

Nagy Márton – Virág Barnabás

Felzárkózás az eurozónában –

csakis megfelelő felkészültséggel teljesíthető

A közepes fejlettségű országok hosszú távú gazdaság- és társadalompolitikai célja a fejlett országok jövedelmi szintjének elérése. Az euro bevezetésének kérdését is ezen végső cél függvényében érdemes megvizsgálni. Az euroövezethez már csatlakozott országok tapasztalatai azt mutatják, hogy a maastrichti kritériumok teljesítése és az euro bevezetése önmagában nem jelent garanciát a konvergenciára. A nem megfelelő felkészültség mellett csatlakozó országokban a közös fizetőeszköz használata hozzájárult komoly sérülékenységi problémák felépüléséhez, ami több esetben tartós divergenciához is vezetett. A maastrichti kritériumok nem érték el céljukat. Az euro bevezetésének időzítését legalább három további dimenzió mentén fontos értékelni: (1) a tartós pénzügyi egyensúlytalanságok megelőzésére és feloldására továbbra sem működnek övezeti szintű mechanizmusok, így a reálgazdasági ciklusok összehangja mellett szükséges a pénzügyi ciklusok harmonizáltsága is; (2) az euroövezetben a versenyképességi hiányosságok hosszabb távon is fennmaradhatnak, kezelésük kellően rugalmas munka- és árupiac mellett megoldható; (3) végezetül a gazdasági ciklusok túllendülései megfelelő fiskális mozgástérrel és hatékony makroprudenciális eszköztárral kezelhetőek. Hazánk eurocsatlakozásának időzítését is egy új, a globális pénzügyi válság tapasztalataira is építő kritériumrendszeren keresztül szükséges megítélni.

Az elmúlt hónapokban mind az Európai Unióban, mind Magyarországon ismét az érdeklődés középpontjába került az eurozóna bővítésének kérdése. A napi hírfolyam már-már a '90-es évek végének vitáit idézi. Sorban szólalnak meg vezető európai politikusok a témában, Emmanuel Macrontól Jean-Claude Junckeren át a leköszönő német pénzügyminiszterig, olykor hízelgő vagy épp figyelmeztető üzeneteket küldve a csatlakozás előtt álló országoknak. Eközben a közgazdászok szakmai érvei mintha egyelőre halkabbak lennének, pedig a tét óriási. Hasonló helyzet előzte meg az euro bevezetését is. Egyetértés mutatkozott az euro szükségességében, azonban a bevezetés időzítése és feltételrendszere erősen megosztotta a közgazdászokat. Számos neves közgazdász hívta fel a figyelmet a rendszert veszélyeztető problémákra, köztük a közgazdasági Nobel-díjas Milton Friedman és Joseph Stiglitz, de említhetnénk Jan Kregel-t vagy Charles Goodhartot is. Az azóta eltelt közel 20 év eseményei jól ismeretek. A pénzügyi egyensúlytalanságok miatt aggódó kritikusok félelmei idővel beigazolódtak, a válság csúcán már-már az euro létét is megkérdőjelezve. Közös európai

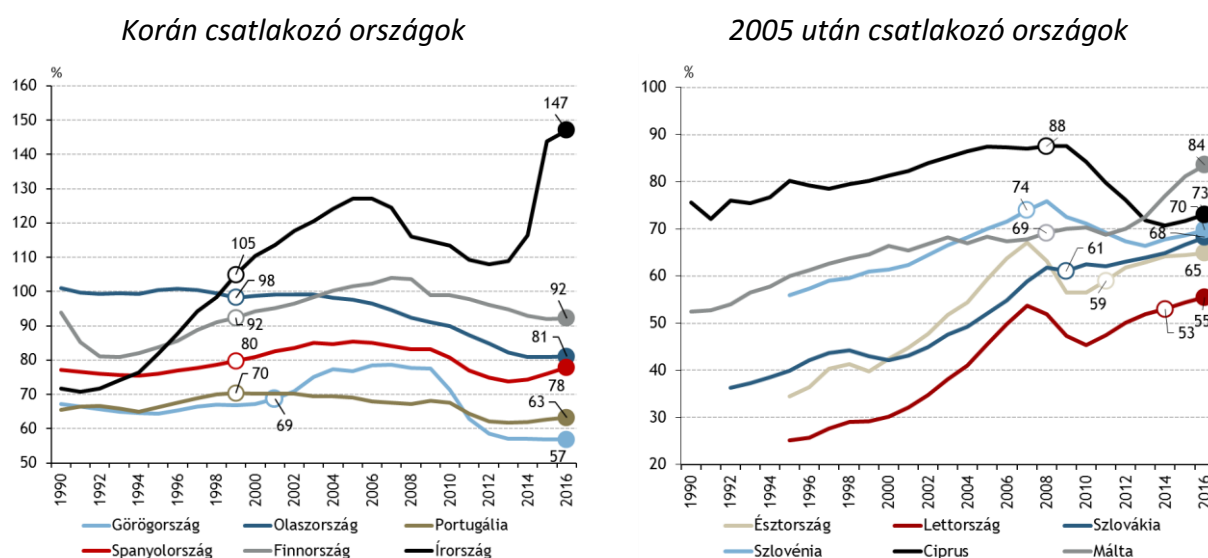
érdek, hogy ez a hiba újból ne ismétlődhessen meg. Jelen írással a Magyar Nemzeti Bank az euro magyarországi bevezetéséről kibontakozó hazai szakmai vitához kíván hozzájárulni.

Magyarország 2004. évi EU-s csatlakozásával vállalást tett az euro jövőbeni bevezetésére is. Ennek megfelelően a magyar eurobevezetést illetően a két legfontosabb kérdés, hogy mikor és milyen feltételek mellett érdemes bevezetni a közös fizetőeszközt. A hazánkhoz hasonló, közepesen fejlett országok hosszú távú társadalom- és gazdaságpolitikai célja egy fenntartható felzárkózást biztosító konvergenciapálya megvalósítása. Ezért minden gazdaságpolitikai döntést, így az euro bevezetésének kérdését is érdemes ezen végső cél tükrében értékelni. A következőkben az euroövezethez idáig csatlakozott országok konvergenciával kapcsolatos tapasztalataira fókuszálva foglalkozunk meg tanulságokat a hazai felkészüléssel kapcsolatban.

Konvergencia vagy divergencia? – reálgazdasági fejlődés az eurozónában

Az euroövezethez csatlakozott országok eddigi növekedési tapasztalatait két országcsoportban vizsgáltuk. Az első csoportba soroltuk az euroövezet korai szakaszától a közös fizetőeszközt használó gazdaságokat, míg a második csoportba a későbbi fázisban érkezőket. Értelemszerűen előbbi csoport esetében már közel 20 évnnyi megfigyeléssel rendelkezünk, amely alapján robusztusabb megállapítások is tehetők, míg az utóbbi esetben olykor csak néhány év teljesítménye elemezhető (1. ábra).

1. ábra: Reálgazdasági konvergencia az eurozóna gazdaságaiban
(egy főre jutó GDP az eurozóna magországainak átlaga = 100)



Forrás: WDI, MNB számítás.

Megjegyzés: Vásárlóerőparitáson, 2011-es árakon mért egy főre eső GDP az euroövezet magországainak átlagában kifejezve. Az euroövezet magországai: Németország, Franciaország, Ausztria, Hollandia, Belgium,

Luxemburg, Litvánia, mint a legújabb eurozóna tagország nem szerepel az ábrán, ám esetükben két év adából még nem kívántunk következtetéseket levonni.

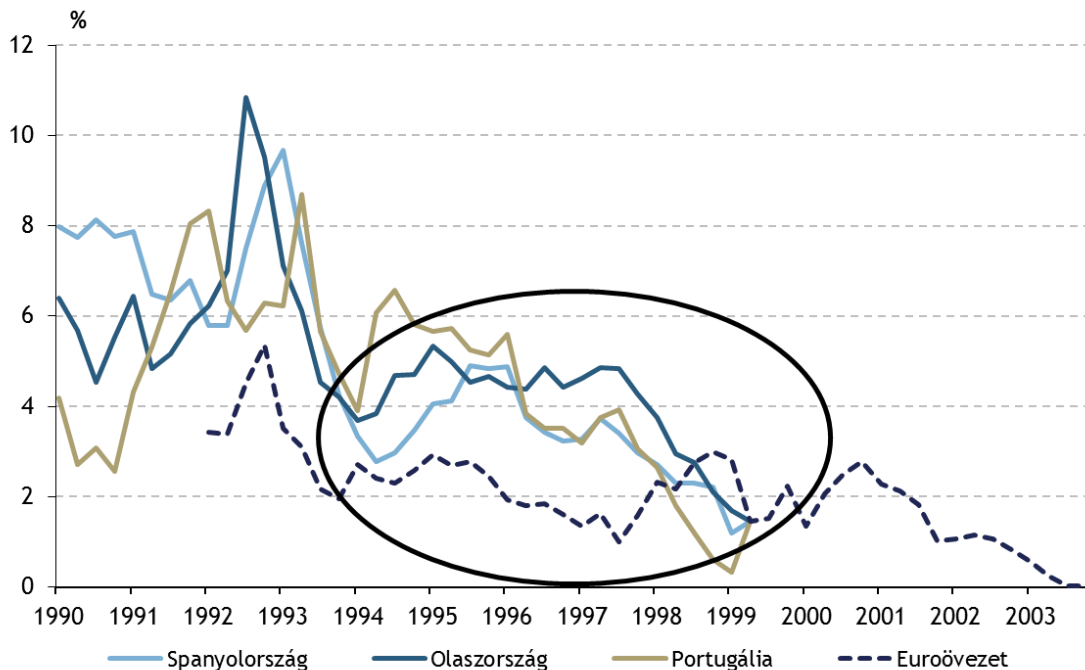
A korábban csatlakozó országok csoportjából csak Írországnak – igaz komoly ingadozás mellett – sikerült javítania a felzárkózás pillanatában megfigyelhető fejlettségi szintjéhez képest. (Az ír adatok kapcsán fontos hangsúlyozni, hogy a gazdaság sajátosságaiból adódó számviteli elszámolások jelentősen módosították a GDP-t. 2015-ben pl. egyetlen ilyen módosítás több mint 26 százalékos növekedést okozott...) Finnország és Spanyolország esetében a relatív fejlettség 20 év távlatában nem változott érdemben. Ugyanakkor Olaszország, Portugália és Görögország eurotagsága idáig divergenciával párosult.

Az eurozónába később belépő gazdaságok tapasztalatai is hasonlóan vegyes képet mutatnak. Málta javuló fejlettségében – az ír példához hasonlóan – számviteli hatások is szerepet játszanak. Ezt leszámítva a belépéskori sinthez képest Szlovákia, Észtország és Lettország relatív fejlettsége javult, míg Ciprus és Szlovénia mutatója romlott. Összességében – Írország és Málta speciális helyzetétől eltekintve – a vizsgált országok felében a jelenlegi fejlettség alacsonyabb, mint a belépéskori. Két esetben a csatlakozáshoz közeli relatív fejlettség jellemző, míg mindössze három esetben folytatódott a konvergencia (2. ábra).

Mit rontottak el a dél-európai államok?

Az euroövezet mediterrán országainak többségében (Olaszország kivételével) a kezdeti nagyon gyors fellendülést jelentős lassulás követte. A fellendülési fázisban az egyik legfontosabb hajtóerő a nominális kamatok gyors és nagyarányú csökkenése volt. A nominális kamatok az euro bevezetésének időpontjára gyakorlatilag teljes mértékben konvergáltak az euroövezeti országok nominális kamatszintjéhez. Az inflációs pályát is figyelembe véve a dél-európai országok a 90-es évek átlagosan 4-5 százalékos reálkamatpályáról a csatlakozást követően 2 százalék alatti reálkamat környezetbe kerültek (2. ábra).

2. ábra: Reálkamatok alakulása a dél-európai országokban



Forrás: Eurostat, MNB számítás.

Megjegyzés: Az euro 1999-es bevezetését megelőző időszakban a német egyidejű reálkamat (rövid nominális kamat és a megfigyelt infláció különbsége) szerepel.

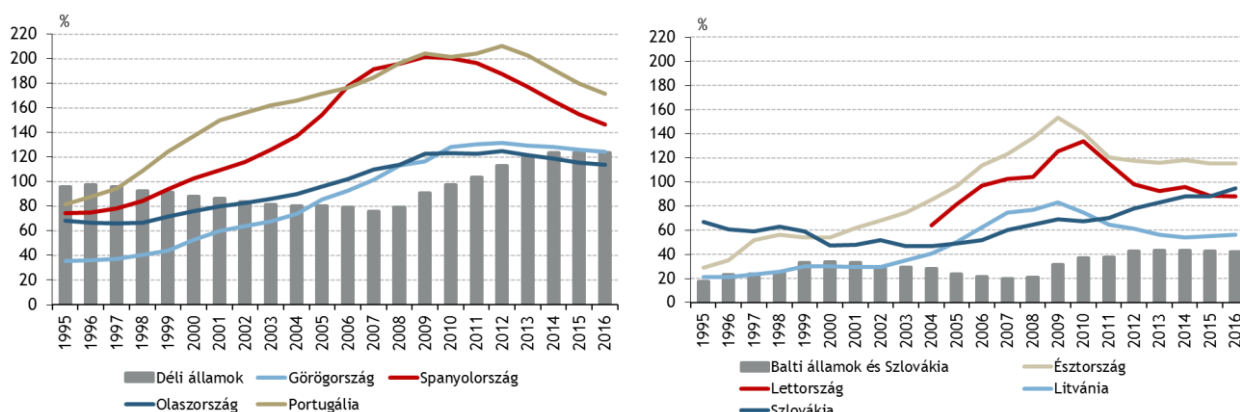
A felzárkózási folyamattal csak részben magyarázható inflációs többlet – különösen nem kellően horgonyozott inflációs várakozások mellett – a csatlakozást követően is fennmaradt, így a reálkamatok hosszabb ideig alacsony szinteken alakultak. A reálkamatok csökkenésének hatása a beruházási és fogyasztási kereslet növekedésében, illetve egyidejűleg a magánszektor hitelállományának és az eszközáraknak a gyors emelkedésében is megjelent. A magánszektor eladósodottsága a vizsgált országok többségében jelentősen nőtt. Míg a maastrichti kritériumok elsősorban a költségvetési fenntarthatóságára fókuszáltak, addig a magánadósságok növekedését semmi sem kontrollálta. Ez okozhatta például, hogy a globális válság kitörésével az egyébként fegyelmezettebb költségvetési politikát folytató Spanyolország is gyorsan rendkívül sérülékeny helyzetbe került.

Emellett az alacsony reálkamatok Portugáliában és Görögországban a költségvetési fegyelem fellazulásához is hozzájárultak az államadósság emelkedését okozva. Ráadásul a belső kereslet fellendülése a foglalkoztatottság emelkedésével és magas nominális bérnövekedéssel járt, a reálárfolyam felértékelődését okozva.

A pénzügyi ciklus túlfutása a globális pénzügyi válság kitörésével súlyosan és tartósan visszavetették a gazdasági felzárkózást, megrendítve a bankrendszer stabilitását. To-

vább súlyosbította a helyzetet, hogy a válságot követő években a maastrichti költségvetési kritériumok gyors teljesítéséhez való ragaszkodás egy egyébként is kereslethiányos környezetben súlyos reálgazdasági következményekkel járó válságkezeléshez vezetett. A tartóssá váló recesszió, a drasztikusan megemelkedő munkanélküliség és a bankrendszer stabilizálásának költségei 2008 után az államadósság-ráta általános emelkedését okozták (3. ábra).

3. ábra: GDP-arányos magán- (vonaldiagram) és államadósság (oszlop) a déli és balti államokban



Forrás: Eurostat, MNB számítás.

Megjegyzés: Az ábrákon oszloppal jelölt értékek az adott országcsoportok államadósságát, míg a vonalak az egyes országok konszolidált GDP-arányos magánadósságát (vállalati és háztartási szektor) jelölik. Déli államok alatt Spanyolországot, Görögországot, Olaszországot és Portugáliát, míg a Balti államok csoportjába Észtországot, Lettországot és Litvániát soroltuk.

A mediterrán országok tapasztalatai legalább négy ponton szolgálhatnak komoly tanulsággal a csatlakozás előtt álló országok számára:

- A csatlakozási kritériumok között nem elegendő csak a költségvetés megfelelő helyzetét rögzíteni, hanem kiemelt figyelmet kell szentelni a magánadósságok alakulásának és a pénzügyi ciklus felépülését megfelelően kontrollálni képes prudenciális eszköztár biztosításának is.
- A pénzügyi ciklus nem kívánatos túllendülésében a szabályozási hiányosságok mellett fontos szerepet játszhat a reálkamatok gyors süllyedése. A nominális kamatok közötti különbségek – és az ebből adódó potenciális konvergencia – jelenleg lényegesen kisebbek, azonban az inflációs differenciákból adódó hatás továbbra is meghatározó lehet. Ez utóbbi az inflációs várakozások megfelelő horgonyzásával és a fejlettségbeli különbségekből adódó inflációs többlet – ez az ún. Balassa-Samuelson hatás – minimalizálásával csökkenthető.

- Különösen a válság időszakában vált fontos tényezővé az államadósság mértéke. Mivel a dél-európai gazdaságok többsége egyébként is magas államadósság-rátával csatlakozott az eurozónához, a válságkörnyezet két oldalról is nyomás alá helyezte a gazdaságot. A magas eladósodottság egyrészt a kockázati felárakat növelte, másrészt az anticiklikus költségvetési politika vitelének lehetőségét is korlátozta.
- Végezetül fontos tanulság a versenyképesség kérdése. Az eurozónán belül a tartós versenyképességi és termelékenységbeli különbségek tompítására nem alakult még ki belső korrekciós mechanizmus. A versenyképességi problémák leküzdése az egyes országok gazdaságpolitikai döntéseinek függvénye, aminek szükséges feltétele a megfelelő munka- és árupiaci rugalmasság elérése.

A dél-európai gazdaságokban az euro nem megfelelő felkészültség mellett történő bevezetése súlyos reálgazdasági következményekkel járt. Az eurozóna csatlakozás – megfelelő korrekciós mechanizmusok hiányában – gyorsította a makroszintű egyensúlytalanságok felépülését és a pénzügyi ciklus túlfutását, míg a válságkezelési periódusban jellemző monetáris és fiskális kötöttségek hátráltatták a kilábalást. Ezen gazdaságok helyzete arra hívja fel a figyelmet, hogy önmagában a maastrichti kritériumok teljesítése és az euro bevezetése nem csodaszer. Az euro átvétele – bármennyire sokan próbálják is ezt sugallni –nem jelent garanciát a fenntartható felzárkózásra, miközben a gazdaságpolitikai hibák vagy a külső gazdasági sokkhatások korrigálása sokkal nehezebb.

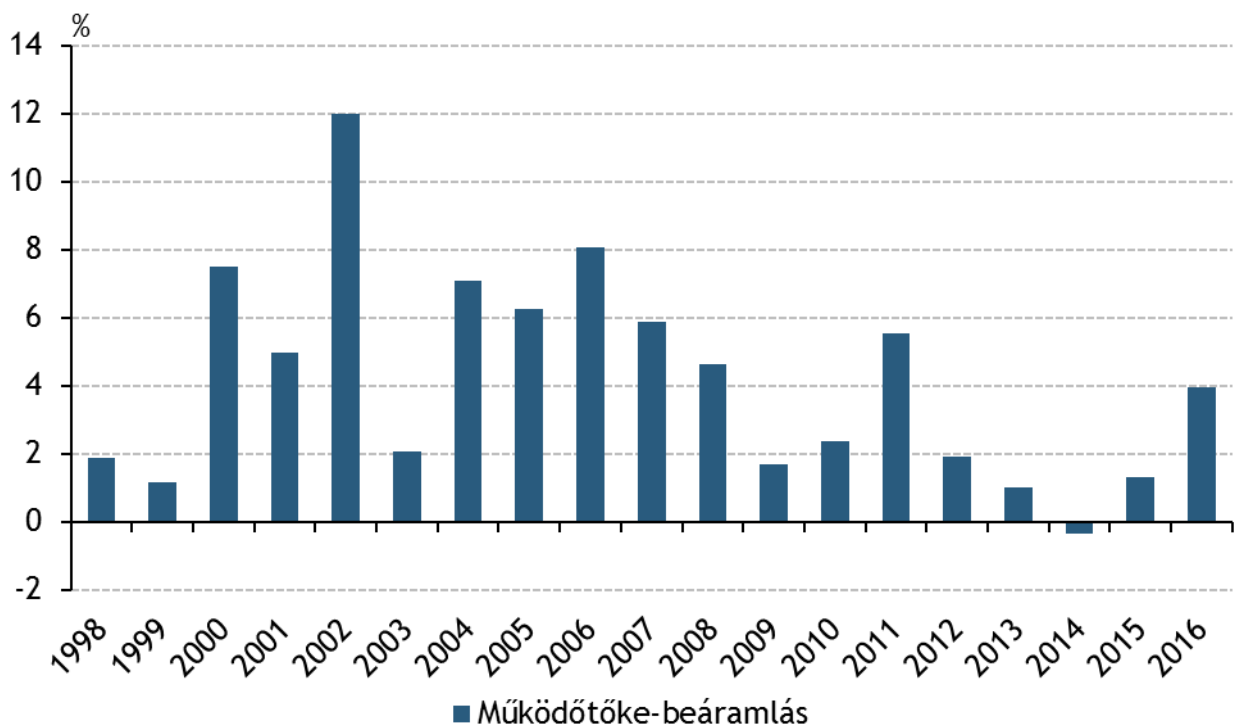
Mi működött a sikeres felzárkózó gazdaságoknál?

Szlovákia 2009-es belépése a reálgazdasági konvergencia folytatódásával egyelőre az eurobevezetés sikeres példájának tekinthető. Északi szomszédunk az egyik leggyorsabban növekvő euroövezeti tagállam. A folytatódó szlovák konvergencia fontos előfeltétele volt, hogy az euro bevezetését megelőzően a gazdaságpolitika egy következetes versenyképességet javító programot hajtott végre. Rugalmasabb munkaerőpiaci szabályozást, a jövedelmeket terhelő adók helyett a fogyasztást terhelő adók súlyát növelő adóintézkedéseket (pl. 19 százalékos egykulcsos adó 2004-től) vezettek be. Az intézkedések és az eurobevezetés kilátása együttesen vonzotta a külföldi befektetéseket (4. ábra). Szlovákiát versenyképes és rugalmas termelési helyszínnek tekintették. A bérek és a termelékenység közötti egyensúly nagyrészt fennmaradt. A javuló versenyképesség mellett a gazdaságba áramló működőtőke termelésbe állása a globális válság kitörését követően is támogatta a gazdaság gyors növekedését.

A másik fontos tényező volt, hogy Szlovákia – szemben a dél-európai tapasztalatokkal – alacsony államadósság-ráta mellett lépett be az eurozónába (az államadósság a GDP 30 százaléka alatt volt a belépést megelőzően). A fiskális politikának recessziós világgazdasági környezetben is megfelelő mozgástere volt kereslet ösztönző lépések meghozatalára (az államadósság-ráta jelenleg 50 százalék fölött alakul).

Végezetül érdemes megemlíteni, hogy a bankszektor is elkerülte a hitelezés eurocsatlakozást követő túlhevülését. Ez kezdetben nagyrészt a globális pénzügyi válság következménye volt, amely a hitelpiac keresleti és kínálati oldalát is hűtötte. A válság hatásainak múlásával a hitelezés Szlovákiában is dinamikus bővülésnek indult, amit a szlovák jegybank a makroprudenciális eszköztár aktív használatával igyekszik megakadályozni.

4. ábra: Működőtőke-beáramlás Szlovákiába



Forrás: World Bank

Megjegyzés: A működőtőke-beáramlás a GDP százalékában van kifejezve. Versenyképesség mutató alatt a Doing Business vállalkozás indítására vonatkozó indikátorának határértéktől vett távolságát, azaz a legjobbhoz képest vett relatív teljesítményt, ábrázoltuk.

Észtország szintén a konvergáló országok csoportjába tartozik. A válság előtt rendkívül gyors felzárkózást mutattak (2000-2007 között átlagosan 8,4 százalékkal bővült a gazdaság), ami leginkább a működőtőke-beáramlásra, erős külkereskedelemre és az üzleti beruházások gyors emelkedésére támaszkodott. Emellett a belső fogyasztás is

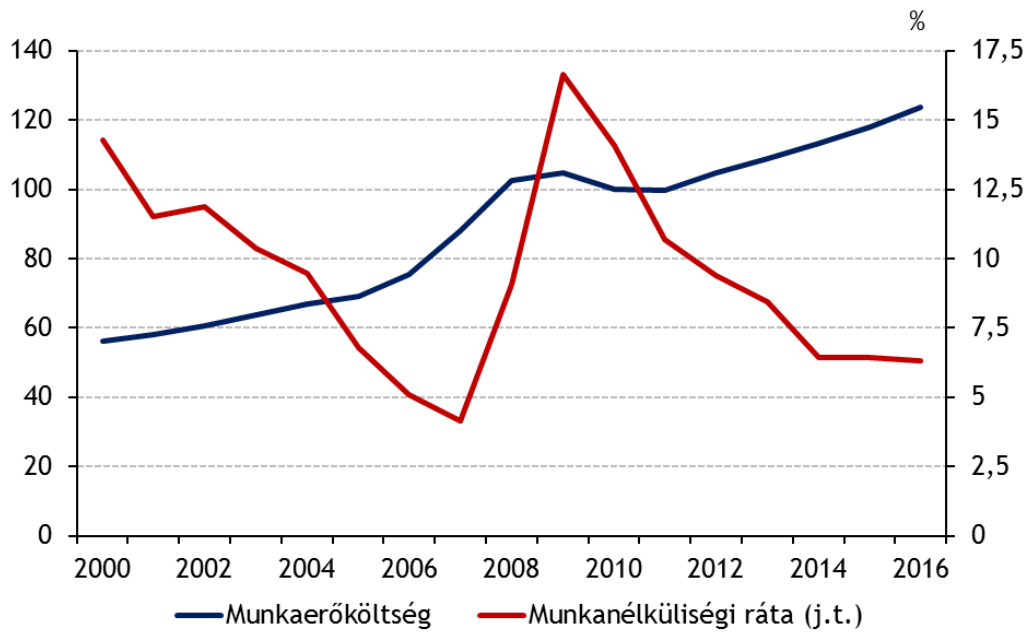
gyorsan bővült jelentős külkereskedelmi deficitet és külső eladósodást okozva. A folyamathoz az eurocsatlakozással kapcsolatos hozamkonvergencia is hozzájárult és a gazdaság 2007-re túlfűtötté vált, amit a globális válság kitörésével mély recesszió követett.

A közös fizetőeszköz ellenére Észtország gyors kilábalást mutatott és immár az eurozóna tagjaként is folytatta reálgazdasági konvergenciáját. A válság kezelésében és a gyors kilábalásban központi szerepet játszottak az észt munkapiac sajátosságai. A nominális bérek csökkentésével, belső leértékelés útján javították az ország külső egyensúlyi pozícióját, míg a – PISA eredmények alapján – európai élvonalához tartozó észt oktatási rendszer a munkaerő ágazatok közötti szükséges kiigazodását is segítette. A kilábalási folyamat során a munkanélküliségi ráta gyorsan süllyedt, miközben a foglalkoztatási mutatók a skandináv országokéhoz hasonlítható magas szinten alakultak (5. ábra). A belső leértékelés mellett a Szlovákiához hasonlóan rendkívül alacsony államadósságráta és ezzel a megfelelő fiskális mozgástér is segítette a növekedést.

Összességében az észt és a szlovák példa legfontosabb tapasztalatai az alábbiak lehetnek:

- A megfelelő csatlakozáskori versenyképesség és költségvetési mozgástér elérése fontos kritériuma lehet a reálgazdasági konvergencia folytatásának egy egységes valutaövezetben.
- Önálló monetáris politika hiányában a munkapiaci rugalmassága fontos alkalmazkodási csatornává válik.

5. ábra: Munkaerőköltség és munkanélküliségi ráta Észtországbán



Forrás: EKB.

Fenntartható felzárkózás és a maastrichti kritériumok

A jelentős eltérést mutató konvergencia tapasztalatok fényében joggal merül fel a kérdés, hogy a csatlakozás feltételeként megjelölt ún. maastrichti kritériumok miért nem voltak elegendőek a gazdasági fejlődés biztosításához? Ezen kritériumok jellemből adódóan nem mérik közvetlenül a pénzügyi ciklusok harmonizáltságát, a reálgazdaság konvergenciáját és a gazdasági szerkezet hasonlóságát, aminek fontosságára először az elhúzódó euroövezeti válság tapasztalatai hívták fel a figyelmet.

A euroövezet monetáris stabilitás elérésére törekszik, ezért a Maastrichti Szerződés az optimális valutaövezetek-elmélet reálkritériumaival szemben főként nominális feltételeket szabott az euroövezeti csatlakozáshoz. A maastrichti kritériumok nem határozzák meg részletekbe menően, hogy mennyire kell konvergálnia a gazdasági szerkezeteknek egymáshoz azért, hogy a közös monetáris politika optimális legyen övezetszerte. Éppen ezért a reálgazdasági érettség továbbra is fontos tényező a csatlakozó ország által elért nominális konvergencia fenntarthatóságának vizsgálatában.

A maastrichti kritériumok hiányosságaival foglalkozó szakirodalom manapság már kellően széles, így a terjedelmi korlátok miatt csak a legfontosabb állításokat idézzük fel.

- A kritériumrendszer – amellett, hogy a későbbiekben a tagországok többsége gyakran megszegte – már a kezdetekben is komoly belső feszültségek jellemezték. A 3 százalékos költségvetési hiánycél 5 százalékos nominális növekedés mellett van összhangban a 60 százalékos államadósság céllal. Amennyiben a nominális növekedés a reálnövekedés és/vagy az infláció lassulása miatt tartósan elmarad az 5 százaléktól, akkor az vagy folyamatosan szigorúbb költségvetést kíván meg, vagy az államadósság-ráta jelentősen a kritérium-érték fölé emelkedik. Az eurozóna tagországok többségében az utóbbi helyzet alakult ki.
- Szintén a költségvetési feltételekhez fűződő probléma, hogy nem létezett olyan szabályrendszer, amely biztosította volna, hogy a gazdaságok – akár egyénileg, akár övezeti szinten – szükség esetén anticiklikus fiskális politikát folytassanak. Az anticiklikus mozgástér hiánya különösen a válságot követő kereslethiányos környezetben vált láthatóvá. Érdeemes megjegyezni, hogy a zéró egyenlegű költségvetésre való törekvés már korábban is megjelent a kritériumokban, ám ennek teljesítése és kikényszeríthetősége komoly problémákat mutatott.
- A maastrichti kritériumok teljesen figyelmen kívül hagyták a magánadósságok alakulását. A csatlakozást megelőző, majd azt követő kamatkonvergencia és a

gyorsabb növekedés miatt kialakuló inflációs többlet a periféria gazdaságokban a reálkamatok jelentős csökkenését okozta. A folyamat a laza felügyeleti szabályozással kiegészülve a bankrendszerrel szembeni vállalt kötelezettségek gyors emelkedéséhez, lakáspiaci buborékhoz majd a válság kitörésével súlyos bankrendszeri problémákhoz vezetett.

- Egyetlen kritérium sem érintette a növekedés fenntarthatósága szempontjából meghatározó külső egyensúlyi pozíció kérdését. Részben a már említett eladósodási folyamat, részben a meglévő versenyképességi különbségek következményeként az eurozóna tagországai között tartós folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok alakultak ki. A válság tapasztalataira alapozva az európai döntéshozók ma már nagyobb figyelmet szentelnek a jelenségnek (ezt szolgálja például a rendszeresen elkészülő ún. MIP – makroszintű egyensúlytalanságokat azonosító – jelentések), de olyan átfogó mechanizmus, amely az egyensúlytalanságokat fenntartható tartományba terelné vissza vagy korrigálná, továbbra sem létezik.
- Végezetül az eurótól függetlenül általános tapasztalat, hogy a stabilan alacsony infláció önmagában nem elegendő a makroszintű stabilitás biztosításához. A jegybankoknak a pénzügyi rendszerben felépülő kockázatokra is kiemelt figyelmet kell fordítania.

Fontos kiemelni, hogy a maastrichti kritériumok hiányosságai ellenére az egyes országok fejlődési pályáját leginkább az időszak során követett gazdaságpolitika minősége határozta meg. A csatlakozási feltételeket illetően azonban egyre általánosabb vélemény, hogy a maastrichti kritériumok önmagukban nem elegendők az euroérettség meghatározásához, új kiegészítő feltételek figyelembevétele szükséges.

A csatlakozás költség-haszon mérlege

A monetáris unióba való belépés mellett szóló, nem gazdasági jellegű szempontok nem változtak az Európai Unióhoz való csatlakozás óta. Ilyenek a szoros kereskedelmi, pénzügyi és kulturális kapcsolatok. A gazdasági érveket tekintve azonban komplexebbé vált a kép, amiben szerepet játszanak a válság és az azt követő válságkezelés tapasztalatai is.

A pénzügyi válság előtt a közgazdászok alapvetően pozitívan ítélték meg az euroövezeti csatlakozás várható mérlegét. Az IMF 2004-ben megjelent tanulmánya szerint az euroövezeti csatlakozásból fakadó hasznok főként a külkereskedelem-generáló hatásból és az üzleti ciklusok endogén szinkronizációjából adódnak. Az akkori becslés szerint 20 év alatt 10-25 százalékos növekedési többletet tartottak valószínűnek.

Kockázatként az aszimmetrikus sokkok kezelésének monetáris autonómia hiányában való nehézségét, a hitelbuborékok kialakulásának lehetőségét és a tőkeáramlások volatilitását emelték ki.

Manapság általános vélemény, hogy az eurobevezetés költség-haszon mérlege megváltozott. Szintén az IMF közgazdászai által készített 2015-ös tanulmányuk álláspontja szerint a kelet-közép-európai régió országai számára az euro bevezetéséből – például a hozamkonvergenciából, az országkockázati felár csökkenéséből – fakadó egyes hasznok lecsökkentek, miközben a külkereskedelemre és a növekedésre gyakorolt pozitív hatás a korábban feltételezettnél alacsonyabb – csupán 0-3 százalék közötti – lehet. Emellett a tapasztalat azt mutatja, hogy az üzleti ciklusok endogén harmonizációja nem következett be, sőt inkább divergenciára utaló jeleket lehet megfigyelni. Eközben a csatlakozás költségeiként a válság előtt azonosított kihívások többnyire materializálódtak (pl. hitelbuborékok alakultak ki).

A rugalmas monetáris rezsimű országok számára a legnagyobb kérdés az, hogy milyen mértékben képes az anticiklikus fiskális és makroprudenciális politika átvenni az önálló monetáris politika szerepét, és hogy milyen lehetőségek nyílnak az övezeten belüli alkalmazkodásra? Az euroövezeti intézményrendszert érintő, folyamatban levő reformok éppen e területek szempontjából kulcsfontosságúak. A reformjavaslatok végső formája és implementációja ugyanis befolyásolja az euroövezethez a jövőben csatlakozó országok övezeten belüli gazdaságpolitikai mozgásterét. Már csak az euroövezeti csatlakozás visszafordíthatatlansága miatt is önmagában érdemes várni a kérdéses intézmények szerepének kikristályosodásáig. Az IMF véleménye szerint a magas euroizációjú országok (pl. Horvátország, Románia) számára továbbra is előnyös lehet a csatlakozás, míg a többi régiós ország részéről racionális magatartás lehet a kivárás.

A monetáris autonómia hatása

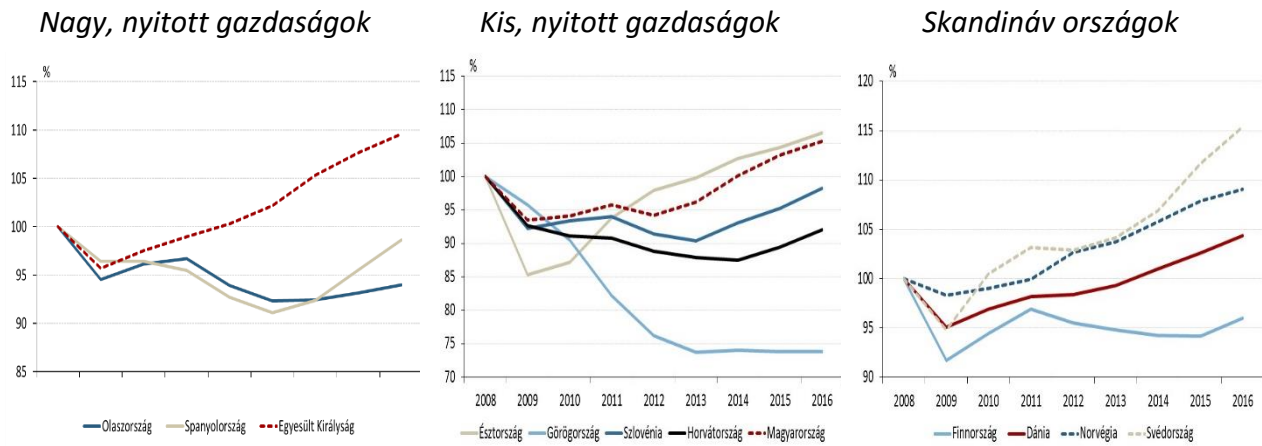
Az eurocsatlakozás legáltalánosabban említett költsége az önálló monetáris politika feladása és a monetáris politikai döntések közösségi szintre emelése. A monetáris politika növekedési hatásait illetően jelentősen változott a közgazdászok álláspontja. A válságot megelőzően főáramú vélemény volt, hogy a monetáris politika hosszú távú hatása semleges. Ugyanakkor a válság tapasztalatai azt mutatták, hogy a gazdaság hosszú távú növekedési képessége érzékenyen reagál a keresleti feltételek rövid távú változására (azaz a hosszabb távú növekedési képesség „pályafüggő”). Ebből következően – különösen kereslethiányos környezetben – a monetáris politikának nem csak rövid, hanem hosszú távú pozitív növekedési hatásai is vannak. A kérdés

az, hogy ezt a szerepet egy közösségi szintű, vagy egy nemzeti szintű monetáris politika képes-e hatékonyabban betölteni?

A válasz nem egyszerű. Ehhez országok között egy olyan kontrollált kísérletet kellene elvégeznünk, ahol minden növekedést befolyásoló paraméter azonossága mellett, csak a monetáris rendszer rugalmasságában mutatkozik különbség. Jelen elemzésünkben csak arra vállalkoztunk, hogy olyan országcsoportokat képezzünk, amelyekben lévő gazdaságokat a pénzügyi válság hasonló kihívások mellett érintett és a fontosabb strukturális jellemzőikben (pl. gazdaság mérete, nyitottsága) is összevethetőek. Az eltérő növekedési teljesítmény mögött természetesen számos további tényező is lehet, így a mértékek helyett érdemes csak a növekedési pályák relációját értékelni.

A válság alatt, majd az azt követő években a rugalmasabb monetáris rezsimben működő országok összességében kedvezőbb növekedési képet mutattak. Mind a nagy gazdaságok (6. ábra, bal panel), mind az északi országok esetében (6. ábra, jobb panel) gyorsabb és egyenletesebb növekedést értek el a rugalmas monetáris politikai rendszerben működők. A kis, nyitott gazdaságok példája pedig azt mutatja, hogy a rugalmasabb monetáris politikai keretrendszer – megfelelően célzott intézkedésekkel – komoly növekedési többletet okozott Magyarország esetében. Az összehasonlítások alapján feltételezhetjük, hogy az önálló monetáris politika - különösen receszsiós környezetben – továbbra is nagyobb növekedési stimulust képes elérni, mint a közösségi szinten meghozott monetáris politikai döntések.

**6. ábra: Kötött és rugalmas monetáris keretrendszerrel rendelkező országok gazdasági növekedése 2008-at követően
(2008-as GDP szint = 100)**



Forrás: WDI, MNB számítás.

Megjegyzés: Szaggatott vonallal az autonóm monetáris politikával rendelkező gazdaságokat, míg folytonos vonallal az eurót használó (a horvát kuna és dán korona az euróhoz van rögzítve) országokat jelöltük.

Szükséges új kritériumok

A konvergencia tapasztalatokat figyelembe véve az optimális belépési időpont és feltételek meghatározása kulcsfontosságú szempont. Ehhez a maastrichti kritériumok mellett új kritériumokat érdemes figyelembe venni. Olyan új kritériumok megfogalmazása szükséges, amelyek teljesítésével a csatlakozás előtt álló ország fejlődési pályája az eurozónán belül is töretlen maradhat. Az eddig csatlakozott országok tapasztalatai szerint az alábbi területekre érdemes kiemelt figyelmet fordítani:

- 1) Szükséges a pénzügyi ciklus túllendüléséből fakadó kockázatok minimalizálása. Ezt három feltétel teljesítése segítheti: egyrészt a megfelelő reálgazdasági konvergencia elérése mérsékelheti a gazdasági felzárkózásból adódó potenciális inflációs többletet, megakadályozva a reálkamatok túlzott csökkenését; másrészt a pénzügyi mélyülés megfelelő szintje a jövőbeni hirtelen hitelbuborékok kialakulásának kockázatát mérsékli, végezetül hatékony szabályozói eszköztárral a felmerülő rendszerszintű kockázatok kezelhetőek.
- 2) A versenyképesség megőrzése és javítása kulcs fontosságú a gazdasági felzárkózásban. Az eurozóna belépést érdemes olyan időpontra időzíteni, amikor a gazdaságot egyébként is erős versenyképességi pozíció jellemzi, miközben hatékonyan működnek a gazdaság jövőbeli versenyképességét alakító csatornák. Ez utóbbiban kiemelt szerepe van a munka- és árupiacok helyzetének.
- 3) Önálló monetáris politika hiányában recessziós környezetben felértékelődik a költségvetési mozgástér szerepe. Az anticiklikus költségvetési politika viteléhez elegendő mozgástér a maastrichti fiskális kritériumoknál is erősebb feltételek mellett biztosítható.

Megítélésünk szerint – alapozva az eurozónához csatlakozott országok tapasztalataira – öt új kritérium biztosíthatja, hogy Magyarországon az euro bevezetésére megfelelő felkészültség mellett kerüljön sor. Ezen új kritériumok az alábbiak lehetnek:

Kritérium	Célérték
I. Megfelelő fázis az euroövezethez történő felzárkózásban	
- Reálgazdasági konvergencia (egy főre jutó GDP vásárlóerőparitáson) *	90%
- Bérszint konvergenciája (átlagbér, vásárlóerőparitáson) *	90%
- A pénzügyi szektor mélységének konvergenciája *	90%
II. Szinkronizált üzleti és pénzügyi ciklusok Magyarország és az euroövezet között	

- Szinkronizált üzleti ciklusok (korreláció Magyarország és az euroövezet üzleti ciklusai között)	>70%
- Szinkronizált pénzügyi ciklusok (korreláció Magyarország és az euroövezet pénzügyi ciklusai között)	>70%
III. Magas versenyképesség a vállalatok, a munkaerő és a termékek körében	
- A kkv-k és a nagyvállalatok közötti dualitás csökkenése (munkatermelékenység aránya a kkv-k és a nagyvállalatok között)	>50%
- Munkanélküliségi ráta (a 15-74 éves korcsoportban)	4%
- Aktivitási ráta (a 15-74 éves korcsoportban)	65%
- Széles termékkör (diverzifikált exportstruktúra magas hozzáadott értékű termékekkel)	
IV. Fejlett, stabil és versenyképes pénzügyi szektor	
V. Elérhető, hatékony anticiklikus politikák	
- Hosszú távú strukturális költségvetési hiány	0,0%
- Államadósság a GDP arányában	50%
- Megfelelő makroprudenciális politikai eszköztár	

* Az eurozóna átlagában.

HIVATKOZÁSOK

International Monetary Fund [2015]: Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum 2014. IMF Country Report, No. 15/98.

Mundell, R. A. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, 51., pp. 657–665.

Schadler, Susan – P. Drummond – L. Kuijs – Z. Murgasova – R. van Elkan [2005]: Adopting the Euro in Central Europe – Challenges of the Next Step in European Integration. IMF Occasional Paper, 234.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2017. október 26-án.”