

TARAFÁS IMRE

Az euró – vélt és valódi gyengeségek

A szerző ahhoz a vitához szól hozzá, amely Neményi Judit és Oblath Gábor kitűnő tanulmánya alapján tavaly nyáron folyt a Közgazdasági Szemlében (*Neményi–Oblath* [2012]) „az euró bevezetésének újragondolása” körül. Bár a cikket élénk vita követte tavaly, a téma idén sem kevésbé aktuális, és feltehetően még sokáig az is marad. *Journal of Economic Literature* (JEL) kód: F33, F35, E58, E65.

Az euróövezet – pontosabban egyes tagországainak – válsága újra felszínre hozott olyan kérdéseket, amelyekről azelőtt alig folyt vita. Ilyen az árfolyam-politika elvesztésének témája. A válsággal került igazán reflektorfénybe a valutaunió az a következménye, hogy tagjai saját nemzeti valutájuk elvesztésével együtt elveszítenek egy fontos gazdaságpolitikai eszközt is: az árfolyam-politikát. A probléma úgy merül fel, hogy a válságot megelőző időszakban éppen a válság sújtotta öt országban (Görögország, Írország, Portugália, Olaszország, Spanyolország) emelkedett a leggyorsabban a fajlagos bérköltség: a keresetek a munkatermelékenységét meghaladó mértékben növekedtek (*Neményi–Oblath* [2012] 1. táblázat, 602. o.).

Ezek az országok tehát jelentősen veszítettek versenyképességükből az Európai Unión belül (elsősorban Németországhoz képest), ami mérsékli növekedési képességüket. Ennek hiányában a túl magas államadósság és/vagy költségvetési hiány korrigálása csak hosszan tartó kíméletlen megszorító politikával lehetséges (akkor is, ha közben a kérdéses országok a növekedési képességet hosszú távon javító strukturális reformokat hajtanak végre). Mennyivel egyszerűbb lenne a valutaunió kényszerzubonya nélkül korrigálni: ha lenne saját valuta, annak leértékelése leértékelné a belső árakat és költségeket a külföldiekhez képest, a gazdaság nemzetközi versenyképessége javulna, a túlzott költségvetési deficit/államadósság (legalábbis a GDP-hez mérten) „kinőhető”, fájdalmas restrikciónélkül korrigálható lenne. Neményi és Oblath idézi Friedmant, aki a leértékelést a tavaszi óraátállításhoz hasonlítja: mennyivel egyszerűbb (és ésszerűbb) ez, mint mindenkit rávenni, hogy egy órával előbb csináljon mindent, mint korábban, illetve leértékelés hiányában közvetlenül csökkenteni a belső árakat és költségeket a külföldiekhez képest.

Nem vitatkozom a tanulmány szerzőivel, hiszen ők ebből egyáltalán nem azt a következtetést vonják le, hogy ez az eurócsatlakozás ellen szól, hanem azt, hogy már a csatlakozáskor ajánlatos lesz rendelkezni olyan mechanizmusokkal, amelyek segítik megőrizni, keretek közé szorítani a külső és belső egyensúly hiányát, illetve gyors utólagos korrekciót tesznek lehetővé (i. m. 675. o.). Ezzel természetesen egyet-értek, de azért érdemes röviden visszatérni arra, mekkora veszteség érhet bennünket a csatlakozáskor az árfolyam-politika elvesztése miatt.

Friedman metaforája szellemes, de azért nem meríti ki az árfolyam-politika teljes kérdéskörét. Régebbi itthoni árfolyam-politikai vitáinkból emlékezhetünk arra – és az optimális valutaövezet elméletének McKinnon-féle kiegészítése azon alapul –, hogy az árfolyam-politika problematikus eszköz a kicsi, nyitott gazdaságok esetében, ahol igen nagy a nemzetközi versenynek kitett szektorok (*tradables*) aránya, szemben a nagy, kevésbé nyitott gazdasággal. A leértékelés a tényleges vagy potenciális export és import versenyén keresztül gyors és erős hatással van az ilyen szektorok belföldi áaira és – mivel e szektorok aránya nagy – a kicsi, nyitott gazdaság egész belföldi árszintjére. Különösen gyors és erős a hatás, ha a leértékelés nagymértékű, mert nagy korrekciót kell végrehajtani. Ebben az esetben a belföldi árszint emelkedése rövid idő alatt megközelíti a leértékelés mértékét, így hamar visszaáll a külső és a belső árszint közötti leértékelés előtti viszony. A versenyképesség javulása csak akkor lehet tartós, ha a (nominális) bérek nem reagálnak az árszintemelkedésre, azaz a reálbérek csökkennek. Ha ez történik, akkor a leértékelés a belföldi jövedelmek elinflálásával javítja a nemzetközi versenyképességet. Ez nem más, mint visszatérés a pénzüllúzió jó öreg tételéhez, ahhoz a gondolathoz, hogy könnyebb végrehajtani a reálbérek csökkentését változatlan vagy akár növekvő nominálbérek és infláció kombinálásával, mint stabil árszint mellett csökkenteni a nominálbéreket (*Palánkai* [2012] 724. o.). Nem vagyok az árszintstabilitás megszállottja, de azt gondolom, igaza van a Magyar Nemzeti Banknak és a Neményi–Oblath szerzőpárosnak abban, hogy az eurócsatlakozáshoz alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozásokra van szükségünk (*Neményi–Oblath* [2012] 676–677. o.). Hozzáteszem: nemcsak a csatlakozáshoz, hanem a „várakozások összhangjához”, a „monetáris stabilitáshoz”, a „tartós stabilitáshoz” (677. o.) is, ami majd a csatlakozás után, a sikeres euróövezeti tagságnak is feltétele. Az ilyen inflációs várakozások kialakulását a legkevésbé sem segíti a hiteltelen („dinamikus inkonzisztens”) gazdaságpolitika, amely időnként „meglepetésinflációval” korrigál. Ez azért is veszélyes gondolat (és nem csak Magyarországon), mert innen már csak egy lépés az inflációtól – ez esetben, az árfolyam-politikával gerjesztett inflációtól – azt is várni, hogy elinflálja, a (nominális) GDP-hez képest csökkentse a túl nagy államadósságot.

Ha nem is tekintem az árfolyamot jó eszköznek a kicsi, nyitott gazdaságok esetében, ez nem jelenti azt, hogy közömbösnek gondolom az árfolyamszintet. Egy korábbi cikkemben (*Tarafás* [2006]) éppen azt vettem fel a Magyar Nemzeti Bankkal szemben, hogy a maastrichti inflációs kritérium gyors megközelítése, elérése érdekében – a magas kamatok politikáján keresztül – erőltetett felértékelő politikát folytató, aminek következtében 2001 és 2005 között a forint (relatív, egységkölség

alapján mérve) mintegy 25 százalékkal felértékelődött. Így az iparcikkek árszintjének – a nemzetközi versenynek kitett szektorok árszintje közelítőjének – 2001. eleji 5 százalékos emelkedése egyre lassult, majd 2004 végén ez az árszint süllyedni kezdett. A Balassa–Samuelson-hatás érvényesülése következtében a szolgáltatások árszintemelkedése ezt évente 6-8 százalékponttal meghaladta, így a teljes fogyasztói árszint emelkedésének üteme 10 százalékról 4-re lassult (azóta az MNB nem közöl ilyen elemzéseket, de még az ilyen elemzésekhez szükséges adatokat sem – legalábbis én nem találtam ilyeneket).

Ma is úgy gondolom, hogy az eurócsatlakozásnak (a maastrichti kritériumok teljesítésének) ez az egyetlen tényleges ára – és egyben veszélye arra az időszakra, amikor már tagok leszünk. Ha az inflációs kritériumot kizárólag vagy elsősorban erőltetett felértékeléssel érjük el, akkor az egész úton a növekedési veszteség veszélye fenyeget, és ez érvényesül a tagság elérése után is (hiszen túlértékelt árfolyamon csatlakoztunk). Ebben a tekintetben Csermely Ágnes és Mellár Tamás hozzászólása (*Csermely* [2012] 711. o. és *Mellár* [2012] 720. o.) kicsit biztató, de azért mégis eszembe jut egy személyes emlék. Idézett cikkemben hivatkoztam Észtországra, amely véleményem szerint a legésszerűbb árfolyam-politikát folytatta: kicsi, nyitott ország lévén valutájának árfolyamát kezdettől szorosan az euróhoz (az euró létrejötte előtt a német márkához) kötötte, és sohasem változtatta. Önálló monetáris politikája természetesen nem lehetett; az erős tőkeáramlás miatt szorosan követnie kellett a Bundesbank, majd az Európai Központi Bank kamatpolitikáját. Költségvetési politikája viszont „szupermaastrichti” volt: a költségvetés általában egyensúly közeli, az államadósság a GDP 5 (öt!) százaléka körül volt. A csatlakozás mégis sokáig elérhetetlen volt számukra, mert az infláció kitartóan jóval magasabb volt, mint amit a maastrichti szerződés megengedett. Azután Észtország az euróövezet tagjává vált. Megkérdeztem észt barátomat, aki részt vett a csatlakozás előkészítésében: hogyan tudták teljesíteni a maastrichti inflációs kritériumot, változatlan árfolyammal? Azt válaszolta: szerencsénk volt. A válság olyan brutális fogyasztás- (és GDP-) csökkenéssel járt, hogy megoldotta az árszintemelkedés problémáját az inflációs kritérium teljesítésének megítéléséhez választott évben. Hát ilyen szerencsét se szívesen kíván magának az ember. Neményi és Oblath szerint itt nem „szerencséről” volt szó, hanem „brutálisan prociklikus költségvetési kiigazításról”, amit a csatlakozási követelmény teljesítése érdekében tettek (i. m. 624. o.). Egyetérttek a szerzőpárossal: el kell kerülni a túl- vagy az alulértékelt árfolyamon való csatlakozást (677. o.). A nehéz kérdés az, hogy ilyen veszély előidézése nélkül sikerül-e elegendően „csökkenteni az inflációs várakozásokat” (uo.), és az inflációs várakozások mérséklése elég lesz-e a csatlakozási kritérium teljesítéséhez.

Egy kicsit zavarban vagyok a vitatott tanulmánynak azzal a részével kapcsolatban, amely Az EU új irányítási rendszerének kritikája címet viseli (663–666. o.). Úgy tűnik, a szerzők elfogadják „a piacok (és most már a hitelminősítők...)” azon érvét, hogy az önálló valuta és az önálló központi bank hiánya súlyos hátrány, mert „egy saját valutával rendelkező ország központi bankja számos lépést tehet ..., és kombinálva a valutaárfolyam leértékelődésével, többletinflációval... képes megakadályozni a legrosszabb végkifejletet” (uo.). Ez az érv addig hangzik jól, amíg nem gondolunk utána.

Vegyük a görög esetet! Tegyük fel, Görögország soha nem volt tagja az euróövezetnek, megmaradt saját valutája és központi bankja. Bár az euróövezeti tagság valószínűleg megkönnyítette és olcsóbbá tette a külföldi eladósodást, a válság előtti 6–8 év a könnyű nemzetközi hitelfelvétel (kötvénykibocsátás), a nemzetközi hitelezésben a rekordmértékű alacsony kockázati felárak időszaka volt. Biztosra vehetjük, hogy Görögország euróövezeti tagság nélkül is nagyjából azon az adósságszinten állt volna 2010 tavaszán, a görög válság kitörésekor, mint ahol ténylegesen állt. Tehát: 2010 tavaszán a nem euróövezeti tag Görögország új kormánya bejelenti, hogy az államadósság nagyobb a korábban közölnél (i. m. 653. o.), és az államháztartási deficit, a GDP százalékában kifejezve, két számjegyű (606. o.). Nyilvánvaló, hogy euróövezeti tagság nélkül is az történt volna, mint a tagsággal: a Standard and Poor's befektetésre nem érdemesnek (*non-investment grade*) minősíti a görög államadósságot, és a nemzetközi tőkepiacok bezárulnak az ország előtt. A kormány nem tudja finanszírozni folyó deficitjét, ezért drasztikus költségvetési megszorításokra kényszerül. A GDP százalékában két számjegyű hiányt azonban szinte lehetetlen olyan gyorsan felszámolni, amilyen gyorsan bezárulnak a finanszírozás piaci forrásai. De hát különben is ott van a saját jegybank, az állam „végső kölcsönzője”!

Ha a jegybank független, és nem hajlandó finanszírozni a költségvetési deficitet, akkor majd hajlandóvá teszik. Így megoldódik a restriktív politika ellenére is fennmaradó költségvetési deficit finanszírozása (ennek ára lesz), de a lejáró külföldi adósságot és a kamatot nem tudják fizetni, hiszen ezek euróban és dollárban állnak fenn, drachmával nem egyenlíthetők ki. A külső adósságszolgálaton tehát az állam feltétlenül bukik, és ha eddig nem volt, akkor most beindul – valószínűleg inkább felgyorsul – a tökemenedítés, az árfolyam eddig is valószínű süllyedése zuhanásra vált. A külföldi adósság újratárgyalása időigényes dolog, annak eredményes befejezéséig igen könnyen adódhatnak súlyos zavarok az importban (*De Paoli és szerzőtársai* [2006]). Valószínűleg nagy lesz a vállalati csődök száma is, hiszen a válság előtt nemcsak az állam, hanem vállalatok is vehettek föl külföldi devizahiteleket, amelyeket most zuhanó árfolyamon kell törleszteni, utána kamatot fizetni. Mindennek – és a költségvetési megszorításnak – a hatására valószínűleg jelentősen csökken a GDP. A csökkenő GDP-hez és a növekvő munkanélküliséghez adjuk hozzá a zuhanó árfolyamot és a költségvetési deficit jegybanki finanszírozása miatt felpörgő inflációt. Mi kell még a „legrosszabb végkifejlethez”? (Hacsak az nem, hogy ebben a gazdasági helyzetben a demokrácia helyett kitalálnak valami mást...)

Mindez persze akkor is bekövetkezik, ha Görögország az euróövezet tagja, de a válság kitörésekor vagy utána egy adott ponton úgy dönt, hogy kilép („*Grexit*”), csak ebben az esetben még felmerülnek a nemzeti valuta újrabevetésének „technikai” nehézségei is.

Azt sem látom világosan, hogyan kerül a tanulmánynak ebbe a fejezetébe az együttes fellépési záradék (*collective action clause*, CAC), amely az arra irányuló nemzetközi – nem sajátosan európai – törekvés része, hogy rendezettebbé, gyorsabbá és hatékonyabbá tegyék a külföldi adósságszolgálati zavarokba keveredett országok tartozásainak újratárgyalását (*rescheduling*). Ez olyan záradék, amelynek alapján, ha a kötvénytulajdonosok meghatározott többsége (mondjuk 75 százaléka) hozzájárul

az adott kötvény feltételeinek megváltoztatásához (például a névérték alatti árfolyamon történő lecseréléséhez hosszabb lejáratú és alacsonyabb kamatozású kötvényekre), akkor ez az ellenálló kisebbségre nézve is érvényessé válik.

Az együttes fellépési záradék szerinti kötvénykibocsátásra az euróövezetben először 2013 januárjában került sor: Hollandia bocsátott ki 3,2 milliárd euró értékű ilyen államkötvényt (Financial Times, 2013. január 9. 24. o.). Valóban, az euróövezeti tagországok 2010 végén úgy döntöttek, hogy 2013 közepétől az államkötvénykibocsátásaikban érvényesülnie kell az együttes fellépési záradéknak (i. m. 664. o.). Itt azonban semmilyen „együttes fellépésről” nincs szó. Volt és van olyan aggodalom, hogy nehezebb lesz a kötvénykibocsátás együttes fellépési záradékkal, mint anélkül, mert a záradék felfogható úgy, hogy az gyengíti a kötvénytulajdonosok pozícióját egy esetleges újratárgyalás esetén. Vajon erre gondoltak a szerzők, amikor azt írták, hogy együttes fellépési záradék „miatt a befektetők prociklikus magatartást kényszeríthetnek ki. Valahányszor restriktció közeleg, és romlanak a költségvetések, a diszkonttól való félelmükben esetleg még akkor is menekülnek majd a befektetők, ha csak az automatikus stabilizátort működtetné egy kormány?” (Uo.)

Ezekkel a zavarba ejtő állításokkal szemben nem azt akarom mondani, hogy indokolatlan lenne a szerzők aggodalma a tekintetben, hogy egy euróövezeti tagország is találhatja magát „... kiteve a tőkeáramlások hirtelen megfordulásának, kiszolgáltatottá válva a piaci hangulatnak, a hektikusan változó értékelésnek” (663. o.). Ellenkezőleg: teljesen egyetértek velük abban, hogy „... az EKB hatáskörét... kellene kiterjeszteni az állampapír-piaci likviditási válságok kezelésére” (664. o.). Ebben a tekintetben – legalábbis idáig – döntő jelentőségűnek bizonyuló esemény történt a tanulmány megjelenése után: 2012 nyarán Mario Draghi, az EKB elnöke bejelentette, hogy a bank mindent meg fog tenni („whatever it takes”) az euró megmentéséért. A bejelentés a „monetáris politika transzmissziós mechanizmusára” hivatkozik, de a tartalma az, hogy a bank kötvénypiaci vásárlásokkal fogja támogatni azokat a tagállamokat, amelyek kormányai csak „ésszerűtlenül magas” költségekkel jutnának piaci forráshoz. Nem feltétel nélküli a támogatás, az adott országnak vállalnia kell az EKB által szükségesnek ítélt reformok végrehajtását. Eddig egyetlen ilyen intervenció sem történt, a piacok megnyugtatóra elegendőnek bizonyult a bejelentés – és természetesen az, hogy az ilyen intervencióra leginkább rászorulónak látszó Olaszország és Spanyolország (eddig legalábbis) a kibontakozás irányába mutató politikát folytat.

Az euróövezet, de az egész európai integráció, mint eddigi története folyamán mindig, most is válságokon, azok leküzdésén, hosszú és nehéz küzdelmekben formálódó kompromisszumokon keresztül, de haladt előre. Számomra a komolytalanság határát súrolja az a töprengés, hogy vajon szabad-e, érdemes-e csatlakozni a válságban lévő euróövezethez. Még a csatlakozási céldátum(ok) bejelentése körül a múltban elkövetett visszaéléseket (579–589. o.) tekintetbe véve is egyoldalúnak látom azt az álláspontot, hogy „csak akkor helyes a saját valutát ... feladni, ha már létrejöttek és stabilan működnek azok az intézmények és mechanizmusok, amelyek ... képesek megelőzni az árfolyamváltozás nélkül szinte kezelhetetlen makrogazdasági egyensúlytalanság kialakulását” (579. o.). A dolog másik oldala ugyanis az, hogy „... feszes csatlakozási

pálya melletti politikai elkötelezettség esetén a költségvetési, bér- és árpolitikai, valamint hitelezési folyamatok nagyobb valószínűséggel kerülnek kiszámítható, stabil és intézményesült keretek közé, mint a kényszerűségből vagy szándékoltan megmaradó nemzeti valuta fennmaradása esetén” (Bod [2012] 698. o.).

Abban viszont, gondolom, Neményi Judit, Oblath Gábor és Bod Péter Ákos is egyetért (és a magam részéről én is), hogy addig nem szabad céldátumot meghirdetni, amíg a gazdaságpolitika szinte minden tényleges lépése inkább távolít bennünket Európától, mintsem közelítene hozzá.

Hivatkozások

- BOD PÉTER ÁKOS [2012]: Az euró átvétele nem pénzügyi, hanem nemzetstratégiai döntés. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 695–684. o.
- CSERMEY ÁGNES [2012]: Néhány gondolat az euróövezeti csatlakozással kapcsolatban. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 710–714. o.
- DE PAOLI, B.–HOGGARTH, G. –SAPORTA, V. [2006]: Costs of Sovereign Default. Bank of England Financial Stability Paper, No. 1.
- McKINNON, R. I. [1963]: Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 53. No. 4. 717–725. o.
- MELLÁR TAMÁS [2012]: Kis, nyitott gazdaságok stabilitásához célszerű az euróövezeti csatlakozás. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 719–721. o.
- NEMÉNYI JUDIT–OBLATH GÁBOR [2012]: Az euró magyarországi bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 569–684. o.
- PALÁNKAI TIBOR [2012]: Az önálló árfolyam-politika feladása nem okoz igazi veszteséget! *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 722–726. o.
- TARAFÁS IMRE [2006]: Utak az euróhoz. *Fejlesztés és Finanszírozás*, 3. sz. 22–28. o.