A fizetésektelen és csődbe jutott országok állampapírjainak megvásárlása, amibe 2010-re belekényszerült a bank, az EKB igazgatóságán belül feszültségeket okozott, ami ártott a bank hitelességének. Valójában az EKB berkeiben mindmáig nem elfogadott az az érvelés, hogy az állampapírpiacra jelentkező likviditási válság, illetve hozamtorzulások esetén az állampapír-vásárlás hozzátartozik a bank végső hitelezési funkciójához, és ekkor nincs szó egy felelőtlen tagország alaptalan kiségitéséről, amit a „nincs központi banki kiségités” (*no bail out*) szabály tilt (erről ír *de Grauwe* [2011a]). Az EKB működése közeledett ehhez a felfogáshoz

³³ A megelőző beavatkozás *versus* utólagos kezelés (*leaning or cleaning*) monetáris politikai vita a válság kitörése előtt egyáltalán nem dőlt el, s azok tábora, akik a jegybank megelőző beavatkozását ellenzik, ma sem foglalkozott meg. Greenspan és Bernanke (a Fed korábbi, illetve jelenlegi elnöke) a mai napig kiállnak a „kvázitétlen” politika mellett, amit folytattak a kétezres években 2007-ig. Véleményük szerint csak akkor célszerű a központi bankok rendelkezésére álló eszközökkel (kamatcsökkentés, nyíltpiaci műveletek s végső soron a mennyiségi lazítás) belépni, amikor a gazdaság már küzd a buborékkipukkanás negatív következményeivel. A Fed volt elnökeinek álláspontjáról jó összefoglalót adott a *The Economist* [2010].

miután Mario Draghit nevezték ki az EKB igazgatótanácsa elnökének 2011 őszén.

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

- A különböző fejlettségi szintű tagországokból álló euróövezetben az átlagok alapján kialakított (*one size fits all*) monetáris politika nem feltétlenül biztosítja a pénzügyi stabilitást, ha a szabályozásnak nincsenek kiegészítő elemei.

- Az inflációs ütemek divergenciája mögött egészséges (egyensúlyi) és káros (destabilizáló) folyamatok egyaránt meghúzódhatnak. A tapasztalatok nem igazolták azt a feltételezést, hogy minden tagország számára megfelelnek az EKB döntései, ha az országok (trükkök és csalás nélkül) betartják a stabilitási és növekedési egyezmény szabályait. Az áremelkedési ütemek közötti eltérések ugyanis éppúgy lehetnek az alacsonyabb fejlettségű tagországok integrációjának és felzárkózásának természetes velejárói, mint az utóbbi országokban folytatott hibás gazdaságpolitika vagy a nagymértékű tőkebeáramlás okozta túlfűtöttségnek a következményei.

- Országspecifikus akadályok. Az optimális valutaövezet endogenitásáról kialakított nézetek – az alacsonyabb fejlettségi szinten az euró bevezetése segíthet a felzárkózás és az integrálódás gyorsításában – csak akkor igazolódhatnak be, ha lényeges akadályok elhárulnak (érvényesül a fenntarthatóság és kiegyensúlyozottság, és jól működnek az intézmények). Ezek országonként különbözhetnek.

- A bankkonszolidáció a stabilizáció sarkköve. A bankrendszer válsága is államadósság-válságot kreálhat. Az államadósság-válság visszahat a bankszektorra.

- A hitelminősítés minőségének és megbízhatóságának a növelése. E nélkül sem a bizalom helyreállítása, sem pedig a várakozások lecsillapítása nem lehetséges.

- Az euróövezeti szabályozás mellett az Európai Unió egészének irányításában és szabályozásában is változtatni kell. Olyan euróövezeti működésre van szükség, amely kiszűri az euróövezeten kívüli tagországokra nézve esetleg kellemetlen mellékhatásokat, mert a két uniós országcsoport fejlődése kölcsönösen hat egymásra.

Az euró bevezetéséhez kapcsolódó tapasztalatok három közép-kelet-európai országban

Az Európai Unió 12 közép-kelet-európai (volt szocialista) tagországa közül napjainkig három csatlakozott az euróövezethez: Szlovénia 2007-ben, Szlovákia 2009-ben, Észtország pedig 2011-ben vezette be az eurót. Ebben az alfejezetben kétféle tekintetben adunk rövid áttekintést e három ország euróövezeti csatlakozásának tapasztalatairól. Egyrészt megvizsgáljuk, hogy ezek az országok miként készültek fel az euró átvételére, előtérbe állítva azt a kérdést, hogy milyen módon teljesítették a csatlakozás maastrichti kritériumait, különösen az ár- és az árfolyam-stabilitásra vonatkozó feltételeket. Másrészt áttekintjük a csatlakozást követő tapasztalatokat is: a makrogazdasági folyamatok közül a gazdasági növekedés mellett főként a relatív árak és bérek alakulására (a versenyképességre) és a külső egyensúly változására irányul érdeklődésünk. Érdemi tapasztalatokról természetesen csak a 2007-ben csatlakozott Szlovénia esetében beszélhetünk, Szlovákiát illetően legfeljebb előzetes benyomásaink lehetnek, Észtország tekintetében pedig még ilyenekkel sem rendelkezhetünk.

Mindamellet Szlovákia és Szlovénia euróövezeti tagsága első két évének fejleményei egybevetethetők egymással, így érdemes magyarázatot keresni a korai tapasztalatok között mutatkozó jelentős különbségekre. Ami pedig Észtországot illeti, az ország – szilárdan rögzített árfolyamrendszerével és monetáris politika híján – az euró bevezetését megelőzően tett szert olyan tapasztalatokra, amelyek nem kívánt velejárái lehetnek az euróövezeti tagságnak (Szlovénia és a GIPS-országok esetében pedig voltak is). Észtország előtt nem volt valódi alternatíva: mielőbb be kellett menekülni a válságokkal küszködő euróövezet ernyője alá.

A lebegő árfolyammal rendelkező Magyarország számára elsősorban Szlovénia és Szlovákia tapasztalatai lehetnek fontosak. Ezeket érdemes lesz a későbbiekben is folyamatosan nyomon követni: e tapasztalatok feldolgozása érdemben járulhat hozzá a magyarországi euróbevezetési stratégia megalapozásához.

Felkészülés az euró bevezetésére – a maastrichti kritériumok teljesítése különböző monetáris rendszerekben

A közép-kelet-európai uniós tagországok közül a legkisebbek számára volt leginkább indokolt, hogy mielőbb bevezessék az eurót. A jelek viszont azt mutatják, hogy a legfejlettebb Szlovénia volt a legkevésbé felkészült a közös valuta átvételére.

AZ EURÓBEVEZETÉS ELŐZMÉNYEI – HASONLÓSÁGOK ÉS KÜLÖNBSÉGEK • Ha közös jellegzetességeket keresünk a három 2004-ben EU-tagországgá vált és immár az eurót saját fizetőeszközként használó ország között, akkor a *gazdasági természetű* hasonlóságok – első ránézésre – három közös vonásban összegezhetők. Mindegyik igen kicsi (együttes GDP-jük az EU-27 egészének kevesebb mint 1 százalékát teszi ki euróban mérve, és alig több mint 1 százalékát vásárlóerő-paritáson), az áru- és szolgáltatásforgalom nemzetgazdasági jelentősége alapján mindhárom rendkívül nyitott gazdaság, végül külkereskedelmében mindegyik szorosan kötődik az euróövezethez. A közgazdasági egyezések ezen a ponton látszólag véget is érnek. Amikor az EU tagjává váltak, és az euróövezeti csatlakozás reális lehetőséggé vált, nemcsak relatív fejlettségük, hanem gazdaságpolitikáik általános szemlélete is sok tekintetben különbözött egymástól.

Szlovénia a térség legfejlettebb országa volt (2004-ben a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP-je az EU-15 értékének mintegy 75 százalékát tette ki). Magyarországhoz hasonlóan magas – a GDP 46 százalékát kitevő – állami kiadások jellemezték, a gazdaságban (különösen a bankszektorban) viszonylag nagy volt az állami tulajdon hányada, és kifejezetten óvatosságot mutatkozott a privatizációs politikában és a külső pénzügyi liberalizációban (lásd Soós [2009]).

Észtország fejlettsége akkoriban sokkal alacsonyabb volt (2004-ben az EU-15 átlagának 50 százaléka), lényegesen kisebb volt az állami újraelosztás (a GDP arányában 34 százalék; csak a válság kitörése után ugrott meg), és a legteljesebb külső pénzügyi liberalizálás, valamint a gyors privatizáció politikáját követte különösen a bankszektorban.

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

A három országnak azonban – az említett különbségek ellenére – az EU-csatlakozás idején volt egy közös gazdaságpolitikai jellegzetessége: *a makrogazdasági, elsősorban a költségvetési stabilitás megteremtésére és megőrzésére irányuló törekvés*. Ez az igyekezet Szlovéniában és Észtországban – jelentősen különböző monetáris rendszerek fenntartása mellett – az 1990-es évek közepétől folyamatosan érvényesült, Szlovákiában pedig a 2000-es évek elején vált meghatározóvá. Az előbbi két országban az euróövezeti csatlakozás céljában és a maastrichti kritériumok teljesítése szándékában jutottak kifejezésre a stabilitásorientált gazdaságpolitika tartósabb törekvései. Szlovákiában viszont a gazdaságpolitika viszonylag új keletű stabilitási igényét volt hivatott megerősíteni (és talán a későbbi kormányok esetleges ellentétes törekvéseit is korlátozni) a „gyors” euróbevezetés céljának bejelentése, és annak egyértelmű kinyilvánítása, hogy az ország mielőbb teljesíteni kívánja az euróövezeti csatlakozás feltételeit.

Észtország és Szlovénia a lehető legkorábban, már 2004-ben, Szlovákia pedig 2005-ben csatlakozott az ERM–2 árfolyam-mechanizmushoz (amely az EKB-val egyeztetett paritás körül 15 százalékos ingadozást enged meg), hogy az ott kitöltendő minimálisan két „purgatóriumi évet” (Buiter [2004]) követően, valamint a további feltételeket teljesítve, az euróövezet tagjává válhasson. Szlovénia és Szlovákia alig több mint a minimálisan előírt időt töltötte az ERM–2-ben. Észtország sokkal hosszabban (2010 végéig) időzött benne, de ennek számára nem volt közvetlen jelentősége, hiszen mindvégig egy ingadozási sáv nélküli rögzített árfolyamot (úgynevezett valutatábla-rendszer³⁴) tartott fenn.

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

Mindegyikük a rendszerváltást követően vált önálló országgá (egy korábbi, többnemzetiségű államtól szakadtak el), és mindegyik számára egyszerre volt fontos a korábbi államtól való különbözőségnek és a (Nyugat-) Európához való szoros tartozásnak a kifejezésére. Az európai közös valuta mielőbbi átvételének célját mindhárom

³⁴ A *currency board* kifejezést szokták „valutatanácsnak” is fordítani; mi a Bokros Lajos által javasolt megoldást tartjuk szerencsésebbnek.

országban e kettős törekvés szimbólumaként sikerült felmutatni, ami megmagyarázza, hogy az euróbevezetés és az euróövezeti csatlakozással indokolt gazdaságpolitikai lépések miért élveztek egyértelmű társadalmi-politikai támogatást.

CSEHORSZÁG ÉS MAGYARORSZÁG VISZONYA AZ EURÓHOZ

A fenti okfejtés egyfajta (fordított) magyarázatot ad arra is, hogy Csehország az EU-csatlakozás óta miért nem siettetett az euróövezeti csatlakozást, és a halogatás miatt kapott társadalmi támogatást. Alapvetően azért, mert Csehország mindig is „európainak” tekintette magát – ehhez nem volt szüksége külső megerősítésre. A makrogazdasági stabilitást tekintve minden oka meg is volt erre, hiszen a cseh gazdaság belső és külső egyensúlya – és így növekedése – mindig is szilárdabb alapokon állt, mint az euróövezet tagországainak többsége. Magyarország esete, amint láthattuk, szinte minden ponton ellentétes Csehországéval: az EU-csatlakozás után szükség volt az eurócsatlakozás kényszerű külső támpontokra és megerősítésre, de az akkori (Medgyessy-, illetve Gyurcsány-) kormányok ezzel visszaéltek. A jelenlegi (Orbán-) kormány viszont élni sem kíván ezzel a lehetőséggel. Holott, amint később kifejthetjük, hitelességének helyreállításához erősen rá van szorulva egy olyan program kidolgozására, amely az euróbevezetés feltételeinek megteremtésére irányul. Vagyis számunkra egyelőre nem Szlovénia és Szlovákia, hanem Csehország kínál követésre méltó példát: a stabilitás megteremtése egyelőre sokkal fontosabb, mint újabb céldátumok kitűzése.

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

Az előbb tárgyalt két országtól eltérően Szlovákia esetében nem beszélhetünk tradíciókról, hiszen itt csupán az EU-csatlakozást közvetlenül megelőzően, 2002-től vált meghatározó törekvéssé a költségvetési stabilitás helyreállítása, il-

letve fenntartása. Emellett az ország – Szlovéniához hasonlóan, de Észtországtól eltérően – rendelkezett monetáris politikai autonómiával, és ezt (Szlovéniától eltérően) a végletekig ki is használta arra, hogy teljesítse az euróvezeti csatlakozás inflációs kritériumát. Engedte, illetve az árfolyamsáv eltolásaival elő is mozdította, hogy valutája jelentősen felértékelődjön az euróvezeti csatlakozást megelőző időszakban, és ehhez az Európai Központi Bank és a Bizottság támogatását is sikerült megszereznie. Ma még nehéz eldönteni, hogy ez egyértelműen az ország hosszabb távú stabilitását és fejlődését szolgálta-e. Vannak ugyan biztató jelek (ezeket jelezzük majd), de nagyobb távlat kell ahhoz, hogy a kérdésre válaszolni lehessen.

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

AZ EURÓCSATLAKOZÁSI KRITÉRIUMOK TELJESÍTÉSE ÉS A MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET • Közgazdasági szempontból kevésbé tartjuk informatívnak az olyan típusú elemzéseket, amelyek csak arról számolnak be, hogy egyes országok az euróvezeti csatlakozást megelőző időszakban, milyen „konvergencia-teljesítményt” mutattak fel a maastrichti kritériumokkal összehasonlítva.³⁵ A 2000-es évek első felében készült hazai elemzések (a nemzetközi példákat követve) gyakran támaszkodtak erre az egyszerű módszerre, amelyet nyilván az a meggyőződés támasztott alá, hogy az euró átvétele a történet végét jelenti. A GIIPS-országok korábbiakban áttekintett tapasztalatai azonban világosan megmutatták, hogy miközben az euró átvétele egyes korábbi problémákat megoldott (az infláció és a kamat/hozam szintje csökkent, a költségvetési hiány mérséklődött), egyszersmind új típusú problémák (túlzott hitelexpanzió, buborékok kialakulása és versenyképességi gondok) forrásává, napjainkra pedig az euróvezeti krízis egyik kiváltójává is vált.

Mindezt figyelembe véve, a három közép-kelet-európai tagországnak az euróvezeti csatlakozás szempontjából fő makrogazdasági folyamatairól párhuzamosan adunk áttekintést. Az egyes országok fejleményeit illetően két időpontnak van kitüntetett jelentősége: a csatlakozást megelőző évnak (ekkor készül el az a konvergencia-jelentés, amely értékeli az ország „euróérettségét”) és a csatlakozás évének (ekkortól vehetnek új irányt a makrogazdasági folyamatok). Szlovéniáról 2006 tavaszán (*ECB* [2006], *EC* [2006]), Szlovákiáról 2008 tavaszán (*ECB* [2008], *EC* [2008]), Észtországról pedig 2010 tavaszán (*ECB* [2010], *EC* [2010]) készültek el az euróvezeti felkészültségről szóló – az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank által készített –

³⁵ A maastrichti úgynevezett konvergenciakritériumok az infláció, az államháztartási egyenleg és államadósság, az árfolyam, valamint a hosszú távú kamatok alakulásához kapcsolódnak; ezeket a továbbiakban pontosabban is ismertetjük.

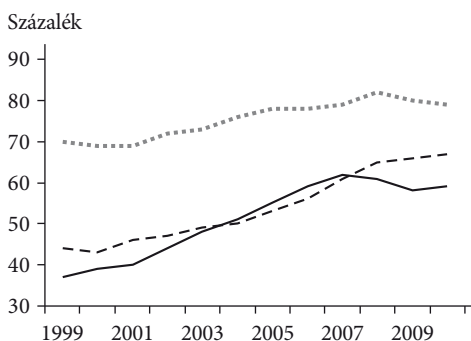
konvergenciajelentések, amelyek természetesen csak a megelőző évek értékelésére támaszkodhattak.

Gazdasági növekedés és felzárkózás. Sem a relatív gazdasági fejlettség, sem pedig a gazdasági növekedés mértéke nem szerepel az euróérettség úgynevezett konvergenciakritériumai között, ám a három ország általános makrogazdasági feltételeiről és folyamatairól – s így az eurócsatlakozási kritériumok teljesítésének környezetéről – aligha adható kép anélkül, hogy röviden ne szólnánk relatív fejlettségükről és gazdasági felzárkózásukról, vagyis a hagyományos értelemben vett konvergenciájukról. A 19. ábra az EU-15-höz viszonyított GDP/fő reálszintjének és a GDP árszintjének (vagyis a reál- és árszint-konvergenciának), valamint a gazdasági növekedés ütemének alakulásáról tájékoztat a három országban.

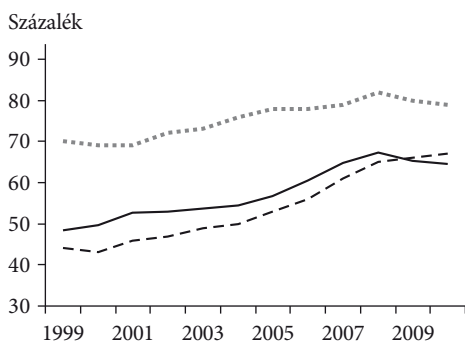
19. ábra

Az EU-15-höz viszonyított GDP/fő vásárlóerő-paritáson [a] ábra], a GDP relatív árszintje [b] ábra, EU-15 = 100] és a GDP volumenének éves változása [c] ábra, százalék] a 2000-es években Szlovéniában, Szlovákiában és Észtországban

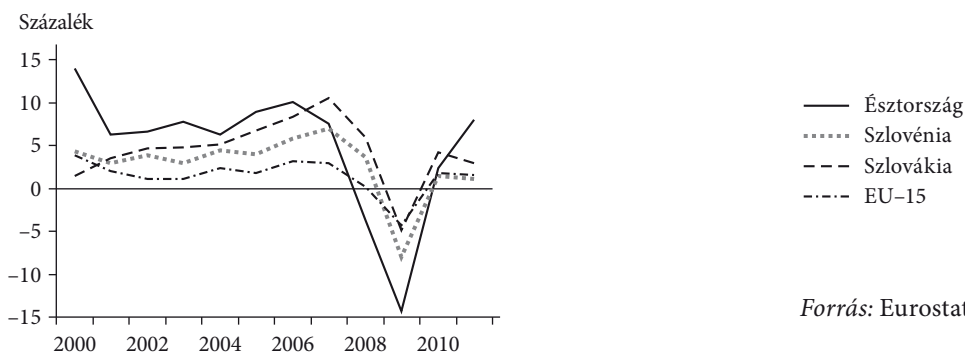
a) Relatív fejlettség



b) Relatív árszint



c) a GDP éves növekedése



Szlovénia a másik két országénál lényegesen magasabb fejlettségi szinten állt a 2000-es évek elején, ennek ellenére 2001 és 2008 között igen gyorsan, évente átlagosan közel 2 százalékponttal közeledett a „rég EU” átlagos színvonalához (70-ről

több mint 80 százalékra emelkedett a GDP/fő relatív szintje). 2008-ban azonban a konvergencia megakadt, és ma még nem világos, hogy a 19. ábrán látható divergencia tartós lesz-e. A kevésbé fejlett két ország közül Szlovákia magasabb (mintegy 45 százalékos) szintről indult az 1990-es évek végén, de az akkor 40 százalék alatti szinten álló Észtország behozta, majd átmenetileg elhagyta Szlovákiát. 2007-től azonban a két ország pályája egyértelműen elvált egymástól, így az évtized végén nagyjából akkora volt a Szlovákia javára mutatkozó fejlettségi többlet, mint 1999-ben – miközben mindkét ország mintegy 20 százalékponttal csökkentette lemaradását az EU-15-höz képest.

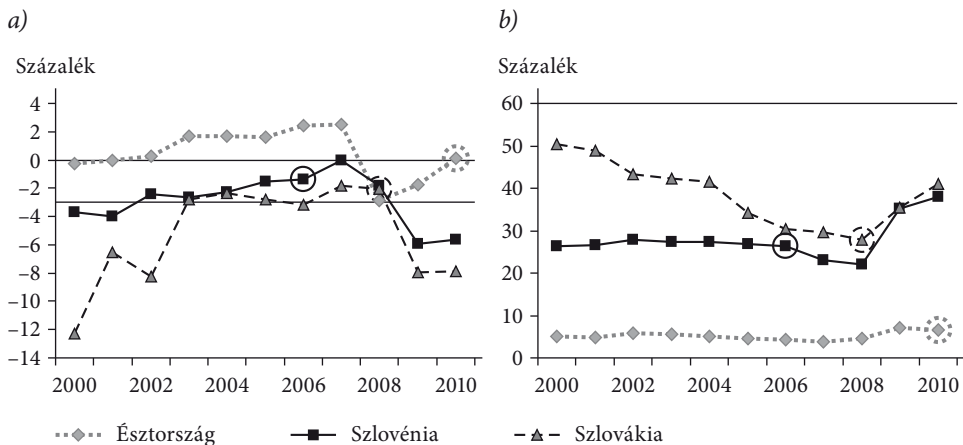
A 19. ábra b) részén látható relatív árszintekkel a későbbiekben részletesebben is foglalkozunk, ezért itt elegendő, ha a három ország között mutatkozó legfontosabb különbségre hívjuk fel a figyelmet. Szlovéniában mindvégig rendkívül szoros összhang volt a relatív fejlettség és a relatív árszint között, Szlovákiában az időszak nagy részében a relatív árszint elmaradt a fejlettség szintjétől, Észtországban pedig ennek éppen ellenkezőjét tapasztalhattuk. Mindezek fontosak lesznek az ár- és árfolyamalakulás országok közötti különbségeinek megértéséhez.

Végül a 19. ábra c) része mutatja a GDP éves reálnövekedését a három vizsgált országban és az EU-15-ben. Ez egyrészt jelzi a hosszabb távú konvergencia mögötti rövidebb távú változásokat, másrészt támpontokat is kínál az euróövezeti csatlakozás szempontjából alapvető jelentőségű költségvetési és inflációs folyamatok értelmezéséhez. 2007-ig mindhárom országot igen gyors, az EU-15 átlagát számottevően meghaladó ütemű gazdasági növekedés jellemezte (ezt tükrözi a reálgazdasági felzárkózás). 2008-ban azonban Észtország recesszióba került, ami 2009-ben tovább mélyült (a visszaesés jóval meghaladta az EU-15 átlagát). Szlovéniát és Szlovákiát 2009-ben érte el a recesszió, amelynek mértéke az előbbi országban nagyobb, az utóbbiban nagyjából akkora volt, mint az EU-15-ben. Szlovákia viszonylag könnyen lábalt ki a visszaesésből, és – az Európai Bizottság előrejelzése szerint – Észtország gazdasága 2011-ben ismét sokkal gyorsabban nő az EU-15 átlagánál. Ezeket a tendenciákat a későbbiekben megpróbáljuk értelmezni.

Költségvetési kritériumok. A felzárkózás és a gazdasági növekedés áttekintése után térhetünk rá a csatlakozási feltételek szempontjából mérvado költségvetési folyamatokra: a GDP-arányos államháztartási egyenleg és az államadósság alakulására. A 20. ábrán látható, hogy a karikával megjelölt ellenőrzési évben mindhárom ország példásan megfelelt a 3 százalék alatti deficit és a 60 százalék alatti államadósság követelményének. Az is egyértelmű, hogy a három országot tartósan prudens költségvetési politika jellemezte. Szlovénia államháztartási hiánya már az EU-csatlakozás előtt is 3 százalék alatt volt, és államadóssága nem érte el a 30 százalékot. Szlovákiát sokkal nagyobb hiány és magasabb adósságráta jellemezte a 2000-es évek elején, de a költségvetési fegyelem megszilárdulását jelzi, hogy 2003-tól az éves deficit 3 százalék körül ingadozott, az adósságráta pedig a 2000-es 50 százalékról 2008-ra 30 százalék alá csökkent. Észtország pedig – elhanyagolható méretű államadósságával, valamint a 2002 és 2007 között elért jelentős költségvetési többleteivel – az egyik „bezzegország” volt, amelyre a költségvetési prudencia példaként lehetett hivatkozni.

20. ábra

Államháztartási egyenleg [a] ábra] és adósság [b] ábra] a GDP százalékában (Szlovénia, Szlovákia és Észtország)



Forrás: Ameco-adatbázis.

Az évtized második felében, illetve végén bekövetkezett gazdasági visszaesés természetesen a költségvetési egyenlegek romlásával is együtt járt, de azok változása nem csupán a recesszió mértékén múltott (lásd a 19. ábrát). Szlovákia költségvetési hiánya nőtt a legnagyobb mértékben (2009-ben, éppen az euróvezeti csatlakozás évében, 2-ről 8 százalékra), pedig a gazdaság zsugorodása – eltérően a másik két országtól – itt alig haladta meg az EU átlagát. Igaz, a növekedési ütem változása 2008-hoz képest nagyon jelentős volt (közel 12 százalékpont), de ez csak az ECB [2008] konvergenciajelentésben megfogalmazott aggályt támasztotta alá: a csatlakozás előtti időszak gyors növekedését és kedvező makrogazdasági feltételeit az ország nem használta fel a kormányzat strukturális egyenlegének kiigazítására. Az aggály megalapozottságát igazolni látszott, hogy 2010-ben, amikor a szlovák gazdaság már 4 százalékkal növekedett, a költségvetési hiány nem változott (8 százalék körül maradt), 2011-ben azonban 5 százalék alá süllyedt.

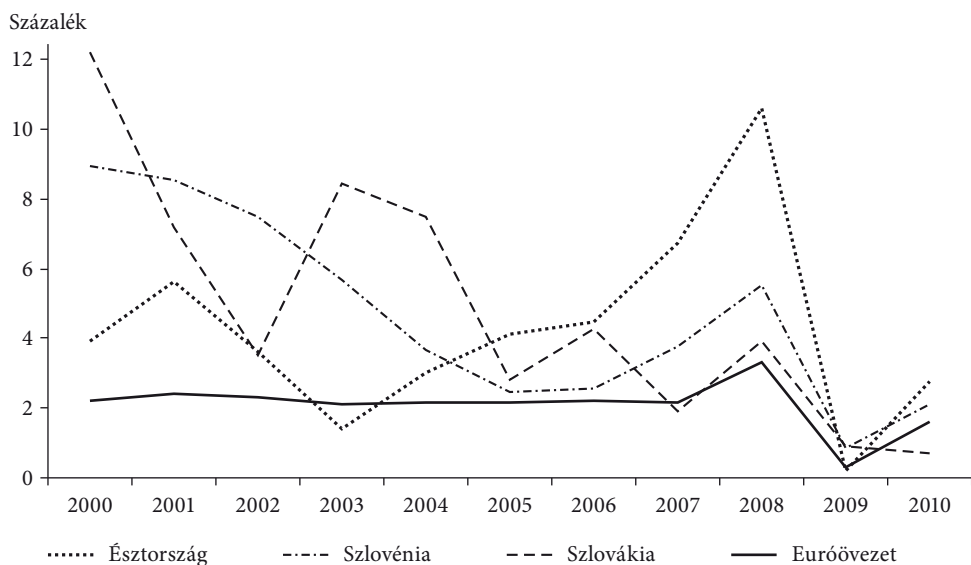
Szlovéniában a gazdasági visszaesés sok tekintetben hasonló, bár némileg enyhébb költségvetési következményekkel járt, mint Szlovákiában. A 20. ábrán az is látható, hogy a recesszió elmúlt (2010) ott sem járt együtt a deficit számottevő csökkenésével. Ezzel szemben Észtországban éppen a legsúlyosabb visszaesés évében, 2009-ben javult a költségvetési egyenleg, ami alighanem maga is oka volt annak, hogy az ország recessziója európai összehasonlításban különösen mélynek bizonyult (14,5 százalékos GDP-csökkenés, lásd a 19. ábrát). A brutálisan prociklikus költségvetési kiigazításra pedig nem a valutatábla hitelességének fenntartása miatt, hanem azért volt szükség, hogy az ország megfeleljen az euróvezeti csatlakozás feltételeinek. Az erőfeszítés elérte célját: a 2010-ben készült két konvergenciajelentés Észtországot egybehangzóan érettnek minősítette az euróvezeti csatlakozásra (ECB [2010], EC [2010]). Azután, hogy az ország hosszú évek alatt bebizonyította, képes együtt élni egy rögzített árfolyammal (és annak hátrányait is kezelni tudja),

méltánytalan lett volna egy negatív értékelés – annak ellenére is, hogy a következőkben áttekintendő inflációs feltételnek való tartós megfeleléssel kapcsolatban okkal merülhettek fel kételyek.³⁶

Az inflációs kritérium teljesítése, a rövid távú reálkamatok és a külső egyensúly alakulása. Az előzőkben láthattuk, hogy a költségvetési folyamatok értelmezéséhez fontosak a gazdasági növekedésre vonatkozó információk. Ez érvényes az inflációs feltétel teljesítésére (az ahhoz való közeledésre), illetve (Szlovénia és Szlovákia esetében) az euróvezeti csatlakozás utáni fogyasztói árak alakulására nézve is (lásd a 21. ábrát, amelyen az euróövezet hasonló mutatóját is feltüntettük).

21. ábra

A harmonizált fogyasztói árindex (HICP) éves változása Szlovéniában, Szlovákiában, Észtországbán és az euróövezetben, 2000–2010 (százalék)



Forrás: Eurostat.

A három ország meglehetősen eltérő módon közeledett az árstabilitási kritérium teljesítéséhez.³⁷ Szlovénia mintha egy hullámvasúton siklott volna le a csatlakozáshoz megkívánt inflációs szintre, hogy a csatlakozás után azonnal emelkedő pályára kerüljön (2008-ig). Szlovákia meglehetősen göröngyös úton, erős

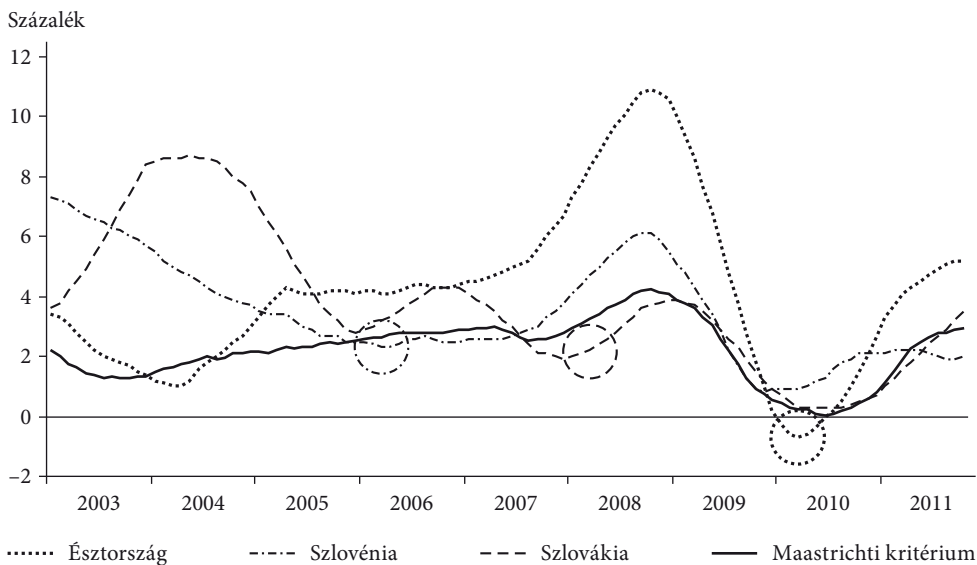
³⁶ Litvániát a 2006. évi konvergenciajelentések (ECB [2006], EC [2006]) éretlennek minősítették az euróvezeti tagságra, de nem költségvetési folyamataira, hanem alacsony inflációjának fenntarthatatlanságára hivatkozva.

³⁷ Az euróövezethez való csatlakozás konkrét árstabilitási feltételének [az EU (és nem az euróövezet) legalacsonyabb inflációt felmutató három ország átlaga +1,5 százalék] közgazdasági ésszerűtlenségeivel itt nem foglalkozunk; ezekről és a módosítási javaslatokról lásd például Darvas–Szapáry [2008].

kilengésekkel közeledett a megkövetelt inflációs szinthez, de itt – Szlovéniától eltérően – a 2009. évi csatlakozás után nem ugrott meg, hanem tovább lassult az áremelkedés. Észtországot viszont az infláció egyre meredekebb emelkedése jellemezte egészen 2008-ig, majd a 2009-ben bekövetkezett óriási zuhanást követően, 2010-ben elkészült konvergenciajelentések (ECB [2010], EC [2010]) fenntarthatónak minősítették az áremelkedés alacsony ütemét. Az inflációra vonatkozó maastrichti kritérium azonban nem az éves, hanem a 12 havi árindexre vonatkozik (lásd a 22. ábrát).

22. ábra

A harmonizált fogyasztói árindex (HICP) 12 havi változása Szlovéniában, Szlovákiában, Észtországban és a maastrichti inflációs kritérium, 2003–2011 (százalék)



Forrás: Eurostat és saját számítás.

A 22. ábrán megjelöltük, hogy melyik időpontban értékelték az egyes országok „inflációs konvergenciában” felmutatott teljesítményét, s az így kialakuló kép rendkívül tanulságos. Szlovénia éppen az értékelés idejére teljesítette az inflációs feltételt, de az alacsony infláció hosszabb távú fenntarthatóságára vonatkozó EU-/EKB-vélemény nem bizonyult megalapozottnak: az euróvezeti csatlakozást követően felgyorsult az áremelkedés. Ebben nyilván szerepet játszott a csatlakozás okozta „nagy megkönnyebbülés” (ez a GIIPS-országok többségében is tapasztalható volt). Ennek hatását azonban fokozta, hogy éppen az euró bevezetését megelőzően szűnt meg a háromoldalú bérmegállapodások korábbi rendszere (Banerjee–Kozamernik–Odor [2011] és Stanojević [2011]), holott ennek döntő szerepe volt abban, hogy növekedési áldozatok nélkül (sőt, éppen ellenkezőleg, gyors realgazdasági konvergencia mellett) sikerült az infláció ütemét az évtized elejét jellemző csaknem 9 százalékról közel 2 százalékra levinni 2006-ra

(vesd össze a 19. és a 21. ábrát). Ez a rendszer egyébként abban is fontos szerepet játszott, hogy az ország nemzetközi költség-versenyképessége 2007-ig rendkívül stabilnak bizonyult.

KOLLEKTÍV BÉRALKU ÉS TÁRSADALMI MEGÁLLAPODÁSOK SZLOVÉNIÁBAN

Szlovéniában 2006-ig többszintű, centralizált bérmegállapodási rendszer volt érvényben, amely nemcsak az állami, hanem a magánszektor is csaknem teljes körűen átfogta, és igen eredményesnek bizonyult az infláció és az inflációs várakozások csökkentésében. A keresetnövekedésre vonatkozó egyezmények a kormány, a szakszervezetek és a munkáltatói érdekképviselet között létrejött átfogó társadalmi megállapodások részét képezték, amelyek számos más területre, így az adórendszer és a társadalombiztosítás változásaira is kitertek. 2003-ban az éves megállapodásokat egy három évre szóló – a kormányzati cikluson túlnyúló – egyezmény váltotta fel, amely az EU-hoz, majd az euróövezethez való biztonságos csatlakozás feltételeit (döntően a koordinált – a gazdasági növekedést nem hátráltató – dezinflációt) volt hivatott megalapozni: nemzetgazdasági szinten előírta, hogy a nominális keresetek emelkedése a termelékenységétől évente egy százalékponttal maradjon el. A társadalmi partnerek fegyelmezetten tartották magukat a megállapodáshoz, de „...az inflációs kritériumot így is csak »az utolsó pillanatban« sikerült teljesíteni, a jól megtervezett és bevezetett gazdaságpolitikai lépések eredményeként, amelyeket a konszenzussal elfogadott restriktív jövedelempolitika alapozott meg” (Stanojević [2011] 131. o.). 2006-ban – azután, hogy Szlovéniát az Európai Bizottság és az EKB érettnek minősítette az euróövezeti csatlakozásra – a háromoldalú, centralizált bérmegállapodások rendszere szétesett, bár formailag a munkáltatók kötelező kamarai tagságának megszűnése miatt, alighanem azonban azért, mert sikerült elérni társadalmi partnerek érdekellentéteit tompító kollektív célt, az euróövezeti tagságot. A versenyszektorban rugalmasabb – ám a várakozások koordinálására alkalmatlan – decentralizált, kétoldalú, ágazati megállapodások váltották fel a korábbi rendszert, amelynek „meghatározó jelentősége volt az inflációnak a béremelkedés korlátozásával elért szisztematikus csökkenésben” (uo. 132. o.).

Szlovákia kényelmesebben tett eleget az inflációs feltételnek, és a 2009–2010. évi fejlemények alapján igazolódott a konvergenciajelentések pozitív értékelése, amely szerint az ország relatív árstabilitása fenntartható. Itt azonban nem hagyható figyelmen kívül, hogy az ország a súlyos recesszió évében csatlakozott az euróövezethez (lásd a 19. ábrát), továbbá – amint még szó lesz róla – a megelőző években a szlovák valuta jelentősen felértékelődött, és 2010-ben még bőven érvényesülhetett az árfolyam-begyűrűzés hatása.³⁸

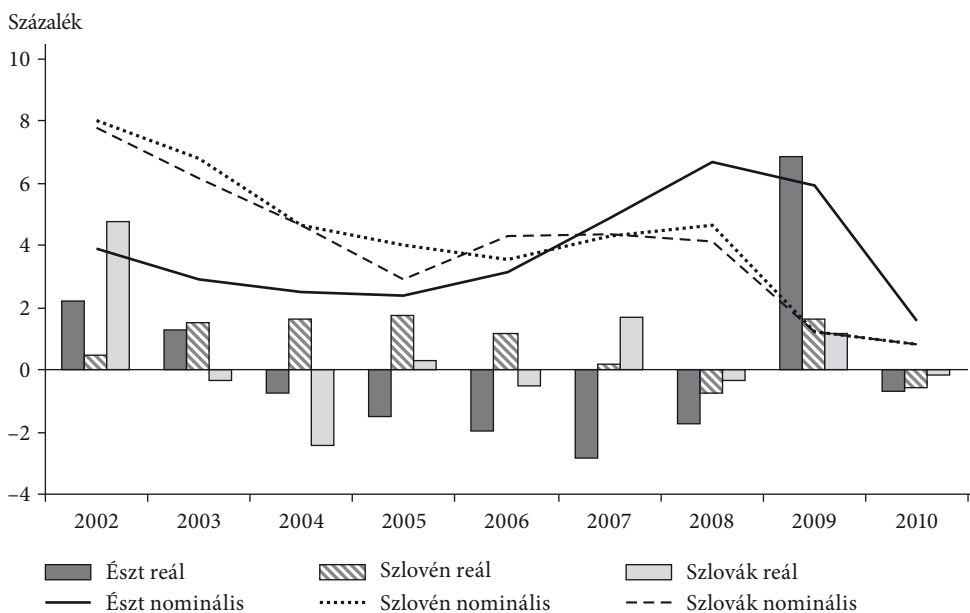
Észtország pedig azért különös eset, mert a 12 havi inflációs index rendkívül mély völgyének a legalján (negatív érték mellett) értékelték az idézett konvergenciajelentések az árstabilitási kritériummal összhangban lévőnek az ország inflációs teljesítményét. Amint korábban jeleztük, Észtország csatlakozási szándékának elutasítása nem lett volna méltányos, de a 22. ábra tanúsága szerint az ország csak nagyon rövid ideig volt képes megfelelni a maastrichti inflációs követelménynek:

³⁸ Az Európai Bizottságnál készült számítások szerint rövid távon viszonylag gyenge, hosszabb távon viszont jelentős az árfolyam-begyűrűzés (*pass-trough*) Szlovákiában (*Cigan és szerzőtársai* [2008]).

2011 végére a referenciaszintnél jóval magasabbra, 6 százalék közelébe emelkedett a 12 havi áremelkedés üteme. Észtország azonban nagyon más, mint a többiek: olyan mértékű nominális bércsökkenéseket, mint amelyeket az elmúlt években az ország elviselt, máshol nehéz lenne elképzelni.

23. ábra

A rövid távú nominális és reálkamat alakulása Szlovéniában, Szlovákiában, Észtországban, 2002–2010 (százalék)



Forrás: Ameco-adatbázis.

Voltaképpen az inflációs kritérium teljesítéséhez kapcsolódna az árfolyam ERM–2-rendszeren belüli stabilitási feltétel teljesülése, erre azonban – közgazdasági jelentőségére való tekintettel – később térünk vissza. Nem foglalkozunk külön a hosszú távú kamatra vonatkozó előírás teljesítésével³⁹ (amely az államadósság és az alacsony infláció fenntarthatósága iránti bizalmat hivatott kifejezni), mivel a költségvetési és az inflációs „teljesítményhez” képest nem igazán tartalmaz új információt (ráadásul ez az indikátor Észtországra nézve nem is létezik). Az euróövezeti csatlakozást megelőző, illetve követő makrogazdasági folyamatok, így a külső egyensúly alakulása szempontjából fontosabb a rövid távú nominális és reálkamatok alakulása. A 23. ábrán az Európai Bizottság Ameco-adatbázisában szereplő egyidejű (a magánfogyasztás deflátorával számított) reálkamatot tüntettük fel, amelynek tartalma persze vitatható, de illusztratív célokra tökéletesen megfelel.

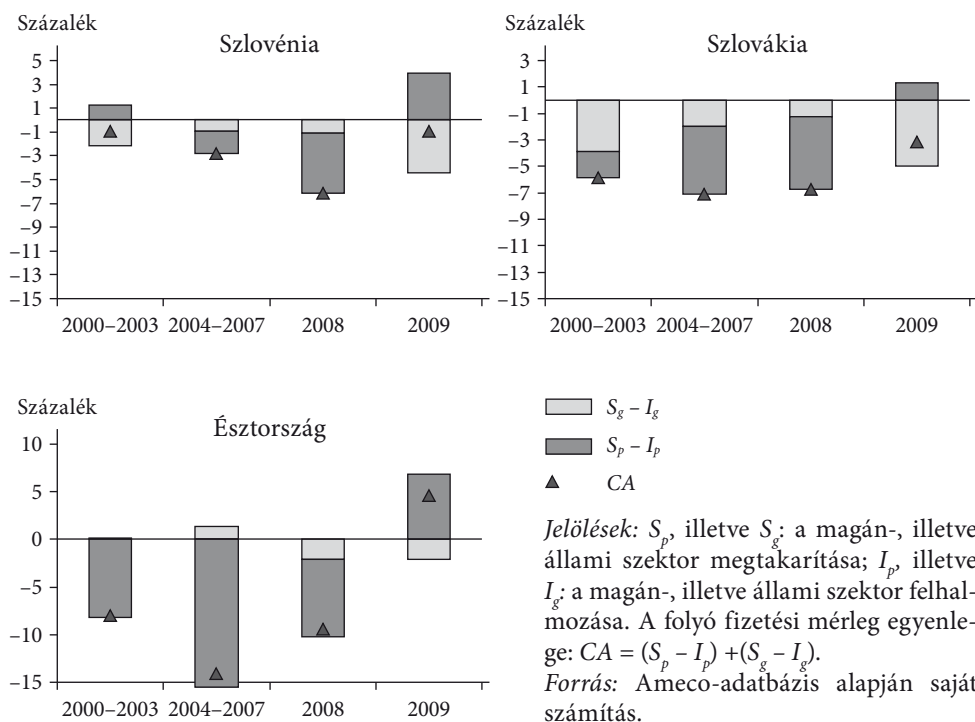
³⁹ A kamatkritérium szerint az „euróérettség” feltétele, hogy a mérést megelőző 12 hónapban a hosszú távú kamat ne legyen magasabb, mint a három legalacsonyabb inflációjú EU-tagország hosszú távú kamatának átlaga plusz 2 százalék.

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

Jóllehet a magánszektor beruházás–megtakarítás egyenlegének alakulása távolról sem csak a reálkamaton múlik, de segít megérteni a 24. ábrán bemutatott fejleményeket: a GDP-arányos szektoronkénti pozíciók, valamint (az állami és a magán-szektor együttes nettó pozíciójaként adódó) folyó fizetési mérleg alakulását.

24. ábra

A GDP-arányos megtakarítás–beruházási rés az államháztartási és a magánszektorban és a folyó fizetési mérleg egyenlege Szlovéniában, Szlovákiában és Észtországban, 2000–2009



Amint az euróövezet első tíz évét összegző fejezetben szóltunk róla, csak az euróövezeti válság nyomán vált egyértelművé, hogy illúzióknak bizonyult az a korábbi elképzelés, amely szerint a valutaövezeten belül virtuálissá válik a külső egyensúlyi korlát. Ma már egyetértés van abban, hogy a külső egyensúly hiányát akkor is keretek között kell tartani, ha mögötte nem az állam, hanem a magánszektor túlköltekezése áll – ez a felismerés a következő fejezetben tárgyalt új EU-szabályokban egyértelműen kifejezésre jut.

A 24. ábrán látható, hogy mindhárom ország külső egyensúlyának megbomlása, illetve egyensúlyhiányának növekedése a magánszektor folyamataihoz köthető. Szlovénia, ahol hagyományosan alacsony volt a folyó fizetési mérleg hiánya, az euróövezeti csatlakozást követően jelentős romlást tapasztalt a külső egyenlegben, ami mögött egyértelműen a magánszektor állt (az államháztartási egyenleg javult). Hasonló volt a helyzet Szlovákiában (itt nagyobb volt a kezdeti államháztartási hiány, s annak csökkenése is jelentősebb volt), de ebben az országban 2008-ig nem nőtt a külső deficit, és a 2009. évi korrekció nyomán is megmaradt a folyó mérleg hiánya, mivel az államháztartás pozíciója sokkal erőteljesebben romlott, mint amennyivel a magánszektoré javult. Észtországban pedig – költségvetési többlet mellett – olyan méreteket öltött a magánszektor túlköltekezése, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya éveken keresztül csaknem a GDP 15 százaléka körül alakult; ez jóval meghaladta a korábban elképzelhetőnek, illetve tartósan finanszírozhatónak tartott mértéket. Igaz, a korrekció is rendkívül radikálisnak bizonyult: 2008 és 2009 között a GDP arányában 15 százalékponttal „javult” a folyó fizetési mérleg egyenlege.

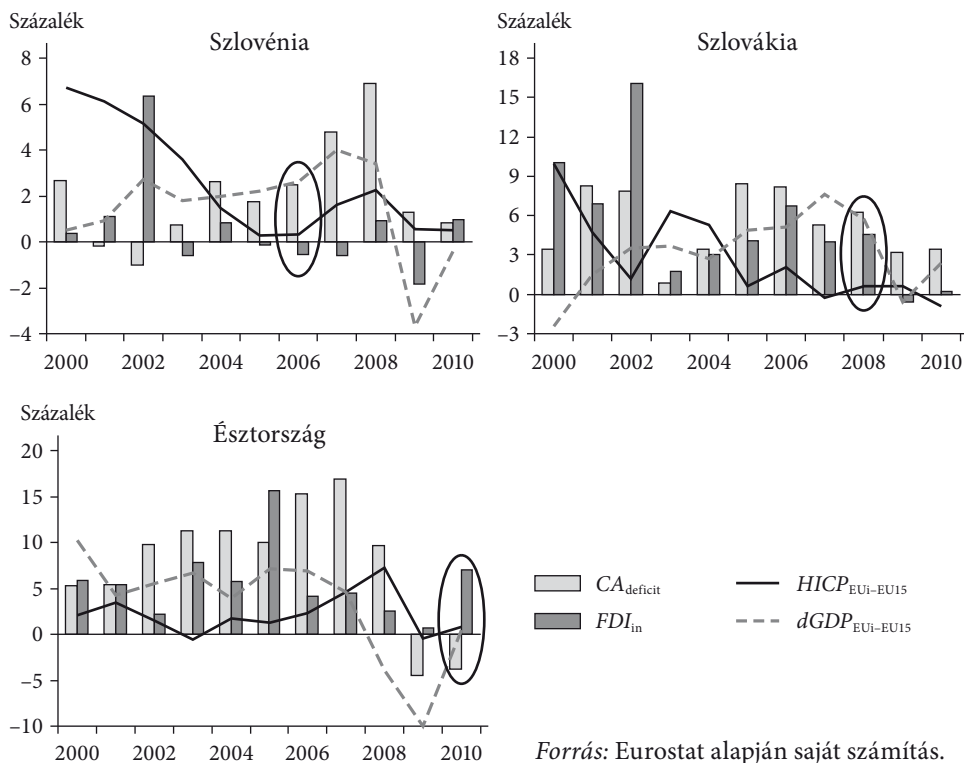
Az előzőekben bemutatott folyamatokat a következőképpen értelmezzük. Szlovénia az euróövezeti csatlakozást követően elveszítette monetáris autonómiáját; az euró alacsony nominális kamata, valamint a felgyorsuló infláció együttes hatására gazdasága túlfűtöttté vált, egyfajta hitelezési buborék alakult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

Mindezt a 25. ábra illusztrálja, amely országonként ad képet a belső és külső folyamatok kapcsolatáról. A gazdaságok túlfűtöttségét a kibocsátási réssel (a tényleges és a potenciális kibocsátás közötti eltéréssel) szokás mérni, azonban sokan és alappal vitatják e mutatók alkalmasságát és megbízhatóságát.⁴⁰ Ezért a 25. ábrán az EU-15-höz viszonyított növekedési és inflációs különbség alakulása mellett a GDP-arányos folyó fizetési mérleg egyenlegét és működőtőke-beáramlást is feltüntettük. Okkal feltételezhető ugyanis, hogy az érintett országok túlfűtöttségét a következő makrogazdasági jelenségek együttes jelentkezése kíséri: 1. a gazdaság lényegesen gyorsabban nő, mint az EU-15 átlaga, illetve növekedése gyorsul az EU-15-höz képest; eközben 2. inflációja magas/gyorsul az EU-15-höz viszonyítva, továbbá 3. a folyó fizetési mérleg hiánya nagy/növekvő, amelyet 4. mérsékelten, illetve csökkenő arányban fedez a működőtőke-beáramlás. A túlfűtöttségnek természetesen lehetnek más mutatói is (például részvényárfolyamok, ingatlanárak), de itt kifejezetten a makrogazdasági adatok jelzéseire vagyunk kíváncsiak.

⁴⁰ Szlovákiát illetően lásd például Konuki [2008] tanulmányát, amely kétségbe vonja az ország potenciális növekedésére és kibocsátási részére vonatkozó szokásos becslések megalapozottságát.

25. ábra

A GDP-növekedés és a fogyasztói árindex eltérése az EU-15 átlagától, a GDP-arányos folyó fizetési mérleg és működőtőke-beáramlás Szlovéniában, Szlovákiában és Észtországban, 2000–2010 (éves adatok)



Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

Jelölések: $CA_{deficit}$ = a GDP-arányos folyó fizetési mérleg hiánya (a pozitív értékek deficitet jelölnek); FDI_{in} : GDP-arányos nettó működőtőke-beáramlás; $HICP_{EU15}$: az adott ország és az EU-15 inflációs különbözete; $dGDP_{EU15}$: az adott ország és az EU-15 GDP-növekedési ütemének különbözete.

A 25. ábrán bemutatott mutatók jelzései meglehetősen világosak (az ábrán karika jelzi az „euróérettség” hivatalos vizsgálatának évét). Szlovénia gazdasága minden jel szerint túlfűtötté vált az euróvezeti csatlakozást követően (2007–2008-ban), Észtország 2004 és 2007 között került hasonló helyzetbe, ellenben Szlovákiában sem a csatlakozást megelőzően, sem az euróvezeti tagság első évében nem mutatkoztak a túlfűtöttség jelei. Természetesen figyelembe kell venni, hogy Szlovákia a nemzetközi recesszió évében vezette be az eurót, ezért az első két év tapasztalatai alapján aligha vonhatók le messzemenő következtetések.

NOMINÁLIS ÉS REÁLÁRFOLYAM-ALKULÁS ÉS ÁRSZINT-FELZÁRKÓZÁS • Az inflációra és az árfolyam-stabilitásra vonatkozó feltételeket eltérő monetáris és árfolyamrendszerben teljesítette a három ország. Reálárfolyamaik szintje is eltérően alakult, ami részben magyarázatot adhat az inflációs követelmények eltérő teljesítéseire.

Az ár- és árfolyam-stabilitási feltételek teljesítésének monetáris politikai kerete. Az euróövezeti csatlakozás sokáig vitatott kérdése volt, hogy egyáltalán lehetséges-e egy felzárkózó országban egyidejűleg teljesíteni az ERM–2-rendszeren belül megkívánt árfolyam-stabilitási, valamint az ettől függetlenül megjelölt árstabilitási kritériumot. Az eddig csatlakozott három közép-kelet-európai ország tapasztalata szerint ez lehetséges, továbbá az is kiderült, hogy a feladat háromféle lényegesen eltérő monetáris/árfolyamrezsim keretében is megoldható. Szlovénia egyfajta reálárfolyam-, majd nominálisárfolyam-célt tartó, Szlovákia inflációs célt követő (de a nominális árfolyamot is folyamatosan karban tartó) rendszer, Észtország pedig a valutatábla keretében felelt meg az árfolyam-stabilitás követelményének.⁴¹

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

Szlovéniában az addigi „irányított csúszó lebegtetést” 2004-től egyfajta kvázirögzített árfolyamrendszer váltotta fel (amelyben az árfolyam az ERM–2 központi paritása körül rendkívül szűk sávban ingadozott); így az árstabilitási feltétel teljesítését nem a monetáris politika, hanem a dezinflációt alapvető célként kitűző – korábban is eredményes – bérmegeállapodások rendszere segítette elő. Ezzel szemben Szlovákiában az árfolyam- és árstabilitási feltétel együttes teljesítéséhez arra is szükség volt, hogy az ERM–2 rendszerben a szlovák korona ingadozási sávjának központi paritását – az EKB egyetértésével – kétszer is felértékeljék. Ez a később csatlakozó országok számára egyrészt precedenst teremtett arra, hogy az árfolyam jelentős nominális felértékelődése/felértékelése (az EU-hatóságok értelmezése szerint) nincs ellentétben az árfolyam-stabilitás követelményével, másrészt egyfajta (gyenge) jelzése annak, hogy az alacsony infláció fenntarthatóságának feltételét nem eleve kérdőjelezi meg a dezinflációt kísérő nominális felértékelődés.

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

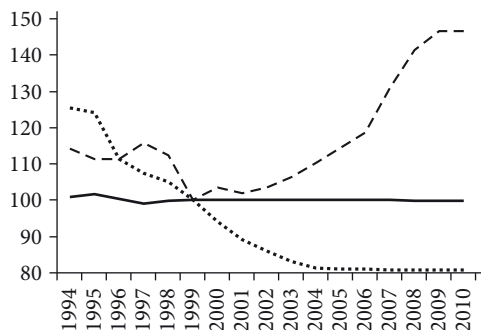
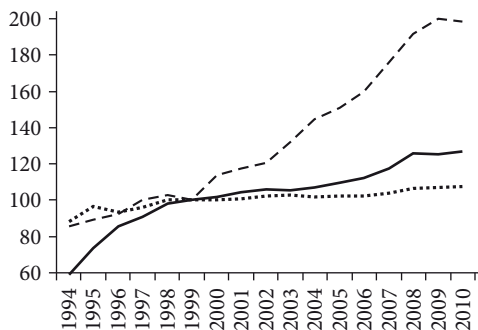
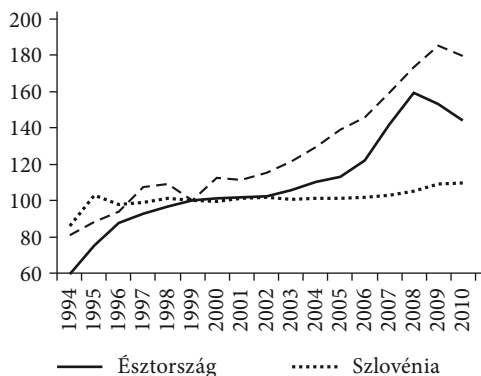
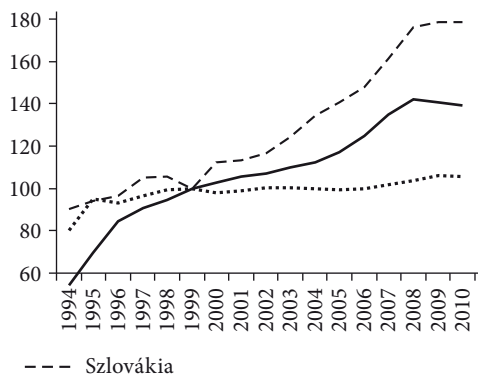
Nominális- és reálárfolyam-indexek és a reálárfolyam szintje. Az alábbiakban párhuzamosan igyekszünk képet adni a három ország valutájának az euróövezet tagországaival szembeni nominális és reáleffektív árfolyamváltozásáról az Európai Bizottság már korábban is hivatkozott ár- és költség-versenyképességi adatbázisára támaszkodva (lásd a 26. ábrát).

⁴¹ Szlovénia és Szlovákia tapasztalatainak ismertetésekor támaszkodunk *Banerjee-Kozamernik-Odor* [2011] tanulmányára, interpretációink azonban nem minden esetben azonosak a szerzőkével.

26. ábra

A nominális árfolyam, valamint a fogyasztói ár, a nemzetgazdasági fajlagos bérköltség és a GDP-deflátor alapján számított euróvezetettel szembeni reálárfolyam változása* Szlovéniában, Szlovákiában és Észtországban, 1994–2010 (1999 = 100)

a) Nominális effektív (NEER)


 b) Fogyasztóiár-alapú ($REER_{hicp}$)

 c) Nemzetgazdasági fajlagos bérköltségeken alapuló ($REER_{ulc, tot}$)

 d) GDP-deflátor alapú reálfektív ($REER_{p, GDP}$)


— Észtország

..... Szlovénia

- - - Szlovákia

* Az indexek emelkedése felértékelődést jelez.

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

A 26. ábra a) része a nominális árfolyam hosszabb távú alakulásának háromféle, alapvetően különböző történetéről tudósít. Észtországban a nominális árfolyam az 1990-es évek közepétől konstans, Szlovéniában viszont 2004-ig folyamatosan (mintegy 35 százalékkal) leértékelődött, ezután viszont lényegében rögzült. Szlovákiában korábban kisebb volt a leértékelődés, de nagyobbak voltak a kilengések – egészen 2001-ig. Ekkortól folyamatosra vált a valuta nominális felértékelődése, amely 2006 és 2008 között (az euró bevezetését megelőző években) határozottan felgyorsult.

Az ábra b)–d) része arról tájékoztat, hogy a nominális árfolyam e merőben eltérő változásai milyen reálárfolyam-mozgásokkal jártak együtt. Két áralapú és egy költségalapú indikátort mutatunk be, amelyek nagy vonalakban ugyanazt jelzik. Szlovéniában valamennyi mutató jelzése szerint lényegében konstans volt a reálárfolyam

az euróövezeti csatlakozásig, azt követően kezdődött meg a reálfelértékelődés. Észtországban hosszabb távon nagyobb, a 2000-es években kisebb volt a valuta reálfelértékelődése, mint Szlovákiában, ellenben a balti országban rendkívül erőteljes volt a fajlagos bérköltségen alapuló reálárfolyam csökkenése 2008 után.

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

A kérdésre természetesen nem adható egyértelmű válasz: a „makrogazdasági folyamatokkal megalapozott” (vagy „egyensúlyi”) reálárfolyam értelmezésének és számszerűsítésének sokféle megközelítése létezik, s amint korábban szóltunk róla, mindegyikük vitatható. Mégis, a gazdasági fejlettség (GDP/fő) és a GDP relatív árszintje között mutatkozó – Európában különösen szoros – kapcsolat alapján (és viszonylagos egyszerűsége miatt) azt a megközelítést részesítjük előnyben, amelyik erre az összefüggésre támaszkodva igyekszik megbecsülni az indokolt/egyensúlyi reálárfolyamtól való eltérés (az „alul”, illetve „túlértékelttség”) mértékét.⁴²

A 27. ábrán szereplő indikátorok közül $P_{\text{GDP}}/V_{\text{GDP}}$ a relatív árszint és a relatív fejlettség aránya [P_{GDP} : a GDP relatív árszintje (vásárlóerő-paritás/árfolyam, EU-15 = 100), V_{GDP} : GDP/fő vásárlóerő-paritáson (EU-15 = 100)]; ehhez az alapinformációk a 19. ábrán láthatók; a mutató azonos azzal, amelynek alapján korábban a GIPS-országok reálárfolyamszintjét vizsgáltuk]. A másik kettő [$Resid(\dots)$] pedig a relatív árszintet a relatív fejlettséggel, illetve a gazdasági nyitottsággal is magyarázó – az EU-tagországaira vonatkozó és az 1999–2008 közötti időszakot lefedő – kétféle regressziós panelbecslés maradéktagja.⁴³

A becslésekből a következő következtetések vonhatók le.

– Szlovénia *enyhén alulértékelt* szintről indult 1990-es évek végén. 2005-ig az alulértékelttség mértéke fokozódott, ami az euróövezeti csatlakozást követő felértékelődés nyomán sem szűnt meg.

– Szlovákia valutáját viszont *erős alulértékelttség* jellemezte a 2000-es évek elején, ami magyarázatot ad arra, hogy a szlovák korona nagyfokú nominális felértékelődése miért nem járt hátrányos reálgazdasági következményekkel: a folyamat a kezdeti alul-

⁴² E megközelítés indoklásáról és az erre támaszkodó eredményekről lásd például Rodrik [2008], MacDonald-Vieira [2010] és Podkaminer [2010].

⁴³ A becslési eredmények (26 országra és 10 évre):

$$\ln P_{\text{GDP}} = 0,75 + 0,83 \ln V_{\text{GDP}} + e_1(i, t) \quad \text{korrigált } R^2 = 0,91 \quad (1)$$

(4,16) (20,37)

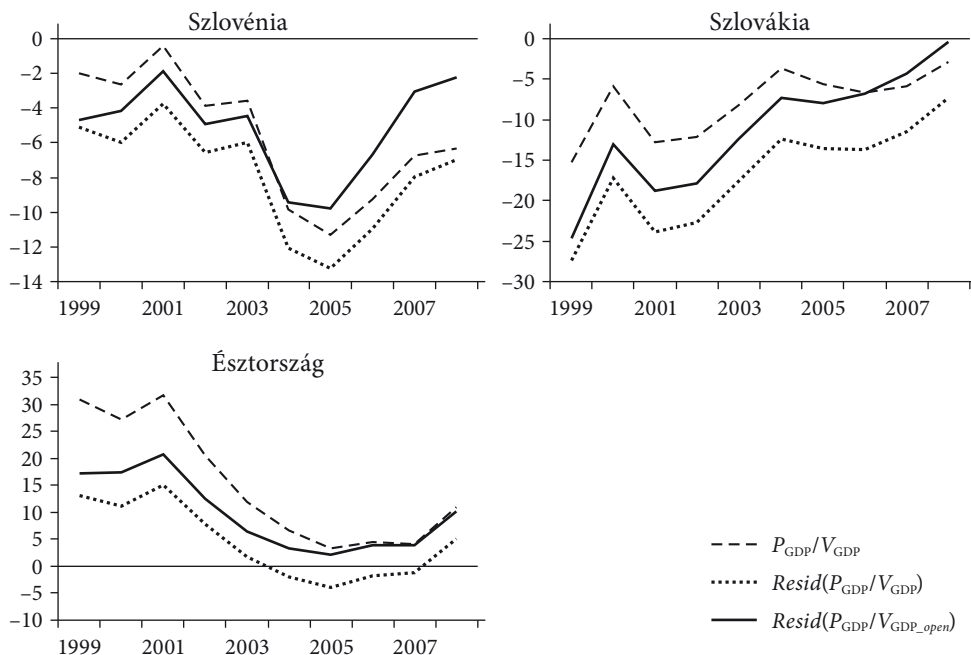
$$\ln P_{\text{GDP}} = 1,38 + 0,82 \ln V_{\text{GDP}} - 0,12 \ln open + e_2(i, t) \quad \text{korrigált } R^2 = 0,93 \quad (2)$$

(6,78) (24,70) (-3,47)

ahol P_{GDP} a GDP relatív árszintjét, V_{GDP} a GDP/fő relatív reálszintjét, *open* a gazdasági nyitottságot jelöli [(az áru- és szolgáltatáskivitelt + -behozatal)/GDP]; $e(i, t)$ az i -edik ország, illetve t -edik időszak specifikus maradéktagja, zárójelben a robusztus t -statisztikák szerepelnek. A további részletekről lásd Oblath-Palócz [2011].

27. ábra

Alternatív becslések a szlovén, szlovák, észt valuta alul-/túlértékelttségére (százalékos eltérés az „indokolt” szinttől)



Jelölések: P_{GDP}/V_{GDP} : a relatív árszint és a relatív fejlettségi szint aránya; $Resid(P/V_{GDP})$: a relatív árszintet a relatív fejlettségi szinttel magyarázó regressziós panelbecslés maradéktagjai; $Resid(P/V_{GDP_open})$: a relatív árszintet a relatív fejlettségi szinttel és a gazdasági nyitottsággal magyarázó regressziós panelbecslés maradéktagjai. [Az előbbi az 57. lábjegyzet (1) egyenletében e_1 -nek, az utóbbi a (2) egyenletben e_2 -nek felel meg].

A negatív értékek alulértékeltséget jeleznek

Forrás: saját számítások az Eurostat alapján.

értékelttség mérséklődését mozdította elő. (2008-ra azonban az alulértékelttség lényegében megszűnt, illetve a korábbi évekkel összehasonlítva sokkal enyhébbé vált.)

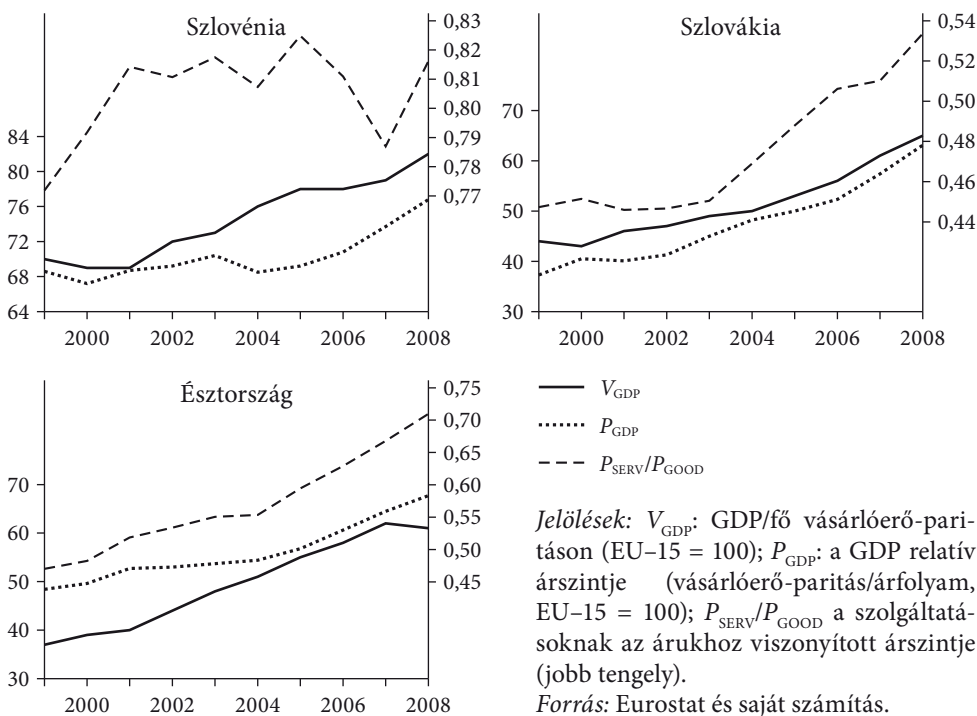
– Észtország esete pedig bizonyos értelemben a szlovák fordítottja: azt mutatja, hogy egy kezdeti jelentős *túlértékelttség* rögzített nominális árfolyam mellett is – kellően erős kínálatoldali növekedési impulzusok és visszafogott árszintfelzárkózás esetén – „kinőhető”. Ez azonban nyilván azon alapult, hogy az ország a valutatábla-rendszer stabilitását minden más gazdasági cél elé rendelte, s a gazdaság valamennyi intézménye, általános működési módja is alkalmazkodott ehhez a korláthoz. (Ez a valódi érv annak alátámasztására, hogy Észtország érett volt az euróövezeti csatlakozásra, nem pedig az, hogy technikailag teljesítette a maastrichti kritériumokat.) Mindamellett a 27. ábrán azt is láthatjuk, hogy a gazdasági túlfűtöttség időszakában (lásd a 25. ábrán) a túlértékelttség csökkenése felé mutató határozott irányzat megfordult.

A 27. ábra arról adott hozzávetőleges tájékoztatást, hogy milyen irányban és nagyjából mennyire térhetett el a *tényleges* reálárfolyam a *becsült egyensúlyi reálárfolyamtól*

a három országban. Ezen túllépve azonban az is fontos kérdés, hogy milyen tényezők mozgatják a valuták reálfelértékelődését (vagyis a tényleges reálárfolyam változását, amiről a 26. ábra tudósított). A 28. ábra alapján úgy tűnik, hogy Észtországban és még inkább Szlovákiában a szolgáltatások és az áruk közötti arány-eltolódás áll a folyamat háttérében (ezt „feltárult” Balassa–Samuelson-hatásnak⁴⁴ nevezhetjük), Szlovéniában viszont a két csoport közötti arány-változásnak láthatóan nincs közvetlen köze a GDP relatív árszintváltozásához.

28. ábra

Reálgazdasági és árszint-konvergencia (bal tengely, EU-15 = 100) és a „feltárult” Balassa–Samuelson-hatás (a szolgáltatások árszintje az árukhoz viszonyítva, jobb tengely) Szlovéniában, Szlovákiában, Észtországban



Szlovénia és a másik két ország közötti különbség arra utal, hogy alacsonyabb fejlettségi szintek mellett erőteljesebb lehet a reálfelzárkózáshoz kapcsolódó belföldi árszerkezeti változás, amely a fogyasztói árak emelkedésének relatív ütemét is befolyásolhatja. A következőkben a három ország reálgazdasági felzárkózása és fogyasztói inflációja kapcsolatát tekintjük át.

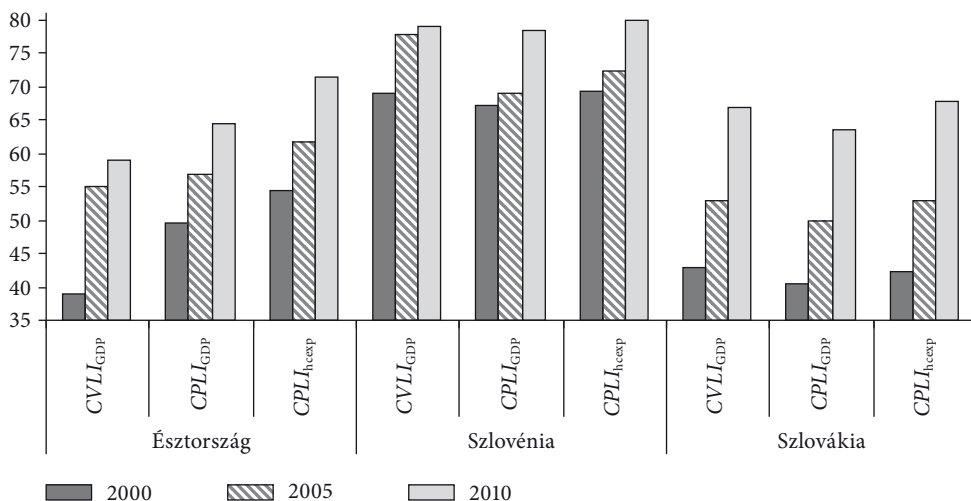
⁴⁴ A Balassa Béla nevéhez fűződő „feltárult komparatív előny” fogalmának analógiájára (Balassa [1965]), akkor beszélhetünk „feltárult Balassa–Samuelson hatásról”, ha feltételezzük, hogy a statisztikailag kimutatott és az elméletből következő jelenségnek az elmélet által feltételezett tényezők/okok állnak a háttérében. Magukkal a tényezőkkel itt nem foglalkozunk.

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

Abból indulhatunk ki, hogy amíg egy ország saját valutával rendelkezik, és rugalmas árfolyamrendszert tart fenn, a fogyasztói árak emelkedését igen jelentős közgazdasági fogalmi távolság választja el a reálgazdasági konvergenciától (lásd erről *Égert* [2007] alapos elemzését). A reálfelzárkózás ugyanis a GDP árszintjének a felzárkózásával áll közvetlen kapcsolatban, ettől viszont általában különbözik a háztartások vásárolt fogyasztásának árszintje (annak felzárkózása). Ez utóbbi pedig két további áttételen keresztül kapcsolódik a fogyasztói árindexhez: az egyik a *nominális árfolyam változása*, a másik pedig a vásárolt fogyasztás vásárlóerő-paritásának meghatározásához használt árukosár összetételének eltérése attól, amely a fogyasztói árindex meghatározására szolgál. Mielőtt azonban a változásokról szólnánk, a szintek alakulását célszerű bemutatni (29. ábra).

29. ábra

A relatív reálfeljeltség szintje (GDP/fő), relatív GDP-árszint és a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintje 2000-ben, 2005-ben és 2010-ben (EU-15 = 100)



Jelölések: GDP/fő vásárlóerő-paritáson (komparatív volumenindex: CVLI_{GDP} – comparative volume level index); a GDP relatív árszintje (komparatív árindex: CPLI_{GDP} – comparative price level index); a háztartások fogyasztási kiadásának relatív árszintje (CPLI_{hcexp}).

Forrás: Eurostat.

A 29. ábra az Eurostat vásárlóerő-paritásokon alapuló adatbázisa alapján ad képet az EU-15-höz viszonyított GDP/fő volumene, a GDP árszintje és a háztartások fogyasztási kiadásainak árszintje alakulásáról a 2000-es évek elején, közepén és végén. Mindezekelőtt az induló szintek között mutatkozó különbségre hívjuk fel a figyelmet. Észtországban a 2000-es évek elejének 40 százalékos alatti relatív fejlettségéhez a GDP mintegy 50 százalékos relatív árszintje és 55 százalékos relatív fogyasztói árszint tartozott – a viszonylag magas árszint alapján jutottunk arra a következtetésre, hogy ekkor az ország valutája alighanem túlértékelt volt (lásd a 27. ábrát és a kapcsolódó magyarázatot). Szlovákiában fordított volt a helyzet (a GDP relatív árszintje nagyobb, a fogyasztói árszint kisebb mértékben, de elmaradt a relatív fejlettségi szinttől), Szlovéniában pedig viszonylagos harmónia jellemezte a fejlettség és az árszint mutatóit.

A 2000-es évek közepére két országban jelentősen megváltozott a kép: Észtországban a jelentős reálfelzárkózást sokkal enyhébb árfelzárkózás kísérte, így a kezdeti diszkrétancia (legalábbis a GDP árszintjét tekintve) csaknem megszűnt. Szlovéniában a reálfelzárkózás mértékéhez viszonyítva ugyancsak csekély volt az árszint-felzárkózás, ez azonban arra vezetett, hogy az euróövezeti csatlakozást megelőző időszakban mind az általános, mind pedig a relatív fogyasztói árszint lényegesen alacsonyabb lett, mint amit a gazdaság fejlettsége indokolt volna. Szlovákiában viszont – gyors reálfelzárkózás mellett – nemcsak az évtized közepén, hanem a végén (az euró bevezetését követő évben is) is sikerült fenntartani a reálfelzárkózás és a relatív árszint közötti kezdeti, egészében harmonikusnak tekinthető arányokat. A kezdetihez hasonló arányok álltak vissza Szlovéniában is, de úgy, hogy a minimális reálkonvergenciát jókora árszint-emelkedési többlet kísérte. Észtországot is az évtized elejét jellemző arányok jellemezték az évtized végén: a reálfelzárkózás viszonyítva ismét igen magasra emelkedett az általános és a fogyasztói árszint.

Ezen a ponton érdemes a 29. ábrától kissé hátrébb lépni, és az egyes országok konkrét tapasztalataitól függetlenül átgondolni, hogy miről is szólnak a bemutatott indikátorok. A GDP árszintjének az ország fejlettségi szintjéhez viszonyított eltérése valutájának alul/túlértékelttségéről, közvetve pedig nemzetközi versenyképességéről ad egyfajta makrogazdasági szemléletű – elismerten kiegészítésre szoruló – információt. A kettő arányának változása pedig az árversenyképesség változásának egyik mutatójaként is kezelhető. Ezzel szemben a fejlettebb országokhoz viszonyított relatív fogyasztói árszint változásának nincs közvetlen kapcsolata a versenyképességgel. Ez arról adhat tájékoztatást, hogy egy valutaövezeten belül a monetáris feltételek hozzávetőlegesen milyen fokú lazulását jelentheti a fejlett országokénál gyorsabb infláció (okkal feltételezve, hogy a közös nominális kamat a fejlettebb országok inflációjához igazodik).

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

Ez a tapasztalat amellett szól, hogy az a korábbi elképzelés, amely szerint egy ország akkor jár jól, ha lehetőség szerint alulértékelt árfolyamon csatlakozik az euróöve-

zethez, felülvizsgálatra és kiegészítésre szorul. Az alulértékelttség kétségkívül kedvez a versenyképességnek, de mivel az árszint csak a fejlettebb országokénál gyorsabb inflációval tudja behozni a gazdaság reálfejlettségéhez viszonyított lemaradását, az így adódó alacsony/negatív reálkamat ugyancsak alááshatja a makrogazdasági stabilitást. (Ezzel együtt a nemzetközi példák azt támasztják alá, hogy az alulértékelttség és a túlértékelttség közül az utóbbi a rosszabb, hiszen saját árfolyam nélkül sokkal nehezebben korrigálható.)

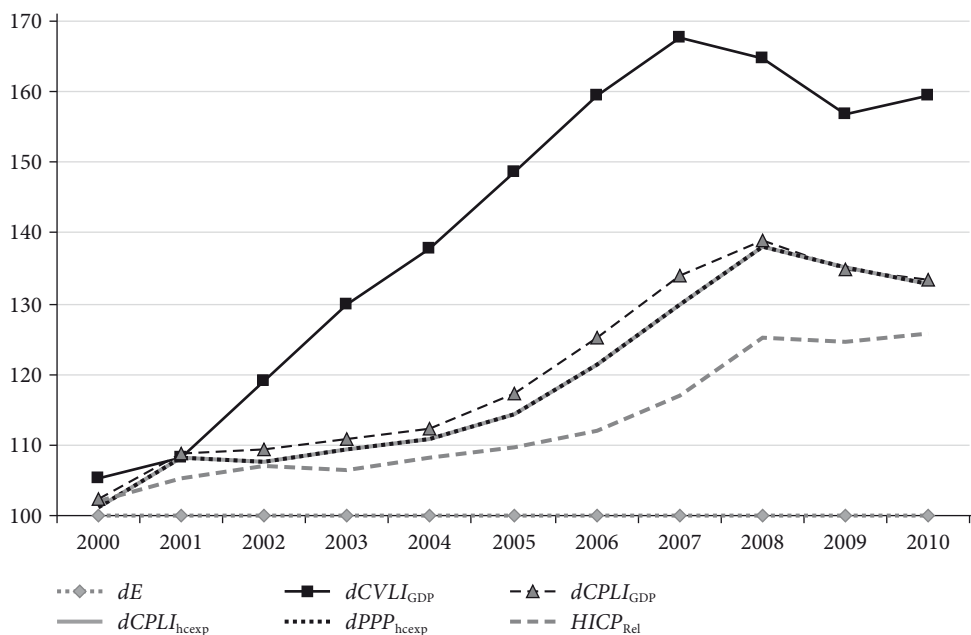
Tekintsük végül a három országnak a reálfejlettségi és árszintmutatók változásához kapcsolódó tapasztalatait a 2000-es években: milyen út vezetett a relatív gazdasági növekedéstől a (reálgazdasági felzárkózástól) az árszintfelzárkózáson és az árfolyamváltozáson keresztül a relatív fogyasztói árindexig?

A 30. ábrán egyrészt az előzőekben ábrázolt mutatók változása látható ($dCVLI_{GDP}$: a GDP/fő relatív reálszintjének; $dCPLI_{GDP}$: a GDP relatív árszintjének; $dCPLI_{hexp}$: a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének változása az EU-15 átlagához viszonyítva – az utóbbi kettő természetesen euróban mérve). Másrészt, feltüntettük a belföldi valuta árfolyamváltozását (dE : az emelkedés leértékelődést, a süllyedés felértékelődést jelez), továbbá a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének változását ($dPPP_{hexp}$) és a relatív fogyasztói árindexet ($HICP_{Rel}$) belföldi valutában az EU-15 átlagához viszonyítva.

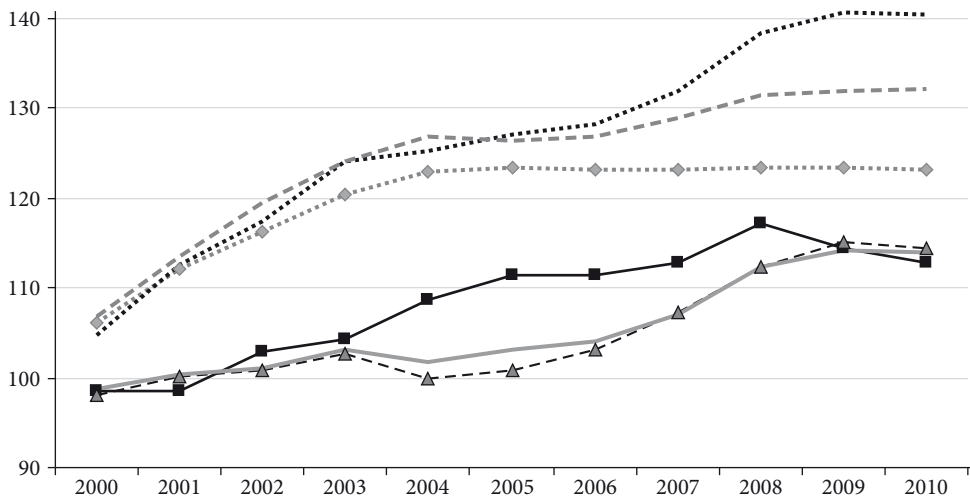
30. ábra

Reálgazdasági felzárkózás, árfelzárkózás, árfolyamváltozás és relatív fogyasztói áremelkedés a három közép-kelet-európai euróvezeti tagországban az EU-15 átlagához viszonyítva (1999 = 100)

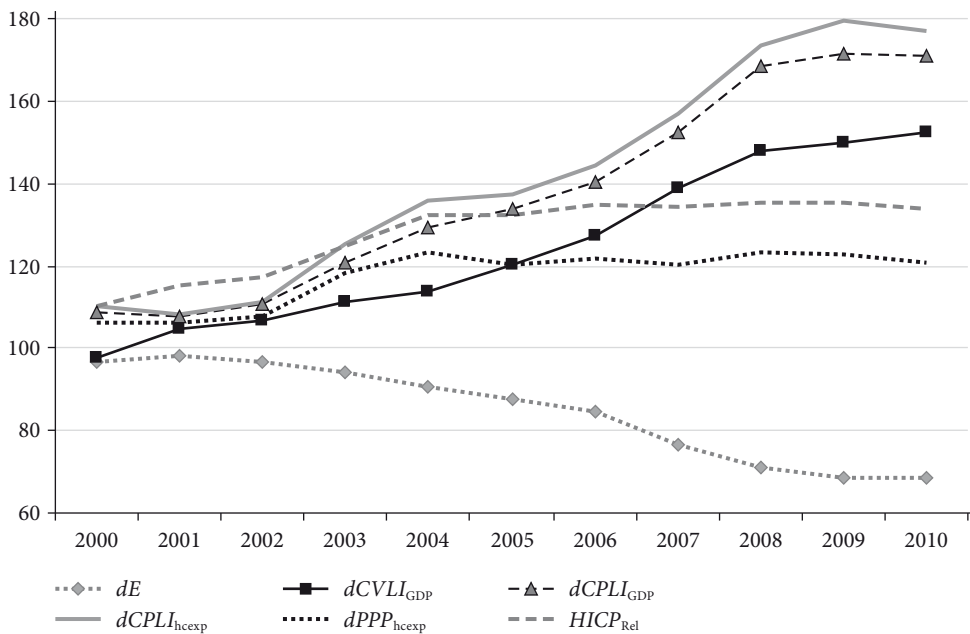
a) Észtország



b) Szlovénia



c) Szlovákia



Jelölések: $dCVLI_{GDP}$: a GDP/fő relatív reálszintjének; $dCPLI_{GDP}$: a GDP relatív árszintjének, $dCPLI_{hcexp}$: a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének változása az EU-15 átlagához viszonyítva (euróban); dE : a belföldi valuta árfolyamváltozása (az emelkedés leértékelődést, a süllyedés felértékelődést jelez). $dPPP_{hcexp}$: a háztartási fogyasztási kiadások relatív árszintjének változása; $HICP_{Rel}$: a fogyasztói árindex belföldi valutában (mindkét utóbbi az EU-15 átlagához viszonyítva).

Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

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

$$PPP_{\text{hexp}}/E=CPLI_{\text{hexp}},$$

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

Észtországban – ahol az árfolyam változása nem játszhatott szerepet – a reálfelzárkózás mértékétől nagyon messze elmaradt az árfelzárkózás, és az utóbbtól is lemaradt a relatív fogyasztói áremelkedés. Ez alapvetően két tényezővel magyarázható. Egyrészt, a 2000-es évek elején rendkívül magas volt a relatív árszint, s az időszakot jórészt ennek korrekciója jellemezte. Másrészt, a növekedést a külső deficit kísérte, amely leszorította a belföldi áremelkedést. A relatív fogyasztói árindex és a másik két árszintváltozási mutató közötti eltérés a gazdaság túlfűtöttségének időszakában tágul, utána pedig egyértelműen szűkül, aminek fontos oka lehet, hogy a gazdaság túlfűtöttségét is jelző ház-/lakásárak az utóbbiakban szerepelnek, az előbbiben viszont nem. Ezzel együtt az euróövezeti csatlakozás idején igen jelentős lett a reálfejlettséghez viszonyított árszintbeli lemaradás, ami további gyors árszintbeli felzárkózást/inflációt vetít előre (ez már meg is valósult, lásd a 22. ábrát).

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

Végül Szlovákia példája azt mutatja, hogy gyors reálgazdasági konvergencia mellett a nemzeti valuta nominális felértékelődése messzemenően kihasználható a relatív fogyasztói árindex stabilizálására, ha a valuta kezdetben alulértékelt (az alulértékeltségre vonatkozó jelzésekről lásd a 27. ábrát). Az azonos valutában mért árszint-konvergencia úgy tartott lépést a reálfelzárkózással, hogy a valuta folyamatosan erősödött. Eközben – 2004-től kezdve – nemcsak a relatív fogyasztói árindex, hanem a háztartási kiadások relatív árszintje is stabilizálódott, ami – a másik két

ország hasonló mutatóival egybevetve – azt jelzi, hogy itt nem alakult ki a máshol tapasztalt gazdasági túlfűtöttség (ingatlanár-buborék). Mi több, az ország kezdeti tapasztalatai az euróövezeten belül kedvezők: Szlovéniával összehasonlítva, nem következett be az infláció gyorsulása, és a versenyképesség mutatói sem romlottak számottevően. Ehhez persze nyomban hozzá kell tenni: Szlovákia a legsúlyosabb visszaesés évében vezette be az eurót, továbbá – a lassú árfolyam-begyűrűzés következtében – még érvényesült a korábbi felértékelődés hatása, s mindkét *átmeneti* tényező egyértelműen leszorította az árak és a bérek emelkedését. Éppen ezért nagy kérdés az eddigi folyamatok fenntarthatósága. Ha a gazdaságban ismét gyors növekedés (reálkonvergencia) bontakozna ki, amire egyébként az országnak jók az esélyei, az árszint-konvergencia csak az euróövezeti átlagnál gyorsabb inflációval valósulhat meg, amelynek makrostabilitási kockázatait mindenképpen kezelni kell majd.

A csatlakozást követő néhány tapasztalat és tanulság

Az euróövezeti csatlakozást követő időszakra vonatkozó érdemi tapasztalatok egyedül Szlovénia esetében állnak rendelkezésre, amely öt éve vezette be az eurót. Az ország kezdeti tapasztalatai korántsem kedvezők, ezek megértéséhez azonban fontos tudni, hogy Szlovénia az euróövezet utolsó igazán jó évében, 2007-ben vált a valutaövezet tagjává – akkor, amikor például Spanyolország és Írország hitelezési expanzió alapuló gazdasági fellendülése még tartott. Ez utóbbi országok példái nyilván vonzóak voltak, hiszen azt lehetett hinni, hogy az euróövezeti tagság automatikusan csökkenteni a kamatokat/hozamokat, és jelentősen gyorsítja a növekedést. Akkor még nem lehetett tudni, hogy e mások elé jó példaként állított országok felgyorsult növekedése hamarosan kipukkanó buborékokon alapul, és az addig példás költségvetési prudenciát néhány éven belül az állam súlyos finanszírozási nehézségei követhetik.

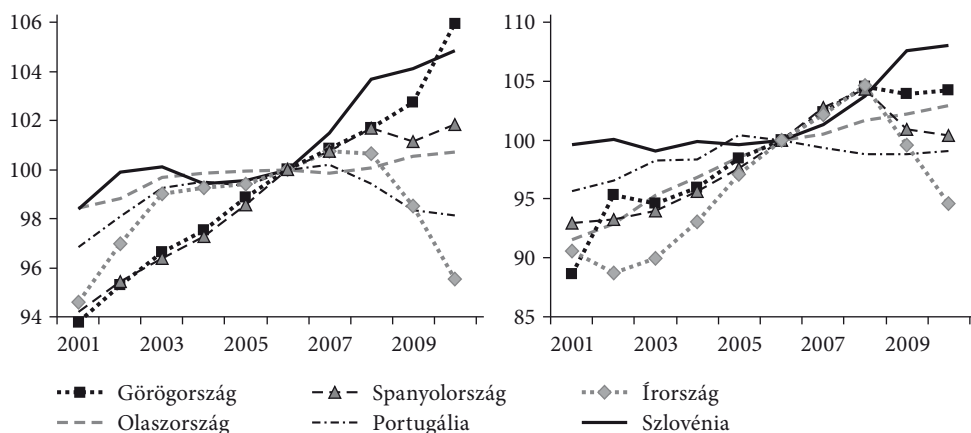
A folyamatokat utólag rekonstruálva úgy tűnik, hogy Szlovénia korábban rendkívül óvatos, stabilitásra törekvő (gazdaság-) politikusai, akárcsak a velük addig együttműködő érdekképviseleti szervezetek, az euróövezethez történt csatlakozást követően egyszerűen elveszítették a veszélyérzetüket. A maastrichti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

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

Az, hogy Szlovénia stabilitását tekintve lényeges változás történt az euróvezeti csatlakozást követően, jól látható a fogyasztói árakon, valamint a makrogazdasági fajlagos bércöltségeken alapuló reálárfolyam-index alakulásán. A 31. ábra világosan mutatja, hogy az ország 2006-tól kezdve még a GIIPS-országokkal szemben is veszített ár-, illetve nemzetgazdasági szintű költség-versenyképességéből, holott egészen addig rendkívül gondosan őrködött relatív ár- és költségszintjének stabilitásán. (Hozzá kell azonban tenni: a relatív költségemelkedés a gazdaság egészét jellemzi; a feldolgozóipari költség-versenyképesség nem romlott számottevően – e tekintetben a helyzet hasonlít Írorszáéhoz, lásd a 12. ábrát.)

31. ábra

Szlovénia és a GIIPS-országok fogyasztóiár-alapú (bal oldali ábra), illetve nemzetgazdasági fajlagosbércöltség-alapú (jobb oldali ábra) reálárfolyam-indexe* (2006 = 100)



* Reálárfolyam-változás az euróövezet országainak átlagához viszonyítva; a mutatók értékének emelkedése a versenyképesség romlását jelzi.

Forrás: DG Ecf in: Price and cost competitiveness database alapján saját számítás.

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

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

A másik – és sokkal fontosabb – tanulság a béalakulás koordinációjához kapcsolódik. Az euró bevezetésével együtt nem megszüntetni, hanem megerősíteni kell

azokat az intézményeket és mechanizmusokat, amelyek előmozdíthatják a nemzetgazdasági szintű termelékenység és a bérek alakulása közötti összhangot – különösen egy olyan országban, amelyben az alacsony inflációnak nincsenek évtizedekre visszanyúló hagyományai. (Láthattuk, hogy Szlovéniában a 2000-es évek elején még 8-9 százalék körül alakult az infláció.) Azzal egyidejűleg, hogy egy ország örökre lemond arról a lehetőségről, hogy a valutaárfolyam változása révén korrigálja a makrogazdasági egyensúly hiányát – s az euró bevezetésével pontosan erről a lehetőségről mond le –, ki kell alakítania azokat a mechanizmusokat is, amelyek megelőzik az árfolyamváltozást szükségessé tevő folyamatok létrejöttét. E mechanizmusok között kitüntetett szerepe lehet a nemzetgazdasági szintű bérmegállapodások rendszerének, amely Szlovéniában rendkívül hatékonynak bizonyult, hiszen alapvetően passzív árfolyam-politika mellett és lényegében növekedési áldozat nélkül segítette elő a 2006-ig tartó folyamatos dezinflációt.

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

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

Az ország kezdeti tapasztalatai kedvezőbbek, mint Szlovéniában voltak az euró bevezetést követő harmadik évben. Az infláció és a béremelkedés nem gyorsult fel, ám ez két fontos körülményhez köthető: a bevezetés évében tapasztalt gazdasági visszaeséshez, valamint ahhoz, hogy az árfolyam-begyűrőzés hatása éveken át tartott (talán még ma is hat). Egyelőre nem ítélni meg, hogy az ország hosszabb távú fejlődéséhez a korábbinál kedvezőbb feltételeket biztosít-e az euróvezeti tagság. A kilátások megítélése szempontjából azonban biztató, hogy Szlovákia olyan időben

vált az európai valutaövezet tagjává, amikorra bőséges tapasztalatok halmozódtak fel arról, hogy miképpen romolhatnak el a dolgok az euróövezeti csatlakozást követően. Ezek az ismeretek Szlovénia csatlakozása idején nem állhattak rendelkezésre, Szlovákia viszont támaszkodhat rájuk, s ez lehetőséget ad arra, hogy elhárítson olyan kockázatokat, amelyek máshol korábban megvalósultak.

Mindezek ellenére nyitott kérdés, hogy amennyiben Szlovákiában ismét megindul a gyors reálgazdasági konvergencia, akkor a gazdaságpolitika hogyan kezeli majd az euróövezetet meghaladó infláció következményeit. Az elkövetkező években erre figyelniünk kell, hiszen a Szlovákiában alkalmazott megoldások fontos támpontokat kínálhatnak a valutaövezet majdani tagországai, így Magyarország számára is.

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

Az EU és az euróövezet szabályozási és intézményi környezetének változásai⁴⁵

A válság rávilágított, hogy a stabilitási és növekedési egyezmény (*Stability and Growth Pact, SGP*) – mint a legfőbb euróövezeti szabályozómechanizmus – elégtelen a makrogazdasági és pénzügyi stabilitás biztosítására. A fegyelmezetlenségre hajló tagországokkal szemben alkalmazott eljárások (a korai figyelmeztetés, a poyautasok kiszűrése, a többoldalú ellenőrzés, a többi tag morális ráhatása és az esetleges büntetés) nem bizonyultak kellőképpen hatékonynak.⁴⁶ A nemzeti költségvetési keretek elégtelenek voltak a prociklikus politika és a felpörgő állami eladósodás elkerülésére, valamint a rejtett hiány előzetes kiszűrése. Ahhoz, hogy az

⁴⁵ Az európai szabályozás átalakítása a pénzügyi válság kitörése óta zajló folyamat, amely nem ért véget írásunk lezárásakor. Azok az új törvények és eljárások, amelyek a monetáris unió megszilárdítását, illetve későbbi válságok elkerülését szolgálják, az egyeztetési folyamat különböző fázisában voltak, és több lépésben módosultak. A 2012 elején elfogadott törvényeket illetően még sok nyitott kérdés maradt a tekintetben, hogy az új, kibővített követelményrendszer, illetve a szigorított szankciók érvényesítése milyen értelmezést nyer majd a gyakorlatban.

⁴⁶ Az Európai Unióban az integrációs folyamat elemzése és ennek megérttetése a tagországokban nem követte a fejleményeket, ami miatt több országban, majd a tagországok között is komoly politikai feszültségek alakultak ki. Ezek a mai napig erősödnek, és miközben hátráltatják a gazdasági konszolidációt, valójában a fenntarthatóságot kérdőjelezik meg. Elemzésük azonban a politikai tudományok területére vezetne, kívül marad ennek a tanulmánynak a témakörén.

euróövezet fejlődése tartós legyen, állja a versenyt az Egyesült Államok gazdaságával, s kibontakozhassanak a közös valuta integrációs hatásai, hatékonyabbá kellett tenni a gazdaságpolitikai koordinációt, a vállalások teljesítésének kikényszerítését, illetve a pénzügyi felügyeletet.

A válság előtt az uniós szabályozás nem foglalkozott azokkal a feszültségekkel, amelyek egy közös valutaövezet hátrányaiból fakadhatnak. A stabilitási és növekedési egyezmény szabályrendszerét és eljárásait többször is vizsgálták a hatékonyság szempontjából. A 2005-ben elfogadott felülvizsgálat már igyekezett figyelembe venni az országspecifikus jellemzőket, segíteni a reformok végrehajthatóságát is, de a válságmegelőzés, illetve a válság-előrejelzés még az országértékelések során sem kapott figyelmet, a valutaunió egészét illetően pedig a lehetősége sem merült fel.

Amikor már nincs azonnali megoldás egy tagországban a felpörgő eladósodásra (mint Görögországban), akkor speciális eljárásokra lehet szükség. Az euróövezet működtetésének megtervezésekor azonban nem gondoltak arra, hogy ilyen krízishelyzet bekövetkezhet. Sem arra nem készült terv, hogy hogyan lehet kilépni (*exit*),⁴⁷ sem arra, hogy hogyan lehet levezetni egy államcsődöt (*default*) egy olyan közös valutaunióban, ahol nincs közös költségvetési politika és föderális költségvetés (legalábbis nem olyan, amelynek egy csődhelyzet kezelésére kiterjedne a hatóköre). Ezeknél a feladatoknál rögtönözniük kellett a válságkezelőknek.

Mindez arra utal, hogy az euróövezeti válságban szerepet játszik ugyan, hogy né mely ország félrevezető államháztartási adatokat közölt, máshol pedig nem fogták vissza a túlfűtött gazdaságot (gazdaságpolitikai hibákat követtek el), de valójában az európai uniós szabályozási rendszerhibáknak legalább annyira szerepük volt a válság szétterjedésében, mint az egyes tagországok kormányzati hibáinak.

A működési szabályok reformja

A válság felhívta a figyelmet az euróövezeti rendszerszintű problémákra, és elengedhetetlenné vált az EU egész irányítási/szabályozási rendszerének átfogó felülvizsgálata. Az átalakítás azt szolgálja, hogy mielőbb pótolják azokat a hiányzó láncszemeket (intézményeket, szabályozást és eljárásokat), amelyek elengedhetetlenek az államadósság-válság megoldásához, és hosszabb távon biztosíthatják az euróövezet fennakadásmentes működtetését jó és rossz időkben egyaránt, s elősegítik az európai integráció fejlődését. A fő jelszó változatlan: a stabilitás és a növekedés (*Sapir és szerzőtársai [2003]*),

⁴⁷ A kilépést csak az Európai Unióból teszi lehetővé az uniós szabályozás, az euróövezeti kilépés mikéntjére ma egyáltalán nincs lehetőség, és így forgatókönyv sincs ahhoz. A kilépés szabályozásával kapcsolatban nem csupán arról lehet szó, hogy egy ország ki szeretne lépni valamilyen okból. Egy ilyen „önkéntes” kilépésnek is beláthatatlan következményei lennének, már az integráció mai szintjén is, magára az országra és a többi euróövezeti tagra nézve is. Valószínűleg ezért nem is merült fel ennek lehetővé tétele az uniós szabályok kidolgozásakor. Adódhat azonban olyan helyzet, amikor ki kell léptetni egy országot a közös valutaövezetből, ez például a görög válságnál is felmerült. Mint jövőbeli elretentő szankció is szóba jöhetne a – végleges vagy átmeneti – kiléptetés, amikor már a mostani válságot sikerül valahogy elrendezni. (Érdekes, hogy *Rostowski [2004]* – ma lengyel pénzügyminiszter – már az euróövezet első öt évének ismeretében felvetette ennek a lehetőségét.)

de az eredeti stabilitási és növekedési egyezmény követelményei és eljárásai számos ponton kiegészülnek, és a megvalósítás érdekében a számonkérés és az ellenőrzés is szigorodik. Az átalakított európai irányítási rendszerben a makrogazdasági felügyelet eljárásai/intézkedései két csoportra oszthatók: a megelőző (*pre-emptive*) és a korrekciós (*corretive*) eljárások/intézkedések (erről részletesen ír Csermely–Szalai [2011]). Az intézményrendszer kiegészül a válságkezelés feladatára szakosodott alapokkal.

A szerteágazó átalakítás nem könnyen tekinthető át (lásd a keretes írást), s a megvalósíthatóságával kapcsolatban is felvetődnek kételyek a különböző eljárások és intézmények között érvényesülő bonyolult összefüggések miatt. A keretet az úgynevezett *európai szemeszter* biztosítja, amelyben az összes új uniós eljárást időrendben elrendezik, s amelynek keretében a nemzeti gazdaságpolitika döntéshozóit előretérő módon próbálják tájékoztatni az uniós célokról.

AZ EURÓPAI UNIÓ IRÁNYÍTÁSI RENDSZERÉNEK ELEMEI

Euróegyezmény (*Euro Pact*): a stabilitási és növekedési egyezmény, amelyet kiegészít az úgynevezett hatos jogszabálycsomag (*Six Pack*)

Euró-plusz egyezmény (*Euro Plus Pact*): a gazdaságpolitikai koordinációt támogató pillér

Kríziskezelő alapok, mechanizmus

- európai pénzügyi stabilitási mechanizmus (*European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM*)
- európai pénzügyi stabilitási eszköz (*European Financial Stability Facility, EFSF*)
- európai stabilitási mechanizmus (*European Stability Mechanism, ESM*)

Kockázatkezelés, felügyelet

- Európai Rendszerkockázati Testület (*ERKT: European Systemic Risk Board, ESRB*) makroprudenciális felügyelő testület
- európai bankfelügyelet: *European Banking Authority (EBA)*
- európai értékpapír- és piacfelügyelet: *European Securities and Markets Authority (ESMA)*

A pénzügyi szabályozás megerősítése

- a fedezeti alapok és a hitelminősítők szabályozása
- stressztesztek, prudenciális szabályozás, bankválságok kezelésének szabályozása

Az Európa 2020 stratégia (*Europe 2020*) – felzárkózási szerkezeti program

Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról (*Treaty on Stability, Coordination and Governance – SCG – in the Economic and Monetary Union*) (*Szerződés a...* [2012])

Forrás: Kuenzel [2011] alapján.

Megelőző eljárások/intézkedések (preventive arm). Ebben a fázisban a makrogazdasági kockázatok felmérése a cél és egy olyan riasztórendszer kiépítése, ami időben figyelmeztet a veszélyekre, amikor még van idő az intézkedésre. A stabilitási és növekedési egyezmény mellett a később ismertetendő túlzott egyensúlytalansági eljárásnak (*Excessive Imbalances Procedure, EIP*), valamint az Európai Rendszerkockázati Testület (*ERKT: European Systemic Risk Board, ESRB*) jelentéseinek és ajánlásainak lesz nagy szerepe ebben a fázisban.

Korrekción eljárások/intézkedések (corrective arm). Ha súlyos kockázat fenyeget, akkor a tagországnak azonnal hatékony lépéseket kell tennie, amelyek végrehajtását a jövőben az EU főhatóságai szigorúan számon kérik. A szigor növelése érdekében az úgynevezett hatos jogszabálycsomagban (*Six Pack*) meghatározták azokat az eseteket is, amelyeket „fordított szavazással” (*reverse voting*) kezelnek. Ez azt jelenti, hogy amennyiben egy ország nem teljesíti a korrekciós vállalásait, akkor automatikusan életbe lép a szigorú (pénz)büntetés. Amennyiben az érintett ország kéri és a kérelem jogosnak látszik, akkor arról kell szavazni, hogy *ne* lépjen életbe a büntetés.

Az Európai Unió Tanácsa a 2012. évi európai szemeszterében a következő alapelveket tartotta kiemelten érvényesítendőnek: 1. a nemzeti és az uniós szintű gazdaságpolitikában a növekedési szempontoknak kell a középpontba kerülniük úgy, hogy az országspecifikus szempontokat és kockázatokat érvényesítik; 2. a pénzügyi és a bankrendszert konszolidálni kell, hogy helyreálljon a befektetői bizalom; és 3. olyan strukturális reformokat kell elindítani, amelyek alkalmasak az egyensúlytalanság kiigazítására, és javítják a versenyképességet (*European Semester* [2012]).

EURÓEGYEZMÉNY – A HATOS JOGSZABÁLYCSOMAGGAL KIBŐVÍTETT STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI EGYEZMÉNY • Az Európai Parlament 2011. október 5-én fogadta el azokat a módosításokat, amelyek az európai szemeszter keretén belül kiegészítik a túlzottdeficit-eljárást (*excessive deficit procedure, EDP*), illetve kiváltják az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatás (*Broad Economic Policy Guideline*) korábbi formáját. A hatos jogszabálycsomag a makrogazdasági egyensúlytalanság és az állami eladósodás mérséklését szabályozza, előírja a nemzeti költségvetési keretek kialakítását, az uniós hatóságok számára pedig beavatkozási lehetőséget biztosít, ha romló kilátásokat észlelnek, és szankciókat vezet be a nem teljesítés esetére.

A törvénycsomag elfogadása sokáig húzódott, mert egyes tagországok ellenálltak annak a javaslatnak, hogy az uniós hatóságok előre (*ex ante*) beavatkozhatnak a nemzeti költségvetés-készítési folyamatba – tehát már akkor is, ha úgy vélik, hogy rossz irányú, fenntarthatatlan folyamat látszik kirajzolódni.

A hatos jogszabálycsomagban foglalt szabályok két alapvető célt szolgálnak.

I. A költségvetési fenntarthatóság érdekében megelőző és korrekciós eljárások (a stabilitási és növekedési egyezmény kiegészítése)

1. A középtávú költségvetési cél (*medium-term objective, MTO*) teljesítése érdekében, megelőző lépésként a középtávú növekedés alapján meghatározott kiadási plafont érvényesítenek, amelytől való eltérést kiadáscsökkentéssel, illetve bevételnöveléssel kell ellentételezni.

2. A megvalósulást szigorú végrehajtási szabályok segítik, amelyek korrekciót követelnek meg a célt nem teljesítő tagországtól. Amennyiben a korrekció elmarad, akkor az Európai Tanács (fordított szavazással) dönt a bírságról, amely a GDP 0,2 százalékának megfelelő kamatozó betét elhelyezése. Azok az euróövezeti tagországok, amelyek a jövőben hamisan jelentenek adatot, további bírságot fizetnek, ami a GDP 0,2 százaléka.

3. A túlzottdeficit-eljárás szabályai szigorodnak: a GDP 60 százalékánál magasabb államadóságot tartó országokban az adósságrátát évente minimum a küszöbérték-

től való távolság egy huszadával kell csökkenteni. Ennek elmaradásakor túlzottdeficit-eljárás alá kerül az ország.

4. A túlzottdeficit-eljárást alá került országot a GDP 0,2 százalékának megfelelő nem kamatozó betét elhelyezésére kötelezik. Amennyiben az ország nem tartja be a túlzottdeficit-eljárásban vállalt kötelezettségét, akkor a betét átalakul bírsággá.

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

II. A makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás (*Macroeconomic Imbalances Procedure, MIP*)

6. A makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás a makrogazdasági egyensúlytalanság mérséklésére és a versenyképesség javítására irányul. Egy megelőző és egy kiigazító fázisból áll.

– Az első lépésben, egy korai *riasztási mechanizmusra (alert mechanism)* építve, a pályaelteljedéseket tárják fel előre tekintve, amikor még lehetséges a korrekció. Az egyensúlytalanságokat jellemző és a versenyképesség alakulását mérő és előrejelző mutatószámrendszer – amelynek mutatói a gyakorlat alapján változhatnak – elemzésével a Bizottság a riasztási mechanizmus keretében rendszeres jelentést (*Alert Mechanism Report, AMR*) készít.

– A megelőző és korrekciós eljárás keretében az Európai Bizottság a rendszeres gyakorisággal készülő jelentések alapján már korai fázisban – amikor a fenntarthatatlan pozíciók kialakulása még csak elindul – ajánlásokat fogalmazhat meg.

– A problémás esetekben a kiigazítás elérése céljából megindítják a túlzott egyensúlytalansági eljárást (*Excessive Imbalances Procedure, EIP*).

– A túlzott egyensúlytalansági eljárás két lépcsőben segíti a korrekciót. Először ajánlásokra kerül sor, majd ha ezek nem találhatnak meghallgatásra, illetve nem teljesülnek, akkor az érintett országra szigorú szankciókat vetnek ki: a GDP 0,1 százalékát kamatozó betétben kell elhelyeznie. Ha másodszor sem teljesülnek az uniós követelmények, akkor a kamatozó betét átalakul bírsággá.

*A makrogazdasági és a túlzott egyensúlytalansági eljárás (MIP–EIP) kritikus pontjai.*⁴⁸ Az MIP–EIP-eljárást azoknak a problémáknak a kezelésére alakították ki, amelyeket a válság élezett ki. Egyrészt a tagországok külső pozíciójának olyan fenntarthatatlan torzulását hivatott feltárni, amelyek a stabilitási és növekedési egyezmény szerinti eljárás (az államháztartási pozícióra vonatkozó vizsgálat) alapján nem mutathatók ki, másrészt a versenyképesség romlását hivatott megakadályozni, hiszen a válság egyértelművé tette, hogy a közös valutaövezetben a versenyképességi kiigazítási kényszer még annál is sokkal fájdalmasabb és nehezebben megvalósítható, mint azt előzetesen gondolni lehetett.

⁴⁸ A makrogazdasági és a túlzott egyensúlytalansági eljárásra (MIP–EIP) vonatkozó törvények, a mutatószámrendszer és az első kockázati jelentés megtalálható a Bizottság honlapján: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm.

A riasztási mechanizmus keretében készülő rendszeres jelentések alapjául szolgáló mutatószámrendszer (EC [2012]) a tagországok külső pozícióját, az ár- és a költségversenyképességet, valamint az egyensúlyi pozíció és a versenyképesség alakulását befolyásoló hazai mutatókat tartalmazza.⁴⁹ A hosszas előzetes egyeztetés alapján kialakított mutatószámrendszert (lásd a keretes írást) és az első kockázati jelentést az Európai Unió összes országára vonatkozóan (visszatekintően 2001-ig) is 2012 februárjában publikálta a Bizottság. Ennek alapján már kirajzolódnak azok a pontok, ahol fokozott körültekintésre lehet szükség a következtetések levonásához, aminek alapján egyes országok esetén megindulhat a túlzott egyensúlytalansági eljárás.

A MAKROGAZDASÁGI EGYENSÚLYTALANSÁGI ELJÁRÁSBAN FIGYELEMMEL KÍSÉRT VÁLTOZÓK ÉS A HOZZÁJUK RENDELT KRITIKUS ÉRTÉKEK

Folyó fizetésimérleg-pozíció a GDP-hez viszonyítva (–4 százaléktól +6 százalékig)
 Nettó nemzetközi befektetési pozíció a GDP-hez viszonyítva (–35 százalék)
 Reáleffektív árfolyamindex a harmonizált fogyasztói árindex alapján számítva és 35 ipari országhoz viszonyítva (a hároméves változás az euróövezeti országokra ± 5 százalék, a nem euróövezeti tagországokra ± 11 százalék)
 Az exportpiaci részesedés (ötéves nominális változás –6 százalék)
 Fajlagos nominális bérköltségek (hároméves változás, az euróövezeti országokban +9 százalék, a nem euróövezeti tagországokban +12 százalék)
 Lakásárak (éves változás, az Eurostat fogyasztói árindexéhez viszonyítva 6 százalék)
 A magánszektor adóssága a GDP-hez viszonyítva (160 százalék)
 A magánszektor hitelfelvétele (tranzakciós adatok) a GDP-hez viszonyítva (15 százalék)
 Az államháztartás adóssága a GDP-hez viszonyítva (60 százalék)
 Munkanélküliségi ráta (hároméves visszatekintő átlag, 10 százalék)

Forrás: EC [2012] 4–5. o.

A mutatólista egyes tételeit és a kritikus értékeket illetően egyaránt felvetődnek kétségek. A mutatók között a sérülékenység jellemzésére szerepel a nettó nemzetközi befektetési pozíció, amely a nettó külső adósság mellett a nettó működőtőkebefektetéseket is tartalmazza. A két tényező megítélésünk szerint alapvetően más kockázatú a fenntarthatóság szempontjából. Ezért nagyon fontos, hogy a sérülékenységi mutatót részletesen elemezzék úgy, hogy az adósságeneráló és az eladósodással nem járó elemeket megkülönböztetik egymástól. Ezt a makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás mutatórendszerét ismertető bizottsági anyag is hangsúlyozza (EC [2012] 9–10. o.), belátva, hogy a mutatók olyankor is jelezhetik egy ország sérülékenységét, ha jelentős működőtőke-beáramlásban részesül. (Ennek persze valóban következménye lehet egy későbbi időpontban a nagymértékű profitrepatriálás, amely növelheti ország külső finanszírozási igényét.)

⁴⁹ Ezeknek a mutatóknak az alakulását a publikum nyomon követheti a Bizottság honlapján található adatbázisban (http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/eip/, Scoreboard data platform).

Külső eredetű megrázkódtatások esetén hirtelen megfordulhat a tőkeáramlás iránya, illetve a válság a működőtőke-befektetéseket is megállíthatja.⁵⁰ Mindez növeli az ország sérülékenységet. A Bizottság azért tarthatta fontosnak, hogy a nettó befektetési pozíciót kiemelten monitorozzák, mert a válság által erősen sújtott országok némelyike (például a fegyelmezett költségvetési politikát folytató Spanyolország és Írország) éppen a nem adósságtípusú tőkeáramlásoknak vált az „áldozatává”. Ugyanakkor az európai integráció lényege a tőkeáramlások liberalizációja és a működőtőke mobilizációja. (Ez is hozzájárulhat a foglalkoztatottság bővüléséhez, amely az egyik legfontosabb uniós cél.) Ezért azt a módszert kell megtalálni, amellyel kiszűrhetők a valódi sérülékenységet okozó tőkeáramlások, de úgy, hogy a szabályok mechanikus alkalmazása ne hátráltassa az integráció mélyülését.

Az értékelés alapjául szolgáló mutatólista mellett fontos kérdés, hogy mennyire alkalmasak a Bizottság által meghatározott kritikus értékek a valós veszélyhelyzetek esetén a riasztásra. Másként megfogalmazva, a gyakorlatban az lesz érdekes, hogy a kritikus értékek/sávok mennyire használhatók a különböző fejlettségű gazdaságok és piacok szabályozására. Az egyértelmű, hogy különböző kritikus értékek alkalmasak az euróövezeti tagok és a saját árfolyamrendszerrel/monetáris politikával rendelkező euróövezeten kívüli tagországokra. Ugyanakkor kérdéses, hogy az euróövezeti folyó fizetési mérlegükben „többletes”, illetve „hiányos” tagokra (32. ábra) nem szimmetrikus riasztási mechanizmus megfelelőképpen segíti-e majd a válságból való kilábalást. Az aszimmetrikus küszöbérték, amely csak 6 százaléknál magasabb folyó fizetésimérleg-többlet esetén jelzi, hogy intézkedéseket kell foganatosítani a többlet mérséklése érdekében, hátráltathatja az európai konjunktúra kedvező irányba fordulását. Ez az eset elsősorban akkor állhat elő, ha Németország a szükségesnél jobban fogja vissza az európai uniós tagokkal szembeni keresletét az egyéb előírások (például az államháztartási hiány és államadósság) mérséklése érdekében.⁵¹

További kérdés lehet, hogy milyen *országspecifikus tulajdonságokat* vegyenek figyelembe a riasztási küszöbvel való összevetéskor.⁵² A meghirdetett küszöbértékeket historikus idősorok alapján az euróövezet egészére, illetve a nem euróövezeti tagországok csoportjára határozták meg, ami két szempontból is aggályos. A válság nem írta felül, legfeljebb árnyalta, azt a régóta tudott megállapítást, hogy a felzárkózó és viszonylag kevésbé eladósodott állami/magánszektorú gazdaságokra más dinamikai

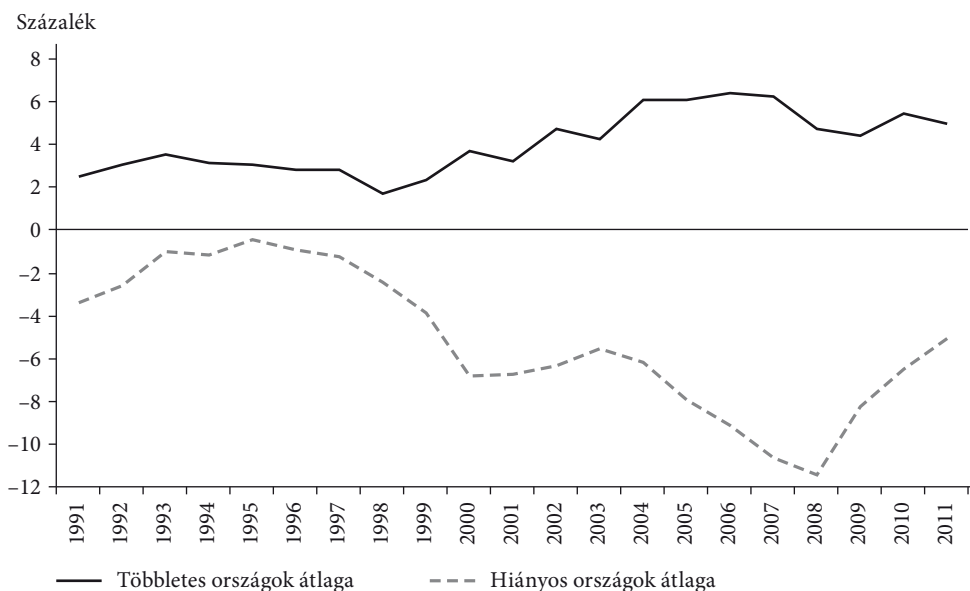
⁵⁰ Az euróövezeten belül bekövetkezett hirtelen tőkemegtorpanás problémáival részletesen foglalkozik Merler–Pisany-Ferry [2012].

⁵¹ 2012 közepére, a franciaországi választások után, az új elnök Francois Holland éppen ezt a problémát emelte ki, s kilátásba helyezte az európai uniós új egyezmények újratárgyalását. Miközben az európai növekedés elősegítése elsődleges fontosságúvá vált a válságból való kilábalás szempontjából, a nehezen kialakított egyezmények újratárgyalása épp a fő célt veszélyeztethetné.

⁵² Itt újraéledhet majd a stabilitási és növekedési egyezmény kapcsán folytatott régi vita (amit a pénzügyi válság szorított háttérbe azzal, hogy sokkal súlyosabb problémákat kellett megoldani): jól működhet-e a monetáris unió egységes küszöbértékekkel (3 százalékos hiányp plafon és a 60 százalékos adósságráta) operáló felügyeleti eljárásra alapozva, vagy jobb lenne országspecifikus küszöbértékeket kijelölni. Ez utóbbiban soha nem sikerült megállapodniuk a tagországoknak. A maximum az volt, hogy a túlzottdeficit-eljárásban lehetővé tették az országspecifikus tényezők figyelembevételét a 2005. évi stabilitási és növekedési egyezmény revízióját követően.

32. ábra

Az euróövezeti tagországok folyó fizetési mérlegeinek pozíciója, 1990–2009



Pozitív folyó fizetési mérleg: Németország, Luxemburg, Ausztria, Hollandia.

Negatív folyó fizetési mérleg: Görögország, Spanyolország, Írország, Ciprus, Portugália.

Forrás: Ameco-adatbázis alapján a szerző saját számítása.

előírások szabhatók az egyensúlyi mutatók és versenyképesség terén, mint a fejlett gazdaságokra. Ugyanakkor fennáll a veszély, hogy a jövőben, amikor az euróövezet gazdasága teljesen más körülmények között működik majd, mint a pénzügyi válságot megelőző időszakban, gyakoribb/ritkább riasztásra kerül majd sor, mint azt a tényleges helyzet megkövetelné, mert máshol lesznek a neuralgikus pontok. A fizetési mérlegen kívüli többi mutató esetén még nehezebben mérhető fel, hogy megfelelő lesz-e a kritikus érték a vészhelyzet jelzésére.

Mindezt, a „téves riasztás” elkerülésére szükségesnek látszik részletes elemzés készítése mindannyiszor, amikor egy fix számérték (GDP-arányos hiány, illetve többlet) elérésekor „csöng a riasztó”, vagyis a kiigazítás előírása nem lehet mechanikus. Kritikus kérdés, hogy a riasztási mechanizmus keretében rendszeresen készülő szerteágazó elemzés (AMR) tartalmi előírásait hogyan sikerül majd standardizálni.⁵³ A túlzottan egy kaptafára készülő jelentés veszélyezteti a reális helyzetértékelést. Az országspecifikus tényezők figyelembevételét azonban

⁵³ Emlékeztet az euróövezet létrehozását követően az Írországban megugró infláció kapcsán kialakult makroelemzési vita. Az egyik fél (az EU-hatóságok) – a túlfűtöttségre hivatkozva – további költségvetési kiigazítás előírását fontolgatta az akkoriban 5 százalék feletti többletet produkáló ír költségvetésben, míg a másik fél (az európai makroököngazdászok nagy része) ezt rossz lépésnek tartotta, mert az ír folyó fizetési mérleg is többletet mutatott, s a magasabb inflációt emiatt egyértelműen az ír gazdaság gyors fejlődésével magyarázták. Mindez azt példázza, hogy nehéz gyorsan konszenzusra jutni a makrogazdasági egyensúly, illetve egyensúlytalanság megítélésében.

célszerű korlátozni, mert akkor megindul a folyamat, hogy hogyan kerüljék meg a korlátozásokat.

Ebből a szempontból figyelemre méltó, hogy az euró tízéves fennállását ünneplő kötetben még a négy kohéziós (GIPS) ország divergáló makrogazdasági mutatóit hivatalosan úgy értékelték, mint az egészséges konvergenciafolyamat velejáróit. A pénzügyi válság kitörését követően – *ex post* – nagyjából ugyanazokat a makroadatokat⁵⁴ a piaci elemzők, hitelminősítők és a hivatalos EU-elemzések is mint a monetáris unió sérülékenységének mutatóit és az állami fizetésektelenség veszélyének előrejelzőit interpretálták. A túlzott egyensúlytalansági eljárás tehát nagyon körültekintő vizsgálatot igényel majd. A rossz tapasztalatok sem cáfolták, hogy a folyó fizetési mérleg hiányának megnövekedése bizonyos fejlődési fázisokban – például a felzárkózó gazdaságokban – elfogadható. Sőt ennek visszafojtása káros is lehet az ország fejlődésére nézve. Ezekben az országokban az átmenetileg megnövekedett hiány úgy is tekinthető, mint amire fedezetet nyújtanak a jövőbeli többletek. Annak eldöntése azonban, hogy egy országban megsérült-e az intertemporális költségvetési korlát (vagyis folyamatai fenntarthatók-e), a növekedés és a hitelbővülés alakulására vonatkozó részletes elemzéseket igényel (*Giavazzi–Spaventa* [2010]).

Az új, kibővített szabályrendszer és Magyarország érdekei. Magyarországnak, akárcsak a többi kimaradási (*opt out*) klauzulával nem rendelkező, euróövezeten kívüli tagországnak be kell tartania az euróegyezmény minden elemét, de a betételhelyezési és bírság jellegű szankciók nem vonatkoznak az euróövezeten kívüli tagokra. A magyar esetben ez biztosan csökkenti a mindenkori kormány elkötelezettségét. A túlzottdeficit-eljárásokban vállalt kötelezettségek sorozatos megszegése miatt a kohéziós alapokból kapható támogatás megvonását is szankcióként lehet alkalmazni, ami érzékenyen érinthetné a felzárkózó, nem euróövezeti tagokat, különösképpen pedig Magyarországot, ahol a vállalások sorozatos megszegése már *de facto* bekövetkezett.

A büntető szankciók az új szabályok leggyengébb pontjai. Az európai döntéshozók ezeket ugyanúgy elrettentésnek szánják, mint annak idején az alapszerződés korábbi változatában, csak sokkal több eszközt vetnek be. A tapasztalat ugyanakkor azt mutatja, hogy a túlzottdeficit-eljárás során semmilyen elrettentő erőt nem jelentett a büntetés, az euróövezet több tagországa került ilyen eljárás alá, mint ahány nem, és a szankciót végül nem érvényesítették. Most is elgondolkodtató, hogy ha egy ország a jövőben megsérti akár a stabilitási és növekedési egyezmény, akár a túlzott egyensúlytalansági eljárás szabályait, akkor a különböző betétek elhelyezése, illetve bírságok érvényesítése még nehezebbé teszi a költségvetési pozíció, illetve egyensúlytalanság kiigazítását, ami *prociklikus* politikába lökhet több országot is. Ugyanez vonatkozik a kohéziós támogatások megvonásával történő szankcionálásra is.

⁵⁴ Görögország ebből a szempontból kivétel, mert ott kiderült, hogy a kormányzati számlákat meghamisították.

Magyarország számára a hatos jogszabálycsomag betartása – éppúgy, mint a stabilitási és növekedési egyezmény eredeti előírásainak teljesítése – nem tekinthető „külső kényszernek” abban az értelemben, hogy egy kiegyensúlyozott felzárkózási pálya követelményei már az eddigiekben is megkövetelték volna az egyensúlytalanságok tartós kiküszöbölését. Sorra véve a kritériumokat, belátható, hogy teljesítésük az euró bevezetésétől függetlenül is érdekében állna az országnak.

Az *eladósodottság csökkentésének kötelező mértéke* az új szabály szerint évi fél százalékpont lenne,⁵⁵ amit normális ütemű felzárkózási pályán fegyelmezett költségvetési politika esetén Magyarország könnyen túl is teljesíthetne. Ezt a számítást azonban még akkor készítettük, amikor a kormány 2011. évi adósságcsökkentési terve nem hiúsult meg, részben a forint árfolyamának gyengülése miatt. Hiába volt a magán-nyugdíjpénztári állampapírok bevonása, 2011 végén az államadósság-ráta (80,6 százalék) ott áll, ahol egy évvel korábban. Az eladósodottság csökkentésének követelményét a 2012. évi költségvetés csak látszólag teljesítette. A GDP 2,5 százalékában meghatározott hiánycél teljesítése ugyanis nem lesz elegendő akkor, ha a gazdaság valóban stagnálás közeli állapotba kerül, vagy újból recesszióba fordul. Miközben a gazdaság stagnál, az országhoz tartozó kockázat magasra nő, s mindez az eladósodás növekedését vonja maga után.

Magyarország számára a hatos jogszabálycsomaggal kibővített stabilitási és növekedési egyezmény betartása új korszakot nyithatna. A korábbi két évtized hullámzó és kiszámíthatatlan gazdaságpolitikája helyébe a kiszámíthatóságot és stabilitást vihetné az újabb szabályok betartása. Egyelőre azonban 2011-ben az ország nem tudott kikerülni a 2006 óta tartó túlzottdeficit-eljárás alól. A 2012. évi költségvetés is komoly rövid távú fenntarthatósági kockázatokat rejtett magában, ráadásul nem tartalmazott középtávú kitekintést. A Széll Kálmán-terv 2.0 az uniós követelményekhez és standardokhoz való közeledést jelenti, de részletei és megvalósítása alapján dől majd el, hogy Magyarország kikerülhet-e a túlzottdeficit-eljárás alól.

Az európai felülvizsgálat túlzott egyensúlytalansági eljárással való kibővítése nem hoz magával olyan követelményt, ami ellentétes lenne a magyar gazdaság kiegyensúlyozott fejlődési pályára való visszaterelésének végső céljával. A magyar fizetési mérleg az elmúlt években többletet mutatott, és ezért nem fenyeget a kritikus külsődeficit-küszöb átlépése, de ennek legfőbb oka az, hogy a magyar gazdaság letért a felzárkózási pályáról, és a belső felhasználás még mindig nem tért magához a globális recesszió és a pénzügyi válság miatti mélyrepülésből. Látni kell, hogy ez azért van így, mert – eltérően a közép-kelet-európai régió többi országától – a gazdaságpolitika kifejezetten hátráltatja a talpra állást: a magyar gazdaság az egyik kiigazítási kényszertől sújtva, a másik kiigazítási kényszer felé sodródik.

Amikor a magyar gazdaság egyszer majd kilép ebből a gazdaságpolitikai csapdából (egyelőre nem látszik, hogy mikor), akkor „élessé” válhatnak a túlzott

⁵⁵ A magán-nyugdíjpénztári megtakarítások felhasználásával 70 százalék közelébe lehetett volna csökkenteni az adósságrátát. A 60 százalékos küszöbtől vett tíz százalékpontos eltérés huszadrésze 0,5, ennyi minimális csökkentési követelményt ír elő az új törvény.

egyensúlytalansági eljárás túlzott hiányra vonatkozó követelményei. Remélhetően a kritikus értékek nem állnak majd ellentétben a magyar gazdaságra meghatározható fenntarthatósági kritériumokkal,⁵⁶ s akkor a kibővített európai uniós felügyeleti eljárás hasznosan szolgálhatná Magyarországon a tartós és kiegyensúlyozott növekedési pályához szükséges fegyelmezett gazdaságpolitika tartóssá válását, bármely politikai rezsim esetén. Függetlenül az európai uniós követelményektől, hasznosnak tűnne saját fenntarthatósági mutatószámrendszert és értékelési elveket kialakítani Magyarországra, ami biztosíthatja a tartósan kiegyensúlyozott fejlődést.

AZ EURÓ-PLUSZ • Az euró-plusz egyezmény azoknak a gazdaságpolitikai kérdéseknek a harmonizációját segíti, amelyek az euróövezeti tagországok gazdaságpolitikájának összhangjához szükségesek. Az euró-plusz az euróövezeti tagok számára kötelező, a kívülálló tagok pedig szabadon dönthettek a belépésről. Magyarország nem vállalta a belépést (Svédország és az Egyesült Királyság társaságában) arra hivatkozva, hogy nem ért egyet a társaságiadó-alapok harmonizációjával.

Az euró-plusz szabályai négy csoportba oszthatók. Konkrét megvalósításuk eszközeit még részben a jövőben alakítják ki. Nem szerencsés, hogy ebben a folyamatban Magyarország nem vesz részt.

1. *Versenyképesség.* A tagállamok azt kísérik figyelemmel, hogy a bérpolitika egy adott országban összhangban legyen a termelékenység emelkedésével. Amennyiben sikerül megfelelő monitorozást és szabályokat érvényesíteni, akkor ezzel jelentősen mérséklődne a fizetésimérleg-válságok újratermelődésének kockázata. A kritikus kérdés, hogy lehet-e ilyen eljárásokat kidolgozni és megvalósítani. A könnyebbik rész, hogy meg kell szüntetni, illetve korlátozni szükséges az automatikus béremelések rendszerét (például az inflációs indexálást, ahol ilyen működik), illetve a kormányzat irányt szabhat a közszféra béreinek alakításában. Nehezebben megvalósítható, hogy a piaci szektorban a béremelések mindig összhangban legyenek a többletteljesítményekkel.

Magyarországon 2009–2013-ban ezt a pontot igen nehéz lenne transzparenssé tölteni, hiszen az adórendszer átalakítása megnehezíti a folyamatok értékelését. A minimálbér 18 százalékos emelése ellenére a nettó bér ebben a csoportban nem nő, sőt reálértékben csökken. Ugyanez vonatkozik a 220 ezer forint alatti bérekre. A felső jövedelmi régiókban a progresszív adókulcs eltörlése miatt nagymértékű nettó nominális és reálbér-emelkedés tapasztalható. A családi adókedvezmény bevezetése még jobban összekuszálja a képet. A közszférában befagyasztott béreket kiegészítik, ha nettó értékükben csökkenés következne be, de ez reálértéken nagy csökkenést takar. A magánszektort is bérkiegészítésre szorítaná a kormány, de ennek megvalósítása nehezen elképzelhető. Az, hogy mindennek mi köze a

⁵⁶ Ha a kétezres évek első évtizedében 4,5 százalékos lett volna a folyó fizetési mérleg hiányára szabott felső korlát, akkor a magyar gazdaság elég hamar riasztási állapotot mutatott volna. A mechanikus értékelés azonban félrevezető lett volna akkor, amikor a kilencvenes évek végén a vállalati beruházások növekedése miatt nőtt a külső hiány, s a dinamizálódás nem csapott át túlfűtöttségbe.

termelékenység alakulásához, a különböző csoportokban felmérhetetlen. Annyi biztos, hogy az alacsony kereseteknél (jellemzően a szakképzetlen munkaerő bére) az adók a két évvel ezelőtti szinthez viszonyítva is tovább nő, ami már eleve a magyar gazdaság versenyképtelenségének egyik fő jele volt. A foglalkoztatottság bővülésére így aligha lehet számítani.

2. *Foglalkoztatottság.* Az Európai Uniónak is elsődleges célja az aktivitás és a foglalkoztatás növelése, legfőképpen a tartósan munkanélküliek és a fiatalok körében. A tagállamokat az egész életen át való tanulás (átképzés) támogatására és a foglalkoztatás rugalmasabbá tételére ösztönzi. A legnehezebb annak megoldása, hogy az élőmunkát terhelő közterhek csökkentését úgy oldják meg, hogy közben az ne növelje a költségvetés hiányát.

Az európai megközelítés teljesen ellentétes a jelenlegi magyar adópolitikával, ami a közterhek helyett a jövedelemadót csökkenti és a keletkező lyukat a vállalati szektort terhelő különadókkal foltozza be. A különböző átalakítások (oktatási rendszer, közmunkaprogram stb.) nem szolgálják a foglalkoztatás tartós javulását.

3. *Az államháztartási rendszerek fenntarthatóságának fokozása.* Az eddigiekben több tagállam által is folyamatosan megszegett stabilitási és növekedési egyezmény betartását kívánják ezzel a követelménnyel elősegíteni. A tagállamokat arra ösztönzik, hogy nemzeti költségvetési kereterv kidolgozásával, illetve intézményi fejlesztéssel is törekedjenek az euróegyezmény betartására. A fenntarthatóságra vonatkozóan az eddig vizsgált mutatók körét kiegészítik az úgynevezett fenntarthatósági rés mutatójával. Ez azt méri, hogy a tagállamok nyugdíjrendszerei, az egészségügyi és segélyezési rendszerek milyen hatással lehetnek a költségvetésre. Ez a rendszer azokra a tagállamokra nézve jelent többletkötelezettséget, amelyeknek csökken és előregedik a népességük, és csak állami (felosztó-kirovó típusú) társadalombiztosítási nyugdíjrendszert tartanak fenn. Az euró-plusz nem követeli meg, de egyértelműen abba az irányba hat, hogy a kormányok előtakarékoságon alapuló nyugdíjpolitikát folytassanak.

Magyarországon az új alaptörvénybe beiktatott adósságszabály e felé mutat, bár szakmai tartalma súlyosan kifogásolható. Már az első évben (2012-ben) sem tudta volna teljesíteni a kormány, ezért 2011. december elején – még az életbelépés előtt – hatályon kívül helyezték 2016-ig, s helyébe egy újabb, még zavarosabban megfogalmazott szabályt hoztak, ami a ciklikus felívelési periódusokra korlátozná az adósság/GDP arány csökkentését. A költségvetési felelősségről szóló 2008. évi LXXV. törvényben szereplő költségvetési szabályok nem szerepelnek az új sarkalatos törvényben, ami a független Költségvetési Tanács felszámolásával⁵⁷ együtt súlyosan rontja a költségvetési politika megbízhatóságát. Ugyanakkor mindez az európai uniós tervekkel éppen ellenkező irányú változtatást jelent – hasonlóan

⁵⁷ A 2008-ban létrehozott független Költségvetési Tanács helyébe háromtagú testület lépett (tagjai: egy elnök, aki „független szakértő”, az Állami Számvevőszék elnöke és az MNB elnöke), ahol a központi bank elnöke „szemben áll” a kormányzó párt megbízottjának tekinthető másik két taggal. Az

a magánnyugdíjrendszer felszámolásához, aminek egy jelentős részét a 2011. évi költségvetési hiány folyó kiadásaira használták fel. A Bajnai-kormány fenntartható nyugdíjrendszert adott át utódjának, aminek helyébe mára csupán homályos – kiszivárogtatott és nem megvitatott – kormányzati elképzelések állnak. A magánnyugdíj-pillér nélküli rendszer viszont átalakításra szorul, mert hosszabb távon nem fenntartható.

4. *A pénzügyi stabilitás megerősítése.* A tagállamok nemzeti szabályokat vezetnek be, eljárásokat dolgoznak ki a bankcsődök kezelésére, a bankok, a háztartások és a vállalatok eladósodásának figyelésére. Ez annak az elkerülését szolgálja, hogy csőd-helyzetben átgondolatlanul rögtönözzenek, aminek esetleg káros kihatásai lehetnek más területekre.

A tagállamok ezen túlmenően adópolitikáikat is igyekeznek koordinálni. A közvetlen adózás továbbra is nemzeti hatáskörben maradt, de az adópolitikai kérdésekben egyeztetnek, a leginkább bevált megoldásokkal kapcsolatban szerzett tapasztalatokat megosztják egymással. A tagállamok célja itt az, hogy adójogszabályokkal ne halásszák el egymás elől az adózható jövedelmeket, fellépnek az adócsalás és az adókijátszás ellen. Az átláthatóság érdekében a társasági adó alapjának számítását (nem a kulcsot!) harmonizálják.

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

AZ EURÓPAI VÁLSÁGKEZELŐ ÉS KOCKÁZATKEZELŐ RENDSZER ELEMEI • A tervek szerint az az európai válságkezelő rendszer, az európai stabilitási mechanizmus (*European Stability Mechanism, ESM*) 2013. július 1-jétől kezdene el működni. Addig a tűzoltásként létrehozott 60 milliárd eurós európai pénzügyi stabilitási mechanizmus (*European Financial Stability Mechanism, EFSM*) és a 440 milliárdos európai pénzügyi stabilitási eszköz (*European Financial Stability Facility, EFSF*) „tartja a frontot” (lásd a keretes írást). Ez utóbbiak azonban kormányközi megállapodásokon nyugszanak, és nem épültek be az európai jogszabályrendszerbe. Az összegek elégségeségéről vita folyik, de ha szükség volt rá, akkor az eddigiekben az európai kormányok mindig bővítették a keretet. A válságkezelők szigorú feltételek mellett (IMF-mintára, az IMF-fel és az EKB-vel együttműködve) nyújtanak hitelt, és felhatalmazásuk van a kötvénypiaci vásárlásokra is (elsődleges piacon csak kivételes esetben, de akkor igen).

is visszalépés a korábbi intézményi megoldáshoz viszonyítva, hogy más független intézmények vezetői kezébe kerül a költségvetésről való szakmai döntés. Ez rontja a számonkérhetőséget és keveri a kompetenciákat.

A VÁLSÁGKEZELÉS INTÉZMÉNYEI AZ EU-BAN – AZ EFSM, EFSF ÉS AZ ESM JELLEMZŐI

Európai pénzügyi stabilitási mechanizmus (*European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM*)

Hitezési kapacitás: 60 milliárd euró

EU költségvetési garanciával

Minősítés: AAA

Hitelfajta: szigorú feltételek mellett, makrogazdasági kiigazítási program keretében

Árazás: Euribor + 292,5 bázispont

Érvényes: 2013. június 30-ig

Európai pénzügyi stabilitási eszköz (*European Financial Stability Facility, EFSF*)

Effektív hitezési kapacitás: 440 milliárd euró

Minősítés: AAA

Hitelfajta: szigorú feltételek mellett makrogazdasági kiigazítási program keretében + államkötvény-vásárlás az elsődleges piacon (kivételes esetben)

Árazás: Euribor + 247 bázispont + költségek

Érvényes: 2013. június 30-ig

Európai stabilitási mechanizmus (*European Stability Mechanism, ESM*)

Effektív hitezési kapacitás: 500 milliárd euró (az állandó alaptőke 80 milliárd euró lesz)

Minősítés: AAA⁵⁸

Hitelfajta: szigorú feltételek mellett makrogazdasági kiigazítási program keretében + államkötvény-vásárlás az elsődleges piacon (kivételes esetben)

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

Érvényes: 2013. július 1-jétől

Forrás: Commission Service.

Az EFSF/ESM méretét illetően a vita újból és újból felélénkült. A szakértők számára egyértelműen bizonyítható, hogy a hatóerejét jelentősen meg kell növelni, amit azonban (elsősorban a német) politikusok visszatérően elleneznek, tulajdonképpen érthetően, mert nehéz a jól teljesítő tagországok lakosságával elfogadtatni a segítségnyújtás mértékének állandó növekedését. Az államadósság-válság kezeléséhez máris elengedhetetlen, hogy a európai pénzügyi stabilitási eszközt (2013-tól európai stabilitási mechanizmust) jelentősen megerősítsék, mert e nélkül nem lesz elegendő a görög államadósság átütmezése/leírása és a bankok feltőkésítése sem a görög válság kezelésére, sem a déli tagországokra áttérjedő fertőző hatások megfékezésére.

Miközben a válság elhúzódása miatt egyértelműen szükségesnek látszik az európai végső hitelezői kapacitás növelése (feltéve, hogy az EKB csak bizonyos keretek között vállal ilyen szerepet), az alapba befizető tagországok ellenkezése egyre intenzívebb. Ebben valószínűleg az a jogos félelem tükröződik, hogy egy bajba jutott ország szo-

⁵⁸ A kilenc euróövezeti tagország leminősítése, amire 2012 januárjában került sor, valószínűleg azt eredményezi, hogy az ESM minősítése is lefelé változik.

rult helyzetben más államokkal szembeni adósságainak leírását is kezdeményezheti, ami nagyon nehéz helyzetbe hozhatná az alapot feltöltő tagországokat (erre a görög adósság-leírások elhúzódása ad alapot).

Az EKB élén Mario Draghi 2011 őszén váltotta Jean-Claude Trichet-t, és ezzel az euróvezeti monetáris politikában és a központi bank szerepének értelmezésében határozott változást lehet tapasztalni. Az EKB egyrészt lazább monetáris feltételekkel (kamatcsökkentéssel), másrészt különböző állampapír-vásárlási programok meghirdetésével támogatja a válságkezelést. Ezek a változások sok vitát váltanak ki, de összességében valamelyest javíthatják a növekedési kilátásokat, és enyhíthetik az euróvezeti fertőzőes feszültségeket is.

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

Az ERKT első hivatalos megnyilvánulása a devizahitelezés kordában tartása ügyében történt. A jellemzően az euróvezeten kívüli közép-kelet-európai tagországokban kialakult probléma elemzésével valószínűleg szeretnék megelőzni, hogy a magas kockázatú (kamatú) euróvezeti tagoknál hasonló helyzet jöjjön létre. Ennek érdekében nagyon határozott és körültekintő ajánlásokat tettek közé, illetve tennivalókat jelöltek ki az európai és nemzeti felügyeletok számára (*ERKT [2011a], [2011b]*). Ehhez kapcsolódik a magyar devizahitelesok ügye, illetve a probléma megoldására kidolgozott végtörlesztési törvény. Az EKB sérelmezi a magyar végtörlesztéssel kapcsolatban, hogy nem nyilváníthatott véleményt a törvény elfogadása előtt. A részletes véleményben az EKB illetékesei rámutatnak, hogy a végtörlesztés a magyar gazdaság növekedési kilátásait kedvezőtlenül befolyásolja, és emellett az európai uniós mellékhatásai (az anyabankokon keresztül) is negatívok (*EKB [2011]*).

AZ ÚJ UNIÓS SZABÁLYOZÁS ÉS IRÁNYÍTÁS MŰKÖDTETÉSE • A különböző törvény- és eljárásváltozások és az új intézmények kialakításához egy ötpontos cselekvési program kapcsolódik, amelyet Barroso ismertetett az Európai Parlamentben (*Barroso [2011]*). Ez az akcióterv egyben segít eligazodni az új szabályok tengerében. Az akcióterv lépései a következők.

1. *A görög probléma megoldása.* Görögország adósságválsága az európai bizonytalanság legfőbb forrása. A különböző programok eddig korlátozott előrelépést hoztak. Egyre többször felvetődik az euróvezetből való kilépés mint egyetlen megoldás lehetősége, s közgadszberkekben az euróvezet szétesése sem számít már tabutémának. Miközben egyértelmű, hogy a hatásos válságkezelés alapvető feltétele a görögöket kiegészítő hitelcsomag feltételül szabott intézkedések meghozatala és betartása, Lukasz Papademosz írása hívta fel a figyelmet arra, hogy ha az úgynevezett irányított csődeljárás keretében kerül sor a görög adósság átütemezésére (bizonyos részének a

leírására), akkor a görög államadósság-ráta és adósságszolgálat mérséklődése miatti „nyereség” nem feltétlenül haladja meg azt a veszteséget, amit a gazdasági és pénzügyi teljesítmény tekintetében hitelességvesztésben elszenved az ország (*Papademos* [2011]). Mindez kihat az euróövezetre is.⁵⁹

2. *Az euróövezet ellenálló képességének megerősítése a válságok ellen.* A piacok megnyugtatóra mielőbb meg kell valósítani a már eldöntött válságkezelő és -megelőző lépéseket. Elsősorban az európai pénzügyi stabilitási eszköz (EFSF) és a jövőbeli európai stabilitási mechanizmus (ESM) rugalmasságát, a megelőző és előrejelző funkciók javítását és mindennek a stabilitási és növekedési egyezmény keretein belül az ellenőrzését kell megvalósítani. Az EFSF azonban nem csupán egy tűzfal, a tűzoltási képességét is növelni kell. Ugyanakkor mindent el kell követni, hogy az ESM 2013 közepére üzembe lépjen. Mindennek háttérében az EKB pénzügyi stabilitást támogató politikájának kell állnia.

3. *A bankszektor megerősítése, beleértve a feltőkésítést is.* Erre annak ellenére is szükség van, hogy a válság kitörése óta a tagállamok rengeteg erőfeszítést tettek a bankrendszer konszolidációja érdekében. Milliárd eurókat fordítottak rá segély, tőkeemelés és garancianyújtás formájában, valamint erősítették a felügyeleteket is. Mégis, további összehangolt erőfeszítésre van szükség, mert a bizonytalanság és a volatilitás még mindig nagy, nem állt vissza a likviditási válságot megelőző helyzet, ami a növekedési pályára való visszatéréshez elengedhetetlen. Az európai bankfelügyelet, az EBA 2011 októberében közzétette az év közepén végzett stresszteszt alapján készített legújabb becsléseket azokról a szükséges intézkedésekről, amelyek egyrészt helyreállíthatják a bizalmat az európai bankközi piacon, másrészt pedig megerősíthetik a rendszerkockázatot jelentő bankok tőkepozícióját, ha ez szükségesnek látszik az európai államadósság-válság, kiemelten pedig az esetleges görög irányított csődeljárás tekintetében (*EBA* [2011]). A konszolidáció az EBA által – minden tagországot áttekintve – kiválasztott rendszerkockázatot jelentő bankokra terjed ki. A módszertani részleteket az EBA a nemzeti hatóságokkal együttműködve alakítja ki. A bizalom helyreállításának legfontosabb feltétele az államadósság-válság megoldása, ami konzisztens lépéseket tartalmazó csomagterv alapján lehetséges. Tekintve, hogy az államadósság-válság és a bankrendszer válsága kölcsönösen összefüggenek, szükség van a bankok sürgős feltőkésítéséhez, hogy elviseljék az államadósság-rendezés következményeit.

A görög válság rendezése a magánbefektetőkkel folytatott irányított tárgyalásokkal halad előre. Az EBA további stressztesztszámításokat végzett,⁶⁰ és 2011 decembe-

⁵⁹ Tanulmányunk megírása után Lukasz Papademoszt, az EKB igazgatóságának volt tagját nevezték ki Görögországban miniszterelnöknek, akinek személye hitelességnövelő tényezőt jelent a válság rendezésében, akárcsak Olaszországban Mario Monti kinevezése Berlusconi 2011. novemberi bukása után. Azóta a 2012. májusi görög választások újból a bizonytalanságot hozták Görögországra, de ennek tárgyalására már nem térünk ki.

⁶⁰ Az EBA által 2011 októberében közzétett módosított számítások további feltőkésítési igényt tártak fel, megerősítve az IMF által már korábban szorgalmazottakat. Az EBA közleménye hangsúlyozza,

rében elrendelte a meggyengült tőkepozíciójú bankok feltőkésítését. Harminc európai nagybankot – azokat, amelyek nem érték el az elsődleges alapvető tőkére (*Tier 1*) újonnan megállapított 9 százalékos tőke megfelelési mutatót – az európai felügyelet arra kötelezett, hogy 2012. január 20-áig nyújtsák be a tervüket arra vonatkozóan, hogyan érik el az előírt tőkekövetelményt. Az összesített tőkehiányból (114,5 milliárd euró) kimagaslóan legnagyobb a görög bankok részesedése (30 milliárd euró), de a spanyol (26 milliárd), olasz (16 milliárd euró) és német bankokat (13 milliárd euró) is nehéz feladat elé állítja a feltőkésítési követelmény. A tőkeemelés piaci lehetőségei szűkösek, és emellett az is nehezíti a teljesítést, hogy egyidejűleg a tőke minőségére vonatkozó előírásokat is teljesíteni kell. Ha a piaci és technikai források nem lesznek elegendők, az újabb terhet jelentene az érintett országok költségvetései számára, ami az állami eladósodást tovább növelheti.

4. *Stabilitást és növekedést erősítő gazdaságpolitika.* A legfontosabb az, hogy a már kidolgozott európai uniós egyezményeket (szolgáltatási irányelv, kereskedelmi egyezmény, digitális programterv) mielőbb működtessék, illetve a további tervek megvalósítását felgyorsítsák annak érdekében, hogy az integráció minél hatékonyabban működjön. A gazdaságpolitikában ugyanis a tagországok többségének már nincs több lehetősége a további költségvetési stimulusra, mert az már fenntarthatatlan régióba emelhetné az állami eladósodást. Mindent el kell követni, hogy a növekedés újból beinduljon, s ehhez fel kell gyorsítani a kialakítás alatt álló projekteket. Ilyen például az egységes piaci intézkedéscsomag (*Single Market Act*), ami a kockázati tőke áramlását segítené vagy a fiatalok foglalkoztatását segítő kezdeményezés (*Young Opportunities*), s az uniós szintű beruházási projekteket is fel kell gyorsítani a finanszírozási feltételek rendezésével (projektkötvény-kezdemenyezés, Európai Beruházási Bank).

5. *Erős és integrált irányítási rendszer kiépítése.* A stabilitás és növekedés elérését támogatja majd a korábbinál erősebb uniós közösségi irányítás, amelynek lényege, hogy a tagországok egészséges és fenntartható gazdaságpolitikát folytassanak. A hatos jogszabálycsomag, az euró-plusz egyezmény, az európai szemeszter már ezt segíti, de a közös valuta jövője azon múlik, hogy sikerül-e közös gazdaságpolitikát kialakítani a közös monetáris politikához. Ennek érdekében erősíteni kell az euróövezeti tervezést, megvalósítást és a nemzeti politikák értékelését. Ez azt jelenti, hogy az euróövezeti szempontokat számon kérhetően kell érvényesíteni a nemzeti politikákban. Növelni kell a gazdasági és monetáris ügyek biztosának szerepét az alapszerződés betartatásában.

A jövőben egy sor olyan feladatot is meg kell oldani, ami nem igényli az alapszerződés megváltoztatását. Ezekre a Bizottság készít javaslatot. Az eddiginél jobban össze kell hangolni a Bizottság, a Tanács és az euróövezeti pénzügyminiszterek

hogy az újabb kalkulációt az államadósság-válság súlyosbodása tette szükségessé. A felügyelet felkérte a bankokat, hogy piaci áron értékeljék az állampapír-piaci kitettségeiket, és ráhagyással (9 százalékos tőke megfelelést biztosítva) készítsék el a feltőkésítési terveket (EBA [2011]).

tanácsa (az Eurogroup) munkáját, és a meglévő eszközök hatékony felhasználásáról kell gondoskodni. A meghozott törvényeket (hatos jogszabálycsomag, az európlusz) integrálni kell az európai szemeszterbe. Meg kell határozni, hogy miként oldható meg az európai pénzügyi stabilitási eszközökből (EFSF) támogatott tagországok gazdasági és költségvetési ellenőrzése. Szükség van az Európai Unió egységesebb külső megjelenésére is.

SZERZŐDÉS A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ STABILITÁSÁRÓL, KOORDINÁLÁSÁRÓL ÉS IRÁNYÍTÁSÁRÓL • A tagországok fegyelmeztségének előmozdítására a vezető hatalmak (elsősorban Németország és Franciaország) kormányközi egyezmény megkötését kezdeményezték, amivel a különböző uniós törvénycsomagok legfontosabb pontjainak teljesülését kívánták garantálni. A Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról (*Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, SCG*) című dokumentumot az Európa Tanács 2012. január 30-ai informális ülésén 25 tagország fogadta el (Csehország és az Egyesült Királyság nem csatlakozott) (*Szerződés a ...* [2012]).

Az új kormányközi szerződés elején megjegyzések sora kívánja elmagyarázni a megállapodás viszonyát a már meghozott és meghozandó törvényekhez. Többek között hangsúlyozzák az összhangot a korábbi törvényjavaslatokkal (amelyek közül a legfontosabbakat már bemutattunk), s üdvözlük azt a kidolgozás alatt álló bizottsági kezdeményezést is, hogy a tagországok államadósság-finanszírozási terveiket és a főbb gazdaságpolitikai reformjaikat a jövőben előretekintő módon (*ex ante*) hangolják össze.

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

Az Európai Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításról szóló szerződésbe nyomatékkan belekerültek a hatos jogszabálycsomagban előírt államadósság-csökkentési követelmények (60 százalékos adósságráta fölött a távolság évi minimum egyhuzadával történő csökkentés) és a büntetések. Ha gyanú merül fel azzal kap-

csolatban, hogy egy tagország nem teljesíti a vállalásait, akkor bármely más tag az Európai Bírósághoz fordulhat. A büntetés elérheti a GDP 1 százalékát. Ezen túl a szerződő felek kötelezettséget vállalnak arra is, hogy előre összehangolják az állam-papír-kibocsátási terveiket is.

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

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

Az EU új irányítási rendszerének kritikája

Az új uniós irányítási rendszerrel szemben már az előkészületek alatt számos kritika is megfogalmazódott. A legtöbb bírálat a válságkezelést és ennek fényében a tervezett stabilitási mechanizmust (ESM) éri: könnyen elégtelennek bizonyulhat, mert nem néz szembe azzal a sérülékenységgel, amit a közös monetáris politika „okoz” az eltérő gazdaságpolitikát folytató tagországokból álló unióban.⁶¹ *De Grauwe* [2011a] arra hívja fel a figyelmet, hogy az euró bevezetésével a tagország lemond annak a valutának a kontrollálásáról, amiben az adóssága/államadóssága van. A válság bebizonyította, hogy válságos helyzet kialakulásakor könnyen a feltörekvő piacok között található magát egy euróövezeti tagország, kiteve a tőkeáramlások hirtelen megfordulásának, kiszolgáltatottá válva a piaci hangulatnak, a hektikusan változó értékelésnek. Ez egy olyan negatív spirál, ami könnyen és gyorsan az országcsődig is eljuttathat egy tagországot.

Ilyen helyzetben egy saját valutával rendelkező ország központi bankja számos lépést tehet a folyamat megállítására, és kombinálva a valutaárfolyam leértékelődésével, többletinflációval (miközben a kormány kiigazít!) képes megakadályozni a legrosszabb végkifejletet. Az úgynevezett nem szokványos jegybanki eszközök alkalmazására is könnyebben tudja rászánni magát egy nemzeti jegybank, mint az euróövezeti központi bank. Az európai unió központi országai (elsősorban Németország) nehezen tartották összeegyeztethetőnek a központi bankok alapfunkcióival azt, hogy az állampapírpiacra is kiterjesszék a mennyiségi lazítás eszközeit, és alkalmazzák rá a végső hitelezői funkciót. Ezért egy *euróövezeti tagország válság esetén védtelen*, csak egy út áll előtte: óriási megszorításokat vállal, és növekedési áldozatot

⁶¹ Európa irányítói érzik ezt a hiányosságot, mert a tanulmányunk lezárása előtt (2011. október közepén), az Európai Parlamentben elmondott beszédében Barroso kiemelte, hogy a monetáris uniót a gazdasági (gazdaságpolitikai) unióval is meg kell támogatni. Az új eljárások és követelmények egy része ezt szolgálja.

hoz. Ekkor azonban még kevésbé lesz képes helyrehozni a költségvetési egyensúlyt. Ezt a védtelenséget – a saját központi bank hiányát – büntetik a piacok (és most már a hitelminősítők is) az egekbe szökő hozamfelárakkal az állampapírpiacon.

Az új európai szabályozás ezt nem veszi figyelembe. Nem is tudná, mert a tagországok között már nagyon nagy a feszültség. Ha azonban az európai szabályozás változatlan marad, akkor a tagországok továbbra is kiszolgáltatottak lesznek a piaci értékítélet kiszámíthatatlan hullámzásának.

A pénzügyi válság rámutatott arra, hogy a valutaunióon belül a kormányok kiségitésének tilalma (*no bail out* szabály: amikor minden ország csak a saját államadóságaért felel, és nem segíthet ki más tagországot) válság esetén fenntarthatatlan. A *monetáris unió kollektív felelősségvállalást jelent*. Amikor egy tagország adósságválságba jut, az begyűri a többi országba, akár akarják, akár nem. Ugyanakkor a közös felelősségvállalás sem tekinthető problémamentes megoldásnak. Az európai államadósság-kötvényekre kiterjesztett kollektív felelősségvállalási záradék (*collective action clause* – azt jelenti, hogy mindenkiért mindenki helytáll)⁶² miatt a befektetők prociklikus politikát kényszeríthetnek ki. Valahányszor recesszió közeleg, és romlanak a költségvetések, a diszkonttól való félelmükben esetleg még akkor is menekülnek majd befektetők, ha csak az automatikus stabilizátort működtetné egy kormány.

A monetáris unió politikai unió nélkül nem képes elkerülni a mostanihoz hasonló megrázkódtatásokat. A szabályozásban pedig az *uniós szintű intézmények működésében* a megelőzésre és nem a büntetésre kellene a hangsúlyt helyezni.

Arra az esetre, ha bekövetkezik a válság, az *EKB hatáskörét* (végső hitelezői felhatalmazását) kellene kiterjeszteni az *állampapír-piaci likviditási válságok kezelésére* is, mert az erre a célra kialakított stabilitási mechanizmus (ESM) sohasem érheti el a hitelességnek és így a cselekvőképességnek azt a szintjét, amivel egy központi bank rendelkezik (*de Grauwe* [2011b]). Ugyanakkor az *EKB állampapír-piaci beavatkozása nem lehet korlátlan* – amint erre az új elnök, Mario Draghi már első sajtótájékoztatóján felhívta a figyelmet –, mert ez a szükséges kiigazítások elodázására készíthetné a kormányokat, és prolongálná, felpörgetné a válságot generáló folyamatokat. A piaci likviditás helyreállítására vonatkozó kötelezettség és a kormányok felelőtlen politikájából fakadó következmények elhárítása között (amitől tartózkodnia kell) a központi banknak nagyon nehéz meghúznia a választóvonalat. Ugyanakkor a véten, de meggyengült országokat meg kell védeni a fertőzésből fakadó elviselhetetlen többletköltségektől. Ezeknek a feladatoknak a megoldása az államadósság-válság közepette váltja ki a legtöbb vitát az euróövezet illetékes döntéshozói körében.

Hasonló gondolatmenetet követve, az euróövezeti válság középpontjában egy ellehetetlenítő problémahármaszt azonosít *Pisany-Ferry* [2012], amelynek feloldása nélkül nem rendeződik a közös valutaövezet működése: 1. a monetáris finanszírozás szigorú tilalma; 2. a bank- és az államadósság-válságok kölcsönös összefüggése; 3.

⁶² 2010 végén az euróövezeti tagországok (Eurogroup) eldöntötték, hogy 2013 közepétől a nemzetközi és hazai kibocsátásokkor az éven túli lejáratú állampapíroknál a feltételek között szerepeltetni fogják a kollektív felelősségvállalást.

a tagországok közös felelősségvállalásának hiánya az államadósságok tekintetében. Pisany-Ferry szerint a feszültség újratermelődését az EKB szélesebb körű felhatalmazása, a bankföderáció létrehozása és eurókötvények kibocsátása akadályozhatná meg. Nézetünk szerint az eurókötvények ellen legalább annyi érv szól, mint mellettük, s ezért bevezetésükre csak részben célszerű alapozni az euróövezeti tagok finanszírozását. A feltételeket pedig körültekintően kell kidolgozni.

A válság kapcsán felmerült szabályozási változások közül a legkevesebbet az euróövezetből való kilépés lehetőségéről lehet tudni. Ezzel – sem mint szankció, sem mint az adott ország szabad választása – nem foglalkozik az átalakított európai szabályozás.⁶³ A kétfajta lehetőség egyike sem jelentené az európai integráció elhagyását, mert ez nyilvánvalóan egyetlen mai tagországnak sem lenne érdeke. Ugyanakkor az euróövezeti kilépés mellett érvelők elsősorban azt emelik ki, hogy komolyabb valutaleértékelés nélkül nem lehet megoldani a görög válságot, s ehhez vissza kellene vezetni a drachmát. Szóba jöhetne egy olyan verzió is, amikor a fegyelmetlen országot az euróövezet átmenetileg vagy véglegesen kilépteti annak érdekében, hogy mutatói ne rontsák a valutaunió megítélését és a többiek lehetőségeit. Kérdés azonban, hogy egy átmeneti euroizált állapot⁶⁴ milyen következményekkel járna, valóban kedvező hatással lehetne-e a többi euróövezeti tagra, illetve az övezetre. Akármelyik verziót tekintjük, az biztos, hogy ezeknek a lehetőségeknek az eljárási oldalról való kidolgozása (a megfelelő szabványok kialakítása) szükséges lenne az uniós szabályozás teljessé tétele érdekében, ugyanúgy, ahogy a bankcsődök/válságkezelés esetén is ez megtörténik, a kontraproduktív rögtönzés elkerülése érdekében.

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

Mint már szó volt róla, a stabilitásról, koordinálásról és irányításról szóló szerződést arra szánták, hogy kiemelve az unió átalakítása utáni rendszer legfontosabb pontjait, és ezek előbb-utóbb bekerüljenek az alapszerződésbe is. Mivel azonban ennek a célnak az elérése hosszabb időt vesz igénybe, az új kormányközi egyezmény lehetővé teszi, hogy a legégetőbbnek tartott stabilizációs és koordinációs változások már rövid távon is elinduljanak. Az új szerződést máris sok kritika éri, ezek ismertetésére nem térünk ki. Mi úgy látjuk, hogy két ponton lehetnek súlyos problémák az átalakított (még nem végleges) szabályokkal.

1. Az egyik egy „rég”i” téma. A válság szorításában a hangsúly most átkerült az uniós szabályok szigorú számonkérésére, és az adósságválságok és csődök idején „nem

⁶³ Bajnai Gordon magyar exminiszterelnök a görög válság megoldásáról írott hozzászólásában a kizárásról mint lehetséges szankcióról ír, ha az adott ország a konszolidációt követően egy újabb fegyelmetlenséget követne el (Bajnai [2011]). A 47. lábjegyzetben már említettük, hogy Jacek Rostowski – Lengyelországban az első Tusk-kormány pénzügyminisztere – is felvetette ezt a lehetőséget (Rostowski [2004]), de ezt komolytalannak és szükségtelennak tartotta az akkori európai vezetők és az akadémiai körök nagy része is.

⁶⁴ A végleges kiléptetés a hazai valuta visszavezetésével jár.

illik” emlegetni, hogy a „*merev, számszerű uniós szabályok*” (a kiegyensúlyozott közép-távú költségvetési cél, a 3 százalék alatti hiány vagy a 60 százalék alatti adósságráta stb.) nem szolgálják sem az integráció, sem pedig az egyes országok érdekeit. A kétezres évek elején ez a problémakör állt a stabilitási és növekedési egyezmény reformját célzó vizsgálatok középpontjában. Akkor az a kérdés merült fel, hogy a kevésbé fejlett tagországokban a felzárkózás időszakában nem szükséges és nem is kívánatos a kiegyensúlyozott költségvetési pozíció elérése. Most másként, de megint a túlzott merevség okozhat problémát. A válság következtében megnőtt állami eladósodottság miatt most minden tagország érdekelt a költségvetési hiány visszafogásában. De ha az egyezmény követelésének megfelelően a fejlett, államcsőddel nem fenyegetett (északi) országok gyors ütemben leépítik strukturális deficitjüket, amint azt az egyezmény előírja, akkor a felpörgő adósságspirálban lévő, csőd közeli (déli) államok helyzete (a kieső kereslet miatt elsősorban) teljesen ellehetetlenül, miközben az egész euróövezet is a vártnál nagyobb gazdasági visszaesést kénytelen elszenvedni. A merev költségvetési szabályok megkövetelése jó konjunktúra esetén is okozhat gondokat, recessziós környezetben viszont csak nagy körültekintéssel alkalmazható, stratégiának pedig kevés.

2. A másik a *túlzott bonyolultság és a transzparencia hiánya*. A kidolgozott és elfogadott szabály- és eljárásrendszert a gyakorlat fogja minősíteni. Egy idő után a szakma is jobban átláthatja a részek közötti összefüggéseket, és az előnyök/hátrányok is megmutatkoznak majd. Addig is azonban az átalakítás hitelességét rontja, hogy az egész rendszer nagyon nehezen áttekinthető, s egyes részei még kidolgozás alatt állnak. Ez negatívan befolyásolja az egész euróövezet, illetve az unió értékelését. A válságban megingott hitelesség – ami némely elemzőt egészen az euróövezet felbomlásának prognózisáig vezetett – visszaszerzése terén egyelőre alig történt előrelépés.

Az európai gazdaságok növekedése 2011 őszén megtorpant, a recesszió réme is újból realitás. Az újabb európai bankválságban a bizalomvesztés játszik döntő szerepet. A bankok, lelassult hitelezés mellett, forrásaik jó részét államkötvényekbe fektették, s a görög adósságválság rendezése ezen keresztül újabb veszteségeket okoz a bankszektornak. A leminősítéseket követően, és tekintettel a görög esetre, az ír, a portugál, a spanyol vagy az olasz államadósságra sem tekintenek már úgy a befektetők, mint amit biztos, hogy visszafizetnek, s az EKB-nak ezeken a piacokon is aktív szerepet kellett vállalnia az adósságválság továbbterjedésének elkerülésére. Ezért az európai bankszektor talpra állítása átfogó kereteinek kialakítása – ami már a válság kezdetétől az európai hatóságok egyik legfőbb témája⁶⁵ – kiegészült a rövid távú problémák megoldásához szükséges lépések (feltőkésítés) feladatával. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy rendszerszinten megszületett a megoldás a válságra, illetve az újabb válságok elkerülésére.

⁶⁵ A bizottsági anyagok mellett az ECB [2011] foglalja össze mindazokat a követelményeket, amelyeket az Európai Unió jegybankjai (ESCB) fontosnak tartanak egy új európai keretrendszer kialakításakor, ami lehetővé teszi az európai bankok tartós kilábalását a válságból.

Az euró bevezetése és a magyar gazdaság sérülékenysége

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

Ez a perspektíva áll Magyarországon előtt is, párosulva a lakossági devizahitelek okozta sérülékenységgel. Az eladósodottság csökkentése és a tőkeáttételek leépítése, valamint a (portfólió- és ügyfélkör-) „tisztulási” folyamatok lecsengése éveket vehet igénybe. A hitel/betét arány visszafogása a biztonságos működés feltétele. A külső környezet is a hosszan elnyúló eszközeépítési folyamatot valószínűsíti,⁶⁶ még akkor is, ha a görög csődöt és az európai bankválságot hatékonyan megoldják. Amikor a görög átütemezés lezajlik, akkor lehet majd felmérni, hogy mennyi idő szükséges a bizalom és a bankközi kapcsolatok restaurálására Európában, és mikor lesz képes megint betölteni az európai bankrendszer a funkcióját a pénzügyi közvetítésben.

Az európai pénzügyi rendszer konszolidációs folyamata várhatóan hosszú lefutású lesz azért is, mert ha sikerülne is jelentős javulást elérni az európai piacok zavartalan működésének helyreállításában, akkor is fennmarad a viszonylag kedvezőtlen konjunktúra, és a világméretű egyensúlytalanságra sem született egyelőre megoldás. Ehhez adódnak a speciális magyar kockázatok (2. táblázat).

Amennyiben az euróövezeti (állam- és bank-) válságkezelés elhúzódik, és a globális lassulás is kedvezőtlenül befolyásolja az euróövezet talpra állását (azaz a lefelé mutató kockázatok megvalósulnak), akkor a pénzügyi szektort is súlyos megrázkódtatások (anyabankok magatartásváltozása, visszavonulása, az egyéb külső finanszírozási források elapadása stb.) érhetik Magyarországon is, de az egész közép-kelet-európai régióban. A régió egyfajta katalizátorként működik. Bármennyire is ahány ország annyi eset, az euróövezeten kívüli közép-kelet-európai tagországok országkockázatában mindig azonosítható a regionális elem.

A tanulmány zárásakor egy sor külső és hazai tényező teszi bizonytalanná az euróbevezetési perspektívát.

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

– Az uniós szabályokat szigorító stabilitásról, koordinálásról és irányításról szóló kormányközi szerződés, illetve a háttérben meghúzódó törvények nem egyértelműen szolgálják sem a válságból való kijutást, sem a tartós növekedési pályára állást.

⁶⁶ Még akkor is hosszú lesz a korrekciós folyamat, ha a kormány részéről nem kap egy újabb (a kölönadókhoz, illetve a devizahitelek végtörlesztéséhez hasonló) sokkot a magyar bankszektor. Az MNB-ben tartott Horgony elnevezésű konferencián (2011. december) Simor András, a jegybank elnöke prezentációjában az MNB részéről is kívánatosnak tartotta a hitel/betét arány 100 százalék közelébe való csökkentését. Ezt a részt vevő bankárok túlzott, a növekedést súlyosan korlátozó és legfeljebb csak hosszabb távú célként értékelték. Az biztosnak látszik, hogy a növekedéshez elengedhetetlen hitelbővüléshez szükség lenne a magyar lakossági megtakarítások növelésére is, ugyanis ennek hiányában a hitelszűke válhat a magyar kibontakozás korlátjává.

2. táblázat

A felzárkózási pályára való visszatérés kockázatai Magyarországon

| Felfelé mutató kockázatok | Lefelé mutató kockázatok |
|--|--|
| 1. Németország az exportvezérelt pályán marad, gazdaságának lassulása átmeneti lesz | 1. Az euróövezetben „túlzott szigororú” monetáris és költségvetési politika érvényesül, és ez további nyomás alá helyezi a belföldi keresletet |
| 2. Az inflációs kilátások lehetővé teszik, hogy az EKB lazítsa a monetáris feltételeket, csökkentse a kamatot | 2. A gyengülő külső kereslet és a belső gazdaságpolitikai hibák miatti lassú növekedés (recesszió) aláássa a költségvetési célok teljesítését, az ország újra kockázatosabbá válik, és ez megint hitelességi válságot okoz |
| 3. Az Európai Unió tagországai növekedésbarát gazdaságpolitikát érvényesítenek (betartva a költségvetési korlátokat) | 3. Romló országgkockázat, gyengülő forintárfolyam, növekvő kamat |
| 4. Az olaj- és nyersanyagárak nem okoznak jelentős többletköltséget | 4. A kormány az elinflálás politikáját alkalmazza, amit a forint gyengítésével valósíthat meg |
| 5. Sikeresek lesznek az IMF-tárgyalások, irányt vált a gazdaságpolitika | 5. A hitelezés visszaesése, a bizalomvesztés tartóssá válása, a beruházások további csökkenése, elmaradása |
| | 6. Magyarországot a nemzetközi hitelminősítők 2011 végén és 2012 januárjában befektetésre nem ajánlott kategóriába sorolták |

Megjegyzés: a Széll Kálmán-terv 2.0 2012 májusában újabb, a növekedési kockázatokat emelő intézkedéseket helyezett kilátásba, amelyeket azonban teljes részleteiben még nem ismerünk a tanulmány lezárásakor.

A kiegyensúlyozott költségvetés és az államadósság-csökkentés merev szabályaival újra elkezdődhet a „jó-e mindenkinek ugyanaz a mérce” (*one size fits all*) vita.

– Miközben a válság rávilágított, hogy a monetáris unió működéséhez elengedhetetlen az egységes gazdaságpolitika és a támogató költségvetési politika (ami a föderalizmus irányába való elmozdulást jelentene), az ennek érdekében hozott döntések terén nincs egyetértés a tagországokban és szakértői körökben sem.

– A válságkezelő alapok és az EKB államkötvény-piaci fellépésének kérdésében még nincs végleges munkamegosztás.

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

– A magyar kormány az európai integráció működésének javítását szolgáló minden lényeges kérdésben elzárkózó, nem kooperatív politikát folytat megfelelő indokok felsorakoztatása nélkül. Ezzel Magyarország „kilóg” a régióból, és rontja a tárgyalási pozícióját egy olyan helyzetben, amikor a különutas gazdaságpolitika csődje miatt nagymértékben rászorul a nemzetközi (EU- és IMF-) támogatásra. A stabilitásról, koordinálásról és irányításról szóló szerződést végül aláírta a magyar kormány, de ebben szerepe volt az IMF-hitelre való ráutaltságnak.

– A kormány szóban nem adta ugyan fel az államadósság-ráta csökkentésének másfél éve hirdetett tervét, de egy stagnáló gazdaságnak nehéz megfordítania – az

államadósság után fizetendő növekvő reálkamat és a gyengülő forintárfolyam mellett – a felfelé ívelő adósságspirált. Az adósságráta – a nyugdíjpénztári vagyron felhasználása ellenére – csekély (1 százalékpont alatti) mérséklődése 2011-ben a hibás gazdaságpolitika következményeit tükrözi. A fenntarthatatlanságot jelzi a növekedési potenciál olyan mértékű gyengülése, ami nem vezethető le az általánosan kedvezőtlen nemzetközi konjunktúrából, és messze lemarad a régiós versenytársaktól. A magas országgockázati felár is tükrözi a magyar teljesítmény és a kilátások abszolút és relatív romlását.

– A bankszektor helyzete a sok többletterher (különadók, végtörlesztés és a tervezett tranzakciós illeték) és a kormánnyal folytatott tárgyalások elhúzódása miatt kilátástalan. A növekedés beindításához a finanszírozási feltételek kedvezőtlenek.⁶⁷

– Az IMF-tárgyalásokat a kormány úgy kezeli, mintha nem lennének sürgősek, holott Magyarország 2012 elején befektetésre nem ajánlott kategóriába került. A kormány minden illetékese minden alkalmat megragad annak hangsúlyozására, hogy nem változtatnak az eddigi gazdaságpolitikán, pedig az IMF-tárgyalások sikere és az elrontott gazdaságpolitika korrekciója kölcsönösen feltételezik egymást, és együtt hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a magyar kilátások pozitívrá forduljanak, majd esély legyen a befektetési besorolás tartós javulására.

Összegzés az euró magyarországi bevezetésének kilátásai és feltételei szempontjából

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

Ebben az összegző fejezetben az eddig leírtakra támaszkodva és – a tanulmány elején szereplő gazdaságpolitikai összefoglalóban kifejtettekre is hivatkozva – fejtjük ki véleményünket a euróbevezetés egyes kulcskérdéseiről. Szólunk a külső fo-

⁶⁷ Az MNB-ben 2011. december 8-án rendezett Horgony elnevezésű konferencia kereskedelmi bankár kerekasztalának résztvevői felhívták a figyelmet, hogy a kormány által eldöntött devizaadósság-rendezés napi kétmilliárd forintos veszteséget okoz a magyar bankszektornak. Ez a különadókkal együtt súlyos, tartósan elviselhetetlen terhet jelent. Megszüntetésük mellett a legfontosabbnak az IMF-megállapodást tartották, mint az országgockázatot (a finanszírozási költségeket) csökkentő és a bizalmat helyreállító tényezőt. Mindezek hiányában a hitelkínálat akadályja lehet a növekedésnek, de hangsúlyozták, hogy jelenleg a rossz és kiszámíthatatlan kilátások miatt a hitelkereslet is gyenge.

gadókézségről, az euróövezeti csatlakozás „kötelező” – külső – feltételei teljesítésének kilátásairól, valamint arról is, hogy a tanulmányban ismertetett kedvezőtlen nemzetközi tapasztalatok fényében milyen további – hazai – feltételeknek kellene teljesülniük ahhoz, hogy az ország biztonságosan, a kockázatokat minimalizálva csatlakozhasson majd az euróövezethez. Legfontosabb megállapításainkat három pontban összegezzük.

1. Teljesen függetlenül attól, hogy a kormány mikorra tervezi az euró bevezetését, az országnak egyértelműen az áll érdekében, hogy az euróövezeti tagság valamilyeni külső (régí és új), valamint belső feltételének mielőbb megfeleljen, ugyanis ez biztosíthatja a gazdasági stabilitás helyreállítását. A gazdaságpolitika iránti hazai és nemzetközi bizalom visszaszerzéséhez nem újabb és újabb csatlakozási időpontok bejelentése, hanem az szükséges, hogy a kormány gazdaságpolitikája (konkrét tervekkel megalapozottan) hiteles elkötelezettséget tükrözzön a valutaövezeti tagság feltételeinek megteremtésére és fenntartására.

2. Csak akkor szabad az euróövezetbe belépni, amikor magától a csatlakozástól a gazdaságpolitika már nem remél *hitelességi* előnyöket. Ez biztosíthatja, hogy a valutaövezeti tagság mikro- és makrogazdasági előnyei *tartósan* érvényesüljenek.

3. Csak akkor szabad a saját valutát – és ezzel a valutaárfolyam változásának lehetőségét/eszközét – feladni, ha már létrejöttek és stabilan működnek azok az intézmények és mechanizmusok, amelyek – különösen a bérek és a hitelezés alakulását tekintve – képesek megelőzni az árfolyamváltozás nélkül szinte kezelhetetlen makrogazdasági egyensúlyhiány kialakulását. Jóllehet az EU irányítási reformja keretében megszületett szabályok is ezt kívánják előmozdítani: egy olyan ország, amely nem rendelkezik a makrogazdasági stabilitás tradícióival és kultúrájával, nem hagyatkozhat csupán a külső előírásokra. Azokat saját problémáihoz igazodó, belső megoldásokkal kell kiegészítenie és alátámasztania.

MIKOR FOGAD AZ EURÓÖVEZET? • Erre a standard válasz az, hogy amikor teljesítjük a csatlakozási feltételeket. Az azonos elbírálás elve változatlan az euróövezeti csatlakozást tekintve is. Az uniós irányítási rendszer általános felülvizsgálatával és átalakításával azonban ez az alapelv nem érvényesíthető/érvényesülhet úgy, mint az eddigi 18 euróövezeti tagország esetében. A maastrichti kritériumok nem változtak ugyan, de a jövőbeli jelölteken számon fogják kérni az euróövezeti tagokra bevezetett új eljárások teljesítését. A megújított stabilitási és növekedési egyezmény követelményeinek már a belépés előtt is eleget kell tenni, az euró-plusz követelmények teljesítése pedig minden euróövezeti tagra érvényes. Mindez azt sejteti, hogy a jövőbeli felvételek megalapozottabbak lesznek, mint korábban, nagyobb súlyt kap majd a fenntarthatóság szempontja, márcsak azért is, hogy elkerüljék a görög és portugál fiaszkóhoz hasonló esteket.

MIKOR TELJESÍTHETI MAGYARORSZÁG AZ EURÓÖVEZETI BELÉPÉS „KÜLSŐ” FELTÉTELEIT? • Azért vettük sorra egy korábbi – Az EU és az euróövezet szabályozási és intézményi környezetének változásai című – fejezetben a teljes jogú euróövezeti tagokra vonatkozó összes szabályt és eljárást, hogy megkíséreljük felmérni, Magyar-

ország mikor képes teljesíteni ezeket a követelményeket. Természetesen nem csak a belépést megelőzően, hanem tartósan.

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

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

Az euróövezeti belépési követelmények (maastrichti belépési kritériumok, a kibővített stabilitási és növekedési egyezmény, euró-plusz) teljesítése változatlanul összhangban állna egy felzárkózási pálya követelményeivel, de ezek teljesítésétől – amint azt a tanulmány gazdaságpolitikai összefoglalójában részletesen kifejtettük – ma távol áll az ország.

A valódi kérdés az, hogy megfelelően működhet-e a gazdaság az euróövezeten kívül akkor, ha nem közelít az euróövezeti csatlakozás feltételeihez. Amellett érvelünk, hogy nem. A mai gazdaságpolitika nem teljesíti az eurókonvergenciához szükséges feltételeket, ráadásul nem is fenntartható, és főleg nagyon költséges.

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

A belépési követelmények teljesítése nem ellentétes a magyar gazdaság érdekeivel, sőt azok mielőbbi teljesítése feltétele annak, hogy a magyar gazdaság visszatérjen a fenntartható felzárkózási pályára. A csatlakozási dátumról való döntést nehezíti, hogy az „új” magyar gazdaságpolitika nem ebbe az irányba halad. A „nem korábban, mint 2020” (lásd a Korábbi hivatalos és szakmai elképzelések az euró magyarországi bevezetéséről című fejezetet) azt jelent, hogy a kormány nem foglalkozik ezzel kérdéssel. Mivel az azonnali (közeli) belépés szóba sem jöhet, egyelőre nem zavaró a döntés szempontjából, hogy még tisztázatlanok a jövőbeli euróövezeti felvételekkor alkalmazandó értékelés bizonyos pontjai.

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

Ugyanakkor a válságban kiderült az is, hogy az uniós tagsággal automatikusan nem jár együtt az alacsony állampapír-piaci hozamszint. A piacok szigorúan büntetik a stabilitástól eltévelyedő tagországokat. Sőt a büntető felár még magasabb is

lehet, mint a saját valutával rendelkező országok válsága esetén, hiszen az euróövezetben a deviancia kiigazítása még tovább is tarthat, és költségesebb is lehet.

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

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

További szempont, hogy az euróövezet működési kockázatai nagyok. Mire egyáltalán szóba jöhetne a magyar csatlakozás, már valószínűleg lecsitulnak a valutaunió szabályozási és irányítási rendszerének változása, illetve az államadósság-kezelés miatti viharok. Mindezt figyelembe véve a magyar gazdaságpolitika egyetlen reális választása az lehetne, hogy – cseh mintára – a stabilitás és felzárkózás irányába vált, és ennek keretében az euróövezeti csatlakozás kritériumait is teljesíti. Csak ekkor nem jelentene nagyobb kockázatokat a kivárás (akár 2020-ig) az euróövezeti csatlakozással – feltéve, hogy ez gazdaságilag ésszerűbbnek látszik, mint a csatlakozás.

AZ EURÓÖVEZETHEZ CSATLAKOZOTT KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK TAPASZTALATAI • Az euróövezeti tagságra való felkészülést illetően Szlovénia, Szlovákia és Észtország tapasztalatai azt mutatják, hogy a maastrichti inflációs és árfolyam-kritérium teljesíthető jelentősen eltérő monetáris és árfolyamrendszerekben is, a költségvetési feltétel teljesítése pedig döntően politikai elhatározás kérdése, ám e kritériumoknak való megfelelés távolról sem jelent biztosítékot arra, hogy egy ország érdemben felkészült a valutauniós tagságra.

Az e tekintetben értékelhető tapasztalatok – amelyek a régió legfejlettebb országa, az euróövezethez 2007-ben csatlakozott Szlovénia esetében állnak rendelkezésre – korántsem kedvezők. Azt jelzik, hogy Szlovénia – az euróövezet válságba került más tagországaihoz hasonlóan – nem volt felkészült a közös pénz bevezetésére. Az euró átvételét követően az infláció és a béremelkedés felgyorsult, és az addig rendkívül stabil gazdaság szinte iskolapéldát szolgáltatva csúszott bele a saját monetáris politika nélkül nehezen kezelhető problémahalmazba: alacsony reálkamat, hitelezési buborék, külső egyensúly romlása, majd súlyos recesszió, amely megrendítette az államháztartás és a bankrendszer stabilitását is. Szlovákia sajátos körülmények között, a 2009. évi recesszió idején vezette be az eurót. A eurófelkészülés időszakában okos monetáris politikát folytatott, a valuta felértékelődése mellett (de a jelentősebb túlértékeltséget elkerülve) teljesítette a maastrichti inflációs feltételeket. Eközben költségvetési stabilitásra törekedett, és sikerült megakadályoznia a túlzott hitelexpanziót, továbbá a (nem euróban való) devizahitelezés elterjedését. Mindamelllett a válság – az euróövezethez történt csatlakozástól függetlenül – fel-

hívta a figyelmet Szlovákia költségvetésének rendkívüli sebezhetőségére. A gyors gazdasági növekedés elfedte a költségvetés szerkezeti problémáit, amelyek a válság nyomán kerültek felszínre. Az euró átvételét követően az infláció és a béremelkedés nem gyorsult fel, ám ez a bevezetés évében tapasztalt gazdasági visszaeséshez, valamint ahhoz köthető, hogy az árfolyam-begyűrés hatása éveken át tartott. Nyitott kérdés azonban, hogy ha Szlovákiában ismét gyorsul a reálgazdasági konvergencia, akkor a gazdaságpolitika hogyan kezeli az euróövezetét meghaladó infláció következményeit.

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

AZ EURÓ BEVEZETÉSÉNEK MAGYARORSZÁGI FELTÉTELEI • Amikor magyarországi feltételekről beszélünk, akkor a maastrichti (külső) kritériumoktól igyekszünk megkülönböztetni azokat a magunkkal – a magyarországi gazdaságpolitikával és intézményekkel – szemben támasztandó (belső) követelményeket, amelyek alapján érettnak minősíthetjük gazdaságunkat és társadalmunkat az euróövezeti tagságra. A külső kritériumokat kiegészítő hazai feltételek gondolata talán emlékeztet arra, amit az Egyesült Királyságban a híressé vált „öt teszt” keretében hivatalosan megfogalmaztak (*HM Treasury* [2003]).⁶⁸ Csakhogy ott nem arra vonatkoztak a teszt kérdései, hogy az országban mit és hogyan kellene változtatni az euróövezeti tagság előnyeinek érvényesítéséhez és esetleges hátrányainak elhárításához, hanem arra, hogy az ország jól járna-e az euró bevezetésével, ha belül semmi nem változna. Az így megfogalmazott kérdésekre az a válasz született, hogy maga az euróövezet éretlen arra, hogy az Egyesült Királyság csatlakozzon hozzá.⁶⁹

Ha Magyarországon is hasonló módon fogalmaznák meg a hazai feltételeket illető kérdéseket, akkor itt is könnyen lehetne hasonló következtetésre jutni. Csakhogy helyzetünk különbözik az Egyesült Királyságtól, ezért valódi kérdéseket kell feltennünk, amelyek arra vonatkoznak, hogy a külső követelményeknek való megfelelésen

⁶⁸ A „teszttek” az üzleti ciklusok harmonizáltságára, a gazdaság rugalmasságára vonatkoztak, továbbá azt nézték, hogy az euró bevezetésének milyen hatása lenne a beruházásokra, a pénzügyi szektor versenyképességére, valamint a növekedésre és a foglalkoztatottságra.

⁶⁹ A híres teszt kérdései elsősorban politikai megfontolásokon alapultak. A 2000-es évek elején nemzetközi hírű közgazdászok még egyértelműen előnyösnek láttak a közös európai valuta bevezetését az Egyesült Királyságban. Igaz, vizsgálataikban és érvelésükben nem kapott kiemelt szerepet a már addigra elért integráltság, és nem merült fel egy euróövezeti válság lehetősége, továbbá nem számoltak az ebből fakadó kockázatokkal (lásd *Layard és szerzőtársai* [2002] és *Begg és szerzőtársai* [2003]).

túl, mit kell még saját érdekünkben tennünk ahhoz, hogy az euróövezeti csatlakozás előnyeiben a lehetséges hátrányok elszenvedése nélkül részesülhessünk.

A számunkra releváns kérdések megfogalmazásához két fontos elméleti támpont kínálkozik, amelyeket részben igazoltak, részben kiegészítettek a bajba jutott euróövezeti országok tapasztalatai. Az egyik triviálisnak tűnhet, korábban mégsem volt az: a belső makrogazdasági egyensúly hiánya, valamint a külső egyensúly ezeket tükröző hiánya akkor sem nőhet az égig, ha egy ország közös valutaövezethez tartozik. A másik fontos támpont: rögzített árfolyam (közös valuta) mellett könnyebben ölthet túlzott méreteket a belső és a külső egyensúly hiánya, mint rugalmas árfolyam esetén, továbbá túl nagy deficittek rendkívül nehezen igazíthatók ki, ha a valutaárfolyam nem változhat (a saját valuta nem is létezik).

Az első megfontolás azért fontos, mert az euróövezeti válságot megelőzően az volt a közkeletű vélekedés, hogy a valutaövezeti tagság egyik fő előnye abból származik, hogy az övezeten belül lényegében megszűnik a külső egyensúlyi korlát (hiszen, úgymond, csak az euróövezetnek a világ többi részével szembeni külső egyensúlya számít). E vélekedésekből annyit igazoltak a fejlemények, hogy a közös valuta révén lényegesen enyhültek a külső finanszírozási korlátok, és lazult az effektív külső egyensúlyi korlát, miközben a piaci visszajelzések nem figyelmeztettek a külső egyensúly túl nagy hiányának kialakulására. A valutaövezeti tagság azonban legfeljebb kijebbet tolt, de nem iktathatta ki a makrogazdasági folyamatok fenntarthatósági korlátait, hiszen a GDP-arányos adósságok egy pénzügyi unió tagországáiban sem emelkedhetnek minden határ nélkül.

Ma már világos, hogy a bajba jutott országokban a belső és külső egyensúlyhiányok azért is ölthettek nehezen kezelhető méreteket, mert miközben a finanszírozási korlátok fellazultak, és a piaci visszajelzések elmaradtak, nem jöttek létre olyan nemzeti, illetve euróövezeti kontrollmechanizmusok, amelyek a piacok jelzéseit pótolhatták volna. Amikorra pedig – a válság hatására – kialakították e rendszerhibát kezelni hivatott EU-szintű szabályokat, a finanszírozási korlátok már régen megkeményedtek.

Bennünket azonban elsősorban azok a lehetséges nemzeti (belső) kontrollmechanizmusok érdekelnek, amelyek a valutaárfolyam végleges rögzítéséből eredő kockázatokat ellensúlyozhatják. Az euróövezeten belüli egyensúlyhiány eszkalálódásához ugyanis kétféle piaci jelzés hiánya járult hozzá: a valutaárfolyam változása eleve *nem jelezhetette*, az állampapírhozamok viszont jelezhettek volna, de *nem jelezték* a növekvő feszültségeket. Az utóbbiakat hosszú ideig az a tévesnek bizonyult piaci vélekedés befolyásolta, hogy a valutaövezet egyben költségvetési övezetet is alkot. A piacok jelentős késéssel, akkor viszont igen durván reagáltak a felismert fenntarthatósági problémákra: a bajba került országok állampapírhozamai hirtelen és váratlan mértékben emelkedtek meg. Az állampapírok piacáról érkező jelzésekben és az esetleges túlreagálásokban tehát nincs – és előreláthatóan a későbbiekben sem lesz – hiány. Az igazi kérdések a valutaárfolyam-változás lehetőségének elvesztéséhez kötődnek.⁷⁰

⁷⁰ De Grauwe [2011a] az angol és spanyol állampapírhozamokat összehasonlítva amellel érvel, hogy a hozamok azért emelkedhettek Spanyolországban sokkal magasabbra, mert hiányzik az árfolyamváltozás lehetősége.

Egy nem mereven rögzített (szabadon vagy irányítottan lebegő) árfolyamnak többféle hatása lehet:

1. ideális esetben megelőzheti a külső egyensúly hiányát;
2. kevésbé ideális esetben makrogazdasági instabilitást okozhat;
3. az árfolyam változása jelezheti a makrogazdasági egyensúly kezelendő hiányait;
4. segítheti a már kialakult makrogazdasági/külsőegyensúly-hiány kiigazítását.⁷¹

Amikor a kevésbé fejlett EU-tagországok csatlakoztak az euróövezethez, őket erre erőteljesen ösztönözte az, hogy az első megfontolást felülírta a második, amelyet legvilágosabban *Buiter* [2004] fogalmazott meg: egy kis, nyitott gazdaság számára a rugalmas árfolyam nem puffer a külső sokkokkal szemben, hanem éppen ellenkezőleg, sokkoknak a forrása. Mivel az itt említett 3. hatásról, az árfolyamváltozás jelző szerepéről, már szoltunk, a 4. hatásra fordítjuk a figyelmet, amely a következő kérdést veti fel: a kiigazításra szoruló makrogazdasági és külsőegyensúly-hiány milyen eszközökkel és következményekkel kezelhető, ha nem áll rendelkezésre az árfolyamváltozás lehetősége. Milton *Friedman* [1953] az árfolyamok rugalmassága mellett érvelő híres írásában adott egyfajta ironikus választ: mindenki változtassa meg korábbi szokásait!

„Bár furcsán hangzik, a rugalmas árfolyam mellett szóló érvek lényegében megegyeznek azokkal, amelyek a tavaszi óraátállítást alátámasztják. Nem abszurd-e, hogy visszaállítjuk az órát, miközben pontosan ugyanezt a hatást azzal is elérhetnénk, hogy mindenki megváltoztatja a szokásait? Csupán arra lenne szükség, hogy mindenki elhatározza: egy órával korábban kezdje a munkát, egy órával korábban ebédeljen és így tovább. Nyilvánvaló azonban, hogy az egyéni szokások megváltoztatásánál egyszerűbb az óra átállítása. (...) Ugyanez a helyzet a valutaárfolyam változásával. Sokkal egyszerűbb engedni egyetlen ár – a valutaárfolyam – változását, mint a belföldi árszerkezetet alkotó árak tömegének változására támaszkodni.” (*Friedman* [1953] 173. o.)

Friedman metaforája arra figyelmeztet, hogy a hazai gazdaság órájának együtt kell ketyegnie az euróövezeti órával, hiszen a gazdaság elveszít egy nehéz helyzetekben alkalmazható eszközt, az összehangolt ár- és bérszintváltoztatás lehetőségét. Egyben arra is emlékeztet, hogy e koordinációs mechanizmus feladását más eszközökkel kell pótolni. Amikor tehát a saját valutaárfolyamtól megválnak (és a makrogazdasági instabilitás egy lehetséges forrásától megszabadulunk), már működniük kell a külső és belső egyensúly hiányát megelőző (keretek közé szorító), illetve viszonylag gyors utólagos korrekcióját előmozdító belső mechanizmusoknak – függetlenül attól, hogy ezeket az EU új működési szabályai tételesen előírják-e.

Az euróövezeti csatlakozás „külső” kritériumait tehát mindenképpen ki kell egészíteni belsőkkel, előbb azonban arról kell szólni, hogy *mit nem tekintünk* a csatlakozás belső feltételének. Nem tekintjük ilyennek az euróövezet átlagos fejlettségi

⁷¹ Szerencsés esetben (alkalmas gazdaságpolitika mellett) lehet egy további hatása: egy felzárkózó gazdaságban a hosszabb távú egyensúlyi reálfelértékelődés többletinfláció nélküli, hosszabb távú nominális felértékelődésben ölthet formát; erre visszatérünk.

szintjéhez való közelséget (a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő alapján számolt „reálfelzárkózottság” mértékét), ahogyan azt sem, hogy az államadósság-ráta 50 százalékra süllyedjen. 2011-ben a hazai fejlettségi szint az EU-15 60 százaléka közelében volt, és a távolság az elkövetkező években előreláthatóan csak lassan mérséklődik. Ebből azonban nem vonható le olyan következtetés, hogy Magyarország csak évtizedek múlva csatlakozhat az euróövezethez. Egyrészt, lassú felzárkózás esetén eleve nem merülnek fel a „felzárkózási infláció” kezelésével kapcsolatos gondok (amelyre a 71. lábjegyzetben utaltunk). Másrészt, és ez sokkal fontosabb, a felzárkózást gyorsíthatja az euróövezeti csatlakozás külső és belső feltételeihez való közeledés. Az utóbbi esetben viszont adott a feladat: a gyorsan növekvő GIIPS-országok tapasztalatain okulva, ki kell alakítani a buborékok létrejöttét/felfúvódását megelőző hazai szabályozási mechanizmusokat.

Ha áttekintjük a GIIPS-országok helyzetét a válságot megelőzően, arra kell jutnunk, hogy *önmagában* sem a relatív fejlettségi szint, sem a gazdasági növekedés üteme, sem pedig az államadósság relatív mértéke nem indikálta a későbbi súlyos makrogazdasági-államháztartási gondokat. Írország jóval fejlettebb volt az EU átlagánál, Olaszország pedig az EU átlagán volt, amikor bajba került. Spanyolországot (részben az ingatlanbuborékon alapuló), Görögországot (főként az állami túlköltekezésen alapuló) gyors konvergencia, Portugáliát viszont tartós stagnálás/lemaradás jellemezte. Olaszország és Görögország államadósság-rátája igen magas, ellenben Írországé rendkívül alacsony volt.

Mindez arra hívja fel a figyelmet, hogy az euróövezeten belül (ahogyan azon kívül is) sokféleképpen romolhatnak el a dolgok, de az, hogy ténylegesen elromlanak-e, alapvetően nem a fejlettségi szinten, a növekedési ütemen vagy az állami eladósodás mértékén, továbbá nem egyszerűen a valutaövezet keretein, hanem az egyes országok belső feltételein, intézményein és gazdaságpolitikáján múlik. Napjainkban keveset hallunk azokról az euróövezeti országokról, amelyek sikeresen használták ki az euróövezethez történt csatlakozás lehetőségét, holott ezek vannak többségben.

Melyek tehát az euróbevezetés legfontosabb hazai feltételei? A kedvezőtlen tapasztalatok (és Friedman figyelmeztése) alapján azoknak az intézményeknek és mechanizmusoknak a megteremtését, megbízható működését tartjuk a legfontosabbnak, amelyek elháríthatják az árak és a bérek túlzott emelkedésének veszélyét. A termelékenységhez képest túl gyors béremelkedés versenyképességi problémákat okoz, amelyeket a valutaunióban utólag nehéz korrigálni. A fejlett országokét számottevően meghaladó infláció és a közös nominális kamat együttesen a gazdasági körülmények által indokoltnál alacsonyabb (negatív) reálkamathoz vezethet, ami ugyancsak makrogazdasági instabilitásnak lehet a forrása. Éppen ezért a gyors reálgazdasági konvergenciát kísérő egyensúlyi infláció is gondokat okozhat, amelyek csak makroprudenciális eszközökkel kezelhetők.⁷²

Úgy látjuk, hogy az MNB legutóbbi konvergenciajelentése (MNB [2011a]) jól foglalta össze az euró bevezetésének egyes magyarországi feltételeit. A tanulmány négy felté-

⁷² Érdemes lesz figyelemmel kísérni Szlovákia tapasztalatait és – amennyiben az ország ilyen típusú problémába ütközik – alkalmazott megoldásait.

telt emelt ki: az alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozásokat, a költségvetési mozgáster kitágítását, a hatékony makroprudenciális szabályozás kialakítását, valamint a munkapiaci alkalmazkodóképességet javító intézményi változtatásokat.

Ezek mellett további megfontolásokat is tartalmaz a belső feltételekre vonatkozó saját nyolcpontos listánk.

1. Széles körű társadalmi és politikai egyetértés szükséges az euró bevezetése körül.

2. Csak egyensúly közeli szinten szabad a csatlakozási árfolyamot rögzíteni.⁷³ A tapasztalatok szerint a túlértékelttség (Portugália) és az alulértékelttség (Szlovénia) egyaránt gondokkal járhat a valutaövezeti csatlakozást követően.

3. A csatlakozás fontos feltétele, hogy ne csupán a jegybank legyen elkötelezett a nominális stabilitás iránt, hanem a kormány is. Társadalmi támogatást kell szerezni az alacsony inflációhoz, és nem szabad visszaélni a mérséklődő inflációs várakozásokkal. Csak az *inflációs várakozások számottevő és tartós csökkenése* után vezethető be az euró.

4. A nominális stabilitás fontos feltétele a bérek és a termelékenység változásának tartós összhangja. Ehhez szükséges a várakozások összhangja, amelyhez hasznos jelzést adhat egy előretekintő (a megcélzott inflációra és a termelékenység várható változására támaszkodó) háromoldalú bérmegállapodási rendszer.

5. A tartós stabilitás további fontos feltétele, hogy a költségvetésben legyenek tartalékok a rossz időkre. Meg kell szabadulni a prociklikus (a gazdasági hullámzásokat erősítő) költségvetési politika hagyományától. A strukturális deficit középtávú, nullához közeli céljának elérése után viszont engedni kell a gazdasági ciklusokat tompító költségvetési stabilizátorok működését.

6. A munkaerőpiac rugalmasságát alátámasztó, illetve fokozó intézményi reformok szükségesek ahhoz, hogy az árfolyamváltozás (az „óraátállítás”) lehetőségének elvesztését mikroszintű alkalmazkodási mechanizmusok pótolják. Mindamellett, amint a 4. pontban jeleztük, az alkalmazkodást célszerű makrogazdasági koordinációs eszközökkel is segíteni.

7. Fontos a hosszabb távú pénzügyi stabilitás helyreállítása. A pénzügyi szektorban és a hitelezésben fel kell számolni a válság miatt kialakult feszültségeket. Ezt elősegítené, ha a svájcifrank-alapú hitelek jelentős részét sikerülne euróhitelre konvertálni.

8. A felzárkózás gyorsulása esetén emelkedhet az „egyensúlyi” infláció, amely – a közös nominális kamat folytán – akár destabilizáló hatású is lehet. Ezért a bankrendszer egészét befolyásoló makroprudenciális eszközökkel indokolt megelőzni az alacsony reálkamat nem kívánt következményeit, a hitelezési buborékokat.

Ez a lista nem teljes, egyes elemei nyilván vitathatók, de azt a célját reményeink szerint eléri, hogy ösztönzést ad az euróövezeti csatlakozásról való közös gondolkodás feleledéséhez.

⁷³ Ehhez fontos, hogy a csatlakozást megelőzően a gazdaságpolitika a külső egyensúlyt összhangban tartsa a tartós felzárkozási pálya követelményeivel, valamint kezelje a tőkemozgásokból fakadó árfolyamtorzító hatásokat.

Hivatkozások

- ANGELONI, I.–EHRMAN, M. [2004]: Euro Area Inflation Differentials. ECB Working Papers, 288. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp388.pdf>
- ÁRVAI ZSÓFIA–CSAJBÓK ATTILA–CSERMELY ÁGNES–HAMECZ ISTVÁN [2000]: Az euró törvényes fizetőeszközként való, az európai unió tagság előtti bevezetése Magyarországon. Megvalósíthatósági tanulmány, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, kézirat.
- BAJNAI GORDON [2011]: A politikai gazdaságtan visszatérése. HVG, október 3. Angol változat a CNBC vendégkommentárja: <http://www.cnbc.com/id/44730394>.
- BAKKER, B. B.–GULDE, A.-M. [2010]: The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies? IMF Working Paper, 10/130. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10130.pdf>.
- BALASSA BÉLA [1965]: Trade Liberalization and „Revealed” Comparative Advantage. The Manchester School, 33. 99–123. o.
- BANERJEE, B.–KOZAMERNIK, D.–ODOR, L. [2011]: The Road to Euro Adoption: A Comparison of Slovakia and Slovenia. Kézirat.
- BARROSO, J. M. D. [2011]: A Roadmap to Stability and Growth. European Parliament Debate ahead of the European Council, Brüsszel, október 12. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/11/657>.
- BEGG, D. ÉS SZERZŐTÁRSAI [2003]: The Consequences of Saying No. An Independent Report into the Economic Consequences of the UK Saying No to the Euro. Commission on the UK Outside the Euro, London. <http://faculty.london.edu/rportes/research/BeggCommissionReport.pdf>.
- BINI SMAGHI, L. [2010]: From Boom to Bust: Towards a New Equilibrium in Bank Credit. Ernst & Young Business School, Milánó, január 29. <http://www.bis.org/review/r100202e.pdf>.
- BIS [2010]: The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BIS Working Papers, No 54. december.
- BRZOZA-BRZEZINA, M. [2005]: Lending Booms in the New EU Member States. Will Euro Adoption Matter? European Central Bank, Working Paper Series, No. 543. november, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp543.pdf>.
- BUITER, W. [2004]: To Purgatory and Beyond: When and How Should the Accession Countries from Central and Eastern Europe Become Full Members of EMU? CEPR Discussion Papers, No. 4324.
- BUNDA, I.–CA’ ZORZI, M. [2009]: Signals from Housing and Lending Booms. European Central Bank, Working Paper Series, No. 1094. szeptember, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1094.pdf>.
- CIGAN, H.–JEVČÁK, A.–PRADELLE, P.–ŽÁKOVÁ, P. [2008]: Exchange Rate Pass-Through to Inflation in Slovakia. ECFIN Country Focus, Vol. 5. No. 8. http://edz.bib.uni-mannheim.de/daten/edz-bo/gdw/08/ecfin2008.08_en.pdf.
- CSAJBÓK ATTILA–CSERMELY ÁGNES (szerk.) [2002]: Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. MNB Műhelytanulmányok, 24. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/mnbhu_muhelytanulmanyok/mt24.pdf.
- CSERMELY ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN [2011]: Pénzügyi egyensúlytalanságok az euróövezetben. Európai Tükör, 16. évf. 2. sz. 54–87. o. http://www.kormany.hu/download/9/10/20000/europai_tukor_2011_02.pdf.

- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008]: Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies. *European Economy, Economic Papers*, 304. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12093_en.pdf.
- DE GRAUWE, P. [2010]: A Mechanism of Self-destruction of the Eurozone. CEPS Policy Briefs, <http://www.ceps.eu/book/mechanism-self-destruction-eurozone>.
- DE GRAUWE, P. [2011a]: The Governance of a Fragile Eurozone. CEPS Working Papers, No. 346. http://aei.pitt.edu/31741/1/WD_346_De_Grauwe_on_Eurozone_Governance-1.pdf.
- DE GRAUWE, P. [2011b]: The ECB as a Lender of Last Resort. *VoxEU.org*, augusztus 18. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6884>.
- EB [2012]: A Bizottság jelentése a riasztási mechanizmus keretében a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló rendelet 3. és 4. cikkének megfelelően. COM(2012) 68 final, Brüsszel, február 14. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0068:FIN:HU:PDF>.
- EBA [2011]: The EBA Details the EU Measures to Restore Confidence in the Banking Sector. Október 11. <http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confide.aspx>.
- EC [2006]: 2006 Convergence Report on Lithuania, Convergence Report on Slovenia (May 2006). *European Economy, Special Report No. 2*. European Commission, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication465_en.pdf.
- EC [2008]: Convergence Report 2008. *European Economy*, 3. European Commission, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12574_en.pdf.
- EC [2010]: Convergence Report 2010. *European Economy*, 3. European Commission, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-3_en.pdf.
- EC [2011]: European Economic Forecasts. *European Economy*, 6. Commission Staff Working Document, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf.
- EC [2012]: Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances. *European Economy, Occasional Papers*, 92. február, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp92_en.pdf.
- ECB [2011]: European Commission's Public Consultation on the Technical Details of a Possible EU Framework for Bank Recovery and Resolution – ESCB contribution, május. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/econsultationeuframeworkbankrecovery2011en.pdf>.
- ECOSTAT [2004]: Az euró hazai bevezetésének feltételei, várható gazdasági hatása és időzítése. Budapest.
- ÉGERT BALÁZS [2007]: Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe. OeNB Working Paper, 138. http://www.oenb.at/en/img/wp138_tcm16-58143.pdf.
- EKB [2006]: Konvergenciajelentés, 2006. május. Európai Központi Bank, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2006hu.pdf>.
- EKB [2008]: Konvergenciajelentés, 2008. május. Európai Központi Bank, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr200805hu.pdf>.
- EKB [2010]: Konvergenciajelentés, 2010. május. Európai Központi Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr201005hu.pdf>.
- EKB [2011]: Az Európai Központi Bank véleménye (2011. november 4.) a deviza-jelzáloghitelekről és a lakáshitel-megállapodásokról (CON/2011/87) http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/hu_con_2011_87_f_sign.pdf.

- ERKT [2011a]: Az Európai Rendszerkockázati Testület ajánlása (2011. szeptember 21.) a devizahitelezésről. (ERKT/2011/1) (2011/C 342/01) Hivatalos Lap, C 342/1. http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_1.hu.pdf?e02b39b881cb3c3fa8d6ac4f7402b66a.
- ERKT [2011b]: Recommendations and Policy Responses. Annex to the ESRB [2011a], 2011. október.
- EUROPEAN SEMESTER [2012]: Macroeconomic and Fiscal Guidance. Council conclusions. A Tanács 3148. ülése Gazdasági és Pénzügyek, Brüsszel, február 21. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/128094.pdf.
- FRANKLIN, A.–CARKETTI, E.–CORSETTI, G. [2011]: Life in the Eurozone with or without Sovereign Default. European University Institute–Wharton Financial Institution Center, <http://www.eui.eu/Personal/Carletti/Life%20in%20the%20Eurozone%20ebook.pdf>.
- FRIEDMAN, M. [1953]: The Case for Flexible Exchange Rates. Megjelent: *Friedman, M.*: Essays in Positive Economics. University of Chicago Press, 157–203. o.
- GÁSPÁR PÁL [2004]: A GMU-csatlakozás és az első évek egyes tapasztalatai a kohéziós országokban. ICEG, Budapest, április.
- GIAVAZZI, F.–SPAVENTA, L. [2010]: Why Current Account Matters in Monetary Union. Lessons from Financial Crisis in the Euro Area. http://www.bancaditalia.it/studiricerche/seminari/2010/091110/Spaventa_Cobham_10_24.pdf.
- GKI [2004]: Az euróhoz vezető optimális út megtervezése. Gazdaságkutató Rt., Budapest, http://www.gki.hu/sites/default/files/users/admin/eurohoz_pm.pdf.
- HALPERN LÁSZLÓ–WYPLOSZ, C. [2001]: Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection. Economic Survey of Europe. UNECE, Genf, 6. fejezet, http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ead/misc/Halpern_Wyplosz.pdf.
- HATALMAS ADÓSSÁGCSÖKKENTÉS... [2011]: Hatalmas adósságcsökkentés kell a magyar euróhoz Matolcsy szerint. Origo, március 3. <http://www.origo.hu/gazdasag/hirek/20110303-matolcsy-gyorgy-2020-elott-nem-erdekes-magyarorszag-szamara-az-euro.html>.
- HM TREASURY [2003]: The Five Tests Framework. HM Treasury Public Enquiry Unit, London, <http://news.bbc.co.uk/2/shared/spl/hi/europe/03/euro/pdf/1.pdf>.
- ÍGY AKAR SPÓROLNI... [2011]: Így akar spórolni a kormány – percről percre a reformcsomagról. Origo, március 1. <http://www.origo.hu/itthon/percrolpercre/20110301-matolcsy-gyorgy-es-navracics-tibor-a-kormany-februari-reformcsomagjarol-percrol.html>.
- IMF [2011a]: World Economic Outlook. Washington, szeptember.
- IMF [2011b]: Financial Stability Report. Washington 2011.
- IMF [2011c]: Regional Economic Outlook European Economies.
- KONUKI, T. [2008]: Estimating Potential Output and the Output Gap in Slovakia. IMF Working Papers, WP/08/275. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08275.pdf>.
- KOPF, C. [2011]: Restoring Financial Stability in the Euro Area. CEPS Policy Brief, No. 237. március 15.
- KOPINT-DATORG [2004]: Az euró magyarországi bevezetéséhez vezető, társadalmi és gazdasági szempontból optimális út jellemzőiről. Szerkesztette: *Palócz Éva*, Kopint–Datorg Rt., Budapest.
- KUENZEL, R. [2011]: The EU's Comprehensive Policy Response to the Crisis. Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 10. No. 1. 7–14. o. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2011/pdf/qrea1_en.pdf.
- LAYARD, R. ÉS SZERZŐTÁRSAI [2002]: Why Britain Should Join the Euro. Britain in Europe. London.

- MACDONALD, R.–VIEIRA, F. [2010]: A Panel Data Investigation of Real Exchange Rate Misalignment and Growth. CESifo Working Paper, No. 3061. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1618198.
- MACKOWIAK, B.–MONCELLI, F. O.–NOBLET, G.–SMETS, F. (szerk.) [2009]: The Euro at Ten. Lessons and Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, november 13–14. European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euroateten2009en.pdf>.
- MÉG MINDIG 80... [2011]: MNB: Még mindig 80 százalék fölött az államadósság. Origo, február 16. <http://www.origo.hu/gazdasag/hirek/20110216-mnb-meg-mindig-80-szazalek-folott-az-allamadossag.html>.
- MERLER, S.–PISANY-FERRY, J. [2012]: Sudden Stops in the Euro Area. Bruegel Policy Contribution. 6. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/718-sudden-stops-in-the-euro-area/>.
- MIHÁLYI PÉTER [2003]: Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája. Közgazdasági Szemle, 52. évf. 7–8. sz. 712–731. o.
- MNB [2008]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [2010]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [2011a]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [2011b]: Jelentés az Infláció alakulásáról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, szeptember.
- MONGELLI, P.–WYPLOSZ, CH. [2008]: The Euro at Ten. Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges. Megjelent: *Mackowiak és szerkesztőtársai* [2009] 23–58. o.
- NEMÉNYI JUDIT [2003]: Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 50. évf. 6. sz. 479–504. o.
- NEMÉNYI JUDIT–VÁRHEGYI ÉVA [2003]: A valutarendszer problémái Magyarországon az euró bevezetéséig. Pénzügyminisztérium, május, www.gov.pm.hu
- NÖVEKEDÉSKUTATÓ [2004]: Magyar euróstratégia. Koordinátor: *Matolcsy György*. Növekedéskutató Intézet, Budapest.
- OBLATH GÁBOR [2003]: Az euró hazai bevezetésének kérdései a spekulatív támadás fényében. Február, kézirat.
- OBLATH GÁBOR [2010a]: Magyarország „feltárult” nemzetközi versenyképessége középkelet-európai összehasonlításban. Megjelent: *Kolosi Tamás–Tóth István György* (szerk.): Társadalmi riport 2010. Tárki, Budapest.
- OBLATH GÁBOR [2010b]: Magyarország versenyképessége nemzetközi összehasonlításban – a makrogazdasági mutatók jelzései. *Külgazdaság*, 54. évf. 9–10. sz. 3–53. o.
- OBLATH GÁBOR–NEMÉNYI JUDIT [2012]: Az euró hazai bevezetésének újragondolása. MTA KTI Műhelytanulmányok, MT-DP 14. <http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1214.pdf>.
- OBLATH GÁBOR–PALÓCZ ÉVA [2011]: Convergence of Prices and Volumes in the New Member States of the EU: Services versus Goods and Implications for Wage-Convergence. Kézirat.
- PAPADEMOS, L. [2007]: Inflation and Competitiveness Divergences in the Euro Area Countries: Causes, Consequences and Policy Responses. The ECB and its Watchers IX. konferenciáján elhangzott beszéd. Frankfurt am Main, szeptember 7. http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070907_2.en.html.
- PAPADEMOS, L. [2011]: The Pitfalls of EZ Sovereign Debt Restructuring. *Vox*, október 26. <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/7161>.
- PÉNZÜGYKUTATÓ Rt. [2004]: Az euró bevezetésének makrogazdasági feltételrendszere és kilátásai Magyarországon. Készítette: *Neményi Judit és Petschnig Mária Zita*. Budapest.

- PISANY-FERRY, J. [2012]: The Euro Crises and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution. 1. http://aei.pitt.edu/33333/1/The_Euro_crisis_and_the_new_impossible_trinity_%28English%29.pdf.
- PODKAMINER, L. [2010]: Real Convergence and Price Levels: Long-Term Tendencies versus Short-Term Performance in the Enlarged European Union. *Metroeconomica*, Vol. 61. No. 4. 640–664. o.
- RAJAN, R. G. [2005]: Has Financial Developemnt Made the World Riskier? National Bureau of Economic Research, Working Paper, 11728. <http://www.nber.org/papers/w11728.pdf>.
- REINHART, C. M.–REINHART, V. [2008]: Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. CEPR Discussion Paper, 6996.
- REISEN, H. [1998]: Sustainable and Excessive Current Account Deficits. OECD Development Centre Working Paper, No. 132. <http://www.oecd.org/dataoecd/18/39/1922517.pdf>.
- RODRIK, D. [2008]: The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. 365–412. o. http://www.obs.ee/~siim/macro3/Rodrik_2008.pdf.
- ROGOFF, K. [2011]: Some European Countries are Fundamentally Bankrupt. *Interjú, Spiegel online*, augusztus 8. <http://www.spiegel.de/international/world/0,1518,778875,00.html>.
- ROSE, A. K.–STANLEY, T. D. [2005]: A Meta-Analysis on the effect of Common Currencies on International Trade. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 19. No. 3. 347–365. o.
- ROSTOWSKI, J. [2004]: The Stability and Growth Pact – Essential and Unfeasible. Center for Socialand Economic Research, Varsó, CASE Studies and Analysis, 275.
- ROXBURG, CH.–LUND, S.–WIMMER, T.–AMAR, E.–ATKINS, CH.–KWEK, J.–H.–DOBBS, R.–MANYIKA, J. [2010]: Debt and Deleveraging: the Global Credit Bubble and its Economic Consequences. Mckinsey Global Institute.
- SAPIR, A.–AGHION, P.–BERTOLA, G.–HELLWIG, M.–PISANI-FERRY, J.–ROSATI, D. VIÑALS, J.–WALLACE, H. [2003]: An Agenda for Growing Europe. Making Economic System Deliver. Szakértői anyag az Európai Bizottság számára, Brüsszel, <http://serviziweb.unimol.it/unimol/allegati/docenti/2545/materiale/sapir%20report.pdf>.
- SOÓS KÁROLY ATTILA [2009]: Rendszerváltás és privatizáció. Elsődleges és másodlagos privatizáció Közép-Európában és a volt Szovjetunióban. Corvina, Budapest.
- STANOJEVIĆ, M. [2011]: Social Pacts in Slovenia: Accomodation to the EMU Regime and the Post-euro Development. *Warsaw Forum of Economic Sociology*, Vol. 2. No. 3. 107–135. o.
- SURÁNYI GYÖRGY [2005]: Euro Moving East – Policy Challenges within the EMU and in Accession Countries. Előadás, Genf, április 5.
- SURÁNYI GYÖRGY [2007]: A magyar csoda. Népszabadság, január 21.
- SZÉLL KÁLMÁN-TERV [2011]: Széll Kálmán-terv. Összefogás az adósság ellen. http://5mp.eu/fajlok/kfbsz/szellkalmanterv_110303_www.5mp.eu_.pdf.
- SZÉLL KÁLMÁN-TERV [2012]: A következő lépés. Széll Kálmán-terv 2.0. http://www.kormany.hu/download/3/e8/80000/1-A_k%C3%B6vetkez%C5%91_l%C3%A9p%C3%A9s%20%28SzKT%2020%29.pdf.
- SZERZŐDÉS A ... [2012]: Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról. http://european-council.europa.eu/media/639176/13_-_tscg.hu.12.pdf.
- SZIGETVÁRI ANDRÁS [2011]: Euro-Beitritt nicht vor 2020. *Der Standard*, március 2. <http://derstandard.at/1297819390029/Ungarns-Wirtschaftsminister-Euro-Beitritt-nicht-vor-2020>.
- THE ECONOMIST [2010]: It wasn't us. Alan Greenspan and Ben Bernanke still do not believe monetary policy bears any blame for the crisis. *Economics focus*, március 18. <http://www.economist.com/node/15719180>.

Függelék

Korábbi magyarországi elemzések az eurócsatlakozás veszélyeiről és kockázatairól

A magyarországi elemzésekben már a kezdetekkor felmerültek azok a szempontok, amelyek egy „elhamarkodott” euróbevezetés veszélyeire mutattak rá. Az MNB-ben a kilencvenes évek végén készült az első elemzés az euróbevezetés lehetőségeiről, amely azért nem került a nyilvánosság elé, mert az akkori banki vezetés úgy ítélte meg, hogy néhány alapkérdésben túlzottan optimista képet festett az euróbevezetés előnyeiről, miközben a sikeres bevezetéshez szükséges feltételeket nem elemezte elég körültekintően.⁷⁴ Pedig a veszélyzónák már közvetlenül az euróövezet létrehozását követően is kirajzolódtak.

– Felmerült, hogy egy felzárkózó, kis nyitott gazdaságban, mint Magyarország, az euró bevezetését követően is nagy jelentőségű a folyó fizetési mérleg helyzetének és a külső eladósodásnak alakulása.⁷⁵ Ezért, bár nem kritérium, de az euróövezeti csatlakozást megelőzően fenntartható külső pozíciót (a fizetési mérleg biztonságosan finanszírozható nagyságú hiányát) kell elérni. Ennek csupán egy eleme az alacsony költségvetési hiány, amelyre szabott 3 százalékos felső korlát szerepel az euróövezeti csatlakozási kritériumok között.

– Az átlagnál magasabb inflációjú országokban az alacsony reálkamat – ami abból ered, hogy az Európai Központi Bank által megszabott kamat az euróövezeti átlagos mutatókat veszi figyelembe – felfutó (túlzott) hitelbővítéshez, a gazdaság túlfűtöttségéhez vezethet. Miközben az európai követelmények (a stabilitási és növekedési egyezmény) az állami túlköltekezést és eladósodást visszafogják (legalábbis ez várható el), a magánszektor túlzott eladósodásából fakadó kockázatokat az uniós szabályozás nem kezeli (*Surányi* [2005]). Ez okozta a nehézségeket a pénzügyi válság kitörése után Írországból és Spanyolországban.

– A közös valutaövezethez való csatlakozásból csak akkor származhat többletnövekedés (amire számítások tömkelege készült – például *Rose–Stanley* [2005]), ha ennek képességét már a csatlakozást megelőzően kialakítják egy országban. Ez a reformok kérdését öleli fel. Bizonyos alrendszerek megreformálása elengedhetetlen a költségvetési egyenlegre vonatkozó középtávú cél tartós elérése érdekében, de ebből következik az is, hogy a gazdaság többi szektora számára kellő forrás áll rendelkezésre. Továbbá a gazdaság egészének (állami és magánszféra) hatékony működéséhez

⁷⁴ Ebben a 2000 tavaszán készített tanulmányban az „egyoldalú” (az európai uniós tagság elnyerése előtti) euróbevezetés lehetőségeit vizsgálták a szerzők (*Árvai és szerzőtársai* [2000]). Magyarország mutatói ugyanis annyira meggyőzően jól alakultak, hogy úgy látszott, az euróövezeti bővítés lassú előrehaladása lesz az a szűk keresztmetszet, ami miatt nem tudunk egyhamar élni a közös valuta bevezetéséből származó előnyökkel. Az idő tájt a nemzetközi szakértői berkekben a közép-kelet-európai régió jelölt országaiban kibontakozó spontán euroizáció állt az érdeklődés középpontjában, ami felvetette az „egyoldalú” euróbevezetés lehetőségét is (természetesen elvileg), ha az EU-tagság elnyerése valamilyen akadályba ütközött volna. Az MNB eurókonvergenciát elemző első publikált kiadványa 2002-ben már az euróövezetbe való belépés előnyeit és hátrányait vetette össze, mert addigra bizonyossá vált a csatlakozás (*Csajbók–Csermely* [2002]).

⁷⁵ Az első elemzésekben előfordult az a kemény megfogalmazás, miszerint „az euróövezeti belépést követően a fizetési mérleg-korlát megszűnik”.

szükség van az alrendszer reformjára, de nem egyszerű kérdés, hogy mit érdemes az euró bevezetése előtt és mit jobb(an kifizető) után megtenni.⁷⁶

– Nem érdemes trükközve teljesíteni a csatlakozási kritériumokat. A görög eset ezt jól mutatja. Már 2001–2002-ben is látszott, hogy mind a költségvetési, mind az inflációs kritériumot speciális intézkedésekkel érte el a görög kormány,⁷⁷ ami megkérdőjelezte a fenntarthatóságot. Ez egy súlyosan eladósodott ország esetén tragikus következményekkel járhat (felpörgő eladósodás, zuhanó GDP stb.). Azt, hogy a fegyelmezetlenség folytatódik/folytatódhat(!) a „leleplezés” után is, senki nem gondolta; a feltorlódozó probléma nagyságrendje pedig minden képzeletet felülmúlt.

– Körültekintően kell megválasztani a csatlakozási valutaárfolyamot! Mind a túl-, mind az alulértékelt árfolyam kiigazítást von maga után, ami az euróövezetben már sokkal nehezebb és költségesebb, mint amikor a saját valutaárfolyamot kezelheti az ország a versenyképessége megőrzése, illetve javítása érdekében (*Neményi-Várhegyi* [2003]). A görög válság eskalálódása kapcsán a megoldási lehetőségek között 2011 őszére éppen azért merült fel az euróövezetből való kilépés is, mert a kiigazításkor nem lehet bevetni a valutaleértékelés eszközét, e nélkül pedig teljesíthetetlen a költségvetési kiigazítási követelmény, illetve csak óriási közösségi mentőövvel és irányított adósságleírással van esély a problémát teljesíthető mértékűvé redukálni.

Ezek a veszélyek már az európai közös valutaövezet létrehozását követően is mind felmerültek a különböző elemzésekben (*Neményi* [2003], *Oblath* [2003]). A magyar euróbevezetési elképzelések a kezdetektől építettek/építhettek ezekre, részben a saját magyar gazdaságpolitikai tapasztalatokat is beszámítva, részben pedig látván az euróövezetbeli országok nehézségeit.⁷⁸ Minden elemzés tartalmazta az euró előnye mellett a potenciális hátrányokat is. A mérleg nyelve azonban általában a pozitívumok felé húzott, mert a kilencvenes évek végén a feltörekvő piacokon kirobbant pénzügyi válságok felhívták a figyelmet a saját valuta szabályozásához tartozó kockázatokra, s a saját monetáris politika korlátaira is az egyre ingatagabb globalizálódó világban. Ugyanakkor az elemzések többsége rávilágított az előkészítés és megalapozás fontosságára és időigényére.⁷⁹

⁷⁶ Az MNB harmadik konvergenciajelentésében épp ezt vizsgálta és arra jutott, hogy „a termék- és munkaerő-piaci reformok elindításának – ha nem is kell feltétlenül megelőznie a közös valuta bevezetését – kiemelt súllyal kell szerepelnie” a gazdaságpolitikában, annak érdekében, hogy az euróövezeti csatlakozás után a költségvetésnek minél nagyobb mozgástere legyen az esetleges aszimmetrikus sokkok kezelésére (*MNB* [2008] 7. o.).

⁷⁷ Az inflációs kritériumot az áfakulcsok lecsökkentésével teljesítette Görögország, s az euróövezeti csatlakozást követően újból visszatért a korábbi szintre az infláció.

⁷⁸ Például Portugália – a legfejletlenebb tagország – nehézségei az euróövezeti belépéskor már jól látszottak, és a kezdettől fennálló kiigazítási kényszer (részben a költségvetési pozíció, részben pedig a túlértékelt árfolyam terén) miatt nem is tudtak kibontakozni a közös valutától várt előnyök. Görögország transzparenciaproblémái is azonnal a csatlakozást követően lelepleződtek.

⁷⁹ Voltak szélsőségesebb vélemények is. *Mihályi* [2004] szerint bármikor, bármilyen árfolyamon érdemes lenne Magyarországnak bevezetni az eurót, mert a kétezres évek első fél évtizedében fluktuáló, kiszámíthatatlan monetáris politika és forintárfolyam semmilyen hasznot nem hajt. Az ellenvélemény az „elsietett euróbevezetés” ellen emelt hangot, s a belátható időn belüli euróbevezetést nem tartotta kivitelezhetőnek. A költségvetési fellazulás mellett az elhibázott gazdaságpolitika, illetve téves monetáris politika számlájára írta, hogy az euróba való mielőbbi menekülés vonzóvá vált Magyarországon (*Surányi* [2007]).