



FENNTARTHATÓ FELZÁRKÓZÁS EURÓVAL



Hogyan újítsuk
meg a maastrichti
kritériumokat?

Fenntartható felzárkózás euróval -
Hogyan újítsuk meg a maastrichti kritériumokat?

Fenntartható felzárkózás
euróval -

Hogyan újítsuk meg a
maastrichti kritériumokat?

Fenntartható felzárkózás euróval – Hogyan újítsuk meg a maastrichti kritériumokat?

© Magyar Nemzeti Bank, 2020

Közreműködött:

Költségvetési és versenyképességi elemzések igazgatóság
Közgazdasági előrejelzés és elemzés igazgatóság
Monetáris politika és pénzüpiaci elemzés igazgatóság
Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi
ismeretterjesztési igazgatóság
Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóság

Szerkesztette:

Virág Barnabás

A szerkesztők köszönetet mondanak

Matolcsy György jegybankelnöknek,
Kandrács Csaba, Nagy Márton, és Patai Mihály alelnököknek
a szerkesztés során adott szakmai tanácsaikért.

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
www.mnb.hu

Minden jog fenntartva!

Nyomdai előkészítés és kivitelezés:
Prospektus Kft.

ISBN 978-615-5318-32-0

2020

Tartalom

Bevezetés	7
Legfontosabb megállapítások	11
1. Születéstől napjainkig – Az euro első húsz éve	17
1.1. A maastrichti kritériumok – feltételek és feltevések	19
1.2. Az eurozóna teljesítménye a maastrichti kritériumok tükrében és azon kívül	39
2. A 2007–2009-es globális pénzügyi válság tanulságai	89
2.1. A maastrichti kritériumok hiányosságai	91
2.2. Hogyan tovább eurozóna: intézményi fejlődési irányok	121
3. Országtapasztalatok	147
3.1. Hogyan változott az euro bevezetésének költség-haszon egyenlege	149
3.2. Újjonnan csatlakozott országok tapasztalatai: pro és kontra	193
4. Sikeres eurozóna – a csatlakozáshoz szükséges kritériumok a XXI. században	235
4.1. Maastricht 2.0	237
4.2. Magyarország euroérettsége a Maastricht 1.0 és 2.0 tükrében	285
5. Köszönetnyilvánítás	301

Bevezetés

Az euro Európa gazdaságtörténetének leggrandiózusabb projektje. Egy eszköz és a mögötte lévő intézményrendszer, melynek sikere vagy épp hiányosságai egy egész kontinens fejlődését alapjaiban határozzák meg. Ennek megfelelően az euro Európa nagy közös ügye, amit csakis őszinte értékelések, jobbító szándékú viták és folyamatos innovációk formálhatnak olyan eszközzé, amely majd hosszú távon is képes lehet megfelelni a 21. század gazdasági, társadalmi vagy geopolitikai kihívásainak.

Az euróról beszélnünk kell! A 2019-es év jelentette az euro bevezetésének 20. évfordulóját. Két évtized már kellően hosszú, gazdaságtörténeti szempontból is értelmezhető időszak ahhoz, hogy a közös valuta használatából adódó tapasztalatokat mélyebben megértsük és értékeljük. A 90-es évek elején a berlini fal leomlása és a vasfüggöny lebontása okozta eufória közepette az eurozóna megalapítását végérvényesen megpecsételő Maastrichti Szerződés atyjai hittek benne, hogy a közös európai fizetőeszköz lehet az európai integráció következő lépcsőfoka. Egy olyan evolúciós ugrás, amely egyszerre mélyíti a résztvevő gazdaságok integrációját, miközben Európa szerepét is újrapozicionálja a globális térben.

Az elmúlt 20 évben az eurót használó országok száma a kezdeti 11-ről 19-re emelkedett, azonban a gazdasági régió fejlődését, versenyképességét és kohézióját illetően az eredmények komoly vitákra adnak okot. A tények azt mutatják, hogy az eurozóna egyelőre lemaradt a gazdasági övezetek között zajló globális versenyben. Az eurót használó európai országok súlya a világ-gazdaságban csökkent. A 12 alapító ország GDP növekedése az elmúlt 20 év átlagában 1,5 százalék volt, ami alacsonyabb, mint a hasonló fejlettségi szinten lévő Amerikai Egyesült Államokat jellemző 2 százalék fölötti, vagy az idő közben még a Brexit

következményeivel is küzdő Egyesült Királyság 2 százalék közeli értéke. Mindeközben Kína is dinamikusan fejlődik, számtalan területen megközelítve vagy épp már felül is múlva az Atlanti-óceán két partjának gazdasági eredményeit. A reálgazdasági fejlemények mellett a tervek ellenére a pénzügyi tranzakciók esetében sem sikerült komolyabb kihívás elé állítani a dollár globális vezető szerepét. Ráadásul kohézió helyett válságkörnyezetben az árkok elmélyülése, a viták elmérgesedése és a reálgazdasági károk súlyosbodása jellemezte az euroövezetet. Ez utóbbi okainak megértése különösen sürgetővé válik olyan időkben, amikor a világ gazdaságban akár ismét viharosabb idők érkehetnek.

Az euróról sokat kell beszélnünk hazánkban, Magyarországon is. Közös érdekünk, hogy az euróról szóló viták aktív részesei legyünk. A magyar gazdaság ezer szállal kötődik az eurozónához. Magyarország felzárkózása, fenntartható fejlődése a következő években csakis egy sikeresen működő euroövezet mellett folytatható. Magyarország az Európai Unió tagjaként kötelezettséget vállalt az euro jövőbeli bevezetésére is. E téren nem lehet elégszer hangsúlyozni, hogy hazánk számára az euro bevezetése nem a végállomás, hanem egy döntő mérföldkő a hosszú, fenntartható felzárkózás felé vezető úton. Épp ezért Magyarország – és minden, még az euro bevezetése előtt álló közép-kelet-európai ország számára – a legfontosabb kérdés, hogy milyen feltételrendszer és milyen időzítés mellett történjen meg a közös európai fizetőeszköz bevezetése ahhoz, hogy régióink az eurozóna részeként is folytathassa gazdasági felzárkózását.

Az elmúlt két évtized e téren fontos tapasztalatokkal szolgál. A 90-es évek elején megalkotott maastrichti kritériumok önmagukban nem voltak képesek biztosítani sem az eurozóna stabil fejlődését, sem a később csatlakozó kevésbé fejlett gazdaságok felzárkózását. Abban szinte teljes egyetértés mutatkozik, hogy a maastrichti kritériumok teljes újragondolására van szükség. Közösén meg kell alkotnunk a maastrichti kritériumok 2.0 rendszerét. Két év múlva, 2022-ben ünnepeljük a Maastrichti Szerződés

30. évfordulóját. Fontos lenne addigra egy termékeny, a jelenlegi tagok és a még csatlakozás előtt álló országok bevonásával zajló szakmai vita eredményeképpen eljutnunk egy olyan belépési kritériumrendszerhez, amelyek immár ténylegesen képesek lehetnek megalapozni Európa elkövetkező 20–30 évének sikereit. A '90-es évek elején a rendszerváltást még épp csak maga mögött tudó Közép-Kelet-Európa kívülről figyelte a maastrichti fejleményeket. Egy erős, a párbeszédre, a belső kohézióra építő Európa megvalósításához fontos, hogy egy olyan a közös jövőnkét alapjaiban meghatározó döntésről, mint az euro bevezetése a régiós országok is kifejthessék véleményüket. A Magyar Nemzeti Bank ehhez a vitához kíván hozzájárulni.

A szakmai párbeszéd elindításához keresve sem találhatnánk jobb időpontot. Az Európai Unió új politikai ciklust kezdett, új szereplőkkel, egy megújuló európai politika esélyét jelezve. Mind az Európai Központi Bank új kormányzója, Christine Lagarde asszony, mind az Európai Bizottság új elnöke, Ursula von der Leyen asszony az európai integráció iránt elkötelezett reformerek. Tökéletes pillanat, hogy a gazdaságpolitikában eddig csak lapszéli érintett problémák, mélyben tartott javaslatok és közpolitikai viták az érdeklődés középpontjába kerüljenek. A sikeres megújulás, a megfelelő új stratégiák, a hatékonyabb intézményi modell és kritériumrendszerek kialakítása közös feladatunk és közös ügyünk. Európa fejlődése, és a jövő generációk sikere érdekében mindent meg kell tennünk.

Matolcsy György, Kandrács Csaba, Nagy Márton, Patai Mihály

Legfontosabb megállapítások

Európa 2019-ben ünnepelte az euro bevezetésének 20. évfordulóját. Az évforduló kapcsán az eurozónán belül és azon kívül is újból a figyelem középpontjába kerültek a közös európai fizetőeszköz jövőjét meghatározó kérdések. Az elmúlt két évtized – különösen a globális válságot követő második 10 év – tapasztalatait áttekintve abban széles körű egyetértés mutatkozik, hogy az euro nem tekinthető befejezett projektnek. További mélyreható reformokra van szükség. Ezen reformoknak részben a közös európai fizetőeszköz mögötti intézményrendszer fejlesztését kell biztosítania, miközben az euroövezet jövőbeli sikeres bővítésére is újból fel kell készülni. Az előbbi kérdésekben a megoldásokat az eurozónát jelenleg alkotó 19 tagországnak kell kialakítania, míg az új – a korábbiaknál hatékonyabb – csatlakozási kritériumokat a jelenlegi tagok és a csatlakozás előtt álló országok közötti párbeszéd során szükséges megalkotni. Jelen tanulmánykötet elemzései ez utóbbihoz kívánnak hozzájárulni.

Az elemzés legfontosabb állításai a következők:

- Az elmúlt 20 évben az eredeti maastrichti – nominális – kritériumok teljesítése önmagában nem volt képes biztosítani sem az eurozóna stabil működését, sem a kevésbé fejlett tagországok fenntartható felzárkózását és ezzel az integráció mélyülését. A költségvetéssel kapcsolatos kritériumok mögött álló makrogazdasági feltevések már kezdetben sem teljesültek, miközben a világ gazdasági környezet globális válságot követő tartós megváltozása lehetetlenné, sőt a recessziós környezetben kontraproduktívává tette a kritériumok elérését. Nem véletlen, hogy az államadósságra vonatkozó kritérium az a szabály, amit legnagyobb arányban és a leghosszabb ideig megsértettek a tagországok.*
- A hosszú távú kamatokra és az inflációra vonatkozó kritériumok esetében gyors konvergencia valósult meg, azonban ez a folyamat az euro első évtizedében jelentősen hozzájárult az eurozónát jellem-*

zók belső egyensúlytalanságok – magánadósságok túlzott növekedése, divergáló folyó fizetési mérleg pozíciók – felépüléséhez, ami a 2007/2009-es pénzügyi válság kirobbanásával az euroövezet elhúzódó gyengélkedéséhez vezetett.

- Az euro bevezetésétől várt mélyülő reálgazdasági integráció, a fejlettségi szintek közötti konvergencia az övezet egészében nem következett be. Az eurót a magországokétól elmaradó fejlettségi szinten bevezető tagországok kevesebb, mint fele volt képes az eurozónán belül is tartósan tovább emelni relatív fejlettségét, miközben az első két évtized átlagában több esetben tartós divergenciát is megfigyelhattunk. Fontos hangsúlyozni, hogy a maastrichti kritériumok hiányosságai ellenére az egyes országok fejlődési pályáját leginkább az időszak során követett gazdaságpolitika minősége határozta meg. Ugyanakkor az is érzékelhető, hogy az eredeti kritériumok teljesítése önmagában nem elegendő az euroérettség megítéléséhez.
- A lassuló növekedés következtében eurót használó országok számának növekedése ellenére, az euroövezet világ gazdasági súlya az évszázad elejéhez képest folyamatosan csökkent. A fejlettségi szintekben látott mérsékelt konvergenciával szemben az egyes tagországok konjunktúra-ciklusai közötti kapcsolat szorosabbá vált.
- A megváltozott világ gazdasági környezet és a 21. század új megatrendjei a közös valuta használatának hasznait és költségeit is jelentősen érintik. Egyes hasznok mérséklődtek vagy épp csökkenőben vannak (például országhoz tartozó felárak süllyedése, tranzakciós költségek), miközben az önálló monetáris politika és a szélesebb értelemben vett gazdaságpolitikai mozgástér feladása a korábban becsültnél is nagyobb eltéréseket eredményezhet válságkörnyezetben.
- A csatlakozás költség-haszon mérlegét az eurozóna intézményrendszerének megkezdődött reformja is nagyban befolyásolja majd. Az elmúlt évtizedben számos kritikus területen – például makrogazdasági egyensúlytalanságok monitorozása, válságkezelő alap felállítása, bank- és tőkepiaci unió előkészítése – komoly előrelépés történt, azonban a reformfolyamat lassan halad. A kezdetektől fogva az eurozóna

egyik legérzékenyebb hiányosságának tartott, a szükséges esetben a pénzügyi stabilitási, illetve a ciklikus stabilizálási feladatokhoz megfelelő beavatkozási potenciállal bíró közös költségvetés kialakításának körvonalai továbbra sem érzékelhetők. Ennek hiánya a csatlakozási folyamat során különösen előtérbe helyezi a megfelelő reálgazdasági érettség elérését és az önálló költségvetési mozgástér kialakításának szükségességét.

- Az alacsonyabb fejlettségű, de jelenleg konvergenciapályán haladó közép-kelet-európai tagországok esetében az euro bevezetéséhez olyan kritériumrendszert érdemes kialakítani, amelyek teljesítésével egyszerre biztosítható a csatlakozó ország fejlődési pályájának fenntarthatósága és az eurozóna stabilitásának megőrzése.
- Ehhez a maastrichti kritériumok újragondolása szükséges. Olyan új kritériumrendszert kell kialakítani, ami a fenntartható nominális – kamat- és inflációs – konvergencia mellett képes értékelni a reálgazdasági érettséget és alkalmazkodási képességet, a pénzügyi ciklusok harmonizáltságát, valamint a gazdaságpolitikai mozgástér is. Az eddigi csatlakozási tapasztalatok szerint az alábbi területekre érdemes kiemelt figyelmet fordítani:
 - 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 kezelhetők.
 - a versenyképesség megőrzése és javítása kulcsfontosságú 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 verseny- és alkalmazkodóké-

pességét alakító csatornák. Ez utóbbiban kiemelt szerepe van a munka- és árupiacok helyzetének.

- *önálló monetáris politika hiányában recessziós környezetben felértékelődik a költségvetési mozgástér szerepe. Fiskális unió, vagy hatásaiban azzal egyenértékű övezeti szintű pénzügyi és ciklikus stabilizálási potenciállal bíró intézmény nélkül anticiklikus költségvetési politika csakis az eredeti maastrichti fiskális kritériumoktól eltérő, egyes területeken szigorúbb feltételek mellett biztosítható.*

1.

Születéstől napjainkig -
Az euro első húsz éve

1.1.

A maastrichti kritériumok - feltételek és feltevések

H. Váradi Balázs – Nagy Olivér – Szalai Zoltán

Az 1992-ben aláírt Maastrichti szerződés új szakaszába léptette az európai integrációt, amelynek keretein belül előkészítette az euro bevezetését és a monetáris unió megalakulását. A monetáris politika centralizálása egyes politikai célok mellett természetes módon következett a kor gazdaságpolitikai tapasztalataiból. A közös valuta bevezetése több évtizedet felölelő árfolyamrögzítési kísérletek és kiigazítások eredménye volt, ami kiegészült a korszak közgazdasági gondolkodásának intézményi elképzeléseivel. A monetáris unió létrejöttét támogatta, hogy az árfolyamrögzítésről alapvetően pozitív kép alakult ki az 1980-as évek során, a devizák árfolyamvolatilitásának mérséklése ugyanis ösztönözte az országok közötti exportot. Emellett az árfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanság meggyőzte a döntéshozókat, hogy önálló nemzeti valuták mellett a koordináció semmilyen formája sem szünteti meg teljes mértékben az árfolyamkockázatot.

Az 1990-es évek elején megalkotott Maastrichti konvergencia kritériumok célja annak biztosítása, hogy csak olyan ország lépjen be a monetáris unióba, amely képes a monetáris stabilitást célul kitűző gazdaságpolitikai keretrendszerben működni. A konvergencia kritériumok bevezetését jelentős szakmai vita előzte meg, a megfelelő feltételek megválasztását illetően ugyanis a közgazdászok erősen megosztottak voltak. Egyesek a kritériumok előírásának szükségességét is kétségbe vonták, míg mások amellett érveltek, hogy a közös valuta bevezetése önmagában nem garantálja a monetáris stabilitást. Az empirikus vizsgálatok végül nem találtak az euro koncepcióját alapjaiban megrengető különbségeket az optimális valutaövezetnek tekintett országok és az EU tagországok reálgazdasági mutatói között. Problémát jelent azonban, hogy az elfogadott kritériumok csupán nominális változókból fogalmaznak meg elérendő

célokat, így nem mérik közvetlenül a reálgazdasági konvergenciát és nem szavatolják a pénzügyi stabilitást. A fiskális politika mozgásterét fenntarthatósági és stabilizációs szempontok alapján kívánták behatárolni a gazdaságpolitikusok. Nehézséget okoz azonban, hogy a költségvetési hiányra vonatkozó kritérium nem veszi figyelembe a deficit kiinduló értékét, illetve, hogy a költségvetési politika tartós keresletösztönző hatását kevesen ismerték fel, így nem jött létre olyan centrális fiskális politikai eszköz, amely övezeti szinten képes lenne simítani a ciklusokat. A konvergencia kritériumok meghatározásakor jelentős szempont volt az államadósság fenntarthatósága is. Ugyanakkor problémát jelent, hogy az államadósság szabály nem konzisztens a deficit szabállyal, így a gyakorlatban a kettő nem alkalmazható megfelelően együtt. A 3 százalékos deficit ugyanis csak 5 százalékos nominális GDP növekedés mellett stabilizálja az államadósságot az elvárt 60 százalékos szinten, így a kritériumok nem képesek figyelembe venni a makrogazdasági környezet megváltozását.

A Maastrichti szerződés új szakaszába helyezte az európai integrációt, amelynek keretein belül előkészítette az euro bevezetését és a monetáris unió megalakulását. A Maastrichti szerződést (*Szerződés az Európai Unióról*) 1992 februárjában írták alá az Európai Gazdasági Közösség országai. Bár a kontinens integrációs törekvései régebbre nyúlnak vissza, a szerződés új fázisba helyezte az európai együttműködést és előkészítette az egységes valuta bevezetését. Az európai Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) 1999. január 1-jén lépett az európai országokat felölelő integrációs törekvések harmadik és ezzel utolsó szakaszába, amikor a közösség országai rögzítették a nemzeti valuták nominális árfolyamát az euróval szemben és átadták a szuverén monetáris politika intézményét egy szupranacionális szervezet számára.

Az euro bevezetése és a monetáris politika centralizálása egyes politikai célok mellett természetes módon következett a kor gazdaságpolitikai tapasztalataiból. Az euro bevezetését és a bevezetéshez szükséges konvergencia kritériumokat jelentős számú kritika érte az elmúlt évtizedek során, azonban a megalkotott keretrendszer és a kritikai észrevételek kiértékelése során érdemes figyelembe venni a kor közgazdasági ismeretét és gazdaságpolitikai tapasztalatait. Való igaz, hogy az európai egységes fizetőeszköz létrehozása mögött jelentős politikai motiváció is meghúzódott (Lámfalussy et al. 2014), azonban közgazdasági megalapozottságát nem célszerű csupán ezen a lencsén keresztül elemezni. A közös valuta bevezetése több évtizedet felölelő árfolyam rögzítési kísérletek és kiigazítások eredménye, amely kiegészült a korszak közgazdasági gondolkodásának intézményi elképzeléseivel. Az euro és a közös pénz mögött álló intézményi és gazdasági keretek megértéséhez ezen tapasztalatokat és doktrínát érdemes megvizsgálni.

Az európai Gazdasági és Monetáris Unió intézményi szerkezete a kor uralkodó közgazdasági gondolkodása mentén, neoklasszikus elméleti keretben került kialakításra. A korabeli főáram gondolkodást Brüsszel-Frankfurt-Washington (BFW)

konszenzusnak is nevezik (Fitoussi és Saraceno, 2004). Ez a nem hivatalos elnevezés utal arra, hogy a fejlődő országok számára az IMF és a Világbank által képviselt doktrína fejlett gazdaságok számára megfogalmazott változatáról van szó. Az elv lényegét a piacokon keresztül megvalósuló kormányzásként foghatjuk fel: ahol lehet, engedni kell a piaci mechanizmusok minél szabadabb működését, mivel a piacok sokkal rugalmasabbak, mint az állam, valamint állami beavatkozás nélkül is megfelelően képesek szabályozni önmagukat. Ahol spontán módon nem alakul ki a piac, ott lehetőség szerint létre kell hozni azt, vagy ahol a korábban versengő piacok kevésbé versengővé váltak, ott vissza kell állítani a kívánt állapotot. A doktrína elismeri, hogy bizonyos területeken nem hozhatók létre hatékony piacok, azonban elvárja, hogy az állami beavatkozás mértéke és gyakorisága minimális legyen. Ebből következik, hogy ezen elgondolás szerint az állam szerepe elsősorban a piaci kudarcok mérséklésére korlátozódik, miközben a gazdaság alapvető működését és fejlődési irányait elsősorban a piaci szereplők döntései alakítják.

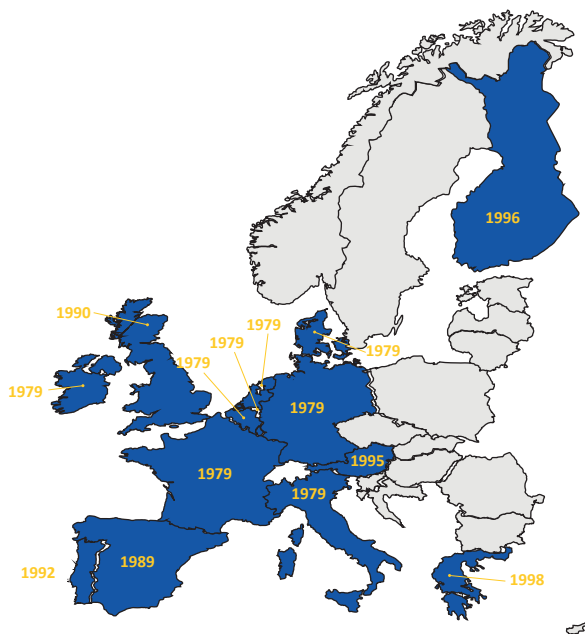
A közgazdasági gondolkodás a versenyképességi problémák leküzdésében látta a potenciális növekedés bővülésének lehetőségét. Az európai monetáris integráció mélyítése a közös piac létrehozását foglalta magába, mivel a kontinentális piac minden országot versenyre kényszerítene. Az európai vállalatok versenyének serkentése abból a meggyőződésből fakadt, hogy a kontinens gazdasági potenciálja nem használható ki, nem maradhat versenyképes a globális gazdaságban olyan gazdaságokkal szemben, mint az Egyesült Államok vagy Japán. Az integráció folytatását jellemzően egyes, az eltérő makrogazdasági kereteket övező bizonytalanságok fékeztek, mint például az árfolyamkockázat és a szabályozói kockázat, amely jelentős mértékben visszafogta a tőke szabad áramlását (Hu et al. 1997).

Az árfolyamrögzítéssel kapcsolatosan pozitív kép alakult ki az 1980-as évek során Európában. Az Európai Monetáris Rendszer (EMR) 1979-es elindulása, és az országai valutáinak (1-1. ábra)

paritásrácsban meghatározott lebegési árfolyamsáv rendszere a közös valuta előfutárának tekinthető. A rendszer célja a devizák árfolyamvolatilitásának együttes mérséklése volt, ami az árfolyamingadozások csökkentésén keresztül ösztönözte az országok közötti export bővülését (Arize 1996, Hu et al. 1997). A rendszer bevezetése előtt ugyanis előfordultak olyan mértékű árfolyam leértékelődések is, amelyek a termelő vállalatok szinte egész éves profitját semmissé tették.

Nyilvánvalóvá vált, hogy az árfolyammozgások nem csak a gazdasági fundamentumoktól, hanem a spekulatív tőkeáramlásoktól is függenek. Az EMR működésének egyik legfontosabb tanulságává vált, hogy a globális tőkeáramlás fundamentális okok nélkül is feszültséget teremtett az európai valuták között. Bár az elméleti irodalom általában azt hangsúlyozza, hogy lebegő árfolyamrezsím mellett az árfolyamok mozgása alapvetően a makrofundamentumoktól függ (Obstfeld et al. 1985) és nagyobb mozgástere van a monetáris politikának (Shafer et al. 1983), a gyakorlat azonban azt mutatta, hogy ezen rezsímet főként a spekulatív tőkemozgások következtében megnövekedett volatilitás (De Grauwe 2000), valamint az ebből fakadó tőkekorlátozások (Gros 1996) jellemzik. Jellemző példa, hogy ha ciklikus okok miatt a tőke Európába áramlott, akkor a piac mérete miatt leginkább a német márka piacára került. Mindez felértékelő nyomást gyakorolt a többi európai valutával szemben, minden fundamentális ok nélkül (De Grauwe 2000). Mindezek mellett az árfolyamot egyes országok az ár- vagy költségversenyképességük javítására is használták egymással szemben, és ezért elfogadták annak inflációs hatását. Mindez zavaró volt az árstabilitás iránt elkötelezettebb, az ár- vagy költségversenyképességet ellenőrzés alatt tartó országok számára, ami feszültséget generált a gazdasági közösség országai között.

1-1. ábra: Az Európai Monetáris Rendszerben résztvevő országok és belépésük éve



Forrás: Saját szerkesztés.

Az EMR válság meggyőzte a politikusokat a közös valuta bevezetésének szükségességéről. Az 1992–93-as európai valutaválság és az árfolyamrendszer teljes szétesésével fenyegető kilépések ismételt emlékeztetőt adtak a gazdaságpolitikai döntéshozóknak a volatilis árfolyamok kedvezőtlen mellékhatásairól. A leértékelődés és az árfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanság meggyőzte a döntéshozókat, hogy az önálló nemzeti valuták léte mellett a koordináció semmilyen formája mellett sem szűnhet meg az árfolyamkockázat (Magyar Nemzeti Bank 2011). Ennek következtében végül megszületett az elhatározás, hogy meg kell alkotni a közös valuta bevezetésének feltételeit.

Az integráció elmélyítését mindenki számára elfogadható keretekhez kellett kötni. A monetáris unió létrehozása megkö-

vetelte a közös valutával járó kockázatoknak a kiküszöbölését vagy a lehető legkisebb mértékűre csökkentését. Ezért először ki kellett dolgozni a különböző makrogazdasági területeken az integráció megfelelő fokát, ami ebből a szempontból kellően hatékony, és elfogadható az egyes nemzetállamok számára is. A GMU ugyanis olyan sajátos integráció, amelyben a nemzetek jelentős mértékű szuverenitást őriznek meg. Létrehozásakor nem csak a jövőbeni működési kereteket, de a létrehozás átmeneti kritériumait is ki kellett dolgozni. Ez utóbbiak közül a legfontosabbak a belépés feltételeként szabott konvergencia kritériumok.

A Maastrichti kritériumok célja az Európai Unió monetáris stabilitásának szavatolása. Az 1990-es évek elején megalkotott Maastrichti konvergencia kritériumok célja annak biztosítása, hogy csak olyan ország lépjen be a monetáris unióba, amely bizonyítottan képes együtt működni a monetáris stabilitást célul kitűző gazdaságpolitikai kerettel. Erre azért van szükség, mert a monetáris unión belül bármely ország instabilitása veszélyeztetheti más országok, esetleg az egész GMU monetáris stabilitását. Ugyanakkor a korábban monetáris politikai eszközként használt eszközök egy része már nem fog az országok rendelkezésére állni, mint például az önálló monetáris politika, a rugalmas valutaárfolyam, vagy csak szoros keretek között, mint a fiskális politika. Ezeket ugyanis közös irányítás alá vonják (a monetáris politika esetében centralizálják, míg a fiskális politika esetében szorosan, szankciókkal fenyegetve koordinálják) a makrogazdasági konvergencia, valamint az egész kontinensre kiterjedő monetáris stabilitás biztosítása érdekében.

A konvergencia kritériumok bevezetését jelentős szakmai vita előzte meg. A megfelelő konvergencia kritériumok megválasztását, illetve az ezek által meghatározott időzítést illetően a közgazdászok megosztottak voltak. Voltak, akik már az átmenet és egyáltalán a kritériumok előírásának szükségességét is kétségbe vonták. Szerintük az euro bevezetése akkora változást jelent majd a magánszereplők és az államok magatartásában,

hogy az önmagában ki fogja kényszeríteni az országok megfelelő alkalmazkodását. Éppen ezért az euro bevezetése előtti magatartásból nem lehet következtetni a bevezetését követő várható viselkedésre. A korabeli terminológia ezt az irányzatot a „monetarista”¹ jelzővel illette, és elsősorban a francia fél álláspontját jellemezte (Gros és Thygesen 1998). Az ezen megfontolásokkal szemben álló érveket főként a német tárgyaló delegáció képviselte, de ezt támogatták a kisebb magországok is, amelyek korábban a német márkához kötötték valutájukat. A „közgazdászok”-nak nevezett álláspont szerint a közös valuta bevezetése önmagában nem garantálja, hogy azok az országok is összhangba fogják hozni magatartásukat a monetáris stabilitással, amelyek azt korábban nem tették. Vagyis, ha például ezen országokban az infláció szignifikánsan magasabb, és ehhez igazodnak a fiskális bevételeik és kiadásaik, akkor a kamatok, a bérek és az árazás a közös valuta bevezetésétől nem változik meg, és komoly nehézségeket fog okozni nem csak az adott országnak, de a közösségnek is.

Az euróval szembeni akadémiai viták elsősorban az optimális valutaövezetek (OCA) elmélete alapján folytak. Egyrészt voltak, akik a reálgazdasági konvergencia figyelembevétele mellett érveltek, mivel az egyes tagországok gazdasági szerkezete túlságosan eltérő, így a külső vagy belső sokkok is eltérően fogják őket érinteni, amire a centralizált monetáris, illetve a szorosan koordinált fiskális és más nemzeti politikák nem lesznek képesek optimálisan reagálni (Eichengreen 1991, Bayoumi és Eichengreen 1997, Frieden 1998). Velük szemben sok közgazdász azt mutatta ki, hogy az európai országok közötti reálgazdasági különbségek nem szignifikánsan nagyobbak, mint más, működő monetáris régiókban, elsősorban az USA-ban (Trichet 2011). További érv volt, hogy az optimális valutaövezet feléte-

¹ Ennek az elnevezésnek nincs köze a Milton Friedman nevével összekapcsolódó monetarista makrogazdasági elméletéhez, csupán névazonosság. Friedman alapvetően szkeptikus volt a közös valuta életképességével kapcsolatban.

lei könnyebben kialakulhatnak utólag is – endogén módon – a közös valuta működése mellett. Enélkül a konvergencia csak lassabb és tökéletlenebb lehet.

1-1. táblázat: ULC változása az eurozóna tagországaiban és az Egyesült Államok államaiban a régiós ULC változásának arányában

Országok (Eurozóna)	1998 - 2010	Államok (USA)	1998 - 2010
AT	-10.04	Alaszka	18.51
BE	-5.18	Arizona	-5.63
FI	-4.43	Kalifornia	-9.44
FR	-2.78	Kentucky	12.41
EL	20.46	Idaho	-11.65
NL	-1.71	Louisiana	19.98
IE	0.43	Michigan	5.13
LU	14.04	Nevada	-3.69
DE	-15.15	Ohio	3.99
IT	5.53	Oregon	-19.45
PT	1.87	Dél-Dakota	-12.23
ES	6.66	Wyoming	2.26
Átlag	0.81		0.02
Szórás	9.46		12.05

Megjegyzés: Az ULC a fajlagos munkaerőköltséget jelöli. Az eurozóna átlagos ULC-t a tagországok súlyozatlan számtani átlagából képeztük. A hozzáférhető adatok alapján az amerikai ULC-t a nem mezőgazdasági szektorok kompenzációjának GDP-ben mért arányával közelítjük.

Forrás: EKB, BLS, Magyar Nemzeti Bank (2011).

Az empirikus vizsgálatok nem találtak az euro koncepcióját alapjaiban megrengető különbségeket az optimális valutaövezetnek tekintett országok és az EU tagországok reálgazdasági mutatói között. Delors 12 európai országot az USA-val, az Egyesült Királysággal, Kanadával, az NSZK-val és Svájjal összehasonlítva összefoglalóan arra a megállapításra jutott, hogy a tizenkét európai ország fejlettségi különbségei nagyobbak ugyan a többi vizsgált régióban tapasztaltnál, de nem tekinthető szignifikánsnak az eltérés (Delors 1989). A válság előtti évtized adatait

vizsgálva megállapítható, hogy az alapító eurozóna országok fajlagos munkaerőköltségének változása kisebb divergenciát mutat, mint az USA tagállamaié (1-1. táblázat), miközben az OCA szakirodalom alapján épp az ellenkezőjét kellene megfigyelnünk (Trichet 2011).

Problémát jelent, hogy az elfogadott Maastrichti kritériumok csupán nominális változókban fogalmaznak meg elérendő célokat.² A megalkotott konvergencia kritériumok jellegükből adódóan nem mérik közvetlenül a reálgazdaság konvergenciáját és nem szavatolják a pénzügyi stabilitást. Ezen tényezőket legfeljebb közvetve, a nominális változók teljesítésén keresztül ragadják meg. Ennek oka, hogy az optimális valutaövezet elmélete által hangsúlyozott reálgazdasági változókra nem lehetett olyan világos, számszerű értékeket meghatározni, amelyek vitán felül alkalmasak lettek volna arra, hogy azok alapján kiválasszák a monetáris unióval együtt élni képes országokat. Az OCA elmélet nem foglalkozik a monetáris stabilitással, egyáltalán a nominális változókkal, mivel az optimális valutaövezet elképzelése egy reál elmélet. Mivel a gazdaságpolitikusok a GMU létrehozásával nem egyszerűen „optimális” valutaövezetet, hanem a „monetáris stabilitás” övezetét kívánták megteremteni, ezért nominális kritériumok meghatározását tekintették megfelelőnek céljuk eléréséhez.

A fiskális politika alapvetően stabilizációs szerepet kapott, mivel a piacokat hatékonnak tartották. A viták nagy része a fiskális politikai követelmények és lehetőségek körül forgott. Mivel a konvergencia kritériumok mögött meghúzódó közgazdasági megközelítés alapján a makrogazdaság alapvetően stabil, így bármilyen sokk pusztán átmeneti lehet, ezért a kormányzati politika szerepe ezen sokkok simításában kimerül. Ennek következtében a fegyelmezetlen fiskális politika ár-, bér és folyó

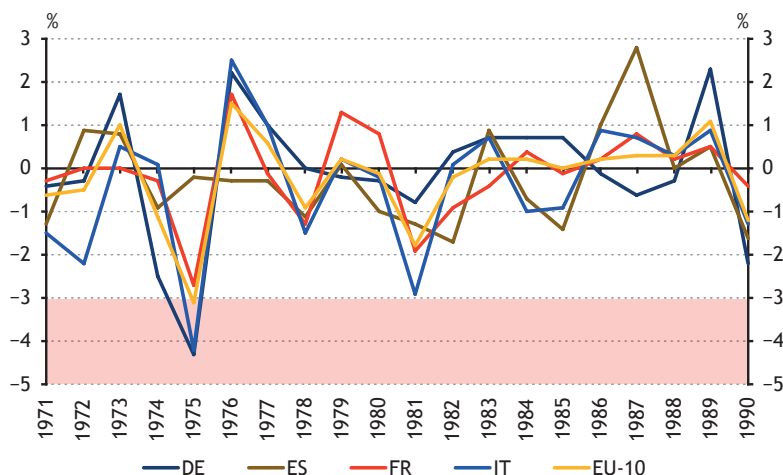
² Árstabilitás, rendezett és fenntartható államháztartás, árfolyam stabilitás, hosszú lejáratú eszközök kamatlábainak konvergenciája.

fizetési mérleg hiány növekedést okozhat, amire ösztönzést adhat egy monetáris unió, ugyanis míg az ebből fakadó kedvezőtlen mellékhatások jellemzően szétterjednek az unióban, addig az előnyeit elsősorban a hazai gazdaság szereplői élvezhetik. A konvergencia kritériumok szerepe az, hogy segítségükkel biztosítsák, hogy csak olyan ország vegyen részt a monetáris unióban, amelyik képes alkalmazkodni az alacsony inflációs környezet-hez, és fenntartani azt.

A rendezett és fenntartható államháztartás érdekében ezért több konvergencia szabályt is meghatároznak a Maastrichti kritériumok. A gazdaságpolitikusok fenntarthatósági és stabilitási szempontok alapján kívánták behatárolni a fiskális politika mozgásterét. Az első szabály a költségvetés fenntarthatóságára vonatkozik, amely kimondja, hogy a költségvetési hiány GDP arányában mért értéke nem haladhatja meg a 3 százalékot. Ezt a referencia értéket indokolt esetben meghaladhatja az államháztartás költségvetési hiánya, amennyiben azt ideiglenes és kivételes hatások okozzák, mint például a reál GDP 0,75 százalékot meghaladó mérséklődése³. Bár a szabály kialakítása elsőre önkényesnek tűnhet, azonban Buti és szerzőtársa bemutatták, hogy a költségvetési deficit 3 százalékos vagy annál nagyobb mértékű növekedése még válságok során is ritkán figyelhető meg (1-2. ábra). Emiatt egy olyan szabály előírása, amely nem enged 3 százaléknál nagyobb mértékű költségvetési lazítást, nem teljesen alaptalan (Buti és Sapir 1998).

³ Az ideiglenes és kivételes hatások számszerűsítése az 1997-es Stabilitási és Növekedési Egyezményben történt meg.

1-2. ábra: A főbb európai országok és az EU-10 költségvetési egyenlegének változása 1971 és 1990 között



Megjegyzés: Az EU-10 csoport azon Európai Unió országokat tartalmazza, amelyek 1998-ban teljesítették az euro bevezetésének kritériumait.

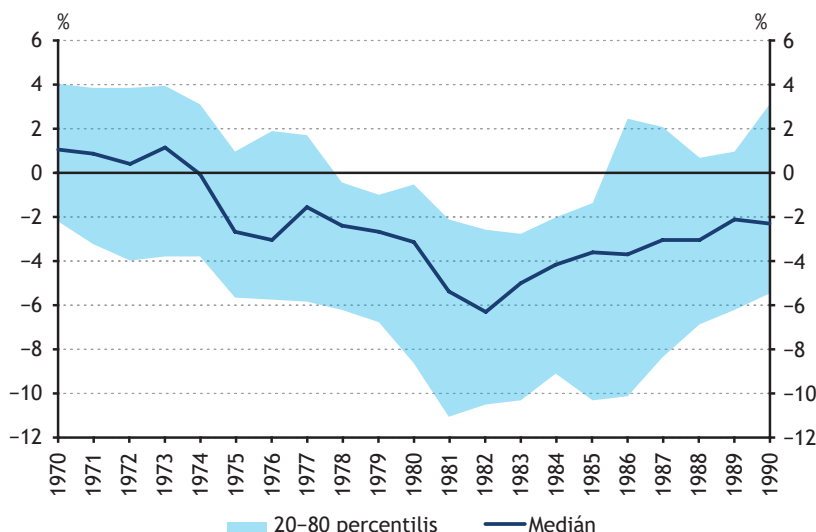
Forrás: Európai Bizottság (1998).

A költségvetési hiányra vonatkozó kritérium nem veszi figyelembe a deficit kiinduló értékét. Érdemes azt is figyelembe venni, hogy az európai országok többségének költségvetése nem kiegyensúlyozott, hanem jellemzően 2 százalék körüli deficit mellett működik (1-3. ábra), így az előírt 3 százalékos korlát keresztösztönzési szempontból vizsgálva túlzottan restriktív fiskális politikát követelhet meg egyes tagállamoktól. Mindent egybevetve a deficit szabály egy esetleges adósságválságot megelőző eredményessége empirikusan is alátámasztható, mivel a Stabilitási és Növekedési Egyezmény elfogadása előtt ténylegesen stabilan tudták tartani az országok az államadósságukat megfelelő fiskális fegyelem mellett.

A költségvetési deficitre előírt limitet korábban inkább célnak és nem korlátnak tekintették a tagállamok. Mivel a deficit szabály megsértése túlzottdeficit-eljárás megindítását vonja maga után, ezért a megengedett mozgástér kihasználása érdekében,

jellemzően a gazdaság ciklikus pozíciójától függetlenül, a 3 százalékos hiány elérését célozták az országok.

1-3. ábra: A GDP-arányos költségvetési egyenleg alakulása az Európai Gazdasági Közösség országaiban



Forrás: Európai Bizottság (1998).

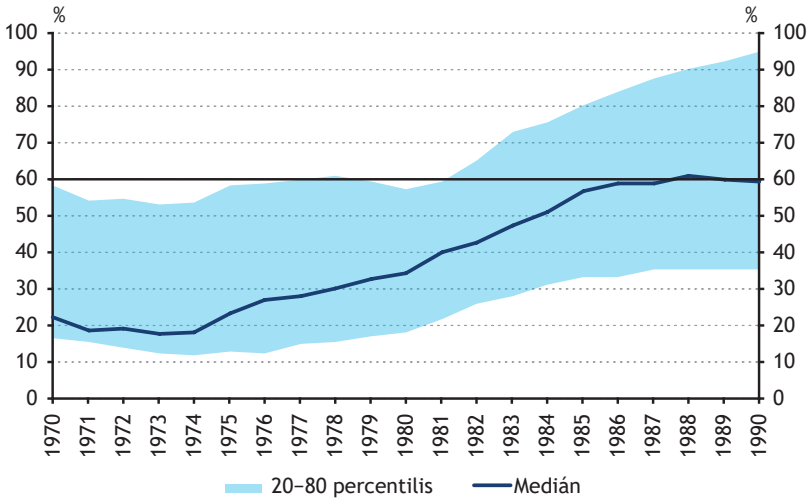
A költségvetési politika tartós kereslet ösztönző hatását kevesen ismerték fel. A monetáris és árstabilitás elegendő feltételének tartották, ha az ár- és bérmegállapító magánszereplők a viselkedésükben az árstabilitással összhangban működnek, valamint, ha a fiskális politika támogatja az árstabilitást és a pénzügyi rendszer a prudenciális előírásoknak megfelelően működik. A korabeli akadémiai szakirodalom azonban kimutatta, hogy stabilan működő monetáris uniókban mindig erősen centralizált a fiskális politika, nem pedig tagállami deficit szabályok vannak érvényben. Godley (1992), Goodhart (1992) és Kregel (1999) ennél is tovább mentek és azt állították, hogy a fiskális centralizáció fontosabb a monetáris stabilitás és az integráció életképessége szempontjából, míg az elméleti OCA irodalom által hangsúlyozott reálgazdasági konvergencia fontossága jóval kisebb.

A konvergencia kritériumok meghatározásakor további jelentősnek vélt szempont volt az államadósság fenntarthatósága. Az államadósság referencia értékére vonatkozó kritérium kimondja, hogy a bruttó államadósság GDP-arányos értéke nem haladhatja meg a 60 százalékot. Amennyiben az ország államadóssága meghaladja a 60 százalékos referencia értéket, akkor az adósságállomány csökkenésének 3 éves átlagban meg kell haladnia a fennálló adósságállomány 60 százalék feletti részének 1/20 részét⁴. Bár a 60 százalékos szabály megalapozottsága szintén vitatható⁵, megalkotásakor több, nem makrogazdasági eredetű érv is szólt ezen referencia érték mellett. Egyfelől érdemes lehetett irányadónak tekinteni, hogy a tagállamok mintegy fele 60 százalékos vagy annál alacsonyabb adósságállománnyal rendelkezett (1-4. ábra), így ez az érték minden ország számára elfogadható kompromisszumnak tűnt. Továbbá Thygesen elmondása szerint megalapozottnak tűnt fedezeti szempontból is a referencia érték, mivel a Maastrichti kritériumok bevezetése előtt a tagországok közvagyonra átlagosan szintén a GDP 60 százalékát tette ki, így az adósság mögött a piaci szereplők egyfajta fedezettséget vélhettek felfedezni (Thygesen 2002).

⁴ Az 1997-es Stabilitási és Növekedési Egyezmény fogalmazta meg, hogy a 60 százaléknál nagyobb adósság esetén a kielégítő ütemű adósságcsökkenéssel elkerülhető a túlzott-deficit eljárás. A kielégítő ütemű csökkenés a 2012-es Fiskális Stabilitási Egyezményben került számszerűsítésre.

⁵ Többször is felmerült az akadémiai viták során, hogy az adósságszabály bevezetése megkérdőjelezhető a 3 százalékos deficit szabály mellett. Az adósságszabályra azért van szükség, mert sok költségvetésen kívüli tétel van, amit csak az adósság tartalmaz, továbbá az újonnan csatlakozó országok esetén nagyobb az ilyen tételek aránya, mint az alapító országoknál.

1-4. ábra: A GDP-arányos államadósság alakulása az Európai Gazdasági Közösség országaiban



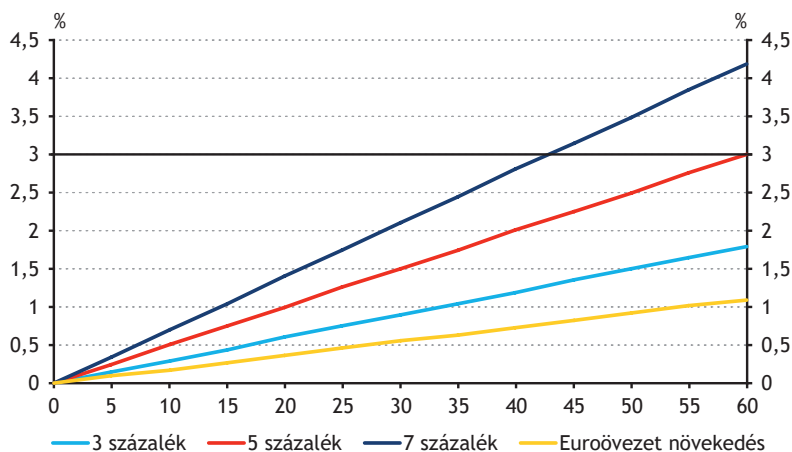
Forrás: Európai Bizottság (1998).

Az adósság szabály célja a tagállami államadósság fenntarthatóságának biztosítása. Az adósság szabály értékének meghatározása kapcsán elmondható, hogy az 1997-es Stabilitási és Növekedési Egyezmény bevezetése előtt az országok többsége ennél alacsonyabb adósságállománnyal rendelkezett, és válság esetére fiskális mozgásteret szerettek volna hagyni maguknak. 2006-ot megelőzően többek között Görögország volt az, aki nem teljesítette a kritériumot, azonban több ország is a görögök előtt fordult hitelért az Európai Bizottsághoz és az IMF-hez. A válságot követő időszakban jelentős adósság divergencia figyelhető meg az eurozóna országok között.

Problémát jelent, hogy az államadósság szabály csak speciális esetben konzisztens a deficit szabállyal, így a gyakorlatban a kettő nem alkalmazható megfelelően együtt. Az államadósság és deficit szabályok legnagyobb problémája, hogy a 3 százalékos deficit (ha nem limitnek, hanem várható értéknek vesszük) csak 5 százalékos nominális GDP növekedés mellett stabilizálja az államadósságot az elvárt 60 százalékos szinten (1-5. ábra). A

Maastrichti szabályok bevezetése óta azonban a tagországok növekedési dinamikája érdemben lassult és az infláció is tartósan alacsony szinteken stabilizálódott. A kritériumok változatlansága azt jelenti, hogy a deficitre és az államadósságra vonatkozó szabály nem veszi figyelembe az alapvető trendek megváltozását. 1998 és 2017 között az eurozóna átlagos nominális növekedése 3,1 százalék volt, amely a deficit szabály betartása mellett nagyjából a GDP 100 százaléka körül képes stabilizálni az államadósságot. Az elmúlt 10 év növekedési trendje mellett pedig hozzávetőleg 1,1 százalékos deficit stabilizálná 60 százalékon az adósságot. Keresletösztönzési szempontból vizsgálva tehát a túlzottan szigorú fiskális politika nem képes kellő mértékben stimulálni a gazdaságot, sőt endogén módon a tényleges és potenciális kibocsátás mérséklődéséhez vezethet.

1-5. ábra: A deficit-adósság konvergencia értékek különböző nominális GDP növekedési ütem mellett



Megjegyzés: Az euroövezeti növekedés a 2009 és 2018 közötti nominális GDP növekedés súlyozatlan számtani átlagát jelöli. Az államadósság (vízszintes tengely) és a költségvetési deficit (függőleges tengely) értékek a GDP százalékában értendők.
 Forrás: IMF WEO, Pasinetti (1998) alapján.

Az inflációra vonatkozó Maastrichti konvergencia kritérium meghatározása a többi kritériumhoz hasonlóan hűen tükrözte a kilencvenes évekre kialakult gazdaságpolitikai konszenzust. A Maastrichti szerződés a működő monetáris unióban az EKB-t jogosítja fel az inflációs cél számszerű értékének meghatározására. Az eurozónába történő belépéshez a megalakuláskor is, és a később belépő országok számára is az inflációs konvergencia követelmény meghatározásában csak relatív követelményt ad meg: a három legalacsonyabb inflációt elérő ország értékének számtani átlagát nem haladhatja meg több, mint másfél százalékponttal a vizsgálatot megelőző tizenkét hónap átlagában. Ez a meghatározás biztosítja, hogy a belépő országok inflációja csak annyiban térjen el a többi országtól, ami nem okoz jelentős problémákat a közös monetáris politikával szembesülve a belépést követően. A definíciónak azon része, hogy a három legalacsonyabb inflációjú ország átlagából kell kiindulni, biztosítja, hogy a konvergencia a lehető legalacsonyabb, praktikusán árstabilitás közelében alakuljon ki, ugyanakkor csökkentti annak a veszélyét, hogy egyetlen ország kiugró értéke legyen a konvergencia alapja. A másfél százalékos különbség ehhez az átlaghoz képest pedig igazolható azzal, hogy számos monetáris unió adatait elemezve, a régiók között mért inflációs különbségeknek ez a másfél százalék volt az átlagértéke (kanadai tartományok, USA tagállamok, spanyol régiók), bár voltak ennél nagyobb (holland, egyesült királyság-beli) és kisebb (német tartományok) különbségeket mutató példák is. A rögzített árfolyamot fenntartó országok között hasonló reálárfolyam különbségeket számítottak (Buti és Sapir 1998, 190. o). A monetáris unió indulásakor és különösen a később csatlakozott, kevésbé fejlett országok konvergenciája kapcsán sok vita folyt a felzárkózás során tapasztalható, szisztematikusan magasabb infláció problémájáról. Végül a kialakult szakmai konszenzus szerint ugyan elismerik ennek létezését, a mértékét a felzárkózás üteme és hosszú időtávja miatt azonban nem ítélték olyan mértékűnek, ami hiteles makrogazdasági politika mellett gátolná egy felzárkózó ország csatlakozását, illetve majdani sta-

bilitását az övezeten belül. Emiatt tehát nem tartották szükségesnek ezeknek az országoknak az eltérő kezelését vagy az inflációs kritérium módosítását (Buti és Sapir 1998, 204. o).

A hosszú lejáratú állampapír kamatokra vonatkozó kritérium értelmében a belépéshez az szükséges, hogy a három legalacsonyabb inflációt elérő ország hosszú lejáratú állampapír kamatainak átlagát ne haladja meg több mint 2 százalékkal a belépni kívánó ország hasonló kamata a vizsgálatot megelőző tizenkét hónap átlagában. A definícióból következik, hogy a kritérium elsősorban a már elért infláció hosszú távú fenntarthatóságának a piaci megítélését kívánja mérni. Azaz, mivel a jegybankok a hosszú hozamok alakulását a piacokra hagyják, ezeket a kamatokat a piaci szereplők várakozásai alakítják, amelyek között kitüntetett szerepet tulajdonítanak az inflációs várakozásoknak. Mivel a három legalacsonyabb inflációt felmutató ország átlagához képest nagyobb eltérést engednek meg, mint az inflációs kritériumnál, ez feltehetően annak elismerését jelenti, hogy az inflációs várakozások mellett más tényezők is hatnak a kamatkülönbszetekre. Ilyenek a belépés előtt még releváns valutaárfolyam alakulásra vonatkozó várakozások (kamatparitás), a fiskális fenntarthatóság megítélése (hitelkockázati prémium), a monetáris politika transzmissziós mechanizmusainak eltérései és akár olyan technikai tényezők is, mint az állampapír kereskedelem infrastruktúrája, a piac likviditása terén tapasztalható eltérések (likviditási prémium). A hosszú hozamok konvergenciája azért is fontos, mert a monetáris transzmisszióban fontos szerepet játszik: a jegybank által erősen befolyásolt rövid hozamok reálgazdaságra vonatkozó végső hatását ugyanis az határozza meg, hogy a pénzügyi rendszer miként fordítja le ezeket a kamatokat hitelezési tevékenységükben, ami a szereplők beruházási és megtakarítási döntéseit befolyásolja. Ebben kulcsszerepet játszanak a kockázatmentes hosszú hozamok, amelyek a hiteltermékek árazásának az alapját jelentik. Túlságosan nagy különbségek a hosszú lejáratú kockázatmentes kamatokban azt jelentené, hogy a közös monetáris politika nagyon eltérő mechanizmusokon keresztül differenciáltan érintené az egyes országok reálgazdaságait.

Felhasznált irodalom

- Arize, A. C. (1996): *Real exchange-rate volatility and trade flows: The experience of eight European economies*. International Review of Economics & Finance, 5(2), 187–205. [https://doi.org/10.1016/S1059-0560\(96\)90043-X](https://doi.org/10.1016/S1059-0560(96)90043-X)
- Bayoumi, T. – Eichengreen, B. (1997): *Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries*. European economic review, 41(3-5), 761–770. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292197000354>
- Buti, M. – Sapir, A. (Eds.) (1998): *Economic Policy in the EMU: A Study by the European Commission Services*. Clarendon Press.
- De Grauwe, P. (2000): *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press. Oxford
- Delors, J. (1989): *Regional implications of economic and monetary integration*. Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxembourg, Office for Official Publications of the EC. http://aei.pitt.edu/1008/1/monetary_delors_collected_papers.pdf
- Eichengreen, B. (1991): *Is Europe an optimum currency area*. NBER Working Paper, 3579. <https://www.nber.org/papers/w3579>
- Európai Bizottság (1998): *European Economy* (No. 65) https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication8013_en.pdf
- Fitoussi, J. P. – Saraceno, F. (2004): *The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus. Old and new tradeoffs in economics*. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2004-02.pdf>
- Frieden, J. (1998): *The euro: Who wins? Who loses?* Foreign Policy, 25–40. <https://www.jstor.org/stable/1149033?seq=1>
- Godley, W. (1992): *Maastricht and all that*. London Review of Books, 14(19), 3–4. <https://www.lrb.co.uk/the-paper/v14/n19/wynne-godley/maastricht-and-all-that>
- Goodhart, C. A. E. (1992): *National fiscal policy within EMU: The fiscal implications of Maastricht*. London School of Economics and Political Science. http://aei.pitt.edu/816/1/scop98_3_4.pdf
- Gros, D. (1996): *Towards Economic and Monetary Union: problems and prospects*. Centre for European Policy Studies, 65.
- Gros, D. – Thygesen, N. (1998): *European Monetary Integration: From the EMS to EMU*.
- Hu, M. Y. – Jiang – C. X. – Tsoukalas, C. (1997): *The European exchange rates before and after the establishment of the European Monetary System*. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 7(3), 235–253. [https://doi.org/10.1016/S1042-4431\(97\)00021-8](https://doi.org/10.1016/S1042-4431(97)00021-8)
- Kregel, J. A. (1999): *Currency stabilization through full employment: Can EMU combine price stability with employment and income growth?* Eastern Economic Journal, 25(1), 35–47. <https://www.jstor.org/stable/40325904?seq=1>
- Lámfalussy, C. – Maes, I. – Peters, S. – Péter, N. L. (2014): *Lámfalussy Sándor: az euro bölcse*. Mathias Corvinus Collegium.

Magyar Nemzeti Bank (2011): *Elemzés a konvergencia folyamatokról, Hová tart az euro*, október, 11–23. o., <https://www.mnb.hu/letoltes/konvergencia-elemzes-hu.pdf>

Obstfeld, M. – Cooper, R. N. – Krugman, P. R. (1985): *Floating exchange rates: experience and prospects*. Brookings Papers on Economic Activity, 1985(2), 369–464. <https://doi.org/10.2307/2534443>

Pasinetti, L. L. (1998): *The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP parameter*. Cambridge Journal of Economics, No. 1.

Shafer, J. R. – Loopesko, B. E. – Bryant, R. C. – Dornbusch, R. (1983): *Floating exchange rates after ten years*. Brookings Papers on Economic Activity, 1983(1), 1–86. <https://doi.org/10.2307/2534352>

Thygesen, N. (2002): *The Stability and Growth Pact: Any Need For Revision? A note for the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament*, 4th quarter 2002. http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20021203/20021203_thygesen.pdf

Trichet, J. C. (2011): *Two continents compared*. In Speech presented at the ECB Watchers Conference on June (Vol. 10, p. 2011). <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110610.en.html>

1.2.

Az eurozóna teljesítménye a maastrichti kritériumok tükrében és azon kívül

Boldizsár Anna — Bögöthy Zoltán — Kóczyán Balázs —
Rippel Géza — Siket Bence

Az inflációs rátára vonatkozó kritériumot az euro elindulásakor a tagállamok jórészt teljesítették, azonban ezt követően folyamatosan növekedett a nem teljesítések aránya. A 2000-es évek közepétől egyre több tagállam teljesítette sikeresen a kritériumot, ugyanakkor a 2008-2009-es globális pénzügyi válság felszínre hozta a strukturális problémákat, ismét növelve ezzel a nem teljesítések arányát. Az utóbbi tíz évben kisebb-nagyobb kilengésekkel ismételten egy csökkenő tendencia figyelhető meg a nem teljesítésekben.

Ami a hosszú lejáratú kamatlábak kritériumát illeti, 2010 végéig minden tagállam sikeresen teljesítette azt. Azonban, ahogy az infláció esetében is, a globális pénzügyi válságot követően szélesebb tartományban szóródtak a hosszú hozamok, és ezzel párhuzamosan a nem teljesítések aránya is növekedett. A gazdasági kilábalást követően a referenciaérték és a szórás csökkenésével a hosszú hozamok konvergálni kezdtek, és jelenleg minden eurozóna tagállam sikeresen teljesíti a hosszú lejáratú kamatlábra vonatkozó kritériumot.

Az euro bevezetése óta eltelt időszak tapasztalatai alapján a maastrichti költségvetési kritériumok gyakorlatilag nem biztosítják sem azt a költségvetési stabilitást, sem azt a mozgásteret, ami a közös valuta mellett szükséges. Fontos hangsúlyozni, hogy az egyes tagállamok a gazdasági ciklusuk különböző időpontjában csatlakoztak, ami a költségvetési mozgástér, azon belül főként az államadósság-ráta szempontjából kiemelkedően hangsúlyos tényezőnek számít. Nem mindegy ugyanis, hogy a belépési kritériumoknak való megfelelést konjunkturális vagy recessziós időszakban kellett-e végrehajtani. Az euroövezetbe való belépést utólag

sikeresen teljesítő tagállamok a csatlakozást megelőző időszak túlnyomó részében egyensúly közeli költségvetési egyenleget valósítottak meg, míg a kevésbé sikeres országok jellemzően nem, vagy csak rövid ideig feleltek meg a vonatkozó hiánykritériumnak. A kritériumok teljesítése az eurozónához való csatlakozást követően sem sikerült az országok többségének.

A maastrichti kritériumok figyelmen kívül hagyták a reálgazdasági (munkaerő mobilitás, termelékenység), valamint tőkeáramlási (folyó fizetési mérlegek, megtakarítási ráták) szempontokat. Így a globális pénzügyi válságot megelőző nominális kamatok együtt mozgása, míg az inflációs rátákban megfigyelt divergencia összességében azt eredményezte, hogy a periféria országokban a reálkamat alacsonyabb szinten alakult, mint a magországokban, megágyazva ezzel ezen országok későbbi adósságválságának.

A külső egyensúllyal összefüggő mutatók azt jelzik, hogy az eurót bevezetett országok között a globális pénzügyi válságig egyre inkább nőttek a különbségek, vagyis további konvergencia helyett inkább távolodtak egymástól az euroövezet tagországai. Az eurozóna országokban a '90-es évek közepe és a globális pénzügyi válság kitörése között a folyó fizetési mérlegek egyenlegének szórása folyamatosan és jelentősen emelkedett. Az országok nettó külső adósságának dinamikája szintén jelentős eltéréseket mutatott. Az országok közvetlentőke-beáramlása a 2000-es évek előtt szűk sávban alakult, majd a globalizáció előretörését – és a monetáris unió létrejötte után a pénzügyi rendszer integrációját – követően nagyobb ingadozást mutatott. A külső egyensúlyi mutatók tekintetében az euroövezet országainak euro bevezetését követő távolodását a folyó fizetési mérlegek széttartó egyenlegei és a nettó külső adósságban mutatkozó egyre nagyobb különbségek is jelzik, aminek hátterében a háztartások jelentős különbséget mutató pénzügyi megtakarítása állhat.

Bár a közös fizetőeszköz bevezetése makrogazdasági stabilitással és reálgazdasági felzárkózással kecsegtetett, azonban az elmúlt évtizedek tapasztalatai alapján kiderült, hogy az euro bevezetése önmagában nem jelentett garanciát a reálgazdasági konvergenciára. Az euroövezeti gazdaságok növekedési tapasztalatai országcsoportonként és időszakonként

eltérőek, a gyors felzárkózással jellemezhető országok sikerét elsősorban országspecifikus tényezők magyarázták. Emellett a monetáris unió a várározásoktól elmaradó mértékben stimulálta a zónán belüli külkereskedelem növekedését. A munkaerőpiaci folyamatok jelentős divergenciát mutattak az elmúlt két évtizedben, amihez a 2008/2009-es gazdasági világválság hatása mellett a munkaerőpiacok eltérő rugalmassága és szerkezete, illetve a különböző fiskális politikák és az övezeten belüli alacsony munkaerő-mobilitás is hozzájárult. Az USA államok közti vándorlástól továbbra is elmarad az eurozónában a munkaerő mobilitása, aminek elmúlt időszakban tapasztalt enyhe emelkedése elsősorban az újonnan csatlakozó országokhoz és a felsőfokú végzettségűekhez kötődik.

Az eurozóna világgazdaságban betöltött szerepe összességében mérséklődött az elmúlt évtizedekben. A térség globális GDP-ből vett részesedése (vásárlóerő-paritáson számolva) az 1999-es 16 százalékról 12 százalék alá csökkent 2018-ra, amihez a 2008/2009-es gazdasági világválságból történő lassú kilábalás mellett strukturális tényezők is hozzájárultak. A történelem folyamán kiemelkedő teljesítményt felmutató Európa egyre inkább hátrébb szorul az innovációban, lemaradása szembeötlő az immateriális beruházások és a termelékenység növekedése terén. Az euro forgalma kis mértékben csökkent a globális devizapiacokon, a nemzetközi devizatartalékok összetételében viszont növekedett a szerepe. A nemzetközi kereskedelemben azonban továbbra is az amerikai dollár dominál.

1.2.1. Az eurozóna teljesítménye a maastrichti kritériumok tükrében

1-2. táblázat: Az euroövezeti csatlakozás feltételei:
konvergenciakritériumok

Kritérium	Leírás
Árstabilitás	Az inflációs ráta legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a 3 legjobb teljesítményt nyújtó tagállam inflációs rátáját. A költségvetési hiány legfeljebb a GDP 3%-át teheti ki
Rendezett és fenntartható államháztartás	Az államadósság nem haladhatja meg a GDP 60%-át. Amennyiben az államadósság meghaladja a GDP 60 százalékát, akkor a rátában folyamatos és jelentős csökkenést kell felmutatni.
Árfolyam-stabilitás	A csatlakozni kívánó tagállamnak legalább 2 éven keresztül részt kell vennie az árfolyam-mechanizmusban (ERM II) anélkül, hogy pénzneme erőteljesen eltérne az ERM II-ben alkalmazott középfolyamtól, vagy pénznemének az euróval szembeni középfolyamát ugyanebben az időszakban lejjebb szállította volna.
Hosszú lejáratú kamatlábak	A hosszú lejáratú kamatláb legfeljebb 2 százalékponttal haladhatja meg az árstabilitás szempontjából 3 legjobb teljesítményt nyújtó tagállam kamatlábát.

Forrás: Az Európai Unió Tanácsa.

A 12 tagország által megalkotott és elfogadott kritériumoknak már az elinduláskor a tagállamok egyötöde nem felelt meg, ami tovább erősítette az eurozóna sikerességét kétségbe vonók táborát. De Grauwe (2009) szerint a maastrichti konvergenciakritériumok politikai eszközként funkcionáltak, mintsem valós közgazdasági megfontolásokként. Az 1990-es évek európai kormányzati törekvései gyorsították a monetáris unió mihamarabbi bevezetését. Azonban ahogy az 1999-es bevezetési dátum közeledett, egyre inkább világossá vált, hogy számos ország

képtelen teljesíteni a korábban elfogadott belépési kritériumokat. Hasonlóan vélekedett Lámfalussy Sándor is, szerinte a közös fizetőeszköz csupán „egy politikai mechanizmus volt”. Az ellenérveket felsorolók szerint szintén nem került definiálásra a fenntartható konvergencia fogalma. Afxentiou (2000) kiemelte, hogy a maastrichti kritériumok csak kis részben kapcsolódnak a valós konvergenciához. Definíciója szerint a konvergencia „egy folyamat, mely technológiailag, nem versengő módon felzárkóztat területeket, és az intézményileg és strukturálisan fejletlenebb országok felzárkóznak a fejlettekhez”. Ugyanakkor, a maastrichti kritériumok nagyrészt csak az árstabilitás és költségvetési egyensúly terén fogalmaznak meg konvergenciát. Szintén kritikaként vetette fel De Grauwe (2009) és Paleta (2012), hogy a belépési kritériumok teljesítése nem jelent garanciát a belépést követő konvergencia fennmaradására. Temperton (1998) azt emelte ki, hogy az alapító tagok konvergenciája megvalósult egy világszerte alacsony inflációval, valamint alacsony európai aggregált kereslettel jellemezhető időszakban, vagyis akkor, amikor egyetlen ország kibocsátása sem volt a potenciális szintje felett. A következőkben a maastrichti konvergenciakritériumokon végig haladva megvizsgáljuk, hogy mennyire sikerült teljesíteni belépéskor, illetve azt követően a fent említett kritériumokat. A fejezetben szintén kitérünk arra, hogy az egyes kritériumokban megfigyelt konvergencia, illetve divergencia milyen következményekkel járt az eurozóna különböző térségeiben.

A maastrichti költségvetési kritériumok és tagállami tanulságok

A maastrichti konvergenciakritériumok közül kettő érinti a költségvetést, amelyek az államháztartási hiányra és az államadósság-rátára vonatkoznak. A deficitet érintő kritérium alapján a csatlakozni kívánó EU tagállam költségvetési hiánya nem haladhatja meg a tárgyévi bruttó hazai termék 3 százalékát. Az adóssághoz kapcsolódó elvárás továbbá kimondja, hogy az adott tagállam GDP-arányos adósságrátája nem haladhatja meg

a 60 százalékot, vagy amennyiben mégis magasabb ennél, úgy az adósság kielégítő ütemű csökkentésére van szükség.

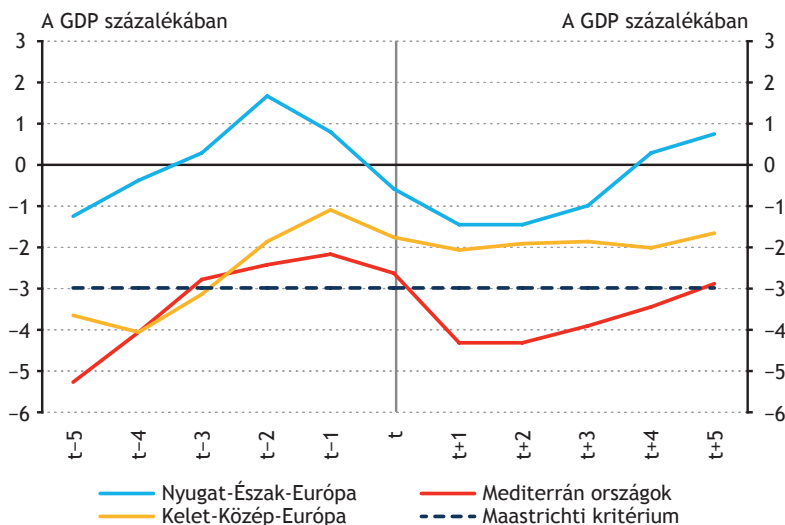
Az euro bevezetése óta eltelt időszak tapasztalata alapján a maastrichti költségvetési kritériumok gyakorlatilag nem biztosítják sem azt a költségvetési stabilitást, sem azt a gazdaságpolitikai mozgásteret, ami a közös valuta mellett szükséges. Az 1993-ban hatályba lépett Maastrichti Szerződésben foglalt költségvetési szabályok csak formálisan jelentenek elégséges feltételt az euroövezethez való csatlakozáshoz, de nem mutatják, hogy valóban érett-e egy ország az euroövezetbe való belépésre. Jelentős különbségek alakultak ki az eurozóna államai között abban a tekintetben, miként teljesítették a maastrichti fiskális kritériumokat a csatlakozás időszakában és azt követően.

Az utólag sikeresnek ítéltető tagállamok a csatlakozást megelőző időszak túlnyomó részében egyensúly közeli költségvetési egyenleget valósítottak meg, míg a sikertelen országok jellemzően nem, vagy csak rövid ideig feleltek meg a vonatkozó hiánykritériumnak. A nyugat- és észak-európai országok már az euro bevezetése előtti évek túlnyomó részében is a maastrichti kritériumnál alacsonyabb költségvetési hiánnyal rendelkeztek, míg a mediterrán tagállamok átlagos költségvetési hiánya mindössze a csatlakozás előtti néhány évben (a közös árfolyamrendszerbe történő belépés idején) felelt meg a maastrichti 3 százalékos hiánycélnak, ezután a deficit több mediterrán országban is meghaladta a kritériumot (1-6. ábra). A kelet- és közép-európai országcsoport államháztartása az eurozónához való csatlakozás idejére felelt meg az előírásoknak.

Fontos hangsúlyozni, hogy az egyes tagállamok a gazdasági ciklusuk különböző időpontjában csatlakoztak, ami a költségvetési mozgáster szempontjából kiemelkedően hangsúlyos. Az euro bevezetésének időpontja abból a dimenzióból válik igazán lényegessé, hogy az adott időszakban az európai és a világ-gazdaság éppen milyen ciklikus pozícióban volt. A nyugat-európai tagállamok kedvező világgazdasági konjunktúra mellett

valósították meg a közös valuta bevezetését, amikor a költségvetési deficit csökkenése az automatikus stabilizátoroknak köszönhetően megvalósult. A mediterrán tagállamok többsége az euro bevezetésének időszakára, majd azt követően is megfelelt a 3 százalékos hiánycélnek, azonban a 2008-2009-es világgazdasági válság különböző országspecifikus tényezők, illetve a magas adósságállományok miatt erőteljesebben érintette őket. A közép- és kelet-európai tagállamok 2007 és 2015 között csatlakoztak az euroövezethez, ami Szlovákia és Szlovénia esetében a világgazdasági válság kitörésének időpontját, a balti államoknál a válságból való kilábalás időszakát jelentette. Az országcsoport ugyanakkor jellemzően alacsony, átlagosan 30-40 százalékpont közötti adósságráták mellett a hiány alkalmankénti emelkedésével jutott túl a recesszió.

1-6. ábra: Az euroövezeti tagállamok átlagos ESA-hiánya az eurozónához történő csatlakozás előtti és utáni években

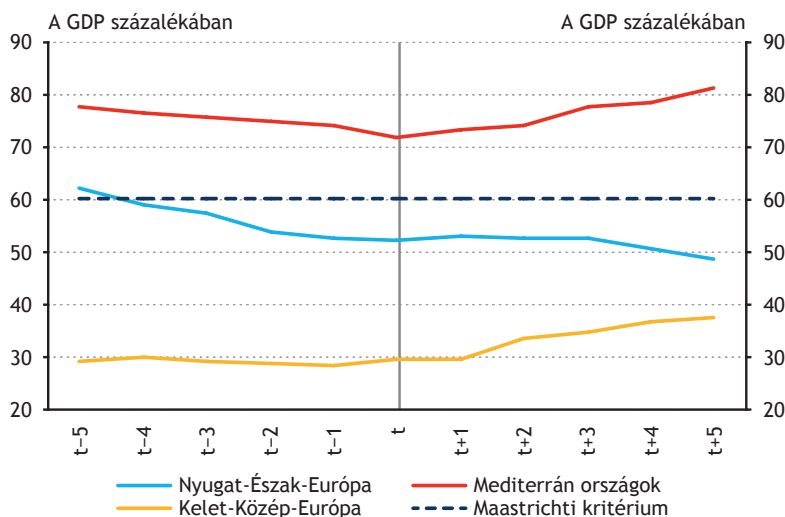


Megjegyzés: a Nyugat- és Észak-Európa országcsoportot Belgium, Németország, Írország, Franciaország, Luxemburg, Hollandia, Ausztria és Finnország; a mediterrán országcsoportot Görögország, Spanyolország, Olaszország, Ciprus, Málta és Portugália; míg a Kelet-Közép-Európa országcsoportot Észtország, Lettország, Litvánia, Szlovénia és Szlovákia alkotják.

Forrás: Európai Bizottság.

A gazdaságpolitika mozgásterét jobban befolyásolja az államadósság-ráta mértéke a hiányhoz képest. A nyugat- és észak-európai tagállamok az euroövezethez való csatlakozás idejére átlagosan 60 százalék alá csökkentették adósságrátájukat, míg a mediterrán országok átlagos GDP-arányos adóssága 70-80 százalék között alakult. Az eurozónához később csatlakozó közép- és kelet-európai tagállamok mind 50 százalék alatti adósságszint mellett léptek be az övezetbe (1-7. ábra). A szuverén adósságválság megmutatta, hogy a GDP-arányos államadósság fenntarthatóságának vizsgálatakor a tagállam fejlettségét is érdemes figyelembe venni.

1-7. ábra: Az euroövezeti tagállamok átlagos államadósság-rátája az eurozónához történő csatlakozás előtti és utáni években

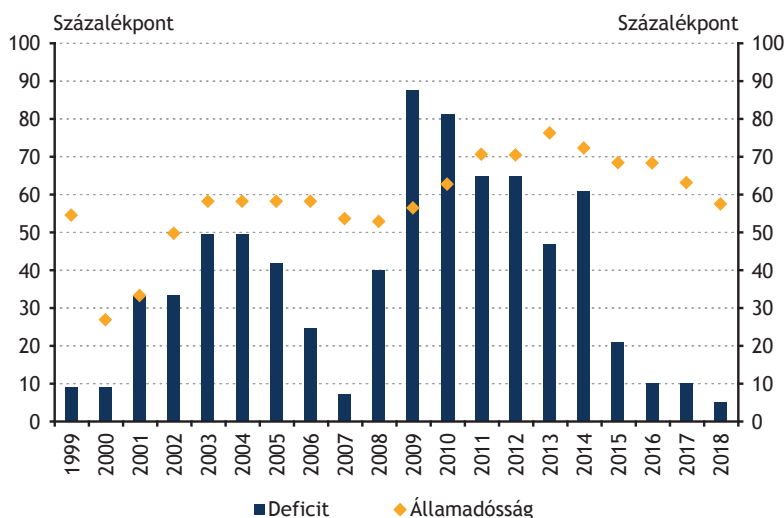


Megjegyzés: a Nyugat- és Észak-Európa országcsoportot Belgium, Németország, Írország, Franciaország, Luxemburg, Hollandia, Ausztria és Finnország; a mediterrán országcsoportot Görögország, Spanyolország, Olaszország, Ciprus, Málta és Portugália; míg a Kelet-Közép-Európa országcsoportot Észtország, Lettország, Litvánia, Szlovénia és Szlovákia alkotják.

Forrás: Európai Bizottság.

A kritériumok teljesítése az eurozónához való csatlakozást követően sem sikerült az országok többségének. Az euro fizikai formában való bevezetése (2002) óta soha nem fordult elő, hogy a tagállamok több mint felében 60 százalék alatt lett volna az államadósságráta. Mindössze 30 és 45 százalék között mozgott az ezt teljesítők aránya (1-8. ábra). A deficitre vonatkozó kritérium teljesítése a konjunktúra időszakában jellemzően sikerült az eurozóna államainak, ugyanakkor a válságkezelés idején a GDP 3 százalékát meghaladó hiányszint jellemezte a tagállamok nagyját.

1-8. ábra: A GDP 3 százaléka feletti államháztartási deficittel, illetve 60 százaléka feletti államadóssággal rendelkező államok részaránya az eurozónában



Forrás: Eurostat.

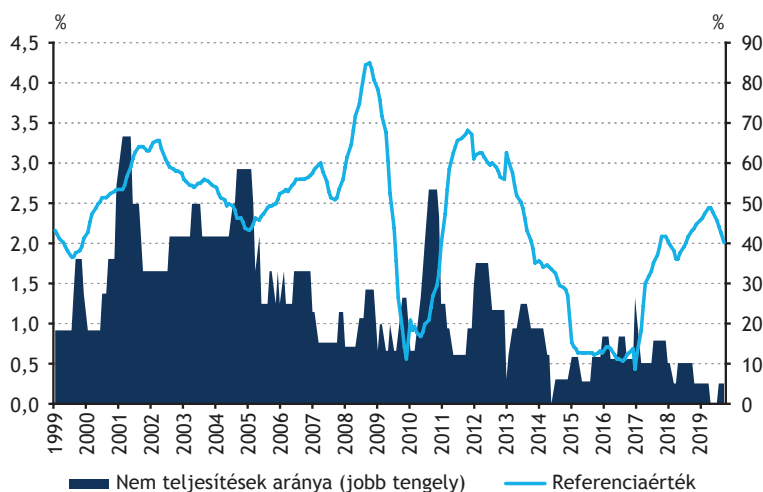
A maastrichti kritériumok megítélésünk szerint nem biztosítanak kellő költségvetési mozgásteret, stabilitást és nem veszik figyelembe az egyedi tényezőket. Az önálló tagállami monetáris politika és a közösségi költségvetési transzferek hiánya érdemi fiskális mozgástér igényét támasztják az eurozónához tartozó országok számára. Ehhez viszont nem elegendők az eurozónába való jelentkezés és felvétel kritériumai által meghatározott

költségvetési feltételek. Az eurozónába való belépés fiskális feltételeinek az alacsonyabb költségvetési hiány és mérsékeltbb államadósság révén biztosítani kell a stabil költségvetési helyzetet. Ugyanakkor, kellő rugalmassággal és az országspecifikus tényezők figyelembevételével támogatnia kell, hogy aszimmetrikus sokkok esetén kellő mértékű költségvetési mozgástér álljon rendelkezésre a gazdaság stabilizációjára a költségvetési fenntarthatóságának veszélyeztetése nélkül.

Infláció kritériuma

Az inflációs mutató számításához kapcsolódóan jelentős kritikák fogalmazódtak meg. Az inflációs referenciakritérium az Európai Unió három legalacsonyabb inflációs rátájával rendelkező ország számtani átlagából határozódik meg. Azáltal, hogy az egész Európai Unió számít a referencia kritérium halmozásának, az eurozóna inflációjához történő konvergencia nem biztosított. A számítási módszerből fakadóan megtörténhet az, hogy olyan országok kerülnek bele a referenciacsoportba, melyek gazdasági súlya csekély, továbbá az eurozónához képest aszimmetrikus sokkok érik. A kritériumhoz való közelség azt is jelenti, hogy az adott ország a „legjobban teljesítők” egyike infláció tekintetében. Azonban, ahogy az utóbbi évek japán, illetve eurozóna tapasztalatai mutatták, az infláció nagyon alacsony szintje sem mindig megfelelő. Mindez erősíti azt, hogy inkább azokat az országokat kellene referenciaként tekinteni, amelyek legközelebb állnak az Európai Központi Bank 2 százalékos inflációs céljához (Jonas, 2004).

1-9. ábra: Inflációs kritériumot nem teljesítők aránya, valamint az inflációs kritériumra vonatkozó referenciaérték az eurozóna mindenkor tagországaival

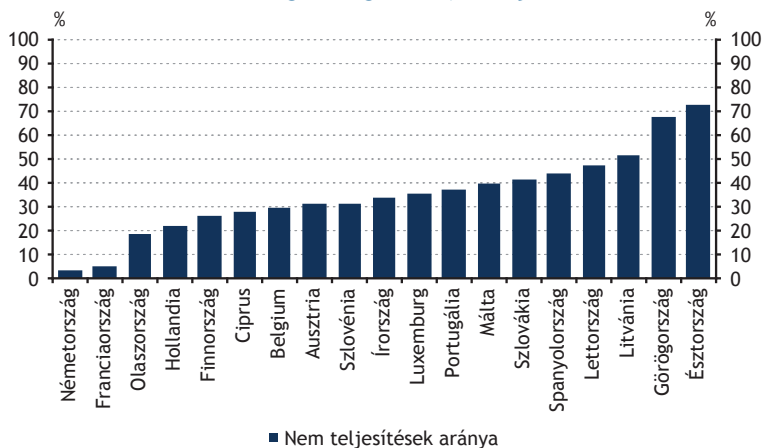


Megjegyzés: Az Európai Bizottság sztenderdjeinek megfelelően szélsőséges alap-folyamatok miatt Litvánia 2014-ben, Írország 2011 és 2012-ben, Görögország 2013, 2014 és 2015-ben, továbbá Ciprus 2014, 2015, és 2016-ban kikerült az elemzésből.
Forrás: Eurostat, saját számítás és szerkesztés.

Az ezredforduló körül az inflációs ráták konvergenciája jórészt teljesült, az eurozóna elindulásakor csak a tagállamok 18 százaléka (Portugália és Írország) nem teljesítette a belépéshez szükséges inflációs kritériumot (1-9. ábra). Ugyanakkor, az eurozóna elindulását követően az inflációs pályák divergálni kezdtek, a magországok rátája néhány kivétellel végig a referenciaérték alatt helyezkedett el, míg a periféria országai folyamatosan meghaladták a küszöb értéket. A divergencia elindulását a nem teljesítési arány is alátámasztotta, a kezdeti közel 20 százalékos szintről a mutató 2001-re 67 százalékra növekedett. A válságot megelőző időszakban az inflációs ráták újból konvergálni kezdtek, azonban a válság ismételten felszínre hozta a gazdaságok strukturális különbségeit, így a nem teljesítések aránya újból emelkedni kezdett. A referenciaérték zuhanása, és ezzel párhuzamosan a nem teljesítések hirtelen növekedé-

se szintén rámutatott a kritérium módszertani hiányosságaira. 2009-ben a referenciaérték először plusz, majd pedig mínusz másfél százalékponttal tért el az EKB inflációs céljától. 2010-es évektől az inflációs ráták kisebb-nagyobb kilengésekkel újfent konvergenciát mutatnak. Az egész időszakot vizsgálva összességében megállapítható, hogy mind a nem teljesítések, mind pedig a referencia értékben jelentős ingadozások figyelhetők meg. Az utóbbi húsz évben szemtanúi lehettünk olyan hónapoknak, mikor az összes eurozóna tagállam teljesítette az inflációra vonatkozó kritériumot, míg előfordultak olyan esetek is, amikor a tagországok közel 70 százaléka nem teljesítette azt.

1-10. ábra: Inflációs kritérium nem teljesítésének aránya az eurozóna mindenkori tagországainál (1999 január-2019 október)



Megjegyzés: Az Európai Bizottság sztenderdjeinek megfelelően szélsőséges alapfolyamatok miatt Litvánia 2014-ben, Írország 2011 és 2012-ben, Görögország 2013, 2014 és 2015-ben, továbbá Ciprus 2014, 2015, és 2016-ban kikerült az elemzésből. Forrás: Eurostat, saját számítás és szerkesztés.

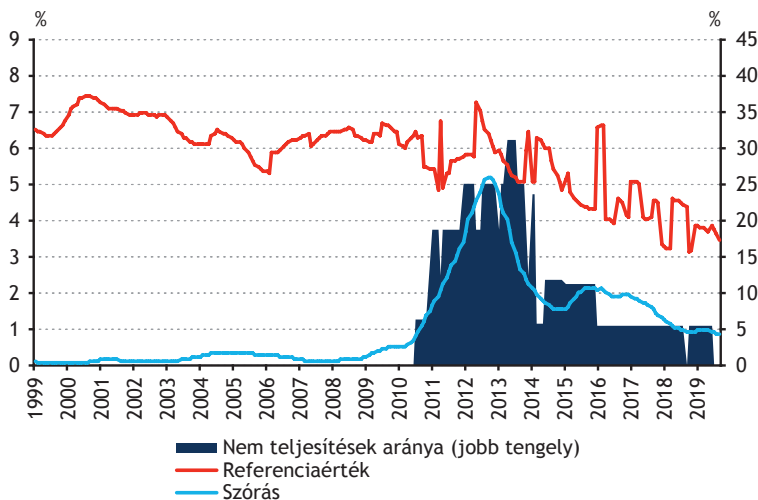
Amennyiben megvizsgáljuk országonként a nem teljesítések arányát továbbra is erősen vegyes képet kapunk (1-10. ábra). Míg Németország az esetek 4 százalékában nem teljesítette a kritériumot, addig Spanyolország és Görögország az esetek 44 és 67 százalékában a referencia érték felett helyezkedett el. Szintén szembetűnő az is, hogy az eurozónához újonnan csatlakozó

tagállamok milyen magas nem teljesítési aránnyal rendelkeznek. Bár a belépéskor Észtország és Litvánia teljesítette a konvergenciakritériumot, összességében az esetek több mint felében a referencia érték felett alakult az inflációs rátájuk. Ebből arra következtethetünk, hogy a 12 hónapos megfelelési időszak nem biztosít egy fenntartható teljesülést a későbbiekben.

Hosszú lejáratú kamatlábak kritériuma

A hosszú hozamok szórását vizsgálva látható, hogy a globális pénzügyi válságig kismértékű volatilitástól eltekintve többnyire folyamatos együttmozgás volt megfigyelhető (1-11. ábra). Mindez a kritériumok teljesítésében is visszatükröződött, 2010 végéig minden ország teljesítette a hosszú hozamokra vonatkozó kritériumot. Ugyanakkor, a válságot követően a kockázatérzékelés megváltozásával már szélesebb tartományban mozogtak a hosszú hozamok.

1-11. ábra: A hosszú lejáratú kamatlábak kritériumát nem teljesítő aránya, a referenciaérték, és a hosszú kamatlábakra vonatkozó szórások az eurozóna mindenkori tagországainál



Megjegyzés: Az Európai Bizottság sztenderdjeinek megfelelően szélsőséges alapfolyamatok miatt Írország 2012-ben, Görögország 2010 és 2011-ben kikerült a referenciaszámításból.

Forrás: Eurostat, saját számítás és szerkesztés.

A befektetők a kockázatvállalási hajlandóság csökkenésével elsősorban a periféria országainak hosszú állampapírjait kezdték el eladni, megmegnővelve ezáltal azok hozamait. A tőke átáramlott biztonságosabb eszközökbe, így a magországok állampapírjainak hozama ezzel ellenkezőleg mérséklődött. A folyamat összességében azt eredményezte, hogy a magországok hozama le, míg a periféria országainak hozama felfelé távolodott el az átlagtól, jelentős megugrást okozva a hozamok szóródásában. A hozamok szóródásának növekedésével a kritériumot nem teljesítők aránya is emelkedett, 2013 végére 30 százalékon alakult a mutató. A kilábalást követően, a referenciaérték és szórás csökkenésével a hosszú hozamok konvergálni kezdtek. 2019 júliusában visszatértünk a 2010-es állapothoz, az eurozóna összes tagállama teljesíti a hosszú kamatlábakra vonatkozó konvergenciakritériumot.

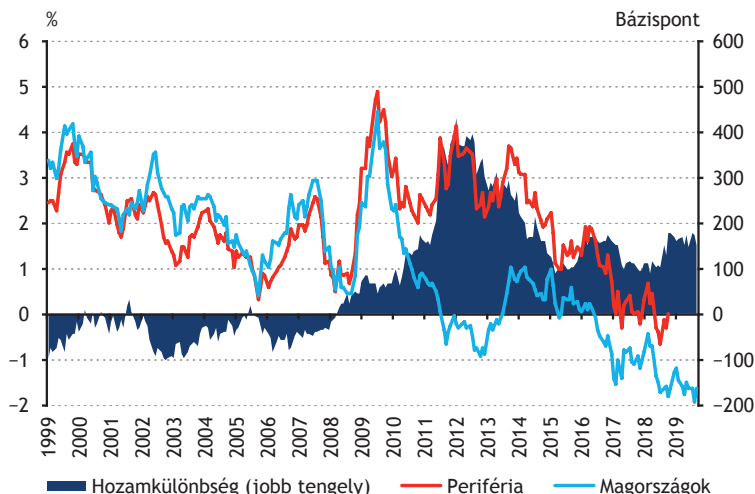
Konvergáló kamatok és eltérő inflációs ráták következményei

Az előzőekben láthattuk, hogy hozamokban és inflációs rátákban különböző folyamatok zajlottak le az eurozóna tagállamai között. A 2008-2009-es válságot megelőző nominális kamatok együtt mozgása, míg az inflációs rátákban megfigyelt divergencia összességében azt eredményezte, hogy a periféria országaiiban a reálkamat alacsonyabb szinten alakult, mint a magországokban (1-12. ábra).

Az alacsony reálkamat következtében az európai bankrendszer olcsón kezdte finanszírozni a periféria magán és állami szektorát. Az alacsony reálkamat miatt jelentősen lecsökkent a belföldi (rezidens) szereplők megtakarítási hajlandósága. A folyamat eredményeként a magországok hitelezői lettek a periféria országainak, mely a folyó fizetési mérleg egyenlegek szétválásában csapódott ki. A problémát csak tovább fokozta, hogy a források javarészt az ingatlanszektorba áramoltak, amely egyfelől növelte a lakásár-buborék kialakulását, másfelől pedig mérsékelte a

produktív beruházásokat, visszafogva a periféria gazdaságainak közép- és hosszú távú termelékenységét.

1-12. ábra: Reálkamatok alakulása az eurozóna mag és periféria tagországainál (1999 január-2019 szeptember)



Megjegyzés: A reálkamat a 10 éves állampapír hozamának és az adott havi inflációs ráta különbsége. Magországokhoz Belgium, Finnország, Franciaország, Németország, Luxemburg és Hollandia, míg a perifériához Portugália, Görögország, Olaszország és Spanyolország tartozik.

Forrás: Eurostat és saját számítás, szerkesztés.

A globális pénzügyi válságot követően a magországok és a periféria reálkamatai teljesen szétváltak, az együttmozgást divergencia követte.

Míg a magországok alacsony infláció mellett olcsón tudtak forráshoz jutni, addig a periféria országai szintén mérsékelt infláció mellett magas nominális kamatokkal szembesültek. Az alacsony infláció és a magas kockázati prémium következtében a periféria tagországainak reálkamata 2011 végén magasabban alakult mint 1999-ben, az eurozóna elindulásakor. 2011-ben voltak olyan időszakok, amikor a periféria és magországok közötti hozamkülönbség meghaladta a 400 bázispontot. A magas finanszírozási

költségek miatt a periféria országainak eladósodottsága tovább növekedett a versenyképesség és munkatermelékenység rovására. 2015-től ismételten egy új szakaszt figyelhetünk meg, a reálkamatok között gyakorlatilag folyamatosan fennáll a közel 200 bázispontos különbség. Összességében a maastrichti kritériumok nem biztosították a tagországok közötti teljes konvergenciát, csak részleges konvergencia ment végbe.

A maastrichti kritériumok figyelmen kívül hagyták a reálgazdasági (munkaerő mobilitás, termelékenység), valamint tőkeáramlási (folyó fizetési mérlegek, megtakarítási ráták) szempontokat. Bár nominális kamatok konvergenciája a globális pénzügyi válságig nagyrészt teljesült, egyéb egyensúlyi mutatókban a tagországok, különösen a periféria és a magországok csoportja szétválni kezdett. Az eurozóna válsága rávilágított arra, hogy bár békeidőben a kritériumok képesek egy részleges konvergenciát elősegíteni, további reálgazdasági és tőkeáramlási kritériumok és mutatók bevezetése szükséges ahhoz, hogy teljes konvergencia teljesüljön az eurozóna országai között.

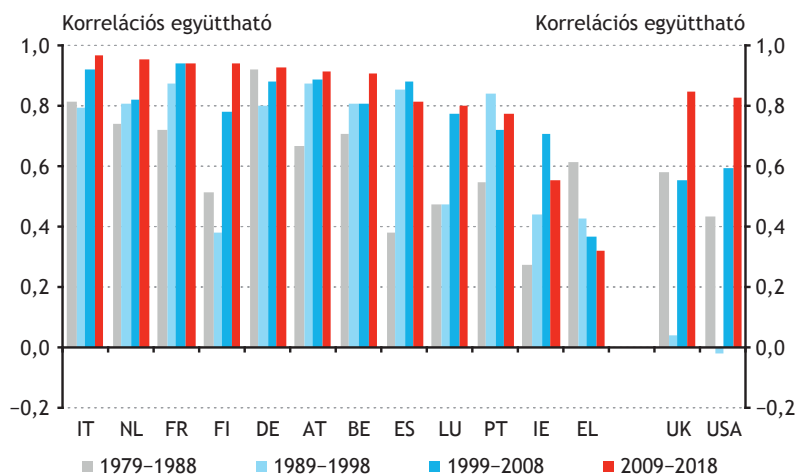
1.2.2. Reálkonvergencia az eurozónán belül

Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió a prosperitás mellett **makrogazdasági stabilitással és reálgazdasági felzárkózással** kecsegtetett. Az árfolyam stabilizálásán és a tranzakciós költségek csökkentésén keresztül a közös fizetőeszköz a tőke mobilitásának és az övezeten belüli kereskedelemnek az ösztönzésére volt hivatott, ami elméletben az országok közötti reálgazdasági konvergenciát is elősegítené. A válság előtti időszakban a gazdaságpolitikusok vélekedése jellemzően az volt, hogy **a monetáris politika képes stabilizálni az inflációt és ezen keresztül a reálgazdasági folyamatokat is**, így a közös monetáris politika effektíven tudja kezelni a gazdasági ciklusokat, míg az egyedi (idioszinkratikus) hatásokat a szabályalapú fiskális politikák képesek

simítani. Egy valutaövezetben fontos tényező az **üzleti ciklusok harmonizáltsága**, hiszen ez biztosíthatja, hogy az országokat érő közös hatások a meghatározóak, nem pedig az egyedi ország-specifikus impulzusok.

Franks és szerzőtársai (2018) szerint **az eurozóna tagországok üzleti ciklusai egyre szinkronizáltabbá váltak** az elmúlt évtizedekben, akik azonban megjegyzik, hogy a ciklusok amplitúdója a válságot követően összességében divergált az országok körében. **Az alapító országok üzleti ciklusait már a közös fizetőeszköz bevezetését megelőző évtizedekben is jó együttmozgás jellemezte**, ami 1999-től a válságig tovább erősödött. 2008-at követően a harmonizáció tovább emelkedett és az országok széles körét jellemezte. A gazdasági ciklusok szinkronizáltságára utalhat a tagországok GDP-változásainak szorosabb kapcsolata is. Az eurót először bevezető tizenkét tagország előző év azonos negyedéveihez viszonyított **GDP-változásai az elmúlt évtizedekben egyre jobban együtt mozogtak** (1-13. ábra). Az eurozóna GDP alakulásához viszonyított korreláció Franciaország, Finnország, Belgium, Olaszország és Hollandia esetén érdemben javult a közös valuta bevezetését követően, míg Görögország GDP-je – a makroszintű egyensúlytalanságok felépülése és a sikertelen válságkezelés következtében – tartósan kedvezőtlenebb pályán alakult az elmúlt időszakban. **Érdemes megjegyezni, hogy a közös monetáris politika mellett a globalizáció szélesedése is hozzájárult az üzleti ciklusok harmonizációjához.** Ezt bizonyítja, hogy a vizsgált időszakban az euroövezet, valamint az Egyesült Királyság és az USA GDP-változása közötti korreláció is jelentősen emelkedett.

1-13. ábra: Eurozóna GDP-változásával vett korrelációk alakulása



Megjegyzés: Előző év azonos negyedévéhez viszonyított változások alapján.

Forrás: OECD alapján MNB-számítás.

A monetáris unióban az üzleti ciklusok szinkronizáltabbá váltak, azonban **az euro bevezetése önmagában nem jelent garanciát a reálgazdasági konvergenciára**. A válság rávilágított arra, hogy az **euroövezetet érintő közös impulzusok gazdasági hatásai országonként különbözhetnek** a gazdaságszerkezet, az eladósodottság, a pénzügyi rendszer globális integráltsága, a mérlegciklus fázisa, illetve a fiskális politika automatikus stabilizátorai függvényében. Heterogén gazdaságok esetén az egyedi fiskális politikáknak nagyobb szerep jut, míg a közös monetáris transzmisszió ereje csökken. Harmonizált ciklusok mellett a makrogazdasági stabilizációs eszközök hatékonyan működhetnek, annak ellenére, hogy a **tagországok közötti jövedelmi (fejlettségi) különbségek fennmaradnak**. A közös fizetőeszköz hatására a tőke elméletben a felzárkózó országokba áramlik, ugyanakkor a jövedelmi különbségek hosszabb távon is fennmaradhatnak, amennyiben az alacsony termelékenységű ágazatokban koncentrálódik. A fejlett humán és fizikai infrastruktúra, valamint az innováció mind erősítik a tőkevonzó képességet, így ösztönzik az egy főre jutó GDP emelkedését.

A gazdasági fejlettség konvergenciája a gazdasági integráció **kiemelt kérdése** és fontos a monetáris unió kohéziója szempontjából. A **maastrichti kritériumok elsősorban nominális és fiskális feltételeket fogalmaztak meg** a csatlakozók számára, amelyeket a bevezetéskor többen is kritizáltak (Emerson és szerzőtársai, 1992; Bini-Smaghi és szerzőtársai, 2013). **Ugyanakkor a maaastrichti kritériumok számos reálgazdasági tényezőt figyelmen kívül hagytak, amelyek meghatározóak az optimális valutaövezet kialakulása és működése szempontjából.** Az alábbiakban a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP, a gazdaságszerkezet, a külkereskedelem, a munkaerőpiac, valamint a munkatermelékenység alakulását vizsgáljuk meg az eurozóna tagországai körében, kiemelt figyelmet szentelve a konvergenciafolyamat értékelésének.

Az euroövezeti gazdaságok **növekedési tapasztalatai országonként és országcsoportonként eltérőek** (1-3. táblázat). A közös fizetőeszközt az 1999-es induláskor bevezető országok vásárlóerő-paritáson számolt egy főre jutó GDP-je 29 ezer és 46 ezer USD között alakult, Portugália fejlettsége a német érték közel 70 százalékán, míg Hollandia annak megközelítőleg 110 százalékán alakult. Az eurót 1999-ben és 2001-ben (Görögország) bevezető tagországok **relatív fejlettsége többségében emelkedett a válságig, míg Olaszország, Portugália és Franciaország esetében gazdasági divergencia azonosítható** (1-14. ábra, bal panel). A közös fizetőeszköz első évtizedében a széleskörű konvergencia ellenére **mindössze két országnak sikerült jelentősebb növekedési többletet felhalmoznia.** Írország esetében azonban a gyors konvergencia már az 1990-es évek első felében elindult, míg Görögország europsatlakozást követő felzárkózása fenntarthatatlan volt és komoly sérülékenységi problémák kiépülésével járt. **A válságot követő évtizedben egyedül Írországnak sikerült a relatív fejlettségi szint emelése** – amihez statisztikai hatások is hozzájárultak –, a tagországok többségében a Németországhoz viszonyított egy főre jutó GDP csökkent. **Az euro bevezetésének első húsz évében egyedül Írországnak sikerült növekedési többletet felhalmoznia.**

1-3. táblázat: Éves átlagos GDP-növekedés az euroövezet tagországaiban

	1980-1999	2000-2019*	Különbség
Írország	5,1	5,6	0,5
Litvánia***	4,9	5,2	0,3
Észtország***	5,5	5,0	-0,5
Lettország***	5,2	4,9	-0,3
Szlovákia**	4,8	4,4	-0,4
Luxemburg	4,7	3,5	-1,1
Szlovénia***	4,1	3,0	-1,1
Spanyolország	2,7	2,2	-0,5
Finnország	2,7	2,1	-0,5
Ausztria	2,4	1,9	-0,4
Belgium	2,2	1,9	-0,3
Hollandia	2,7	1,8	-0,8
Németország	2,1	1,8	-0,3
Franciaország	2,2	1,6	-0,5
Portugália	3,1	1,0	-2,1
Olaszország	2,0	0,7	-1,3
Görögország	1,4	0,6	-0,8

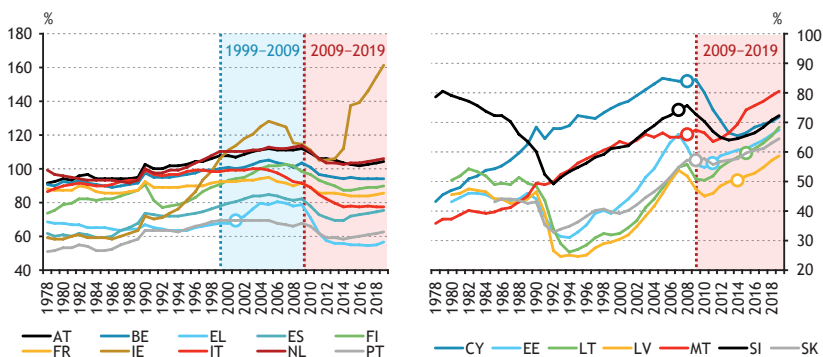
Megjegyzés: Negyedéves adatok alapján. Ciprus és Málta nélkül. *2009 nélkül.
 1994-től állnak rendelkezésre adatok. *1996-tól állnak rendelkezésre adatok.

Forrás: OECD.

Az eurozónához később csatlakozó országok tapasztalatai is vegyes képet mutatnak. Málta, Szlovákia, Észtország, Lettország és Litvánia relatív fejlettsége összességében emelkedett a csatlakozás óta, míg Szlovénia és Ciprus relatív mutatója romlott a belépési szinthez viszonyítva (1-14. ábra, jobb panel). Érdeemes megjegyezni, hogy Írországhoz hasonlóan a máltai egy főre jutó GDP bővülésében is szerepet játszottak számviteli hatások.

Szlovákia belépése a reálgazdasági konvergencia folytatódásával egyelőre az eurobevezetés **sikeres példájának** tekinthető, amihez a rugalmas munkaerőpiac, a megfelelő fiskális mozgástér is hozzájárult. A **balti országok** egy főre jutó GDP-jének gyors növekedése azonban félrevezető – Észtország, Lettország és Litvánia egy főre jutó mutatói azért növekedtek jelentősen, mert a **népesség az elmúlt évtizedekben összességében jelentősen mérséklődött**.

1-14. ábra: Az egy főre jutó GDP alakulása Németországhoz viszonyítva

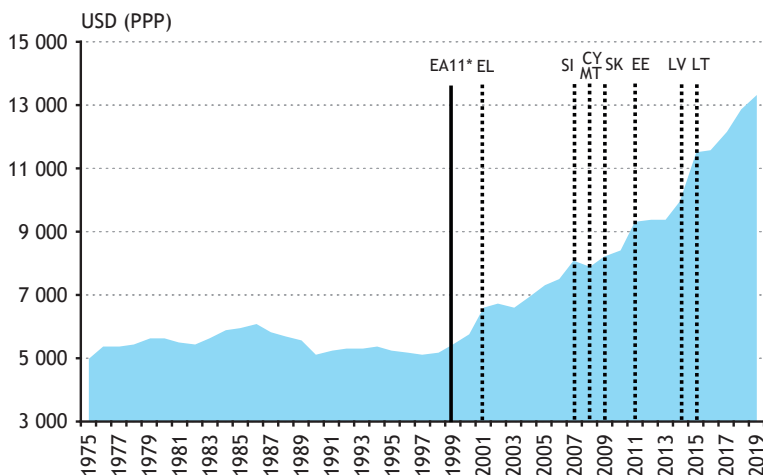


Megjegyzés: Körökkel jelölve az euro bevezetését az 1999 után csatlakozó országok esetén. Vásárlóerő-paritáson számolva.

Forrás: WDI, Maddison és AMECO alapján MNB-számítás.

A relatív fejlettség idősoros alakulásában tetten érhető vegyes kép mutatkozik meg az eurozóna tagországok egy főre jutó GDP-jének szórásában is, aminek csökkenése (emelkedése) konvergenciára (divergenciára) utal. Az induláskor csatlakozó országok (Luxemburg nélkül) **gazdasági fejlettségének szórása 1975 és 1999 között alacsony volt, ami az elmúlt két évtizedben jelentősen emelkedett** (1-15. ábra). Az alapító országokétól elmaradó egy főre jutó GDP-vel jellemezhető újonnan csatlakozók érdemben megemelték a tagországok fejlettségi szintjének szórását.

1-15. ábra: Az egy főre jutó GDP szintjének szórása az eurozóna tagállamaiban



Megjegyzés: Vásárlóerő-paritáson számolva. Luxemburg nélkül.

Forrás: WDI, Maddison és AMECO alapján MNB-számítás.

1-1. keretes írás: Az euro bevezetésének győztesei és vesztesei

Húsz év telt el a közös valuta bevezetése óta, ugyanakkor az euro makrogazdasági hatásai kapcsán továbbra is élénk vita folyik a közgazdászok és gazdaságpolitikusok körében. A Center for European Policy német think-tank nemrégiben megjelent empirikus tanulmánya (Gasparotti és Kullas, 2019) azt vizsgálta, hogy kinek mennyire érte meg az euroövezetbe történő csatlakozás. A szerzők Németország, Hollandia, Görögország, Spanyolország, Belgium, Portugália, Franciaország és Olaszország esetében alternatív növekedési pályákat szimuláltak az 1999 és 2017 közötti időszakra, amelyeket a valós növekedési pályákkal vetettek össze.

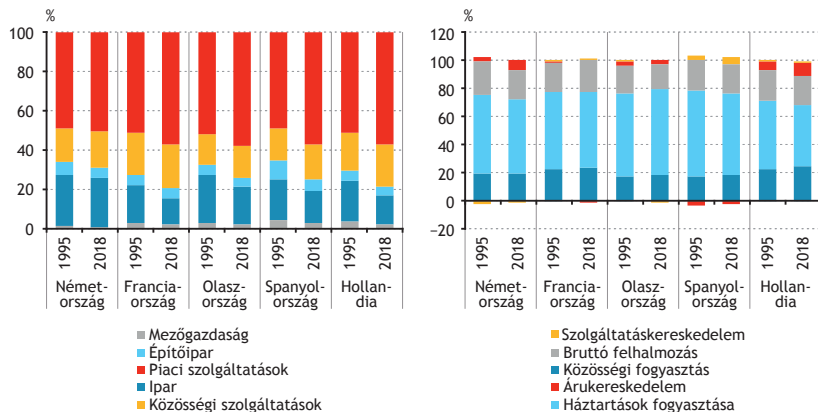
Elemzésük szerint az euro bevezetésének egyértelműen vannak nyertesei és vesztesei: **Németországnak és Hollan-**

diának kimagasló többletet hozott a közös fizetőeszköz, míg Franciaország és Olaszország sokat veszített az euro bevezetésével. A kérdés jelentőségét mutatja, hogy az eredmények hatalmas hullámokat vertek mind a közéletben, mind a tudományos szférában – a francia pénzügyi tárca is reagált az eredményekre.

A közös fizetőeszköz első húsz éve két eltérő évtizedet mutat: az első jellemzően sikert, a második kudarcot hozott. **Az euro a felívelő konjunktúra időszakában teljesített jól,** a szerzők szerint a viharos időkben a válságkezelés egyik fontos eszköze válik elérhetetlenné – a valuta kompetitív leértékelése. Az ebből fakadó gyengébb versenyképesség és a váratlan sokkokra adott aszimmetrikus reakció az eurozóna egyes országaiban visszafogottabb gazdasági növekedést, megnövekedett munkanélküliséget és alacsonyabb adóbevételeket eredményezett. **A 2008-as globális pénzügyi válság, majd a 2011-12-es euroválság megrázta az eurozónát,** a 17 tagállamból 5 ország szorult mentőcsomagokra és bilaterális hitelmegállapodásokra.

A ciklusok összehangoltsága mellett a **gazdaságok szerkezete is meghatározó** a közös valutaövezet működésének és a konvergenciafolyamat alakulása szempontjából. Az elmúlt évtizedekben az európai gazdaságok szerkezete eltolódott. Általánosan jellemző, hogy a piaci szolgáltatások jelentősége emelkedett, míg az ipar és mezőgazdaság súlya mérséklődött (1-16. ábra). Németországban a nagy euroövezeti országok közül egyedülként az ipar részesedése továbbra is magas, meghaladja a bruttó hozzáadott érték 25 százalékát.

1-16. ábra: A GDP felbontása termelési (bal panel) és felhasználási oldalról (jobb panel)

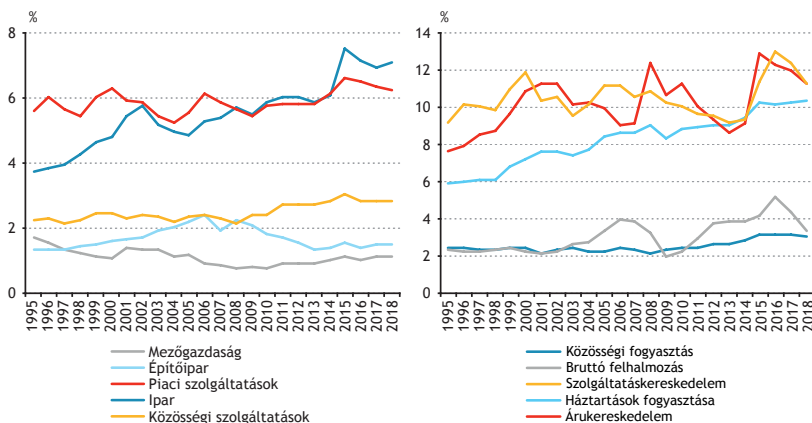


Megjegyzés: Termelési oldalon az ágazatok súlya a hozzáadott értéken belül.

Forrás: Eurostat.

Az euroövezethez később csatlakozó tagországok gazdaság-szerkezete a csatlakozáskor és azóta is különbözik a régi tagokétól, amit elsősorban az ipar és építőipar nagyobb, míg a piaci szolgáltatások kisebb jelentőségében mutatkozik meg. Elsősorban az ipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értéken belüli súlya eltérő az eurozóna tagországok körében, továbbá az ipar jelentőségének tagországok közötti szórása emelkedett az elmúlt évtizedekben (1-17. ábra, bal panel). A felhasználási oldali tételek különbözősége még nagyobb, ami elsősorban a külkereskedelem és a háztartások fogyasztásának eltérő súlyához köthető (1-17. ábra, jobb panel). Az eltérő gazdaságszerkezet következtében az euroövezetet érő közös impulzusok hatása eltérő lehet az egyes gazdaságokra – egyeseknek túl laza, másoknak túl szigorú lehet a monetáris politika irányultsága.

1-17. ábra: Termelési (bal panel) és felhasználási (jobb panel) tételek súlyának szórása az eurozóna tagországaiban



Megjegyzés: Termelési oldalon az ágazatok súlya a hozzáadott értéken belül.

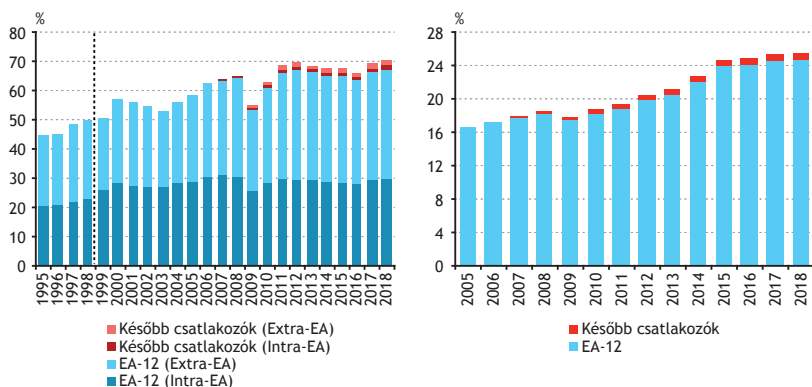
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás.

Az európai országok külkereskedelme folyamatosan növekedett az elmúlt évtizedekben, az export és import egyaránt évente átlagosan több, mint 6 százalékkal emelkedett az 1960-as évektől az euro bevezetéséig. A közös valutaövezetben a **gazdaságpolitikusok és közgazdászok az övezeten belüli kereskedelem további dinamikus emelkedését vizionálták** (Rose, 1999). Az elmúlt közel két évtized tapasztalata alapján az eredmények azonban elentmondásosak, a **monetáris unió a várakozásoktól elmaradó mértékben stimulálta a külkereskedelem növekedését** (Glick és Rose, 2015; Gunnella és szerzőtársai, 2015). A valutaövezet kereskedelemre gyakorolt hatása bizonytalan, amit olyan faktorok, mint a **globalizáció szélesedése, geopolitikai események, valamint magának az Európai Uniónak a megalakulása és folyamatos bővülése** is magyaráznak. **Campbell és Chentsov (2017) becslése szerint a kereskedelem növekedését elsősorban az európai integráció bővülése magyarázza, az euro bevezetésének önmagában nem tulajdonítható szignifikáns hatás.**

Az eurozóna tagok folyamatos csatlakozása ellenére az **övezeten belüli (intra-EA) árukereskedelem** (export és import összege)

a GDP arányában mindössze közel 5 százalékponttal emelkedett 1999 és 2018 között, miközben a zónán kívüli kereskedelem majdnem 15 százalékponttal bővült ugyanebben az időszakban (1-18. ábra, bal panel). A kereskedelemben Németország jelentősége kiemelkedő, hiszen a teljes eurozóna áruexportjának közel 32, míg az áruimport 27 százalékaért felelt 2018-ban. A később csatlakozó országok árukereskedelemben (export + import) vett súlya 4,5 százalékaért, ami közel kétszerese a GDP-részesedésüknek. Az itt lezajló kereskedelemnek is csak kevesebb, mint fele cserél gazdát az övezeten belül. 2005 óta a szolgáltatásKERESKEDELEM a GDP 16,5 százalékaról 2018-ra 25,5 százalékra emelkedett (1-18. ábra, jobb panel). A szolgáltatások külkereskedelmében – az árukereskedelemhez hasonlóan legnagyobb súlyú – Németország, Franciaország és Hollandia mellett Írország a meghatározó, ahol 2018-ban az eurozóna szolgáltatásexport és -importjának közel 12 százalékát bonyolították. A később csatlakozók súlya elmarad az áruforgalom esetén tapasztalttól, az eurót 2006 után bevezetők a teljes szolgáltatásKERESKEDELEM közel 3 százalékaért feleltek 2018-ban.

1-18. ábra: GDP-arányos euroövezeten belüli és azon kívüli áru- (bal panel) és szolgáltatásKERESKEDELEM (jobb panel)

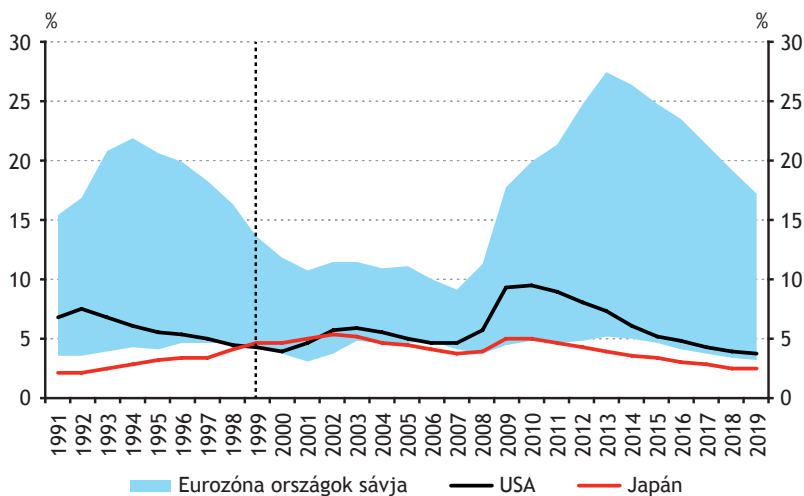


Megjegyzés: Export és import összege.

Forrás: UNCTAD és WDI alapján MNB-számítás.

Az Európai Unió a munka szabad áramlásával a **munkaerőpiacok szorosabb integrációját ígérte**, amit a közös fizetőeszköz bevezetése és az üzleti ciklusok harmonizációja elméletben erősíteni volt hivatott. 1999-ben az alapító országok közül – Luxemburg után – Ausztria és Hollandia munkanélküliségi rátája volt a legalacsonyabb (4,2 százalék), míg Spanyolországé a legmagasabb (13,6 százalék). **Az elmúlt két évtizedben a tagországok munkanélküliségi rátája széles sávban alakult** és jellemzően meghaladta az USA és Japán esetében mért értékeket (1-19. ábra).

1-19. ábra: Munkanélküliségi ráta az eurozónában, az USA-ban és Japánban



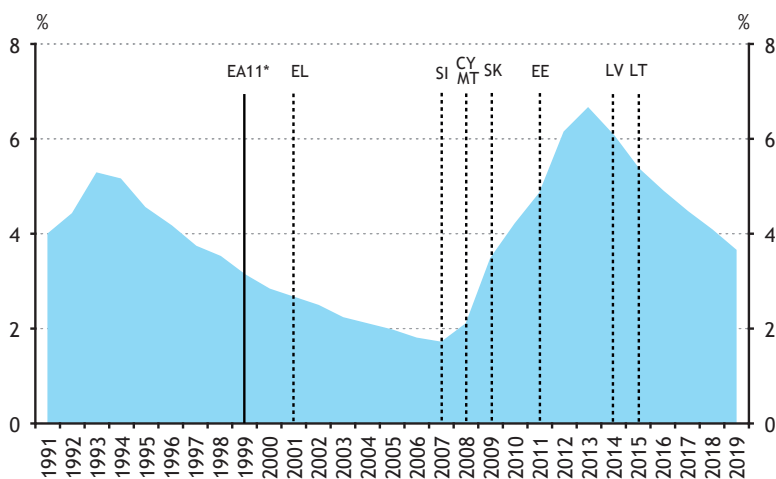
Megjegyzés: Luxemburg nélkül.

Forrás: AMECO, IMF.

Az euro bevezetésétől 2007-ig tartó időszakban a munkanélküliségi ráták összességében konvergáltak – a tagországok közötti szórás mérséklődött. A világgazdasági válság eltérő helyzetben érte a munkaerőpiacokat: a görög munkanélküliségi ráta 27 százalék fölé emelkedett, míg a német és osztrák ráta relatíve alacsony maradt. 2007 és 2013 között a munkanélküliségi ráták (és azok változásának) szórása érdemben megemelkedett, ami

jelentős divergenciára utal az övezeti tagországok körében. Annak ellenére, hogy az elmúlt években a ráták újra konvergáltak, **2018-ban a tagországok között továbbra is jelentős különbségek mutatkoznak** (1-20. ábra). Németország, Hollandia és Málta 4 százalék alatti munkanélküliségi rátával rendelkezik, míg ez az arány Görögországban, Spanyolországban és Olaszországban továbbra is meghaladja a 10 százalékot. A munkaerőpiacok konvergenciájának hiányát jelzi, hogy az **eurozóna tagországaiban a munkanélküliségi ráták szórása 2018-ban közel négyszerese volt az USA államaiban mért értékhez viszonyítva**. Az elmúlt két évtizedben a **munkanélküliségi ráták az euro indulásának évéhez viszonyítva összességében divergáltak**, amit a válság hatása mellett a munkaerőpiacok eltérő rugalmassága és szerkezete, a különböző fiskális politikák és az övezeten belüli alacsony munkaerő-mobilitás is magyaráz (Estrada és szerzőtársai, 2013).

1-20. ábra: A munkanélküliségi ráta szórása az eurozóna tagállamaiban



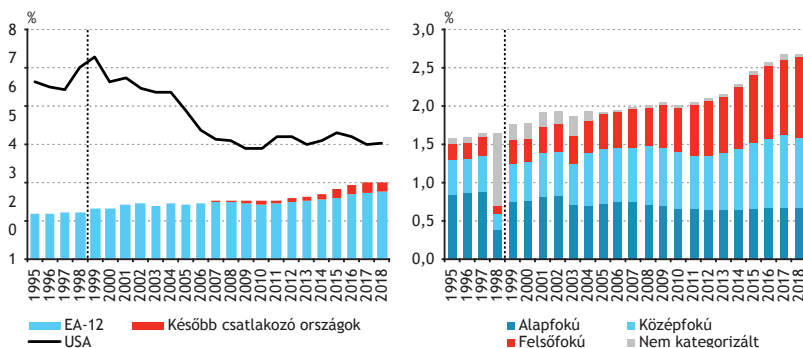
Megjegyzés: Luxemburg nélkül.

Forrás: AMECO alapján MNB-számítás.

A munkaerőpiacok különbözősége és rugalmatlansága kéz a kézben jár az övezeten belüli **alacsony munkaerő-mobilitással**. Az európai integráció a munkaerő szabad áramlásával és az ország-

határok megszüntetésével a mobilitás erősödését ígérte. A negatív gazdasági hatások közös monetáris politika mellett könnyebben kezelhetőek a munkaerő vándorlása mellett (Mundell, 1961). Az eurozónában a **munkaerő mobilitása továbbra is elmarad az USA-n belüli vándorlástól** (Basso és szerzőtársai, 2018). A más európai uniós országban élő euroövezeti állampolgárok populációs aránya 1,5 és 3 százalék között alakult, miközben az USA-ban a belföldi vándorlók a 15-64 éves népesség 4-7 százalékát tették ki az elmúlt közel két évtizedben (1-21. ábra, bal panel). A közös fizetőeszközt **korán bevezető 12 ország mobilitása alacsony** és időben lényegében állandó, azonban a később csatlakozó országok munkaerő-áramlása magasabb – az innen származó vándorlók népességen belüli aránya az elmúlt években megközelítette a 8 százalékot. Az eurozóna **munkaerő-mobilitásának emelkedését tehát elsősorban az újonnan csatlakozók magyarázták**, amit Dao és szerzőtársainak (2013) elemzése is alátámaszt. A szerzők eredményei szerint a **mobilitás a visegrádi országok esetén érdemben magasabb**, mint az EU-15 országok esetén.

1-21. ábra: Más EU tagországban élő euroövezeti állampolgárok populációs aránya országcsoportok (bal panel) és képzettség (jobb panel) szerint



Megjegyzés: 15-64 évesek körében. Az USA esetén a belföldiek államok és megyék közötti mobilitása.

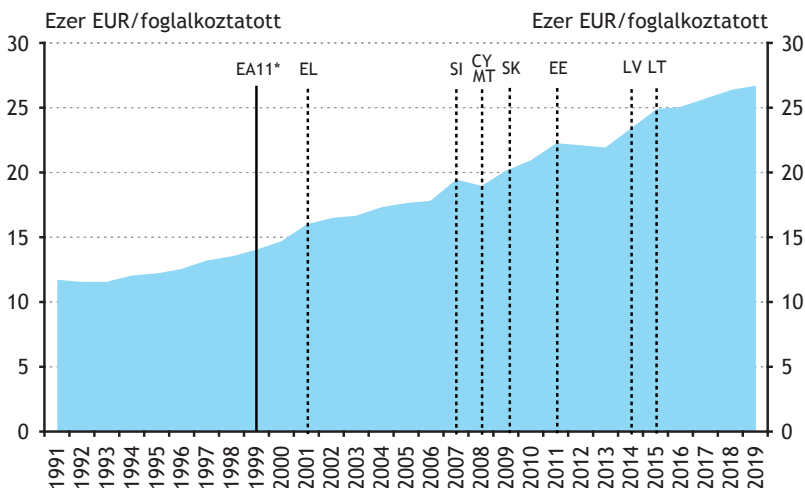
Forrás: Eurostat és American Community Survey alapján MNB-számítás.

Az Európai Unióban vándorló népesség **legnépszerűbb desztinációja Németország, az Egyesült Királyság, Olaszország, Franciaország és Spanyolország**, amely országok az állomány 74 százalékát fogadták 2017-ben. A mobilitás közel felét román, lengyel, portugál, olasz és bolgár állampolgárok adták ugyanabban az évben (Fries-Tersch és szerzőtársai, 2018). A képzettség szerinti összetételt tekintve a más EU tagországban élő euroövezeti állampolgárok körében az **alapfokú végzettségűek populációs aránya lényegében állandó maradt az elmúlt két évtizedben, míg a közép- és felsőfokú végzettségűek rátája emelkedett** (1-21. ábra, jobb panel). Az elmúlt években a felsőfokú végzettségű euroövezeti népesség közel 1 százaléka más EU tagországokban élt – a vándorlók több, mint tizede a később csatlakozó országokból származott. **Az alacsony munkaerő-mobilitás összességében akadályozta az euroövezeti munkaerőpiacok konvergenciáját** (Arpaia és szerzőtársai, 2016). A monetáris politikák összehangolása és a közös fizetőeszköz bevezetése nem segítette a mobilitás emelkedését, amit elsősorban a **foglalkoztatási és jövedelmi kilátások, valamint ezek országok közti különbségei** vezérelnek (Quitau és szerzőtársai, 2014).

Az egy főre jutó GDP és a munkanélküliségi ráta alakulásával összhangban a **munkatermelékenység esetén sem történt konvergencia az euroövezeti országokban**. Az egy foglalkoztatottra jutó GDP szintjének szórása folyamatosan emelkedett a közös fizetőeszköz bevezetését követően (1-22. ábra). Diaz del Hoyo és szerzőtársai (2017) alapján az eurót korán bevezető 12 tagország esetében a termelékenység divergenciájához a **termelési tényezők nem hatékony elosztása**, illetve **strukturális problémák** egyaránt hozzájárultak. 1999 és a válság kitörése közötti időszakban a **tőke jellemzően alacsony termelékenységű szektorokba áramlott** – mint a spanyol és ír építőipar, illetve az alacsony termelékenységű szolgáltatások Portugáliában. Az allokációs probléma mellett Spanyolországban és Olaszországban a termelékenység mindegyik fő gazdasági ágazatban elmaradt a többi tagországtól, amit a **technológiai innovációk nem széleskörű**

elterjedése, a nem elégséges humán tőkébe történő beruházás, valamint a **modern üzleti modellek alkalmazásának hiánya** egyaránt okozott.

1-22. ábra: A munkatermelékenység szintjének szórása az eurozóna tagállamaiban

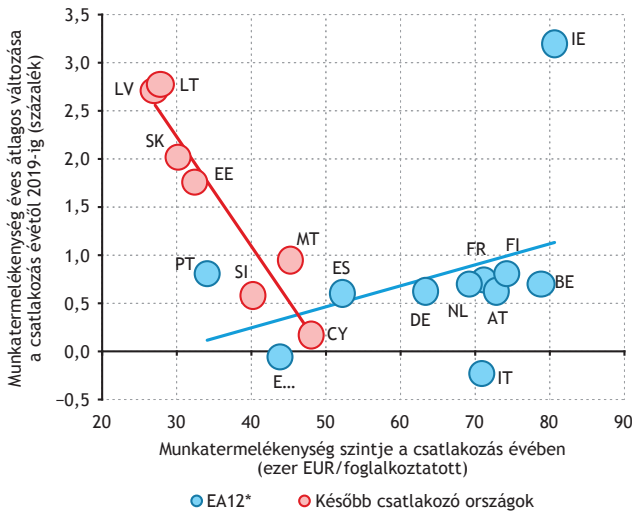


Megjegyzés: Egy foglalkoztatottra jutó GDP alapján. Luxemburg nélkül.

Forrás: AMECO alapján MNB-számítás.

Az **alapító tagországok körében a munkatermelékenység konvergenciája elmaradt**, az alacsonyabb kezdeti szinttel belépő országok termelékenysége visszafogottabban bővült az elmúlt évtizedekben. Ugyanakkor a **később csatlakozó országok körében azonosítható felzárkózás** (1-23. ábra). Az eurozónába legalacsonyabb egy foglalkoztatottra jutó GDP-vel **belépő balti országok és Szlovákia termelékenysége dinamikusán bővült** az elmúlt években. Szlovákia esetén a termelékenység bővüléséhez a beáramló működőtőke is hozzájárult, ami a válság kitörését követően is támogatta a gazdaság élénk növekedését.

1-23. ábra: Munkatermelékenység kezdeti szintje és változása
országcsoportonként



Megjegyzés: Egy foglalkoztatottra jutó GDP alapján. Luxemburg nélkül.

Forrás: AMECO alapján MNB-számítás.

1.2.3. Tőkeáramlás és finanszírozás az eurozónában

Az euro bevezetését megelőzően a külső egyensúlyi pozíció kiértékelése kiemelt jelentőséggel bír. Az euro bevezetése előtt a korábban bemutatott mutatók mellett további, külső egyensúlyi pozíciót elemző mutatók vizsgálata is indokolt lehet, hiszen ezen mutatókban megfigyelt konvergencia is mutathatja, hogy egy gazdaság készen áll az euro bevezetésére. Ha azonban ezek a mutatók egy-egy országban az eurozóna többségétől eltérően alakulnak – sőt távolodnak attól –, akkor felmerülhet, hogy az adott ország ténylegesen még nem állt készen az euro bevezetésére. Ugyanis a közös monetáris politikával a külső egyensúly egy fontos alkalmazkodási csatornájáról mondanak le az eurót bevezető országok, így az eurozóna többi tagországához – és

így a várható közös monetáris politikához — képest ezen országoknak vélhetően más monetáris politikai döntések lennének optimálisak. A konvergencia — korábbanál szélesebb körű vizsgálatának — jelentőségét mutatja az is, hogy 2011-ben az Európai Parlament elfogadta a hatos csomagot (az ún. „six pack”-ról részletesebben lásd a keretes írást), melynek részeként a korábbi Maastrichti kritériumokat számos, itt is bemutatott mutatóval bővítették ki, melyeknek keretében évente felülvizsgálják az egyes országokban esetleg kialakuló makrogazdasági egyensúlytalanságokat. A Stabilitási és növekedési paktum részeként a jogszabálysomag a makrogazdasági egyensúlytalanságok mellett középtávú költségvetési célok kitűzését (MTO – medium term objective) is tartalmazza, melyek szintén a gazdasági stabilitást támogatják.

1-2. keretes írás:

Az EU gazdasági kormányzási csomagja, a „six pack”

A válság tapasztalatai alapján világossá vált, hogy az Európai Unióban a tagországok gazdaságpolitikájának szorosabb összehangolására, az úgynevezett „gazdasági kormányzás” kialakítására van szükség. Ennek megvalósítása érdekében az Európai Parlament 2011-ben elfogadta a hatos csomag („six pack”) nevű, 6 jogszabályból álló csomagot, amely a makrogazdasági egyensúlytalanságok kialakulásának megelőzését, a tagországok fenntartható gazdálkodásának elősegítését célozza. A szabályok magukba foglalják a politikai tanácsadás konzisztenciájának megeremtését, a középtávú költségvetési célkitűzéshez kapcsolódó kiadási korlát felállításának lehetőségét, az országok vizsgálatának előírásának a folyó fizetési mérleg többlettel rendelkező országokra történő kiterjesztését, emellett a csomag kibővítette a túlzott deficiteljárás megindításának lehetőségét, a makrogazdasági egyensúlytalansági vizsgálatok és eljárások bevezetését, valamint fokozatos szankciók előírásának lehetőségét is. A csomag szabályai általánosságban az EU tagállamokra vonatkoznak, de bizonyos elemei (például a

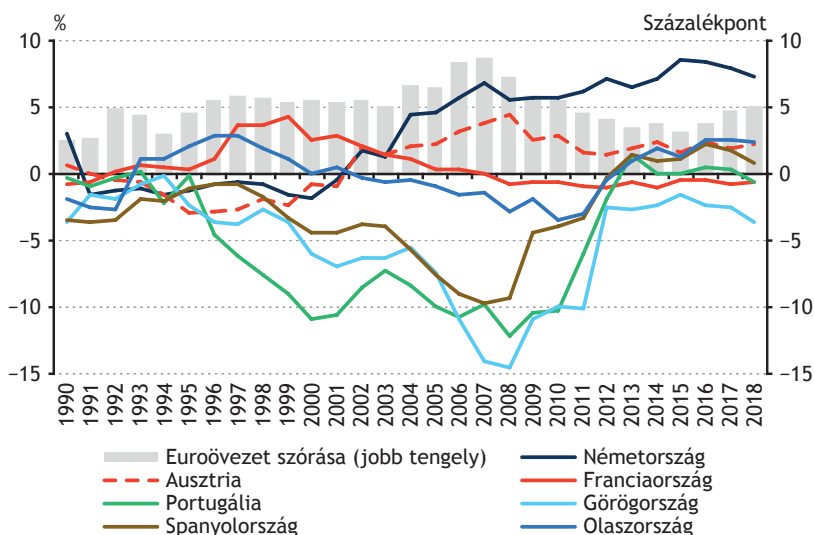
szankciókra vonatkozó egyes szabályok) csak az eurozónára (European Parliament, 2014). Emellett a makrogazdasági egyensúlytalanságok vizsgálatakor alkalmazott – reálárfolyamra és munkaköltségre vonatkozó – küszöbértékek is eltérőek az eurozóna és a nem eurozóna országokra vonatkozóan.

A folyó fizetési mérleg alakulása mutathatja egy ország külső forrásokra való ráutaltságát. Amennyiben egy ország tartósan jelentős folyó fizetési mérleg hiány mellett működik, akkor az ország a rendelkezésre álló jövedelménél többet költ, ami hosszabb távon csak jövőbeli nettó exportot támogató beruházások megvalósulásával lenne fenntartható. A belső források alapján megengedhetőnél nagyobb fogyasztás és beruházás finanszírozásában így tartósan szerepet játszanak a külföldi források. Mindez túlzott forrásbeáramlás esetén a külső tartozásmutatók emelkedéséhez vezet, ami a külföldre fizetett emelkedő jövedelmeken keresztül a folyó fizetési mérleg további romlását, tartósan fennmaradó hiányát okozhatja.

Az eurozóna országait tekintve a '90-es évek közepe és a válság kitörése között a folyó fizetési mérlegek egyenlegének szórása folyamatosan, két-háromszorosára emelkedett – vagyis a külső egyensúly szempontjából a valutaunió megalakulása előtt és után sem történt konvergencia. Ez azt mutatja, hogy bár az eurozóna országai egy monetáris közösséget alkotnak, gazdaságaik finanszírozási képessége távolodott egymástól. Amennyiben ez úgy valósult volna meg, hogy az eurozóna összes országának folyó fizetési mérlege többletes vagy egyensúly közeli értéket mutat, míg néhány ország többlete emelkedik, úgy ez vélhetően kisebb feszültségeket jelzett volna. Azonban az eurozónában nem ez volt a helyzet. Az euro bevezetésétől kezdve a valutaövezet egy részében – jellemzően a periféria országaiiban – a folyó fizetési mérleg hiánya emelkedett, míg más országokban – jellemzően a magországokban – stabilan magas többlet alakult ki. Ennek eredményeként néhány eurozóna tagország forrásbevonását más országok finanszírozták – ami jelezte, hogy az egyes országok kö-

zött tartósan fennálló forrásáramlás egyes országok tartozásainak emelkedéséhez vezetett, míg a magországoknál a nettó követelések emelkedését okozta. A válság után azonban mérséklődött az országok között korábban kialakult különbség, és a periféria országok folyó fizetési mérlege a korábbi jelentős hiányból nulla közeli egyenleg felé mozdult el.

1-24. ábra: A folyó fizetési mérlegek alakulása az eurozóna egyes országaiban (a GDP százalékában)



Megjegyzés: A szórás számításához az eurozóna összetétele változó, 1999 előtt az 1999-es alapító országokat tartalmazza.

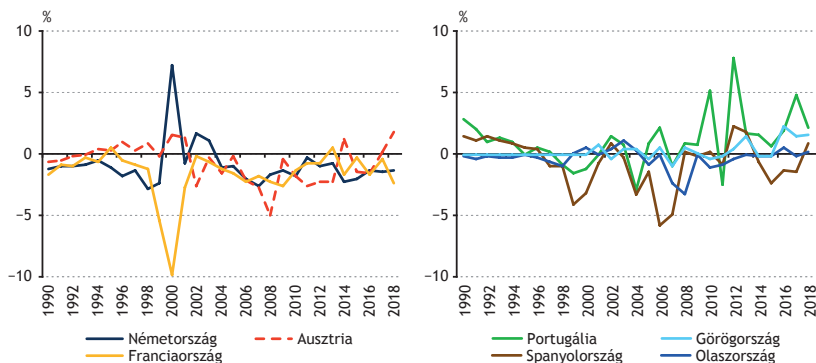
Forrás: IMF, MNB-számítás.

Önmagában a külső források eltérő beáramlása nem feltétlenül jelzi egy gazdaság egyensúlytalanságát, a forrásbeáramlás szerkezetét is meg kell vizsgálni annak megítéléséhez. A nem adósság jellegű források megítélése azért is lehet pozitívabb, mint az adósság jellegűeké, mert ezen forrásoknak nincsen lejárat, nem tartozik hozzá fizetési kötelezettség, így kisebb (például kamat- vagy megújítási) kockázatot jelenthet az ezeket kapó országok számára. Ezen kívül a közvetlentőke-befektetések elsősorban az adott ország ipari termelő kapacitását emelő beru-

házásokat finanszírozzák. Így támogatják a fejlődő gazdaságok felzárkózását, valamint közvetlenül ipari kapacitás emelésén túl a gazdaságba érkező új technológiák tovább javíthatják a fogadó ország teljesítményét, segíthetik a gazdasági teljesítmény további növekedését. Ezért a folyó fizetési mérleg közvetlentőke-befektetések növekedése miatt kialakuló hiányát általában kevésbé negatív megítélés szokta övezni.

Az eurozóna országaiban az euro bevezetése előtt jellemzően nulla közelében ingadozott a közvetlentőke-források nettó beáramlása, majd a 2000-es évektől ez a szűk sáv mindkét irányban történő nagyobb ingadozást mutatva szélesedett ki. A globalizáció előretörésével összhangban gyorsuló és egyre szabadabb tőkeáramlás a 2000-es évektől nagyobb ingadozásokat eredményeztek az eurozóna országainak nettó FDI-beáramlását illetően. Ebben a globális szinten jellemző folyamatok (mint a technológiai fejlődés, az információs és kommunikációs technológiák forradalma) mellett az eurozóna esetében a közös valuta bevezetése is szerepet játszott. A pénzügyi rendszer integrációja ugyanis az árfolyamkockázat és a beruházási-befektetési döntéseket befolyásoló határok megszűnése, a határokon átnyúló fúziók és felvásárlások egyszerűsödésével ösztönözte mind az eurozóna országai közötti, mind az eurozónán kívüli tőkeáramlást, ami a nettó FDI-áramlás szélesebb sávban történő ingadozásában is tükröződött. A nettó FDI-beáramlás szórása a 90-es években tapasztalt alacsony szintet követően nagyobb ingadozásokat mutatva, de csupán enyhén emelkedett, vagyis az eurozóna országokban a közvetlentőke-áramlások iránya kis mértékben ugyan, de inkább távolodott, mintsem közeledett egymáshoz. Ez ugyanakkor a magországek FDI tranzakcióiban is tükröződött, vagyis ebben a mutatóban a magországek és a többi eurozóna ország között nem figyelhető meg lényeges eltérés.

1-25. ábra: Az eurozóna országok nettó FDI beáramlása (a GDP arányában)

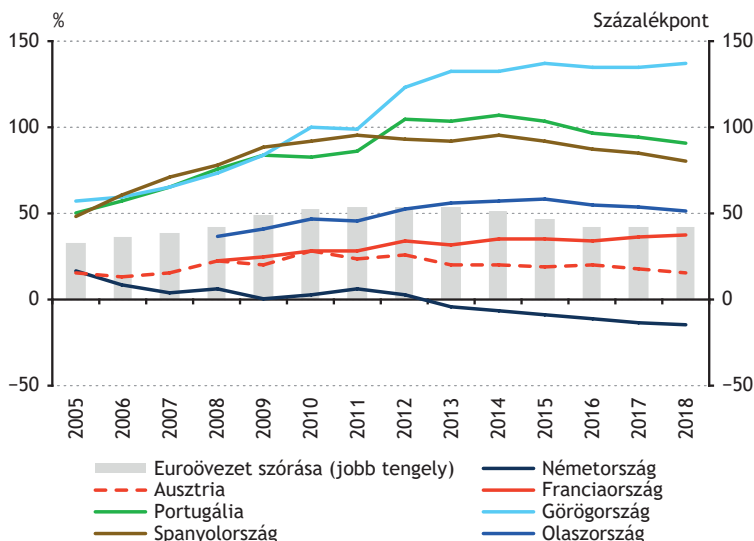


Forrás: UNCTAD.

A folyó fizetési mérleg egyenlegének nem FDI-ból finanszírozott része a nettó külső adósság emelkedésében jelenhet meg, aminek többségtől eltérő dinamikája hosszú távon fenntarthatatlan gazdasági szerkezetet jelezhet. A külső adósság dinamikája jelzi, hogy az adott ország gazdasági növekedésének finanszírozása mennyiben tud belső forrásokból megvalósulni, és milyen mértékben szorul külföldi hitelek bevonására. Ezen keresztül segít megítélni a gazdaság növekedési pályájának fenntarthatóságát, és annak számszerűsítését, hogy milyen potenciális refinanszírozási kockázatokkal szembesülhet a gazdaság egy esetleges válság esetén bekövetkező pénz- és tőkepiaci turbulencia alkalmával. Erre a 2008-as gazdasági válság, és az azt követő szuverén adósságválság egyaránt rávilágított, amióta a külső eladósodottságot számszerűsítő mutatók az európai döntéshozók, a nemzetközi szervezetek és a hitelminősítők körében is egyaránt kiemelt figyelmet kaptak. Ezen kívül a külső adósság emelkedésével — és a kockázatok növekedésével — jellemzően az eladósodó országok kockázati felárai is megemelkednek, ami drágább finanszírozást jelent a gazdasági szereplők számára. A drágább finanszírozás — a magasabb tőke költségen keresztül — csökkenti a megtérülést biztosító beruházások mennyiségét, így végső soron mérsékli a gazdasági növekedést.

Az eurozóna országainak nettó külső adósságának alakulásában divergencia mutatkozott a válság kitöréséig, azonban ez a tendencia a válságot követően megfordult. Az euro bevezetésével a hozamkonvergencia miatt az eurozóna kevésbé versenyképes, alacsonyabb fejlettségű gazdaságai is alacsony finanszírozási költségekkel szembesültek, ami a belső keresletnövekedés által fűtött importbővülésen keresztül nagyobb mértékű – külső forrásokból finanszírozott – eladósodáshoz vezetett. Ennek hatására az eurozónán belül egyre növekedtek a különbségek a külső adósságmutatók tekintetében, amelynek a válság – majd a szuverén adósságválság során – megmutatkozó egyensúlytalansági problémák felszínre kerülése vetett véget. E folyamat a nettó külső adósságok szórásának alakulásában is tetten érhető: az emelkedő különbségek a szuverén adósságválságot követően, az egyensúlyi problémákkal küzdő országok alkalmazkodásával indultak mérséklődésnek. Az eurozóna országaiban a külső adósságmutatók némiképp közeledtek egymáshoz a válság óta, ugyanakkor az eurobevezetés körüli időszakhoz képest továbbra is jelentős divergenciát mutatnak.

1-26. ábra: Az eurozóna országok nettó külső adóssága (a GDP arányában)



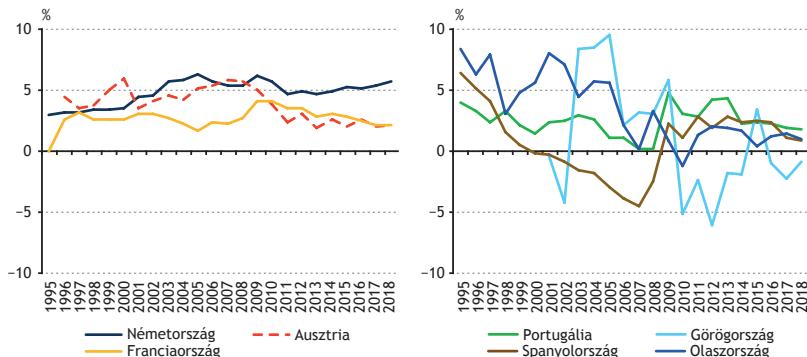
Megjegyzés: A szórás számításához az eurozóna összetétele változó, 2005 előtt hiányos az adatforrás.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás.

Szintén a gazdaság belső finanszírozottságáról szolgál információval a háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarítása, melynek eltérő értékei akár az önálló monetáris politika hiányából is fakadhatnak. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítására ugyanis hatással lehet a hazai hozamszint melyet az eurozónán belül végső soron a közös, EKB által meghatározott monetáris politikai instrumentum alakít. Ez egy magasabb természetes kamatot igénylő gazdaságban ugyanis a lakossági eladósodás gyors ütemű emelkedéséhez is vezethet, melynek hatását az eurozónában tovább fokozhatja a tőke szabad áramlása és a közös valuta használata. A lakosság magasabb fogyasztása a megnövekedett importon keresztül rontja a külső egyensúlyt, amit közben a lakossági megtakarítás elégtelensége miatt a külföldnek kell megfinanszíroznia.

Az eurozóna adatai alapján a lakossági megtakarításokban is nőtt a különbség a válságot megelőzően. Ez részben a szórás lassú, de tartós emelkedésében tükröződött. Az országok közötti különbségek növekedését jelezte az is, hogy míg a magországokban a lakosság nettó megtakarítása tartósan pozitívan alakult addig a többi ország jelentős szóródást mutat. A lakossági megtakarítások tranzakciója több évben is negatív értéket vett fel a válság előtt Görögországban és Spanyolországban (valamint Hollandiában és Finnországban) is, ami arra utalhat, hogy a közös monetáris politika bevezetése ezekben az országokban az egyébként szükségesnél alacsonyabb kamatszintekhez, és így a hitelfelvétel bővülésén keresztül a lakosság nettó pénzügyi megtakarításának mérséklődéséhez vezetett – ezzel jelentősen hozzájárulva a külső egyensúlyi mutatók korábban leírt divergenciájához. A pénzügyi megtakarítás mérséklődését ugyanakkor egy-egy ország korfája is befolyásolhatja, és elképzelhető, hogy a fent felsorolt országok eltérően alakuló demográfiai folyamatai vagy a lakosság pénzügyi eszközein elért – az állományokat átértékelődésben növelő – hozamok felvétele is hozzájárulhat a megtakarítások csökkenéséhez.

1-27. ábra: Az eurozóna országok lakossági nettó megtakarítása (a GDP arányában)



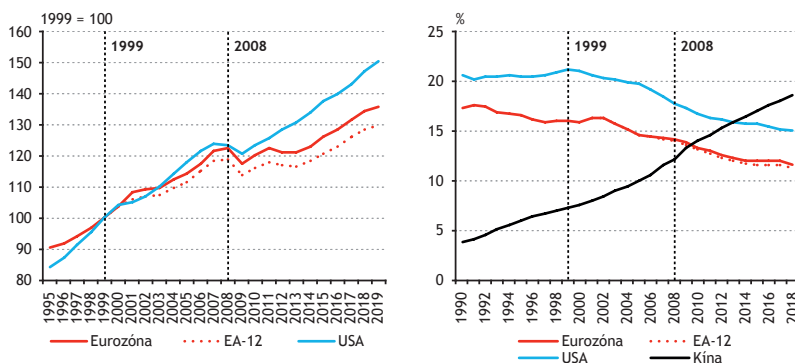
Forrás: Eurostat.

1.2.4. Az euro és az eurozóna világgazdaságban betöltött szerepe

A közös fizetőeszköz bevezetését követően az **USA és az eurozóna gazdasági teljesítménye a világgazdasági válságig hasonlóan alakult**, 1999 és 2008 között a két gazdasági térség GDP-je évente átlagosan 2,3–2,4 százalékkal növekedett. Ugyanakkor a 2008-2009-es gazdasági **válságból való kilábalás érdemben különbözött**: miközben az USA GDP-je már 2011-től a 2007-es érték fölött alakult, az euroövezet gazdasági teljesítménye csak 2014-től haladta meg tartósan a válság előtti szintjét (1-28. ábra, bal panel). A lemaradás a korán csatlakozó 12 ország esetében még szembetűnőbb. **A mély és elhúzódó válságot a korábbi időszakban felépülő** egyensúlytalanságok és a tagországok közötti divergencia egyaránt magyarázta (Gros, 2015; De Grauwe, 2015). A válság előtti évtizedben a mediterrán országok (és Írország) jelentős hiányt halmozott fel a folyó fizetési mérlegében, míg a többi gazdaság GDP-arányos egyenlege többletes volt. Portugáliát és Görögországot ikerdeficit jellemezte a válság kitörésekor, ami megnehezítette a válságkezelést. A közös monetáris politika mechanizmusai nem bizonyultak alkalmasnak az eltérő gazda-

sági folyamatok kezelésére, így a válság az európai országokban hosszabbra nyúlt, mint az USA esetén. Mindezek eredőjeként 2019-re az **USA összességében közel 15 százalékpontos növekedési többletet halmozott fel az eurozónához** – és több, mint 20 százalékpontot az EA-12-höz – képest 1999-hez viszonyítva.

1-28. ábra: Az USA és az eurozóna gazdasági teljesítményének alakulása (bal panel), valamint a részesedésük a globális GDP-ből (jobb panel)



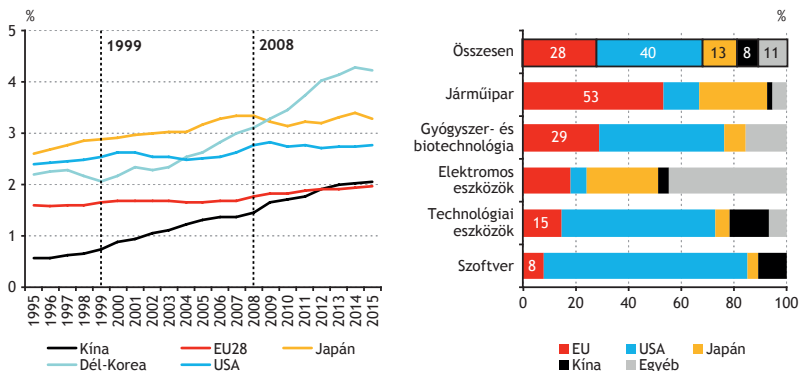
Megjegyzés: A világgazdasági részesedés vásárlóerő-paritáson súlyozva.

Forrás: WDI, Eurostat, AMECO.

A közös fizetőeszköz bevezetésének idejében az eurozóna (vásárlóerő-paritáson mérve) a globális GDP 16 százalékáért felelt, miközben közel két évtized múlva – az új tagországok csatlakozása ellenére – a **világgazdasági teljesítmény mindössze 11,6 százalékát** adta (1-28. ábra, jobb panel). Kína és a feltörekvő országok jelentőségének megemelkedésével összhangban az elmúlt évtizedekben a fejlett gazdaságok súlya jellemzően mérséklődött. Az euroövezet gazdasági jelentőségének mérséklődése a ciklikus okok (elhúzódó válság) mellett **strukturális tényezőkhöz** is kötődött. (Az euro bevezetésének geopolitikai vonatkozásaival részletesen foglalkozott Matolcsy György 2019 végén megjelent „Az amerikai birodalom kontra európai álom” című könyvében.) A hosszú távon is fenntartható gazdasági növekedés alapja a termelékenység emelése, amihez elengedhetetlen az **innováció** és a **fejlett technológiai vívmányok alkalmazása**. Az Európai Unió

tagországai a **GDP-arányos kutatási és fejlesztési kiadások terén jelentősen elmaradnak** az olyan innovatív gazdaságoktól, mint az USA, Japán vagy Dél-Korea (1-29. ábra, bal panel). Az EU tagországok 2015-ben **mindössze a GDP 2 százalékát fordították K+F-re**, ami az elmúlt években már a kínai aránytól is elmarad.

1-29. ábra: K+F kiadások a GDP arányában (bal panel) és a top 250 vállalat K+F kiadásainak megoszlása ágazatok szerint (jobb panel)



Megjegyzés: *2017-2018-ban.

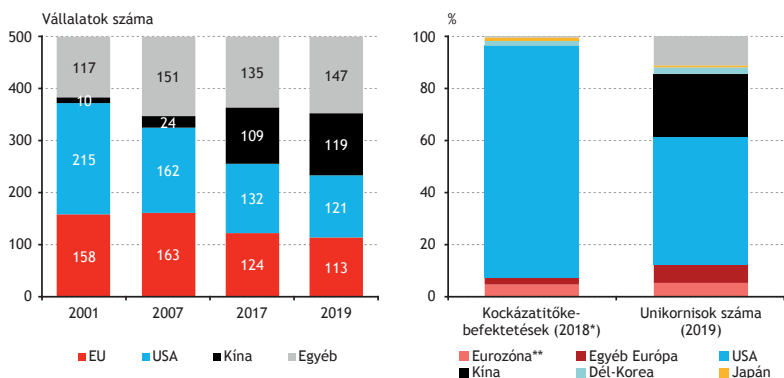
Forrás: OECD, Bughin és szerzőtársai (2019) alapján MNB.

A történelem folyamán kiemelkedő innovációs teljesítményt felmutató „öreg kontinens” egyre inkább hátrébb szorul a kutatás-fejlesztésben az elmúlt évtizedekben. **Európa lemaradása szembeötlő az immateriális javak terén.** A K+F kiadásokat tekintve 250 legnagyobb vállalat kutatás-fejlesztésre szánt összegének **mindössze 28 százaléka kötődik európai cégekhez** (1-29. ábra, jobb panel). **Az uniós K+F vállalatok a járműiparban koncentrálnak**, miközben a globális kiadások 15 százalékáért felelnek a technológiai eszközök és mindössze 8 százalékáért a szoftverek (Bughin és szerzőtársai, 2019). Európa és az **eurozóna versenyképességének és termelékenységének emeléséhez elengedhetetlen az innováció ösztönzése** és a modern technológiai és üzleti vívmányok alkalmazása. Ennek hiányában a demográfiai korlátok és az automatizáció munkaerőpiacokra gyakorolt hatásai visszavethetik a gazdasági növekedést.

A **vállalkozói kultúra** és a **cégszerkezet** is meghatározó az euro-zóna globális jelentőségének alakulásában. Az elmúlt közel két évtizedben az **amerikai és európai uniós nagyvállalkozások száma egyaránt csökkent az 500 legnagyobb vállalat között**, miközben a kínai vállalkozások súlya érdemben nőtt (1-30. ábra, bal panel). A kisvállalkozások és az önfoglalkoztatottak számában nincs jelentős eltérés a régiók között. A gyors technológiai fejlődés korában azonban a vállalkozások száma mellett más mutatókat is érdemes megvizsgálni. Schumpeteri értelemben a „teremtő rombolás” innovációra ösztönzi a vállalkozókat, így a vállalkozói kultúra alakulása az **unikornisok, a kockázatitőke-befektetések**, illetve az **egy főre jutó dollármilliárdos vállalkozók** számával megragadható. Ez előbbieken az európai országok mind elmaradnak az USA-hoz (és Kelet-Ázsiához) viszonyítva (Henrekson és Sanandaji, 2017).

2018-ban a **kockázatitőke-befektetések mindössze kevesebb, mint 8 százaléka összpontosult Európában**, miközben közel 89 százaléka az USA-ban (1-30. ábra, jobb panel). Az unikornis vállalkozások megoszlásában is hasonló kép mutatkozik: 2019-ben a magánkézben lévő, 1 milliárd USD-t meghaladó értékű startup cégek mindössze 12 százaléka volt európai. A digitális forradalom keltette életre az ún. **platform gazdaságokat** – olyan digitális vállalatok, akik körében jellemzően azonosítható a hálózatos működés, illetve a hagyományostól eltérő módon kapcsolják össze a termelőket a fogyasztókkal (Kenney és Zysman, 2016). 2018-ban a **világ 10 legnagyobb vállalatából 7 platform alapon működött**. Piaci kapitalizáció alapján a 60 legnagyobb platform alapon működő vállalat kétharmada az USA-ban, 30 százaléka Ázsiában és csak **alacsony hányada működik Európában**.

1-30. ábra: A Fortune Global 500 vállalat (bal panel), valamint a kockázati-tőke-befektetések és az unikornisok (jobb panel) megoszlása



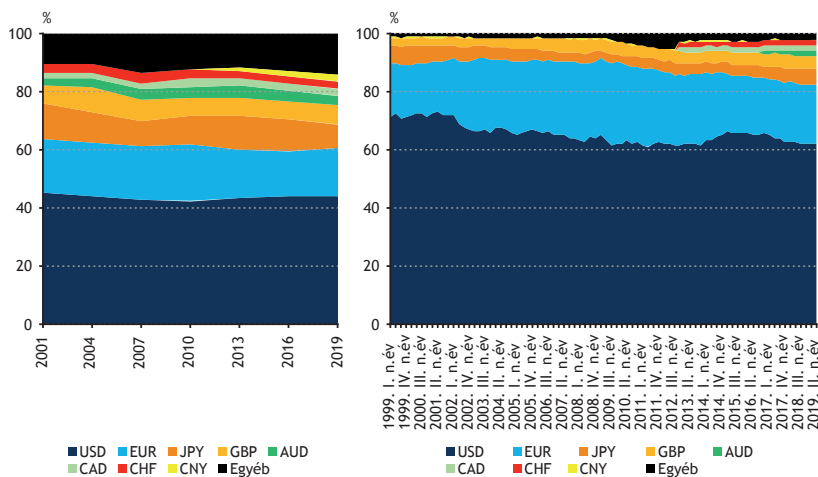
Megjegyzés: *Japán esetén 2017-es adatok alapján. **Ciprus és Málta kivételével.
Forrás: Fortune, OECD és CB Insights alapján MNB.

Az euro forgalma kis mértékben csökkent a globális devizapiacokon. A BIS Triennial jelentése alapján az euro szerepe minimálisan csökkent 2001 óta, amikor az első jelentést készítették az euro bevezetése után. Bár a BIS jelentése némileg torzított lehet, mivel csak április hónap átlagos forgalmát vizsgálja, de még így is az egyik legkiterjedtebb, rendszeresen készülő, globális felmérés, amit a piaci szereplők széles köre kísért figyelemmel. Míg 2001-ben még 19 százalékát tette ki a globális devizapiaci forgalomnak az euro, addig 2019-ben már csak 16 százalékát. A japán jen hasonló mértékben veszített devizapiaci szerepéből, mivel részaránya 12 százalékról 8 százalékra csökkent, az amerikai dollár pedig csak kisebb mértékű forgalomcsökkenést mutatott (45 százalékról 44 százalékra). Enyhe növekedést a kínai jüan forgalma mutatott, amely ma már a forgalom 2 százalékát teszi ki a korábbi jelentéktelen szerepével szemben. Ezen túlmenően kisebb, egyéb devizák szerepe nőtt meg, amelyek ma már a forgalom 14 százalékát teszik ki a korábbi 10 százalék helyett (1-31. ábra, bal panel). Így az elmúlt években az euro szerepe a globális devizapiaci forgalomban a feltörekvő devizák forgalom-

növekedése miatt csökkenhetett minimálisan. A feltörekvő devizák forgalmának emelkedése a feltörekvő pénzügyi eszközök (például helyi devizában denominált kötvények) iránti nem-rezidens befektetói érdeklődés növekedéséhez köthető, valamint a hedge fund-ok tevékenysége és az algoritmikus kereskedés előretörése is növelte a forgalmukat. Az euro-dollár devizakereszt forgalmában ugyanakkor jobban látható a forgalom csökkenésének mértéke, mivel 2001-ben még a globális forgalom 30 százalékát tette ki a kereszt forgalma, ami mára azonban 24 százalékra mérséklődött.

A devizapiaci forgalom csökkenésével ellentétben a nemzetközi devizatartalékok összetételében növekedett az euro szerepe. A nemzetközi devizatartalékokban ugyanakkor növekedett az euro részaránya az indulása óta. 1999-ben még csak a devizatartalékok 18 százaléka volt euróban, ami mára azonban 20 százalékra emelkedett. A dollár szerepe jelentősen csökkent (71 százalékról 62 százalékra), ugyanakkor a kínai jüan aránya 2 százalékot tesz ki, míg 20 évvel korábban nem szerepelt a devizatartalékok között (1-31. ábra, jobb panel). Az euro részarány növekedése és a dollár részarány csökkenése, főként a tartalék portfóliók diverzifikációjához volt köthető. Emellett az elmúlt években a pénzpiaci turbulenciák miatt néhány nagyobb tartalékot tartó feltörekvő országnak fel kellett szabadítania a devizatartalékok egy részét, amelyet vélhetően a dolláreszközök mérsékülésével tettek meg.

1-31. ábra: Az euro szerepének alakulása a globális devizapiaci forgalomban (bal panel), illetve a nemzetközi devizatartalékokban (jobb panel)



Forrás: BIS, IMF.

A devizakötvények kibocsátásában is stabil részarányt képviselnek az euróban denominált kötvények, viszont a globális kereskedelemben továbbra is a dollár dominál. Az új devizaadósság kibocsátásában az euróban denominált adósság részaránya továbbra is 20 százalék feletti. Bár a 2007-es csúcstről 2013-ig kevesebb mint felére csökkent az euro adósságok részaránya, az elmúlt pár évben újra emelkedett a részesedése, amely főként a dollárban denominált adósságok csökkenő mértékéhez köthető. Utóbbit főként a dollár erősödése és a dollár kamatok emelkedése magyarázhatja, melyek hatására a feltörekvő országok visszafogták a dollárban denominált adósság kibocsátását. A nemzetközi kereskedelemben viszont továbbra is a dollár szerepe a meghatározó, mivel a kereskedelmi elszámolásoknál Európán kívül leginkább dollárban történik az elszámolás. Ez főként ahhoz köthető, hogy a nemzetközi nyersanyag kereskedelemben (például energiapiac) a dollárban történő elszámolás a megszokott. Az eurót nagyságrendileg a kereskedelmi elszámolások 30 százalékában használják, és ez az arány stabilan alakult az elmúlt években.

Felhasznált irodalom

- Afxentiou, P. C. (2000): *Convergence, the Maastricht Criteria, and Their Benefits*.
- Arpaia, A. – Kiss, A. – Palvolgyi, B. – Turrini, A. (2016): *Labour mobility and labour market adjustment in the EU*. IZA Journal of Migration, 5:1-21.
- Basso, G. – D'Amuri, F. – Peri, G. (2018): *Immigrants, labor market dynamics and adjustment to shocks in the Euro Area*. NBER Working Paper 25091.
- Bini-Smaghi, L. – Padoa-Schioppa, T. – Papadia, F. (1993): *The Policy History of the Maastricht Treaty: The Transition to the Final Stage of EMU*, in CEPR, The Monetary Future of Europe, Centre for Economic Policy Research, London.
- BIS (2019. december): *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*.
- Bughin, J. – Windhagen, E. – Smit, S. – Mischke, J. – Sjatil, P. E. – Gürich, B. (2019): *Innovation in Europe. Changing the game to regain a competitive edge*. McKinsey Global Institute. October 2019. <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Innovation/Reviving%20innovation%20in%20Europe/MGI-Innovation-in-Europe-Discussion-paper-Oct2019-vF.ashx>
- Campbell, D. L. – Chentsov, A. (2017): *Breaking Badly: The Currency Union Effect on Trade*. Working Papers w0241, Center for Economic and Financial Research (CEFIR).
- De Grauwe, P. (2015): *Design failures of the Eurozone*. In Baldwin, R. – Giavazzi, F. (Eds.): *The eurozone crisis – A consensus view of the causes and a few possible solutions* (pp. 99–108). A VoxEU.org eBook https://voxeu.org/sites/default/files/file/reboot_upload_0.pdf
- Dao, M. – Furceri, D. – Loungani, P. (2014): *Regional Labor Market Adjustments in the United States and Europe*. IMF Working Papers 14/26, International Monetary Fund.
- De Grauwe, P. (2009): *The politics of the Maastricht convergence criteria*, <https://voxeu.org/article/politics-maastricht-convergence-criteria>
- Diaz del Hoyo, J. L. – Dorrucci, E. – Heinz, F. F. – Muzikarova, S. (2017): *Real convergence in the euro area: a long-term perspective*. ECB Occasional Paper Series, No. 203. European Central Bank. December 2017.
- ECB (2019 július): *The international role of the euro*.
- Emerson, M. – Gros, D. – Italianer, A. – Pisani-Ferry, J. – Reichenbach, H. (1992): *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. OUP Catalogue, Oxford University Press.
- Estrada, Á. – Galí, J. – López-Salido, D. (2013): *Patterns of convergence and divergence in the euro area*. Economics Working Papers 1386, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.
- European Parliament (2014): *Review of the 'six-pack' and 'two-pack'. At a glance*. PLENARY – 5 December 2014 <http://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-AaG-542182-Review-six-pack-two-pack-FINAL.pdf>
- Franks, J. R. – Barkbu, B. B. – Blavy, R. – Oman, W. – Schoelermann, H. (2018): *Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart?*. IMF Working Papers 18/10, International Monetary Fund.

- Fries-Tersch, E. – Tugran, T. – Markowska, A. – Jones, M. (2018): *2018 Annual Report on intra-EU Labour Mobility*. European Commission, December 2018. <https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=20685&langId=en>
- Gasparotti, A. – Kullas, M. (2019): *20 Years of the Euro: Winners and Losers*. cepStudy February 25, 2019. <https://www.cep.eu/en/eu-topics/details/cep/20-years-of-the-euro-winners-and-losers.html>
- Glick, R. – Rose, A. K. (2015): *Currency unions and trade: a post-EMU mea culpa*. Working Paper Series 2015-11, Federal Reserve Bank of San Francisco, revised 17 Jul 2015.
- Gros, D. (2015): *The eurozone crisis and foreign debt*. In Baldwin, R. – Giavazzi, F. (Eds.): *The eurozone crisis – A consensus view of the causes and a few possible solutions* (pp. 121–128). A VoxEU.org eBook. https://voxeu.org/sites/default/files/file/reboot_upload_0.pdf
- Gunnella, V. – Mastromarco, C. – Serlenga, L. – Shin, Y. (2015): *The Euro Effects on Intra-EU Trade Flows and Balance: Evidence from the Cross Sectionally Dependent Panel Gravity Models*.
- Henrekson, M. – Sanandaji, T. (2017): *Schumpeterian Entrepreneurship in Europe Compared to Other Industrialized Regions*. Working Paper Series 1170, Research Institute of Industrial Economics, revised 29 June 2018.
- Kenney, M. – Zysman, J. (2016): *The rise of the platform economy*. *Issues in Science and Technology*, 32(3), 61.
- Matolcsy, Gy (2019): *Az amerikai birodalom kontra európai álm*. Pallas Athéné Könyvkiadó Kft., 2019.
- MNB műhelytanulmányok (24): *Az euro hazai bevezetésének várható haszna, költségei és időzítése*
- Mundell, R. A. (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas*. *The American Economic Review*, 51, 509–517.
- Quitau, J. – Boll, C. – Leppin, J. S. (2014): *Labour Mobility: Is the euro boosting mobility? Labour mobility in Europe during the crisis years*. Strategy 2030 - Wealth and Life in the Next Generation 19e, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) and Berenberg.
- Rose, A. K. (1999): *One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade*. NBER Working Papers 7432, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Taylor, CH. (1995): *EMU 2000? Prospect for European Monetary union*, Royal Institute for International Affairs, ISBN: 1-85567-313-4.
- Temperton, P. (1998): *The Euro*. 2.vyd. ISBN:0-471-98722-0.

2.

A 2007-2009-es globális
pénzügyi válság tanulságai

2.1.

A maastrichti kritériumok hiányosságai

Balázs Flóra – Lehmann Kristóf – Szalai Zoltán

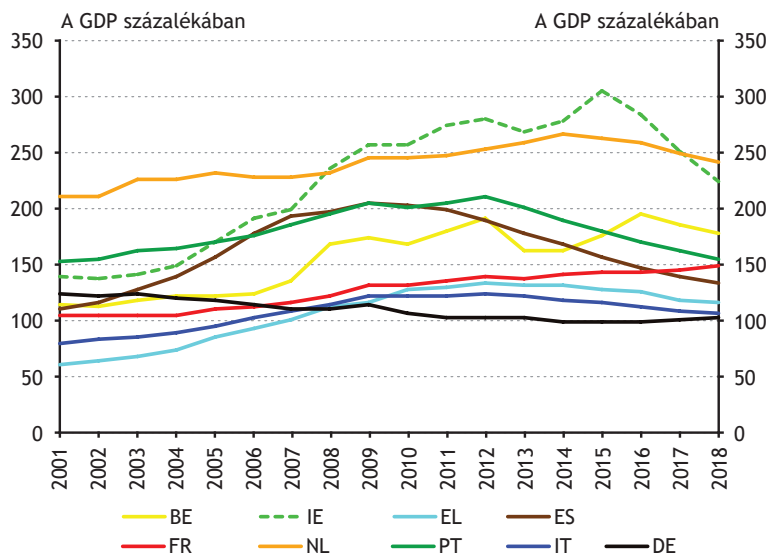
Az európai döntéshozók a 2008-as válság kitöréséig úgy gondolták, hogy az 1993-ban életbe lépett Maastrichti szerződés és azok fiskális feltételeinek mintájára megalkotott költségvetési szabályok elegendőek ahhoz, hogy az euroövezeten belüli makrogazdasági egyensúly biztosított legyen. A válság azonban felszínre hozta a kritériumok és a szabályok hiányosságait és rámutatott arra, hogy a fiskális fegyelmet biztosítani hivatott szabályok mellett is jelentős egyensúlytalanságok épülhetnek fel. A válságot az európai vezetők tévesen a magországok és perifériaországok közötti versenyképességi különbségekre vezették vissza, ugyanakkor az exportteljesítmény alapján ez nem igazolható. A fiskális kritériumokkal kapcsolatban problémát jelent, hogy azok nem veszik figyelembe a magánszektorban zajló folyamatokat. Az euroövezethez való csatlakozás következtében végbement reálkamatcsökkenés miatt főként a perifériaországokban magas magánadósság-állományok épültek fel, ami sok esetben túlfűtöttséghez és jelentős egyensúlytalanságok felépüléséhez vezetett. A válságkezelést az is nehezítette, hogy az euroövezetben nem volt olyan közös fiskális kapacitás, amely ellensúlyozhatta volna a negatív sokkok hatását, így a fiskális élénkítés a nemzetállamokra hárult, amit azonban a fiskális kritériumok betartása jelentősen korlátozott. Az eurozóna válságának elhúzódásához az is jelentősen hozzájárult, hogy hirtelen mind a magánszektor, mind az állami szektor nettó megtakarítóvá vált, így egyik szektor sem tudta biztosítani a gyors kilábaláshoz szükséges aggregált keresletet. A 2007-2008-as válságot követően felszínre került egyensúlytalanságok euroövezeti gazdaságra gyakorolt kedvezőtlen hatását az európai döntéshozók lassú és nem megfelelő válságkezelése is tovább súlyosbította. A gazdaság évekig elhúzódó zsugorodásától és egyes perifériaországok kötvénypiacainak összeomlásától kormányzati

közbelépés hiányában az Európai Központi Bank gyors beavatkozása, kamatcsökkentése és egyéb nemkonvencionális lépései mentették meg az euroövezetet.

A 2008-as globális pénzügyi válság rávilágított az Európai Gazdasági és Monetáris Unió működését biztosító szabályrendszer gyengeségeire. Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió már a kezdetektől két kiemelt cél, a monetáris stabilitás és a fiskális fenntarthatóság elérésére törekedett, így az Unió intézményi keretrendszere is eszerint lett kialakítva az árstabilitást biztosítani hivatott monetáris politikán és a fiskális fenntarthatóságot kikényszerítő fiskális szabályokon keresztül.

A globális pénzügyi válság kitörése azonban rávilágított, hogy a kialakított működési keretrendszer mellett is jelentős egyensúlytalanságok épülhetnek fel a gazdaságban és azok kezelésére a kialakított intézményi megoldások nem megfelelőek. Míg a maastrichti kritériumok alapján megalkotott szabályok kizárólagosan az állami eladósodást próbálták kordában tartani különböző szankciók alkalmazásával, a döntéshozók a fiskális fenntarthatóságra való túlzott koncentráció mellett nem szenteltek kellő figyelmet a magánszektorban zajló folyamatokra. Míg a maastrichti szabályok megsértéséért súlyos szankciók jártak, addig a válságot megelőző időszakban az euroövezet tagországainak túlnyomó többségében a magánszektor adóssága jelentős mértékben emelkedett (2-1. ábra). A magánszektor gyors eladósodását a csatlakozást követő kamatkonvergencia is fűtötte, ami ösztönzőleg hatott mind a vállalati mind a háztartási eladósodásra (Nagy – Virág, 2017).

2-1. ábra: A magánszektor GDP-arányos adósságának alakulása egyes euroövezeti tagállamokban (2001-2018)



Forrás: Eurostat.

A maastrichti kritériumok mintájára megalkotott fiskális szabályok továbbá a növekedés fenntarthatósága szempontjából meghatározó külső egyensúlyi pozíció kérdését is figyelmen kívül hagyták, miközben az egyes euroövezeti tagországok között jelentős és tartós folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok alakultak ki.

Az európai döntéshozók felismerve az intézményi működés hiányosságait, létrehozták az Európai Bizottság irányítása alá tartozó makrogazdasági egyensúlytalansági eljárást (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) ami egy olyan felügyelő, megelőző és korrekatív korai előre jelző rendszer (Early Warning System, EWS), amely felépülő makrogazdasági egyensúlytalanságokra hivatott felhívni a figyelmet (Csontos – Szalai, 2013). Az eljárás keretében a külső egyensúlytalanságok és versenyképesség, a belföldi egyensúlytalanságok, továbbá a foglalkoztatottsági mutatók keretében vizsgált 14 indikátort az Európai Bizottság. Ez

az eljárás kiegészíti a maastrichti konvergencia kritériumokat a nem-pénzügyi és pénzügyi magánszektorból kiinduló egyensúlytalanságok megelőzésében és kezelésében, akár versenyképességi eredetű, akár túlzott belső keresletnövekedésből kiinduló, fenntarthatatlansággal fenyegető folyamatok indulnak el és kiegészítik a fiskális stabilitásra irányuló koordinációs eljárásokat.⁶

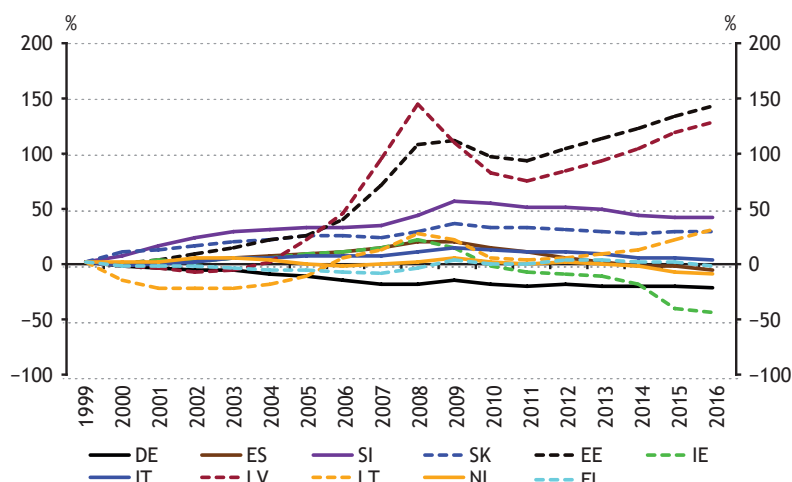
2.1.1. Hagyományos „versenyképességi” vagy modern bankválság?

A 2008-as válságot követően általános narratívává vált, hogy az eurozóna periféria országai (Írország, Görögország, Portugália, Olaszország, a három balti ország, Észtország, Lettország, Litvánia és Szlovénia) laza fiskális költekezése és bérezési fegyelmezetlensége vezetett az övezetben felhalmozódó jelentős folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságokhoz, illetve az egységnyi hozzáadott értékre jutó munkaerőköltség emelkedésén keresztül a versenyképesség romlásához. Az elemzők egy része rámutatott arra, hogy jelentős bérversenyképességi különbségek alakultak ki az egyes országcsoportok között, főleg Németország és a többi övezeti ország között. A termékegységre jutó bérköltségek alakulásának különbségeit mutató ábrák felületes szemrevételezése megerősíti azt a téves benyomást, hogy a periféria országok voltak az egyedüli okozói a bérversenyképességi eltérések kialakulásának, mert azt mutatja, hogy miközben Németország versenyképessége stabil, a többi országé eltérő mértékben

⁶ Az indikátorok empirikus teljesítményét vizsgálta Csontos-Szalai (2013), Erhart et al. (2018), Domokos et al. (2017). Általában elmondható, hogy az elmúlt válságra alkalmazva nem minden ország esetében teljesítettek volna jól előzetesen a mutatók. Szisztematikus különbség van a régi és a később csatlakozott országok között a mutatók előrejelző képességében. Indokolt az a figyelmeztetés, amit maga a mutatókat kidolgozó Bizottság is hangsúlyoz, hogy a mutatókat nem szabad mechanikusan alkalmazni, mindig szükség van a konkrét, mélyebb elemzésekre, mert a válságok nem pontosan ugyanúgy ismétlődnek.

ugyan, de konzisztensen romlik Németországhoz képest. Alapossabban vizsgálva a kérdést azonban kiderül, hogy a széles körben elfogadott, úgynevezett bérnormához⁷ képest Németország kirívóan eltérő mintázatot mutat a többi országhoz képest. Más szóval Németország „túlzottan versenyképes”, annyira, hogy ha az országok többsége követné a német példát, az masszív lassuláshoz, az adósságráta növekedéséhez és súlyos feszültségekhez vezetne.

2-2. ábra: A fajlagos munkaerőköltségek kumulatív eltérése az EKB inflációs céljától (1999-2016)



Forrás: Eurostat és European Commission Quarterly Report on Price and cost competitiveness.

Ez azt jelenti, hogy a zéró szinthez közeli országokban az EKB inflációs céljának megfelelően nőttek a bérköltségek. A fajlagos bérköltség alapú **versenyképességi összehasonlításokban leg-**

⁷ Bérnormának nevezik az inflációt nem okozó béralakulást és a gyakorlatban a termelékenység növekedésének üteme és a jegybanki inflációs cél által adott áremelkedési ütem összegeként határozzuk meg. Azt ezt meghaladó bérnövekedési ütem cél feletti, ettől elmaradó ütem pedig cél alatti inflációt okoz. Az inflációra természetesen más tényezők is hatnak, a bérnorma csak a béroldali árstabilitás feltételét mondja ki.

többször Németországot tekintik viszonyítási alapnak a többi EMU tag számára, azonban ebből az ábrából kiderül, hogy ez nem jó megközelítés. Noha a költségversenyképesség szempontjából csak a relatív versenyképesség alakulásának van jelentősége, azaz Németországgal is tudni kell versenyezni, de ez önmagában nem eredményez optimális viszonyítási alapot a makrogazdasági kimenetel szempontjából. Ugyanis a német fajlagos bérköltség azzal, hogy tartósan és szignifikánsan az árstabilitást számszerűsítő EKB inflációs cél alatt maradt, állandó és erőteljes deflációs hatást gyakorolt az övezet egészére. Ha minden ország ezen az alapon folytatta volna a versenyt, akkor az deflációt eredményezett volna a monetáris unióban, annak minden hátrányos következményével együtt. A válság előtt kialakult bérversenyképességi különbségeket tehát csak részben okozták azok az országok, amelyekkel kapcsolatban felvetik a romló versenyképességet: mivel az euroövezet a monetáris stabilitás övezete kíván lenni, **az árstabilitást is szimmetrikusan kell értelmezni**, és a versenyképességre hivatkozva sem lehet attól eltérni negatív irányba. Ellenkező esetben **állandósul az optimálistól elmaradó növekedés és fokozódik a deflációval kapcsolatos pénzügyi törékenység**.

A bérversenyképesség azért sem mindig mérvadó a makrogazdasági pálya fenntartható voltának megítélésében, mert a kevésbé fejlett országok gazdasága a felzárkózási pályán gyorsabb szerkezeti átalakuláson megy keresztül. A gazdaság szerkezeti arányai megváltoznak: csökken a kitermelő ágazatok súlya és növekszik a tágan vett szolgáltató szektoroké, miközben a feldolgozóipar kezdetben növekszik, majd arányának növekedése lassan megáll és vissza is fordul.⁸ Ennek során jelentős **munkaerő áramlások** zajlanak és a munkaerő a magasabb termelékenységű ágazatokba áramlik, jelentős mértékben az ott elérhető magasabb bérek hatására. A folyamat együtt jár azzal, hogy az exporttermékek is kifinomultabbak lesznek, egy-

⁸ Bővebben lásd MNB (2016).

re magasabb minőséget képviselnek, amit összetettebb üzemen belüli és vállalatok közötti együttműködésben állítanak elő és egyre kevesebb számú ország képes azokat gyártani, illetve exportálni. Az ilyen termékeket és ezen keresztül az azokat előállító munkát magasabbra értékelik a vásárlók, amit tükröznek a magasabb eladási, illetve exportárak. A termékegységre jutó bérköltség emelkedése **ezekben az esetekben nem jelent versenyképesség** csökkenést,⁹ mert a termékek magasabb ára mellett nem kell csökkennie a jövedelmezőségnek – sőt, még javulhat is, ha a bérköltségek növekedési üteme elmarad a termék árának növekedésétől.

Végül a makrogazdasági szinten értelmezett fajlagos bérköltség (ULC) valójában nem teljesen analóg a vállalatok esetében értelmezett bérköltséggel. Míg egy vállalat esetében a bér csak költség, a termékegységre jutó bérköltség csökkenése nem csökkenti a termékei iránti keresletet, a makrogazdasági szinten értelmezett ULC valójában a bérhányad változását jelenti, ami már közvetlenül összekapcsolódik az aggregált kereslettel.¹⁰ Amint az MNB 2017-es növekedési jelentésének¹¹ első fejezete bemutatja, a nemzeti jövedelem megoszlása profitra és bérekre befolyásolja a makrogazdasági teljesítményt, de a kapcsolat nem lineáris. Ugyanis a bérek amellet, hogy költséget jelentenek, egyúttal az aggregált kereslet részei is. A bérhányad növekedése tehát nem feltétlenül csökkenti a jövedelmezőséget, mert noha a profithányad rovasára növekedhet, ezt ellensúlyozhatja, ha a keresleti oldalon a kapacitások jobb kihasználását eredményezi, ami növelheti a nyereséget. Azt nem tudjuk pusztán az elmélet

⁹ Benkovskis and Wörz (2015) becslése szerint Magyarország esetében a 2000-2012 közötti időszakban a szokásos árversenyképesség nagyjából stagnált, de ha a piacok által az árakban ténylegesen elért minőségi javulással vagy kedvező ízlésváltozással módosítják, akkor csaknem 30 százalékos javulás következett be, ami kisebb a lengyel, román és cseh értéknél, de nagyobb három balti ország és Bulgária értékénél.

¹⁰ Felipe and Kumar (2011).

¹¹ MNB (2012).

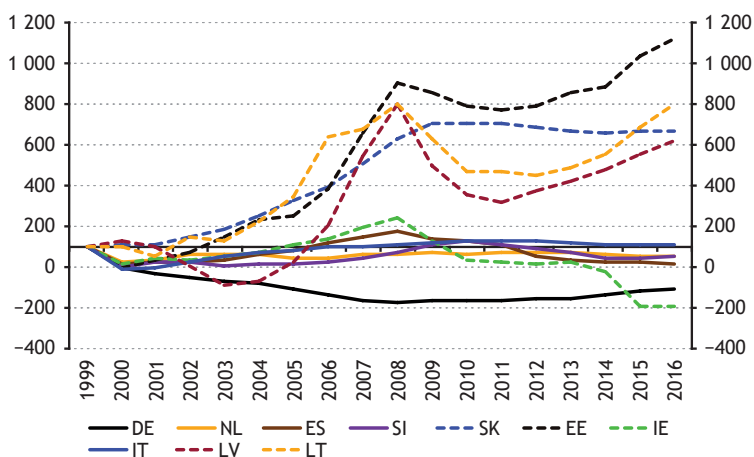
alapján eldönteni, hogy pontosan milyen elosztási arányok mellett melyik hatás a domináns, csak azt tudjuk, hogy van valahol ilyen pont. Gyakorlati szempontból egy **tapasztalati arány** mindenestre irányadó lehet. Fontos azonban az, hogy szemben a mikroökonómiai megközelítéssel, **a túl alacsony bérköltségnek lehetnek hátulütői is**. A fajlagos bérköltség bérversenyképességi mutatóként való értelmezéséhez ezért nem elegendő annak **százalékos változását** nézni, számít az is, hogy milyen **kiinduló szinthez** képest (bérhányad mellett) következik be.¹² Ha a jegybankok csak egyoldalúan, a bérversenyképesség romlására, azaz a fajlagos bérköltség növekedésére reagálnak, de nem akadályozzák annak „javulását”, azaz a fajlagos bérköltség csökkenését, akkor azzal kimondatlanul hozzájárulnak a bérhányad csökkenéséhez, ami hosszú távon számos makrogazdasági problémához vezethet.¹³ Lassulhat például a növekedési ütem, mert a profitjövedelmekből nagyobb arányban takarítanak meg és ezért gyenge lesz az aggregált kereslet növekedése. Ha pedig a gyenge bérnövekedés ellensúlyozására a bérből élők folyamatos eladósodással tartják fenn a magasabb fogyasztási és lakossági (lakás) beruházási pályát, akkor a gazdaság pénzügyi törékenysége és pénzügyi válság kialakulásának kockázata növekedne.¹⁴

¹² A bérhányad makrogazdasági jelentőségéről lásd MNB (2017), 1. fejezet.

¹³ Mason (2017).

¹⁴ Bővebben lásd MNB (2017) 1. fejezet.

2-3. ábra: A fajlagos bérköltség alapú reáleffektív árfolyamok alakulása (1999-2016)



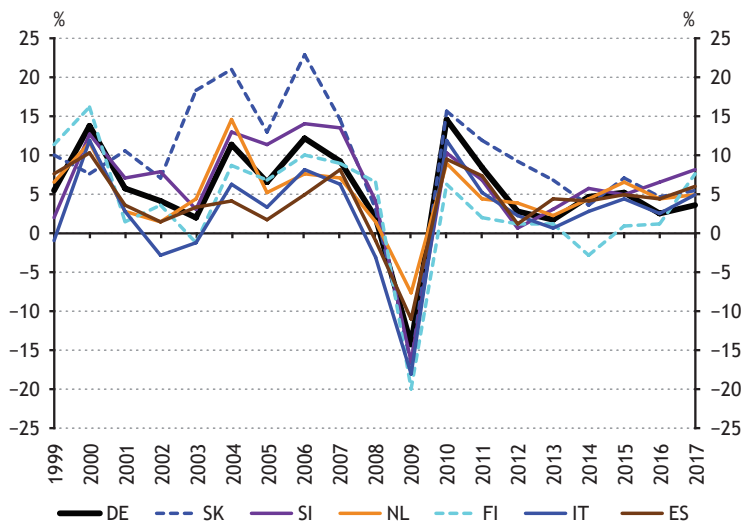
Forrás: Az Európai Bizottság, Negyedéves jelentés az ár- és költségalapú versenyképességről

A bérversenyképesség alakulásának értelmezését nehezíti, hogy ezeknek a mutatóknak az alakulása nem független az aggregált kereslet, a hitelezés és a nemzetközi tőkeáramlás alakulásától. Vagyis, még ha empirikusan kapcsolatot is találunk a külső egyensúly és a versenyképességi mutató között, könnyen előfordulhat, hogy az okság valamely harmadik tényezőre vezethető vissza, mint a tőkeáramlás és a hitelezés, és a versenyképesség csak következmény.¹⁵ A versenyképességgel kapcsolatos tapasztalatokat összegezve megállapítható, hogy a **jelenlegi válságban a bérversenyképességi problémák nem játszottak döntő** szerepet. Ugyanis a versenyképesség romlását hangsúlyozó narratíva sugalmazásával szemben, a válságot megelőző években a perifériaországok exportteljesítménye alig maradt el a versenyképességi szempontból éllóvasnak, sőt túlzottan „versenyképes”-nek tekintett¹⁶ Németországtól (2-4. ábra).

¹⁵ Lásd például Lane és McQuade (2013) és Wyplosz (2013).

¹⁶ Az új egyensúlytalansági mutatók alapján Németorszáévek óta exporttöbblete túlzott mértékű és több ízben kapott felszólítást a kiigazításra. Németország nem hozott ilyen irányú döntést a felszólítások ellenére.

2-4. ábra: Az euroövezeti tagországok exportteljesítményének volumenindexe (1999-2017)



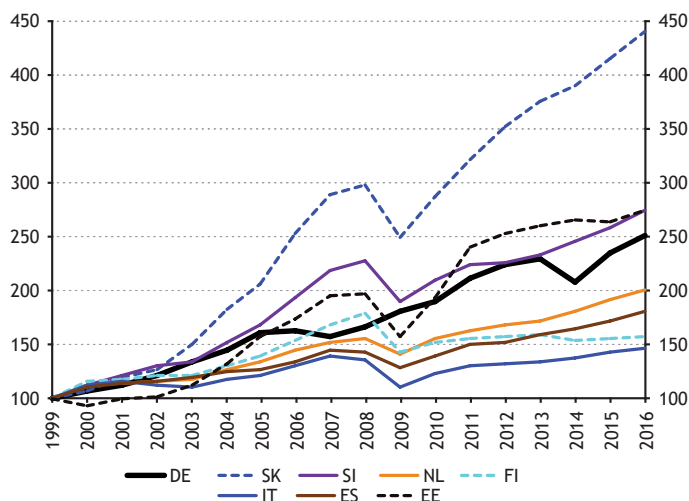
Forrás: OECD.

A folyó fizetési mérlegek tartós egyensúlytalansága sokkal inkább az importkeresletben tapasztalható különbségekre volt visszavezethető (2-5. ábra). **Azaz a felépülő egyensúlytalanságokat elsősorban nem az export versenyképesség romlása (túlzott bérkiáramlás, gyenge termékminőség a versenytársakhoz képest), hanem a magánszektor túlzott eladósodása és fogyasztása eredményezte.**

A kiválasztott euroövezeti országok exportja a válság előtt erőteljes együtt mozgásról tanúskodik, attól függetlenül, hogy a folyó fizetési mérlegük hogyan alakult és hogy mag- vagy periféria országról van-e szó. Vagyis főként globális trendek mozgatták az exportot és e téren nem látszik lényeges változás a költségversenyképességek eltérő alakulása miatt. Feltűnő továbbá, hogy **a feltételezések szerint romló versenyképesség miatt válságba került országok exportja lényegében ugyanazt a trendet követi a válság előtt és után is, amit az „exportvilágbajnok” Németország, vagy az időnként még nála is nagyobb GDP arányos**

exporttöbbletet felmutató Hollandia. És a válságot követően a folyó fizetési mérlegben szignifikáns fordulatot, markánsan túlzott hiányból szolid többletre váltó országok exportjának trendje hasonló azoknak a magországoknak a trendjéhez, amelyekben nem volt drasztikus változás a bérversenyképességben vagy előjel változás a folyó fizetési mérlegben.

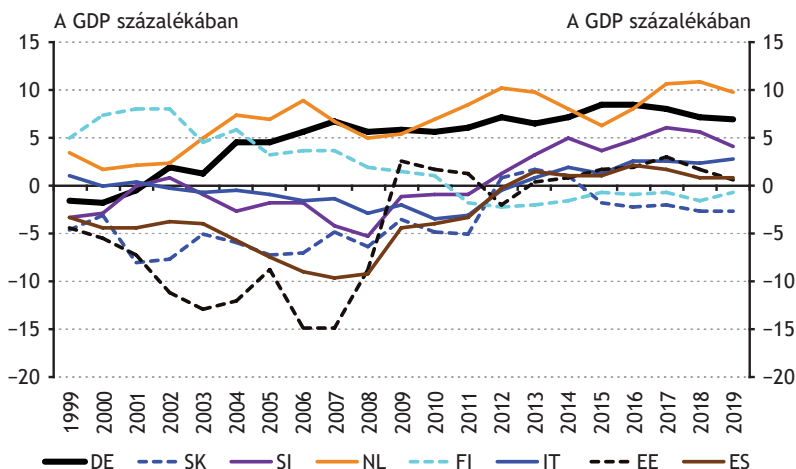
2-5. ábra: Az euroövezeti tagországok importjának volumenindexe (1999=100) (1999-2016)



Forrás: OECD.

A 2-6. ábrán látható, hogy a közös trendet mutató exporttal ellentétben, a folyó fizetési mérlegek országcsoportonként eltérően alakultak. Ez is azt a hipotézist erősíti, hogy a válság előtt jelentős folyó fizetési mérleghiányt felmutató országokban a hiányt elsősorban a gyors import növekedés okozta, a válság utáni kiigazítást pedig az import lelassulása eredményezte, amely utóbbi mögött a magánszektor és a fiskális politika mérlegkiigazításából következően visszaeső belső kereslet húzódott meg, nem pedig versenyképesség javulás.

2-6. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegek alakulása egyes euroövezeti tagországokban (1999-2019)



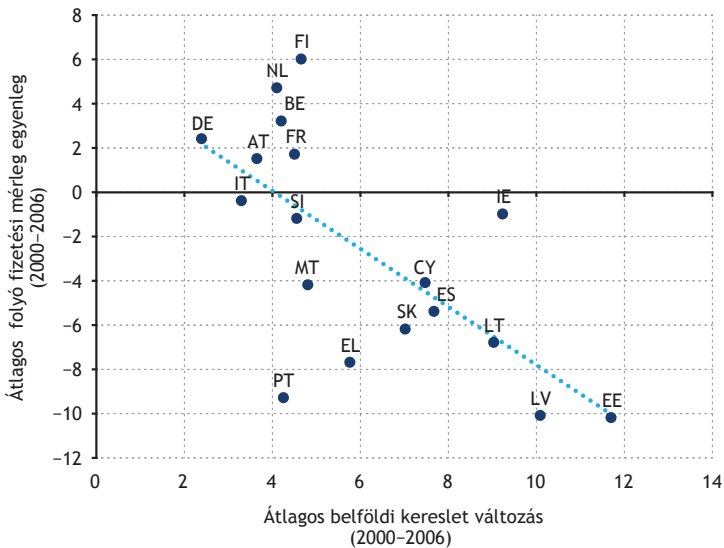
Forrás: IMF WEO.

A fenti érvelést bizonyítja továbbá az is, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlegeket és a hitelezési folyamatokat megvizsgálva az egyes euroövezeti tagországok körében, azok között jellemzően ellentétes irányú együttmozgás látható, ami arra utal, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát legtöbb esetben az erős belső keresletnövekedés fűtötte importnövekedés eredményezte és nem az állam fiskális fegyelmezetlensége.

A belső keresletélénkület támogathatta a gyors jövedelemfelzárkózásra vonatkozó várakozás, esetenként a szükségesnél lazább fiskális politika (pl. Görögország) továbbá az eurozóna csatlakozással járó kamatcsökkenés és ennek következtében könnyen hozzáférhető hitelek. Ezek eredményeként növekedett a fogyasztási és lakossági beruházásokkal kapcsolatos importkereslet. **Nem volt szükséges közvetlenül a fogyasztási hiteleknek megugraniuk ahhoz, hogy importnövekedés következzen be.** Példának okáért, ha a non-tradeable (ingatlan) szektorban volt hitelboom, akkor az ingatlanok megvásárlása után több jövedelmük

maradt a szereplőknek az importtermékek fogyasztására, hiszen olcsóbb volt a hitel, mint korábban. Emellett a **globális értéklán-cok elmélyüléséből adódóan egyre több intermedier terméket importáltak**. Azon szektorban, ahol hitelboom volt tapasztalható (például az építőiparban), jelentős bértömeg növekedés indult meg (mind az átlagos bérek, mind a létszám növekedése miatt, mely utóbbiban milliós számban vettek részt bevándorlók), majd másodkörös jövedelemnövekedést generált a többi szektorban, tehát tovább növelték a belső keresletet, így az importot.

2-7. ábra: A belföldi kereslet és a folyó fizetési mérleg átlagos változása (2000-2006)



Forrás: AMECO, OECD.

Hasonló eredményre jutnak a kérdést vizsgáló ökonometriai elemzések is.¹⁷ Communale és Hessel (2014) azt vizsgálta, hogy az övezeten belül tapasztalt folyó mérleg divergenciákat a versenyképességek vagy pénzügyi ciklusok alakulásának eltérései

¹⁷ A nagy és növekvő irodalomból lásd: Altomonte és szerzőtársai (2013), Communale and (2014) Communale (2015a), Gaulier and Vincent (2012), Wyplosz (2013) és részben Unger (2015), illetve az ezekben hivatkozott irodalmak.

magyarázzák-e? A kérdés megválaszolásához egy panel hiba-korrekciós becsléssel vizsgálták az import, az export és a külkereskedelmi egyenleg alakulását a hazai kereslet függvényében a pénzügyi ciklus frekvenciáján. Azt találták, hogy ugyan **az árversenyképesség hatása kimutatható, a külkereskedelem alakulását sokkal erősebben befolyásolta a belső kereslet változása.** Következtetésük szerint a gazdaságpolitikák számára ez az eredmény azt üzeni, hogy fontosabb a hitelek alakulására és a makroprudenciális politikára összpontosítani, szemben a jelenlegi gyakorlattal, amely a versenyképességet és a strukturális reformokat hangsúlyozza.

Altomonte és szerzőtársai (2013) kimutatták, hogy a költségversenyképességi mutatók önmagukban nem adnak megbízható információt a versenyképesség alakulásáról. Ahhoz, hogy megbízhatóan értékelhessük a versenyképesség alakulását, vállalati szintű információkkal kell őket kiegészíteni. Példaként említik, hogy a növekvő fajlagos költség párosulva K+F kiadásokkal azt eredményezik, hogy a termék minősége jelentősen javul és az értékesítési árakban ez megjelenhet. Így önmagában a **költségversenyképesség „romlása” nem feltétlenül jár együtt versenyképességmentességgel és külkereskedelmi deficittel.** Hozzátehetjük, hogy ha egy ilyen felzárkózó ország gyors növekedését anticipálva a fogyasztási hitelezés gyorsan növekszik, akkor ezek eredőjeként kialakulhat külkereskedelmi deficit, miközben a versenyképesség alakulása azt nem indokolná, és téves gazdaságpolitikai javaslatokat vonhat maga után.

Gaulier és Vincent (2012) az vizsgálta, hogy a folyó fizetési mérleg alakulását a versenyképesség vagy a keresleti sokkok magyarázzák-e az euroövezetben. Azt találták, hogy **a folyó mérleg alakulása kapcsolatban van a fajlagos munkaköltségekkel és az importtal,** ugyanakkor nem találtak kapcsolatot az exporttal. A költségversenyképesség romlása nem okozta a folyó fizetési mérleg hiányát, sokkal inkább a következménye egy olyan keresleti sokknak, amely a külkereskedelemmel nem versengő szektor

árszint emelkedése miatt következett be, mert szektor mélységű elemzések azt mutatják, hogy a költségversenyképesség ezekben a szektorokban romlott. A legtöbb deficitese ország exportszektorra képesnek látszik a növekvő exportkereslet kielégítésére abban az esetben, ha a többlettel rendelkező országok szimmetrikusan csökkentik az exportjukat és növelik az importjukat egy sokkal kiegyensúlyozottabb hazai kereslet kialakításával.

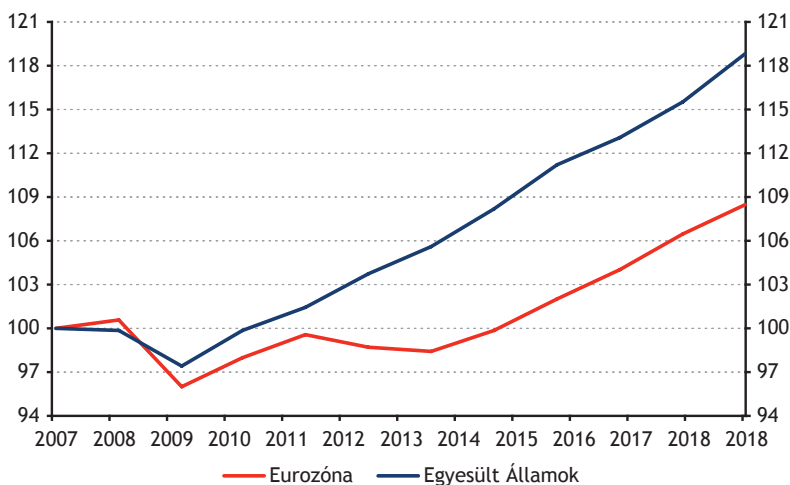
2.1.2. A válságkezelés válsága

A szakirodalom úgy tartotta, hogy az euroövezeten belül jelentkező aszimmetrikus gazdasági sokkok kezeléséhez elegendő fiskális mozgástér áll rendelkezésére a tagállamoknak még az adósság szabályok betartása mellett is. Ha a költségvetési mozgástér kevésnek bizonyul az automatikus stabilizátorok nem megfelelő működése vagy a túl nagy ciklikus kilengés miatt, akkor a további alkalmazkodáshoz rugalmas munkaerőpiac (bérrugalmasság, munkaerő-mobilitás) szükséges. Ugyanis az euroövezeti csatlakozással a monetáris politika már közösségi szintre emelkedik, az árfolyam leértékelésére pedig nincs mód, így egyedül belső leértékelés útján lehetséges a kiigazítás. Ugyanakkor általános vélemény volt, hogy az euroövezeti integráció a csatlakozó országok számára hosszú távú gazdasági fejlődést képes biztosítani. Az optimális valutaövezetek elméletének endogenitási hipotézise (Frankel – Rose, 1998) szerint a közös valuta bevezetésének hatására a gazdasági szerkezetek olyan mértékben közelednek egymáshoz, hogy az optimális valutaövezet létrejön, és ez a csatlakozás költségeit is csökkenti. De Grauwe és Mongelli (2005) áttekintést nyújt a kérdésben, ami alapján arra következtetnek, hogy az endogenitási hipotézis a válság előtti információk alapján fennállhat. Ezzel szemben a tapasztalat azt mutatja, hogy az üzleti ciklusok endogén harmonizációja nem következett be, inkább a divergencia jelei voltak megfigyelhetőek az euroövezeten belül (Holinski et al., 2012, Enders et al., 2013).

A válság kitörését követően az európai döntéshozók a tagországok folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságait látva a válság kitörésének okát tévesen versenyképességi problémákra vezették vissza, noha az előző alfejezetben láttuk, hogy a probléma elsősorban nem az exportteljesítménybeli különbségekre, hanem a tagországok közötti felgyorsuló tőkeáramlások nyomán kialakuló túlfűtöttségre volt visszavezethető, amely elsősorban a perifériaországokat érintette.

A kialakult problémára adott téves válságkezelés oda vezetett, hogy annak ellenére, hogy mind az Egyesült Államok, mind az euroövezet jelentős visszaesést szenvedett el a pénzügyi válság kitörését követően, az Egyesült Államokban a kibocsátás 2010-re már elérte a válság előtti szintet, míg az eurozónának ugyanezt csak 2014-re sikerült elérnie. Az elhibázott válságkezelés eredményeként a válságot követő években a két gazdaság kumulatív növekedése közötti rés egyre tágabbra nyílt (2-8. ábra).

2-8. ábra: Az Egyesült Államok és az eurozóna kumulált gazdasági növekedésének volumenindexe (2007=100) (2007-2018)



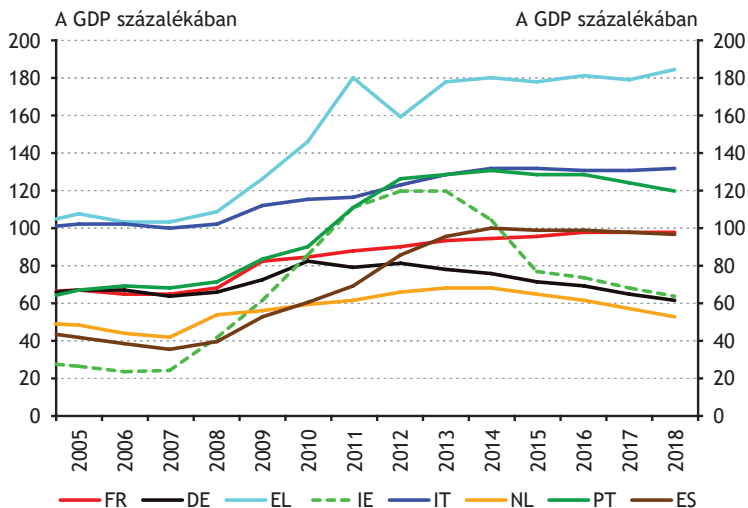
Forrás: Bloomberg.

Az európai döntéshozók a tévesen versenyképességi okokra visszavezetett problémákat belső leértékeléssel próbálták kezelni, mivel az euroövezethez való csatlakozás eredményeként az egyes tagországok lemondtak az önálló monetáris politika viteléről és ezzel együtt megszűnt a nemzeti valuta külső leértékelésének lehetősége. A belső leértékelés azonban a külső leértékelésnél jóval nehezebb és fájdalmasabb, amely egy recesszió esetén csak még inkább elmélyíti a válságot.

Az euroövezeti tagországokat a 2008-as pénzügyi válság kitörését követően a fiskális fegyelmet kikényszerítő maastrichti kritériumok és az azokra épülő fiskális szabályok is korlátozták, tovább mélyítve a válságot, mivel a magánszektor mellett már az állami szektor sem tudta az aggregált kereslet élénkítésén keresztül stimulálni a gazdaságot.

A válság során a belső leértékelés és a maastrichti kritériumok betartása érdekében elmaradt fiskális lazítás a reál GDP jelentős zsugorodásához vezetett. Lévéen az államadósságráta az államadósság és a GDP hányadosaként adódik, **így a fiskális megszorítások épp az ellenkező hatást érték el: az adósságráta nemhogy nem zsugorodott, hanem gyors ütemben emelkedni kezdett**, néhány ország esetében akár 50 százalékpontos emelkedést is mutatva (2-9. ábra).

2-9. ábra: A GDP-arányos államadósság alakulása egyes euroövezeti tagországokban



Forrás: IMF WEO.

A válság éveiben pénzügyi nehézségekkel küzdő országok számára a pénzügyi segítségnyújtásért cserébe további téves elemzésen alapuló kiigazító intézkedéseket írtak elő, ami a GDP további zsugorodásán keresztül tovább rontotta a helyzetet, ördögi körhöz vezetve. A maastrichti kritériumokon alapuló fiskális szabályokhoz való ragaszkodás tehát az adósságráta magas szinten stabilizálódását eredményezte, amelyhez a folyamatos fiskális kiigazítás miatt elhúzódó kilábalás is nagymértékben hozzájárult.

2.1.3. A fiskális „backstop” hiánya

A gyors és hatékony válságkezelést az is nehezítette az eurozónában, hogy a központi költségvetés szerepe kicsi (a GDP megközelítőleg 1,2 százaléka), míg a nemzetállamok költségvetése nagy. A költségvetés ily módon való felépülése nem teszi lehetővé, hogy a központi költségvetés reagáljon a ciklusok-

ra, így ezen feladat a nemzetállamokra marad. Ezzel szemben az Egyesült Államokban a központi költségvetés szerepe jóval nagyobb. Ha egy vagy néhány államot aszimmetrikus negatív sokk ér, akkor ezt a központi költségvetés automatikusan simítja azzal, hogy kevesebb adót szed be és fizet a központi költségvetésbe, miközben a jogosultságok növekedésével több átmeneti jövedelemtámogatást kapnak az adott tagállamok, például munkanélküli segély formájában. Ezt a simítást a központi költségvetés azért tudja adni, mert más régiókat nem ért hasonló negatív sokk, esetleg pozitív sokk érte, aminek eredményként több adót fizet be és kevesebb jogosultság miatt kevesebb kifizetést kap. Ennek megfelelően az amerikai szövetségi államokra szigorú költségvetési szabályok vonatkoznak és mindig egyensúlyban kell lennie a költségvetésüknek. A központi költségvetés simító hatása nélkül ez természetesen megvalósíthatatlan lenne egy jelentősebb negatív sokk esetén. Amikor az USA államait vagy azok nagy többségét éri negatív sokk, akkor a simítást nem tudja nyújtani az államok egyik része a másik része számára. Ilyen esetekben a központi költségvetés azzal simít, hogy engedi deficit kialakulását, illetve növekedését. **Az euroövezetben ennek megfelelője a jelenlegi intézményi keretek között az lehetett volna, ha koordináltan lazítanak a nemzeti fiskális politikák, mintegy szimulálva egy központi költségvetési lazítást.** Érdekes módon, miközben ezt a válság követően megtették a G-20 keretében koordinálva, a közvetlen összeomlást elkerülve túl hamar ismét a fiskális szabályokhoz való túl gyors visszatéréssel vélték stabilizálni a gazdaságokat.¹⁸ Ez nagy hiba volt, mert ez eredményezte a zóna második recesszióját, aminek semmilyen külső oka nem volt. Erősebb volt a „piacok”-tól való félelem és az országok közötti átfertőzés lehetőségének elkerülése, mint az optimálisan laza fiskális kondíciók fenntartása. E téren az USA-val való összehasonlítás világosan mutatja a hiba mértékét.

¹⁸ Bővebben lásd MNB (2014) 1. fejezet.

A 2008-as válság kitörését követően a válságkezelésben problémát jelentett, hogy hiányzott egy olyan intézmény, amelyik az euroövezetben az állampapírok piacán ellátja a végső árjegyző (market maker of last resort) feladatait. Egy nemzetállamban normál esetben ezt a funkciót a jegybank látja el. Az euroövezetben azonban a létrehozásakor az új pénz stabilitását úgy látták biztosítva, ha a jegybank számára az állampapír vásárlását megtiltják; csak másodpiaci vásárlásokat engedélyeznek monetáris politikai műveletek céljára. Ez a hiányosság az euroövezet azon sajátosságából következik, hogy egy olyan monetáris unióról van szó, ahol a nemzeti fiskális politikák nagymértékű önállóságot élveznek: nincs integrálva, csak szorosan koordinálva. Ezzel is erősíteni kívánták a fiskális fegyelmet, mert ennek hiányában a fegyelmezetlen országok előnybe kerülhetnek a fegyelmezettekkel szemben, illetve, ha túl sok ország viselkedik fegyelmezetlenül, akkor az egész övezet stabilitása kerülhet veszélybe. Összességében minden megfontolás a fiskális „fegyelem” körül forgott, és nem számoltak azzal, hogy kielégítő fiskális fegyelem mellett is szükség lehet az állampapírok piacának stabilizálására, ha például a bankrendszer stabilizálása olyan fiskális elkötelezettség vállalást igényel, ami miatt a piacok bizalma megrendülhet magának a fiskális stabilitásnak a fenntartásával szemben is. Amennyiben a közös jegybank nem látja el azt a stabilizáló funkciót, amit egy nemzetgazdaságban ellát az állampapírok piacán, akkor olyan helyzetbe kerül a szóban forgó állam, mintha az adósságát külföldi valutában bocsátotta volna ki.

Ez azonban egy választott működési mód volt a válság egy szakaszában, nem szükségszerűen determinált magatartás. Ezt bizonyítja, hogy amikor valóban veszélybe került a monetáris integráció, akkor elég volt az EKB ígérete a beavatkozásra ahhoz, hogy a piaci pánik megszűnjön. Az állandó stabilizációs alap létrehozásával ezt ismerték fel a válság idején. Az azonban, hogy ez a funkció nem a közös jegybanknál van, és korlátozott beavatkozási kapacitással hozták létre, nem erősíti a bizalmat,

mert egy pánik esetén éppen a **potenciálisan korlátlan beavatkozási kapacitást kell demonstrálni**. Láthatóan a döntéshozók továbbra is éppen ellenkezőleg, azt tartják nagyobb veszélynek, ha nincs felső korlátja az intervenciók kapacitásnak.¹⁹

A stabilizációs alap másik feladata az lehet, hogy szükség esetén az adott országban bejegyzett bankokat ebből tőkésítik fel és szervezik át. Ez szintén nemzetállami költségvetési feladat egy nemzetállamban, ami egy olyan integrációban azonban, mint a GMU, ahol a bankszektor integrált és sok résztvevő országot érint a szóban forgó bank tevékenysége, ez nem feltétlenül alkalmazható. A nemzetállami költségvetések és a bankok kölcsönös fertőzését, ami a pénzügyi válságban rendkívül torzította az országokénti monetáris és pénzügyi kondíciókat, a jövőben meg kívánják akadályozni mind a költségvetések, mind a bankok oldaláról. A közös fiskális kapacitás a fiskális politika oldaláról választja el a bankok átszervezésének fiskális költségeit a nemzeti költségvetésétől. A kialakuló új intézményi keretekről a későbbiekben írunk részletesebben.

A válság kitörését követően közös fiskális kapacitás hiányában átmeneti jelleggel létrejött az EFSF (Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz), és az azt kiegészítő nem euroövezethez tartozó EU-tagországoknak létrehozott EFSM (Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus).²⁰ Az EFSF-t 2010 májusában hozták létre, és eredetileg egy átmeneti, ideiglenes konstrukciónak szánták. Az eszköz élettartamát 3 évben határozták meg, célja az európai pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása volt az egyes tagországok pénzügyi támogatásán keresztül. Az **eszköz feladata, hogy a bajba jutott, arra rászoruló tagországoknak átmeneti hitelt nyújtson** és ha szükséges akkor beavatkozzon az egyes

¹⁹ Másként fogalmazva a morális kockázatot nagyobb veszélynek tartják a piaci pániknál, vagy a morális felelőtlenséget a nem kívánatos piaci kimenetelnek a bizonytalanság körülményei között, ami elkerülhetetlen velejárója a piacgazdasági kockázatvállalásnak.

²⁰ European Parliament (2019a) és (2019b).

tagországok kötvénypiacain, emellett pénzügyi intézményeket tőkésít fel, ha szükséges. Az **eszközt azon tagországok vehették igénybe, amelyek nem voltak képesek elfogadható kamatláb mellett finanszírozást szerezni a piacról.** Az eszköz hatékonyságát csökkentette, hogy olyan euroövezeti tagországok is garantálták az EFSF hiteleit, amelyek maguk is finanszírozási nehézségekkel küzdöttek. Emiatt az EFSF-fel kapcsolatban kockázatot jelentett, hogy adott esetben a kötvénypiaci szereplők kritikusak lehetnek az olyan garanciákkal szemben, amelyeket olyan országok nyújtanak, amelyek maguk is finanszírozási problémákkal küzdenek.

Az állandó válságkezelési mechanizmus, az ESM (Európai Stabilitási Mechanizmus) létrehozására csak az Európai Unió működéséről szóló szerződés módosítása után kerülhetett sor, amely jogi alapot teremtett a pénzügyi nehézségekkel küzdő tagországok megsegítésére. Az ESM olyan válságmechanizmusnak tekinthető, amely **a pénzügyi stabilitás megőrzését és az adósságok fenntarthatóságát hivatott biztosítani.** Az EFSF-hez hasonlóan az ESM is folyósíthat hitelt az egyes tagországok számára, államkötvényeket vásárolhat az elsődleges és másodlagos piacokon, emellett hitelt nyújthat a bajba jutott pénzügyi intézmények feltőkésítéséhez. Az ESM alaptőkéje 80 milliárd euro, emellett **az államok maximum 700 milliárd euróig vállaltak kötelezettséget, azaz ez tekinthető az eszköz hitelezési kapacitásának.** Ez a méret nem tekinthető elegendőnek, akár, ha a jelenlegi válságban Európában már alkalmazott, szükségessé vált intervencióhoz, akár az USA-ban látott beavatkozás méretéhez nézzük. Mivel nem számíthatunk arra, hogy az állampapír állomány és a bankszektor mérete a jövőben érezhetően csökkenne, a korlátozott mennyiségű forrás egy újabb nagy pénzügyi válság esetén megint késlekedéshez vezethet a szükséges források előteremtésének időigénye miatt.

2.1.4. Mi olvasható ki a megtakarítási pozíciók változásából?

Amint a fiskális konvergencia kritériumok és a végrehajtásban pontosítást és kiegészítést tartalmazó Stabilitási és Növekedési Egyezmény kidolgozásakor a fiskális koordináció fő céljának a fenntarthatóság biztosítását tekintette, bár ennek lefordítása a gyakorlati gazdaságpolitika vitele és az övezeti szintű koordináció számára némileg ad hoc jellegű volt.²¹ Ezt a jelleget azzal magyaráztuk, hogy az elmélet sem tudott alkalmazható iránymutatást adni a gazdaságpolitikusok számára. Egy másik probléma a fiskális keretekkel kapcsolatban az, hogy ugyan elégtelen mértékben (túl kicsi fiskális érzékenységi paraméterekkel, kicsi fiskális multiplikátorral), illetve a ciklikust pozíció tökéletlen mérésével (potenciális kibocsátás exogénként kezelése, a fiskális politikai célként a ciklusátlagban közel nulla deficit előírása) figyelembe veszi a gazdasági ciklikus és ennek hatását a deficitre, azonban teljesen figyelmen kívül hagyja a gazdaság egyéb szektorainak pozícióját. Az **optimális költségvetési deficitnek azonban figyelembe kell vennie más szektorok pozíciójának alakulását is**, különben a szabály érvényesítése jelentős és szükségtelen társadalmi költségekkel jár.

A szektorális megközelítés hiányát néhány közgazdász már a monetáris unió kialakítását megelőző vitákban szóvá tette.²² Az alapgondolat szerint a gazdasági szektorok pozícióinak szükségképpen egymással összeegyeztethetőnek kell lenniük. Az elemi piaci tranzakciók egyidejűleg két szereplő pozícióját változtatják, amelyeket konzisztensen figyelembe kell venni, mert mindkettőjük magatartására hatással van. Továbbá minden szereplő esetében számít a korábbi tranzakciók – és más változások,

²¹ Lásd az 1.1 alfejezetet a számszerű fiskális konvergencia mutatók belső összefüggéseiről.

²² Stock-Flow-Consistent modellezés

mint ártértékelések – eredményeként felhalmozódó állományok, eszköz és forrás oldalon egyaránt. Ennek megfelelően **nem lehet többletes egy szektor anélkül, hogy egy másik szektor deficitese ne lenne,**²³ illetve **egy gazdasági szektor zéró pozíciója csak akkor lehetséges, ha a többi szektor együttesen szintén zéró pozíciót mutat.** Az SFC modellek legegyszerűbb esetében három szektort különböztetünk meg²⁴: a nem-banki magánszekort (azaz összevont háztartási-vállalati szektor), a kormányzatot és a külföldet. (Kidolgozottabb modellek több szektort tartalmaznak, köztük a bankszekort is, illetve külön vállalati és háztartási szektort, de hatványozottan bonyolultabbá teszi a modelleket.)

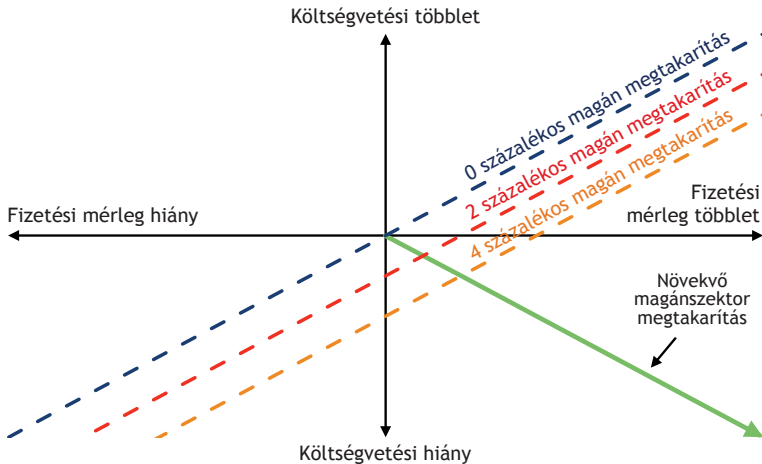
A legtöbb fejlett országban a magánszektor makroszinten rendszerint nettó megtakarító, azaz a megtakarításai meghaladják beruházásait ($S > I$). A költségvetés egyenlege ($T - G$) és az export-import egyenlege ($X - M$) ugyan nem mutat ilyen szabályosságot, nettó egyenlegük adja a magánszektor egyenlegét, ami a kormányzati szektor egyenlegének tükörképe: $S - I = (G - T) + (X - M)$. Látható, hogy **ha a hazai magánszektor nettó megtakarító, akkor vagy a kormányzat, vagy a külföld szükségképpen deficitese kell legyen. Ha a külföld erre nem hajlandó, akkor csak a kormányzati deficit nyújt megtakarítási lehetőséget a hazai magánszektor számára. Amennyiben a költségvetés egyenlege pozitív, akkor a háztartási szektor csak a külfölddel szemben lehet képes megtakarítani. Ha a külföld is minimális deficitre törekszik, akkor a hazai kereslet növekedésének forrása egyre inkább csak a magánszektor eladósodása lehet, ami viszont – mint láthattuk – pénzügyileg törékeny szituáció. E megközelítés alapján azt állíthatjuk, hogy **tipikus esetben a költségvetés defi-****

²³ Ezt követelményt gyakran szem elől tévesztik a modern makrogazdasági elméletekben, amin nem változtat a behaviorista modellek megjelenése sem. Ugyanakkor az újabban népszerű ágens alapú modellek ezt a hiányosságot kívánják orvosolni. Kregel és Parenteau a Godley féle stock-flow konzisztens modelleket alkalmazza.

²⁴ Kregel (2015) illetve Parenteau (2010).

cites, ezzel eszközt ad a magánszektor pénzügyi megtakarítása számára és ezzel biztosítja a pénzügyi stabilitást. Tipikus esetben tehát a fiskális politika deficit, ez a modern gazdaságok normál állapota. Csak kivételes helyzetekben optimális a költségvetési többlet vagy egyensúly: ha például a magánszektor túlzottan eladósodik és ez túlfűtöttséget okoz, vagy ha a külkereskedelemben keletkező túlzott többlet miatt alakul ki belföldi túlfűtöttség. Ezek azonban nem tipikus helyzetek és ritkán tartósak, mert fenntarthatatlanok, vagy pénzügyi stabilitási vagy a partnerországok válaszlépései miatt.

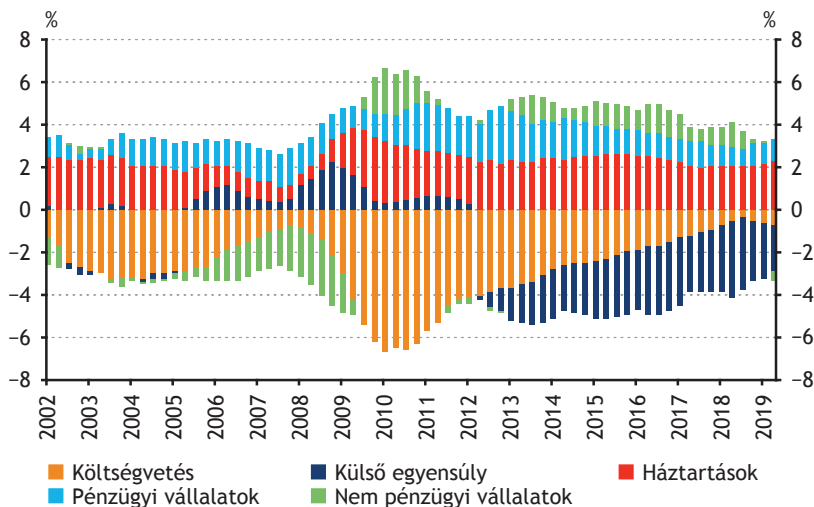
2-10. ábra: Lehetséges pénzügyi egyensúlyok szektorális megközelítésben



Megjegyzés: az ábra a külső szektor és a fiskális szektor pozíciójának lehetséges kombinációit mutatja a pontozott vonallal jelzett magánszektor pozíciói mellett. Az origóban minden szektor egyensúlyban van. A magánszektor többlete a két másik szektor együttes pozíciójának deficitjét követeli meg. Például 4 százalékos magánmegtakarítást tesz lehetővé együttesen a két százalékos külkereskedelmi többlet és két százalékos költségvetési deficit. Ha csak a külföld enged meg két százalékos folyómérleg (export) többletet, de a költségvetés zéró marad, akkor csak két százalékos többlet lehetséges a magánszektorban. Az övezeti fiskális szabályok azonban nem veszik figyelembe ezt az összefüggést.

Forrás: Kregel (2015).

2-11. ábra: Az egyes szektorok egyenlegeinek alakulása az euroövezetben



Megjegyzés: Négy negyedéves gördülő átlag.

Forrás: EKB.

A pénzügyi válság miatt megnövekedett adósságállományok és költségvetési deficittek miatt kiigazítást követelnek meg szinte minden országtól, miközben a magánszektorok is a mérlegeik kiigazítása miatt még inkább nettó megtakarítók. Ily módon **a növekedéshez szükséges aggregált kereslet nem érkezhethet máshonnan, mint a külföldi szektortól**, ahol azonban szintén gyenge a növekedés és a külföldi szektorok is a válság előtti adósságaik leépítésére törekednek.

Így kérdéses, hogy lehetséges-e kielégítő mértékű növekedés az övezetben. A nettó export további agresszív növelése olyan mértékű bér- és beruházásvisszafogást igényel, ami a belföldi növekedést még inkább visszafogja. Ebben az esetben a fiskális deficit növekedése nélkül minden megengedett intézkedés éppen a növekedést fogja vissza. A Keynes által a megtakarítások paradoxonának nevezett jelenség stagnálást és az övezet dezintegrálódását idézheti elő. Az elemzési keretet alkalmazva a je-

lenlegi helyzetre az 2-11. ábrán látható, hogy ma gyakorlatilag a külföld eladósodása a hazai kereslet növekedésének egyetlen jelentősebb forrása az euroövezetben.

A jelenlegi fiskális szabályok a szektorok szerinti elemzés fényében és keresletösztönzési szempontok alapján tehát túlzottan restriktívek, állandósítják a gyenge belső keresletet és az övezet növekedését hosszútávon a világgazdaság növekedési ütemének teszi kiszolgáltatottá. Az intézményesített lassú növekedési ütem következménye a tartósan gyenge potenciális növekedési ütem. A fiskális konszolidációval kapcsolatos újabb irodalom nyomán terjed a felismerés, hogy a potenciális növekedésre vonatkozó becslések erőteljesen torzítanak és hogy a potenciális növekedési ütem pályafüggő. A gazdaság hosszútávú növekedési képessége erősen függ a korábban bejárt pályájától. Ha **tartósan lassú a növekedés**, a becslési eljárások ezt az alacsony növekedési ütemet kezdik a becslésekben a maximálisan elérhetőnek tekinteni inflációs kockázatok nélkül, holott az nem külső ok, hanem az intézményesített gazdasági kormányzás következménye. Az irodalom számos csatornát feltárt, amelyen keresztül ez a mechanizmus működik, mint a tartós munkanélküliség munkaképességet, habitust romboló hatása, a gyenge beruházási, K+F tevékenység stb. **Ha a fiskális szabályok gyenge, torzított potenciális növekedési becsléseken alapulnak, akkor már gyenge növekedést is túlfűtöttnek tekintenek és szigorúbb fiskális politikát írnak elő. Ez azután tovább rontja a növekedési potenciált.**²⁵ A jelenlegi válságban minden intézmény nagyon sokszor és negatív irányba módosította a potenciális növekedési becslését, amit azután a fiskális irányultság megítélésében és az ajánlásaikban mérvadónak tekintettek. Nem véletlen, hogy vita alakult ki ezeknek a becsléseknek a felülvizsgálatára. A Bizottság szakértői elismerik, hogy nem

²⁵ Lásd Fatas and Summers (2017), illetve Hemberger (2018) empirikus munkáit a fiskális konszolidációk permanens negatív növekedési hatásáról.

tökéletesek a becslések, de az általuk vizsgált alternatívákat sem tartják megbízhatóbbaknak, mint a jelenlegit, hozzátevé, hogy a fiskális ajánlások nem követik olyan szorosan a potenciális becslésekből egyébként adódó következtetéseket, mint amennyire a bírálók feltételezik.²⁶ Ez alapján a közeljövőben nem számíthatunk gyökeres változásra ezen a területen.

Felhasznált irodalom

Buti, M. – Carnot, N. – Hristov, A. – Mc Morrow, K. – Roeger, W. –Vandermeulen, V. (2019): *Potential output and EU fiscal surveillance*. VOX, szeptember 23, <https://voxeu.org/article/potential-output-and-eu-fiscal-surveillance>

Csontos, Orsolya – Szalai, Zoltán (2013): *Makrogazdasági egyensúlytalanságokat meg- ragadó indikátorok értékelése*. MNB-Szemle, 2013. október.

De Grauwe, P. – Mongelli, F. P. (2005): *Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?* ECB Working Paper Series, No. 468, 2005. április.

Domonkos, T. – Ostrihón, F. – Sikulova, I. – Siranova, M. (2017): *Analysing the relevance of the MIP scoreboard's indicators*. National Institute Economic Review, Vol. 239(No 238).

Efstathiou, K. (2019): *The campaign against 'nonsense' output gaps*. Blog post, Bruegel, június 17, <https://bruegel.org/2019/06/the-campaign-against-nonsense-output-gaps/>

Enders, Z. – Jung, P. –Müller, G. J. (2013): *Has the Euro Changed the Business Cycle?* European Economic Review, Vol. 59, pp. 189–211. European Commission, 2014, Convergence Report, ISSN 1725–3217.

Erhart, S. – Becker, W. – Saisana, M. (2018): *The Macroeconomic Imbalance Procedure - From Thresholds to Decisions*. JRC Technical Reports.

EKB (2015): *The fiscal impact of financial sector support during the crisis* Economic Bulletin, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201506_article02.en.pdf?fa-dae43a45a35a30cd17d3213277042d

Európai Parlament (2019a): *The European Stability Mechanism: Main Features, Instruments and Accountability*. In-Depth Analysis, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634357/IPOL_IDA\(2019\)634357_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634357/IPOL_IDA(2019)634357_EN.pdf)

²⁶ Buti et al (2019).

Európai Parlament (2019b): *The 2019 proposed amendments to the Treaty establishing the European Stability Mechanism*. In-Depth Analysis, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634357/IPOL_IDA\(2019\)634357_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634357/IPOL_IDA(2019)634357_EN.pdf)

Fatas, A. – Summers, L. H. (2017): *The permanent effects of fiscal consolidations*. Journal of International Economics 112 (2018) 238–250, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199617301411>

Frankel, J. A. – Rose, A. K. (1998): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*. Economic Journal, 108(449), pp. 1009–1025.

Heimberger, P. (2018): *The dynamic effects of fiscal consolidation episodes on income inequality: evidence for 17 OECD countries over 1978–2013*. Empirica, <https://doi.org/10.1007/s10663-018-9404-z>

Holinski, N. –Kool, C. –Muysken, J. (2012): *Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Cause and Consequences*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2012, Vol 94(1), pp. 1–20.

Kregel, J. (2015): *Europe at the crossroads: financial fragility and the survival of the single currency*. Levy Economics Institute of Bard College, 2015 http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_15_1.pdf

Nagy, Márton – Virág, Barnabás (2017): *Felzárkózás az eurozónában – csakis megfelelő felkészültséggel teljesíthető*. MNB szakmai cikk, 2017.

Visco, I. (2019): *Testimony on the functioning of the European Stability Mechanism and the prospects for its reform*. <https://www.bis.org/review/r191210g.pdf>

2.2.

Hogyan tovább eurozóna: intézményi fejlődési irányok

Bagdy Ábel – Füstös Krisztina – Szalai Zoltán

Az eurót gondolatának megszületésétől kezdve végigkísérte az a dilemma, hogy vajon mennyire lehet sikeres egy monetáris unió fiskális unió nélkül. Bár az euro bevezetése 1999-ben megtörtént, a kételyek továbbra is fennmaradtak. Ezekre erősített rá a gazdasági válság, amely hatására számos további intézkedés született, új intézmények és mechanizmusok kerültek felállításra. Ezek egyike volt az Európai Bizottság kezdeményezésére létrejövő makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás, amely korai jelzőrendszerként funkcionál: 14 indikátor és 25 kiegészítő mutató alapján vizsgálja a makrogazdasági stabilitási kockázatokat. 2010-ben került sor az eurozóna önálló intézményének, az ESM-nek (korábban EFSF) a felállítására, amelyet állandó válságkezelő intézményként hoztak létre 700 milliárd eurós hitelezési kapacitással. Fontos előrelépés volt a mikro- és makroprudenciális felügyelet, azaz a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerének létrehozása, melynek eredményeképpen több új szervezet, így például az Európai Bankhatóság vagy az Európai Rendszerkockázati Testület is megalakult. A valódi monetáris unió irányába tett legjelentősebb lépés az eurót használó országok számára létrehozott központi forrás megteremtése volt 2019 nyarán, bár az már most jól látható, hogy ennek a mérete a következő hét éves költségvetés során minimális lesz. A bankunió terén is jelentős lépések történtek, így mostanra már létrejött az egységes szabálykönyv, amely egységes szerkezetbe foglalja a harmonizált prudenciális szabályokat; az egységes szanálási mechanizmus, melynek célja, hogy biztosítsa a csődhelyzetbe kerülő bankok rendezett szanálását miközben minimalizálja a tagországok reálgazdaságára, pénzügyi rendszerére és az államháztartására gyakorolt káros hatásokat; valamint az egységes felügyeleti mechanizmus, melynek során meghatározzák, hogy melyek a monetáris unió pénzügyi rendszerének egésze

szempontjából jelentős méretű bankok és ezek felügyeletét centralizálják. A bankunió utolsó eleme lenne az európai betétbiztosítási rendszer, amely egyelőre több ország ellenállása miatt még nem valósult meg. Ezen felül az Európai Unió vezetői az EU verseny- és ellenálló képességének további erősítése egyik kulcselemének szánták a tőkepiaci uniót, amely területen azonban mérsékelt volt az előrehaladás az utóbbi években. Összességében elmondható, hogy minden egyes új intézménynél érzékelhető a működésben a nemzeti fiskális önállóság megőrzésének szempontja és a közös fiskális kapacitás minimális mértékűre csökkentése. Az optimális intézményi keretrendszer kialakításának legfőbb akadályja pedig az egyes országok féltelme attól, hogy az további egyoldalú jövedelemátcsoportosítást eredményezne a rováására és a kevésbé fegyelmezett országok javára.

2.2.1. Makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás

A 2008-as gazdasági válság világossá tette, hogy egy országban kialakuló makrogazdasági egyensúlytalanságok (mint például jelentős folyó fizetési mérleg deficit, ingatlanpiaci buborék) kedvezőtlen hatással lehetnek más országok gazdasági stabilitására. Emiatt az Európai Bizottság 2011-ben egy olyan **makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás (macroeconomic imbalance procedure, MIP)**²⁷ bevezetése mellett döntött, mely alkalmas lehet arra, hogy azonosítsa, megelőzze és kezelje a tagországokat érintő makrogazdasági egyensúlytalanságokat. A MIP korai jelzőrendszerként funkcionál, amely 14 indikátor (2-12. ábra) és 25 kiegészítő mutató alapján értékeli a tagországok makrogazdasági stabilitási kockázatait. Az eredményeket eredménytáblában rögzítik (scoreboard), amelyben szerepelnek a belső egyensúlytalanságra (állami és magánszektor eladósodása, ingatlanpiaci változások, munkanélküliség stb.), a külső egyensúlytalanságra utaló mutatók (folyó fizetési mérleg, nettó nemzetközi befektetési pozíció stb.), valamint foglalkoztatási

²⁷ 1176/2011/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet.

adatok. Az eredménytáblában az egyes mutatókhoz tartozó küszöbértékek túllépése esetén az adott ország mélyebb elemzése válhat indokolttá. Ugyanakkor lényeges, hogy a mutatók változásait mindig kontextusban vizsgálja a Bizottság, egyéb releváns gazdasági és pénzügyi mutatók figyelembevételével. Amennyiben a MIP eredményeképp egy ország esetében túlzott egyensúlytalanságot azonosítanak, akkor túlzott egyensúlytalansági eljárás (**excessive imbalance procedure**) keretében az Európai Tanács akcióterv kidolgozására és annak végrehajtására kötelezheti az adott országot. Amennyiben az egyensúlytalanságokkal küzdő ország ezeknek nem, vagy csak részben tesz eleget, akkor szankciókkal (akár pénzbírsággal) is sújtható.²⁸

2-12. ábra: Makroökonómiai egyensúlytalansági eljárás - indikátorok

Külső egyensúlytalanságok és versenyképesség	Belső egyensúlytalanságok	Foglalkoztatási mutatók
Folyó fizetési mérleg	Ingatlanárindex	Aktivitási ráta
Nettó nemzetközi befektetési pozíció	Hiteláramlás a magánszektorban	Hosszú távú munkanélküliségi ráta
Effektív reálárfolyam	Hitelállomány a magánszektorban	Fiatалok munkanélküliségi rátája
Exportpiaci részesedés	Kormányzati eladósodottság	
Munkaerőköltség	Munkanélküliségi ráta	
	Pénzügyi szektor kötelezettségei	

Forrás: Csontos – Szalai (2013), Eurostat (2019).

Ez az eljárás kiegészíti a maastrichti konvergencia kritériumokat a **nem-pénzügyi és a pénzügyi magánszektorból kiinduló** egyensúlytalanságok megelőzése és kezelése céljából. Továbbá a folyó fizetési mérleghiányt, illetve az annak esetleges romlásával fenyegető mindkét lehetséges (versenyképességi eredetű vagy túlzott belső keresletnövekedésből kiinduló, fenntarthatatlansággal fenyegető) folyamatot előre jelzi, és **kiegészíti**

²⁸ European Commission (2019).

a **fiskális** stabilitásra irányuló koordinációs eljárásokat. Az új indikátorok utólagos alkalmazása a legutóbbi válságra azt mutatta, hogy korlátozottan lettek volna alkalmasak időben megfelelő jelzéseket adni. A mutatók bizonyos kombinációi e téren jobban teljesítenének és országcsoportok között is megfigyelhető eltérés az előrejelző képességek terén. További probléma, hogy az indikátorok túlzottan empirikusak, azaz nem illeszkednek egy artikulált makrogazdasági elemzési keretbe. Ennek az a következménye, hogy nincs garancia egy időben megbízható jelzésre, amennyiben egy újabb válság a korábbiaktól eltérő mintázatot követ. Így az indikátorokat nem lehet mechanikusan alkalmazni, előbb mindig szükség van mélyebb elemzésre.²⁹

2.2.2. Mikro- és makroprudencia, valamint stabilitási reformok

2010-ben a válság nyomása alatt hozták létre az **EFSF-et (European Financial Stability Facility, Európai Pénzügyi Stabilizációs Eszköz)** az eurozóna válságának kezelése érdekében. Két évvel később az EFSF alapján állandó válságkezelő intézményként hozták létre az **ESM-et (European Stability Mechanism, Európai Stabilitási Mechanizmus)** 700 milliárd eurós teljes hitelezési kapacitással. Ebből a stabilizációs alaptól kapott források segítették feltőkésíteni például a spanyol bankrendszert, majd a ciprusi válság során is több milliárd eurós kifizetésre került sor.

A rendszerszintű kockázatok kezelése érdekében létrehozták az **ESFS (European System of Financial Supervision, Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere)** elnevezésű, több rétegből álló mikro- és makroprudenciális felügyeletet is ellátó, a tagállamok hatóságaival együttműködve dolgozó felügyeleti rendszert.

²⁹ Csontos-Szalai (2013) és (2014) Domonkos et al. (2017) és Erhart et al. (2018).

A gazdaságpolitikák jobb összehangolását támogatja az ún. Európai Szemeszter, az európai gazdaságpolitikai tervezés közös keretrendszere, azonban az igazán jelentős vita továbbra is a gazdasági és monetáris unió fiskális lábának megerősítéséről szól. Bár számos kezdeményezés történt a témában, **ezidáig konkrét lépések helyett inkább csak élénk diskurzus folyt.** Kiemelkedő a 2015-ös ún. **5 elnök jelentése**³⁰ (Európai Bizottság, Európai Tanács, Európai Parlament, Eurogroup és EKB), valamint 2018 júniusában Angela Merkel és Emmanuel Macron közös megállapodása, az ún. **Mesebergi Nyilatkozat**³¹, amelyben a következő hétéves költségvetési ciklus kezdetével, azaz 2021-el terveztek létrehozni egy közös, eurozóna szintű költségvetést.

Az Európai Bizottság végül 2019 nyarán hozta nyilvánosságra³² a **Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness (BICC)** elnevezésű dokumentumot. A tervezet célja egy **központi költségvetési forrás létrehozása az eurót használó országok számára**, amely növelné a tagországok ellenállóképességét és versenyképességét, valamint strukturális reformok támogatásán keresztül segítené a gazdaságok konvergenciáját. Az elmúlt hónapok Eurogroup szintű vitái során azonban a hangsúly elsősorban a strukturális reformok támogatásán volt, és nem volt egyetértés egy érdemi ciklikus stabilizációs eszköz létrehozásáról, amelyet Franciaország javasolt, de támogatná a korábbi EKB elnök Mario Draghi és a jelenlegi is, Christine Lagarde.

Az eurozóna szintű **közös költségvetésnek a pontos méretéről egyelőre nem született megállapodás**, azonban az valószínűnek tűnik, hogy Emmanuel Macron ambiciózus tervei ellenére (amelyek az eurozóna GDP-jének több százalékáról szóltak) egy **eurozóna szinten nem jelentős összegről, 7 év alatt mindössze 15–20 milliárd euróról lehet szó.**

³⁰ Európai Bizottság (2015a).

³¹ Meseberg Declaration (2018).

³² Európai Bizottság (2019a).

A közös költségvetés finanszírozása a többéves EU-s költségvetési keretből (multiannual financial framework, MFF) történhetne, amit az egyes tagállamok kiegészíthetnének. A pontos összeg a teljes EU-s költségvetési tárgyalások részét képezi majd. Vita folyik arról is, hogy **legyenek-e önálló bevételei** a közös költségvetésnek, azonban jelen állás szerint ez nem tűnik valószínűnek. Az eurozónás költségvetésnek a többéves EU-s költségvetési kereten belüli létrehozása az eurozónán kívüli EU-s tagországok számára növelheti a forrásvesztés kockázatát.

A tárgyalások során a nettó befizetők, elsősorban az észak-európai országok nyomására Mário Centeno, Eurogroup elnök kijelentette,³³ hogy **az eurozóna tagállamok befizetések várhatóan legalább 70 százalékát vissza fogják kapni.**

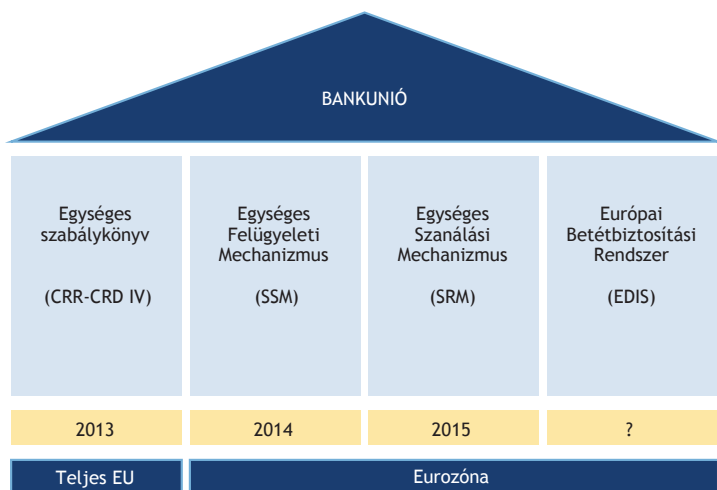
2.2.3. Bankunió

Az európai integráció hatására egyre több, hazájában erős bankcsoport terjeszkedett más tagállamokba is, amelynek nyomán már az EU számos országában jelenlévő óriásbankok jöttek létre. Ezért **már a Maastrichti Szerződés megalkotásakor is felmerült a bankunió létrehozásának gondolata**, azonban a nemzeti felügyeleti szervek részleges vagy teljes feladása politikai akadályokba ütközött, elsősorban a nemzeti szuverenitásukat féltették a tagállamok. A tagállamok a válság nyomán felismerték, hogy a már elért pénzügyi piaci integráció mellett **célszerű a bankok működési kereteit is tovább egységesíteni.** A bankunió létrehozásának legfőbb indoka a bank-szuverén negatív visszacsatolási mechanizmus gyengítése. Továbbá egységes működési keretek hiányában fennállna annak kockázata, hogy amennyiben egy adott országban bejegyzett bank egy másik országban folytatott tevékenysége beavatkozást igényelne, akkor az anyaország a saját nemzeti gazdasága közvetlen érintettségének hiánya miatt nem, vagy csak késve intézkedne.

³³ Sam Fleming, Mehreen Khan (2019).

A Bankunió egyik feltétele, hogy az abban részt vevő tagállamok egységesen alkalmazzák a banki tevékenységre vonatkozó EU-s szabályrendszert. **A Bankunió első pilléréként megvalósult tőkekövetelményekre vonatkozó szabályozás** (tőkekövetelményről szóló rendelet - Capital Requirements Regulation (CRR); tőkekövetelményről szóló irányelv - Capital Requirements Directive (CRD)) az Unióban letelepedett összes intézményt a hatálya alá vonja, függetlenül attól, hogy azok székhelye az eurozónán belül vagy azon kívül található. **A második pillérként megjelenő egységes felügyeleti mechanizmus** (Single Supervisory Mechanism – SSM) az Európai Központi Bank (EKB) hatáskörébe adja a résztvevő tagállamokban letelepedett legfontosabb banki szereplők felügyeletét. Az SSM hatóköre jelenleg az eurozóna tagállamokra terjed ki, de bármely tagállam dönthet a csatlakozás mellett. Az SSM tagság együtt jár **az Egységes Szanálási Mechanizmusba** (Single Resolution Mechanism – SRM) való belépéssel is, mely lehetővé teszi az Európai Szanálási Alap forrásaihoz való hozzáférést. **Az európai betétbiztosítási rendszerre** (European Deposit Insurance Scheme – EDIS) vonatkozó negyedik pillér pedig jelenleg még elfogadás alatt áll.

2-13. ábra: A bankunió pillérei



Forrás: Európai Bizottság (2019b).

Egységes szabálykönyv (Single Rulebook)

Az egységes szabálykönyv **egységes szerkezetbe foglalja a harmonizált prudenciális szabályokat, melyeket az intézményeknek az egész EU-ban be kell tartaniuk.** Létrehozásának szükségességét az indokolta, hogy a korábban, az elsősorban irányelveken alapuló uniós szabályozás nemzeti szinten teret hagyott a jogszabályok eltérő implementálására. Ez viszont a jogszabályok különböző értelmezéséhez és ezáltal jogi bizonytalanság kialakulásához vezetett, ami egyenlőtlen helyzetbe hozta a határokon átnyúló tevékenységeket végző intézményeket. Az egységes szabálykönyv célja ezen különbözőségek megszüntetése, illetve, hogy hozzájáruljon egy **ellenállóbb, transzparensabb és hatékonyabb bankrendszer kialakulásához.**³⁴ Az egységes szabálykönyv legfontosabb szerepe, hogy rögzíti a bankokra vonatkozó tőkekövetelményeket (CRR, CRD IV), magasabb szintű védelmet biztosít a betéteseknek és szabályozza a bankcsődhelyzetek megelőzését és kezelését célzó intézkedéseket.³⁵

Egységes felügyeleti mechanizmus (Single Supervisory Mechanism, SSM)

Felügyeleti téren elsősorban a hatás- és felelősségi körök tisztázására van szükség, ami viszonylag kevés akadályba ütközik. Az Európai Unióban a megfelelő intézményekkel közösen meghatározzák³⁶, hogy melyek a **monetáris unió pénzügyi rendszerének**

³⁴ EBA (2019).

³⁵ Európai Unió Tanácsa (2019).

³⁶ A globális pénzügyi válság nyomán a BIS mellett működő Pénzügyi Stabilitási Bizottság (FSB) irányításával a bázeli bankkoordinációs bizottság (BCBS) kidolgozta a globális rendszer szinten fontos bankok (G-SIB) köre meghatározásának módszertanát, amelyek közül néhány európai bank. Ugyanezen kritériumok alapján az Európai Unióban meghatározzák az EU, illetve az euroövezet szintjén fontos bankok körét (EU-SIB és EZ-SIB) a nemzeti felügyeleti hatóságok az Európai Bankfelügyeleti Hatóság (EBA) és az EKB egyetértésével. Egyéb, nem banki pénzügyi intézményeket szintén minősíthetnek rendszer szinten fontosnak (O-SIB) a megfelelő hatóságok és szigorúbb prudenciális követelményeket írhatnak elő a számukra. Lásd Adam et al. (2019).

egésze szempontjából jelentős méretű, rendszerszintű kockázatot hordozó bankok. Ezek felügyeletét centralizálták az EKB SSM területébe, míg a többiek ellenőrzése nemzeti hatáskörben marad. Létrehozták a felügyeleti kollégiumokat, amelyekhez hozzárendelik a hatásköröket. Az elfogadott alapelv szerint a fiókokat az anyabank szerinti állam, a leánybankokat a fogadó ország államának pénzügyi felügyelete felügyeli, miközben a többi érintett államnak véleményezési joga van. A határon átnyúló tevékenységeket végző bankok esetében azonban feszültséget okoz, hogy a leánybankjaiknak a fogadó ország nemzeti szabályainak is meg kell felelniük. (Emiatt némely bank külföldi leánybankjait fiókká alakította, például a Deutsche Bank 2016-ban a holland leánybankjaiban végzett ilyen átalakítást.³⁷⁾

Egységes szanálási mechanizmus (Single Resolution Mechanism, SRM)

Ennek az új közös funkciónak a közös szanálási alap (Single Resolution Fund, SRF) és a hozzá kapcsolódó döntéshozó testület (Single Resolution Board, SRB) áll a középpontjában. Az SRB célja, **hogy biztosítsa a csődhelyzetbe kerülő bankok rendezett szanálását** úgy, hogy minimalizálja a tagországok reálgazdaságára, pénzügyi rendszerére és az államháztartására gyakorolt káros hatásokat³⁸. A közös szanálási alap nyolc év alatt (2016–2023 között) fokozatosan épül fel és forrásait a bankok fizetik be részletekben. **A célzott összeg 60 milliárd euro** (várhatóan a garantált betétek 1 százaléka lesz 2023-ban). Ebből 2019 nyaráig közel 33 milliárd euro³⁹ került befizetésre. A szanálási alap létrehozásának oka, hogy a tagállamokban nem volt korábban egységes szanálási keretrendszer, továbbá az állami bankmentéseknek a nemzeti költségvetések szempontjából is jelentős

³⁷ European Banking Supervision (2016).

³⁸ Single Resolution Board (2019a).

³⁹ Single Resolution Board (2019b).

a költségigénye és esetenként a szuverén kockázatra gyakorolt hatása is rendszerszintű pénzügyi kockázatokat rejthet. Az alap forrásainak igénybevételére sok részletszabály vonatkozik, ilyen például, ha a bank tulajdonosai és alárendelt kötvényesei már elvesztették a követeléseiket legalább a bank kötelezettségeinek 8 százalékáig, vagy esetenként 20 százalékáig. A befizetett összeget 2023-ig, a felépülésig nemzeti keretekre osztják és először ezeket lehet igénybe venni. Ha a saját keret kevésnek bizonyul, akkor más ország keretét lehet igénybe venni. Az évek során a 2023-as felépülésig fokozatosan csökken a saját keret felhasználásának aránya (kezdetben 100 százalék, a második évben 60 százalék, és így tovább), majd 2024-től már csak a közös forrást használják.⁴⁰ Ekkor a nemzeti keretekre osztást megszüntetik. **Az alap felépüléséig terjedő időszakra az államok hitelmegállapodást kötnek a szanalási alappal**, ami biztosítja, hogy a nemzeti keret mindig rendelkezésre álljon. Ha nagyon nagy kifizetésre lenne szükség, akkor ahhoz egy pénzügyi támogató forrás (backstop) kellene. A legtöbb javaslat szerint az ESM-et (vagy átalakítása esetén a majdani EMF-et, azaz a European Monetary Fund-ot) javasolják ilyennek, de erről egyelőre nincs döntés.

Európai betétbiztosítási rendszer (European Deposit Insurance Scheme, EDIS)

A betétbiztosítási rendszerek jelenleg tagállami hatáskörben működnek, ugyanakkor a kapcsolódó minimumszabályokat uniós szinten szabályozzák. Az egyik ilyen szabály a kártalanítás mértéke, mely minimum összege jelenleg 100 000 euro. Az uniós szintű betétbiztosítási rendszer bevezetése fokozatosan valósítható meg, ugyanis a biztosítási alap felépülése is több évet venne igénybe. **Az alap mérete a teljes fedezett betétállomány 0,8 százaléka lenne, mely a 2011-es adatokra vetítve hozzávetőleg 43 milliárd eurót jelent.** Az elemzések szerint egy ekkora méretű alap már fedezhetné a

⁴⁰ Single Resolution Board (2019c).

2008-as, vagy akár annál nagyobb mértékű pénzügyi válság során felmerült kifizetéseket is.⁴¹

A bankuniót érintő területek közül **a betétbiztosítással kapcsolatban vannak a legélesebb viták.** Az eredeti elgondolás szerint a betétbiztosítási unió azért volna feltétele a bankuniónak, mert egyes magországek attól tartottak, hogy ezen keresztül újabb potenciális permanens transzferre vállalnának elkötelezettséget. Ha egy bank különösen rossz hitelezési tevékenységet folytatva elveszíti a tőkéjét, illetve az új, a magánszektor bevonására irányuló bankuniós elveknek megfelelően **a többi csődeljárásba bevonható forrását** (bankkötvények, alárendelt hitelek, és tőke stb.) is felhasználták, és még mindig marad kielégítetlen kötelezettség, akkor az potenciálisan azt jelenti, hogy a betéteket kellene igénybe venni a követelések kielégítéséhez. Mivel ezt a gyakorlatban sok esetben nem vállalják az államok – különösen nem a kisbetétesek esetében –, rendszerint az előzetesen kötelezően létrehozott betétbiztosítási alapot kell igénybe venni. Ha azonban még ez sem elég, akkor a központi költségvetési forrásokra lehet szükség. Ezért a német tárgyalófél minden további megállapodás előfeltételeként azt szabta, hogy a régi rossz hitelektől meg kell szabadulniuk (főként az olasz) bankoknak, mielőtt egyáltalán bármiféle betétunióról szó lehet.

A német álláspontban elmozdulást jelent Olaf Scholz pénzügyminiszter 2019 novemberében tett javaslata, amely továbbra is szigorú előfeltételekkel, **de Németország részéről újra nyitottságot mutat a közös európai betétbiztosításban** való részvételre. Scholz feltételei között szerepel a szuverén kitettségek tőkekövetelményeinek szigorítása, a bankok hazai állampapír vásárlásainak korlátozása és ellenősztöznzése, a bankok mérlegeiben található rossz hitelek csökkentésére irányuló cselekvési terv kidolgozása, valamint a fizetéseképtelenségre vonatkozó szabályozások EU-s szintű harmonizálása.⁴²

⁴¹ EKB (2019).

⁴² Olaf Scholz (2019).

2.2.4. Tőkepiaci unió (Capital Markets Union, CMU)

Az Európai Unió vezetői az EU verseny- és ellenálló képességének további erősítése egyik kulcselemének szánták a tőkepiaci uniót. Az Európai Bizottság 2015-ben harminc konkrét cselekvési pontot tartalmazó akciótervet fogadott el a témában.⁴³

A tőkepiaci unió céljai között megfogalmazták annak előmozdítását, hogy a tőke Európán belül szabadabban áramolhasson. A tőkepiaci integráció előmozdítására irányuló stratégia eltér a bankunió esetében alkalmazottól. Ezen a területen jóval fokozatosabb, kis lépések sokaságaként, alulról építkező módon kívánják elérni az integrációt, anélkül, hogy újabb, centralizált intézményeket hoznának létre.

A Bizottság szeretné elérni, hogy a vállalatok forrásbevonásukban mozduljanak el a bankok irányából a tőkepiacok felé. A Bizottság várakozása szerint ezzel egyrésztől **bővítik a lehetséges befektetések körét** mind a lakossági, mind az intézményi befektetők számára. Továbbá, **az integrált pénz- és tőkepiacok létrejötte a finanszírozási források körének bővítése révén a kockázatok megosztásához is vezetne.** Ezeket a véleményeket erősíti, hogy 2018-ban az új vállalati hitelek 88 százaléka bankoktól érkezett⁴⁴, és ez az arány magasabb, mint amilyen az évtized első éveiben volt. Az Európai Bizottság további elvárásokat fogalmazott meg az akciótervében, amelyeknek köszönhetően „az Európán belüli tőkét mobilizálni kívánja, EU-szerte jobban össze fogják kapcsolni a beruházási projektre szánt finanszírozást, stabilabbá fogják tenni a pénzügyi rendszert és végül el fogják mélyíteni a pénzügyi integrációt és fokozni fogják a versenyt”.⁴⁵ A makrogazdasági ér-

⁴³ Európai Bizottság (2015b).

⁴⁴ AFME (2019).

⁴⁵ Európai Bizottság (2015b); 4. oldal.

vek között fontos szerepet játszik a tőkepiacoktól várt olyan szerep, mint „magán biztosítás” nyújtása az egyes országokat érintő jövedelmi sokkokkal szemben a földrajzilag diverzifikált befektetések révén, vagy a feltételezett, a bankokénál szilárdabb ellenállóképességük pénzügyi sokkokkal szemben.

2.2.5. Az intézményi fejleményekkel kapcsolatos értékelő megjegyzések

A GMU gazdasági kormányzásának hatékonyabbá tétele érdekében már meghozott döntések, illetve eddig megismert jövőbeni tervek **tartalmaznak olyan elemeket**, amelyek segítenek a megtapasztalthoz hasonló **válságok kockázatának felismerésében, megelőző intézkedések meghozatalában**, illetve ha ezek nem bizonyulnak elégségesnek, akkor segítenek abban, hogy az egyensúlytalanságokat és pénzügyi instabilitásokat a múltbeli válságkezeléshez képest **kevesebb késlekedéssel és társadalmi veszteséggel kezelhessék**. Ugyanakkor a monetáris uniót létrehozása óta feszítő alapvető dilemma továbbra is tetten érhető a kialakulóban lévő intézményi keretekben. **Ennek a feszültségnek a gyökere abban található, hogy a közös pénzt egy olyan régió használja sajátjaként, amelynek nincs egyértelmű fiskális hatósága, hanem alapvetően nemzeti fiskális politikák koordinációjára épül.** Ám a válság megmutatta, hogy ez a törekvés a modern állami (fiat) pénzrendszer természetének pontatlan értelmezésén alapul, hiszen a modern pénzügyi rendszer stabilitása végső soron az állam adóztató kapacitásától függ.⁴⁶

A monetáris unió létrehozásában és a legutóbbi reformokban is, az **áru (arany-) pénz analógiára** épülő úgynevezett „currency” megközelítés jutott érvényre, amely szerint a monetáris stabilitást **az árstabilitásra irányuló politika**, mindenekelőtt a hiteles, mindent megelőző módon árstabilitást célul kitűző **jegybank** biztosítja.

⁴⁶ Kregel (1999), MNB (2011); 18. oldal.

Felteszik tehát, hogy ha a független jegybank sikeres az árstabilitás elérésében, akkor ugyanolyan sikeres lesz a pénzügyi rendszer stabilitása biztosításában is, mint ahogyan az aranypénzrendszerben a valuta aranyparitásának biztosításával, tartalékok által fedezett meghaladó pénzkiáramlás megakadályozásával voltak. Kiegészülve megfelelő prudenciális szabályozással és passzív, „fegyelmezett” fiskális politikával, a monetáris és makrogazdasági stabilitás biztosítható. A válság után meghozott intézkedések és intézményi változások ezt a szellemet tükrözik. A válság fényében azonban láthatóvá váltak ennek a megközelítésnek a korlátai. A legutóbbi **válság ugyanis árstabilitás mellett tört ki**, amikor látszólag a **prudenciális szabályok** is megfelelőek voltak (bár ma már ismertek a komoly hiányosságaik, például a makroprudenciális szemlélet hiánya), és a **fiskális fenntarthatóság** (kisebb kivételektől eltekintve) is **teljesült**. Az alapvetően pénzügyi vagy bankválság megmutatta, hogy az árstabilitásra törekvő politika nem elegendő a makrogazdasági stabilitáshoz. A liberalizált pénzügyi rendszerben ugyanis árstabilitás mellett is kialakulhatnak instabilitások. Ezek megelőzése, amennyiben a prudenciális szabályozások nem alkalmasak a pénzügyi válságok rendszerkockázatait tolerálható szinten tartani, vagy ha a tolerálható kockázati szinten bekövetkezne a válság, akkor sokkal aktívabb fiskális politikát követel övezeti és nemzeti szinten egyaránt. A monetáris unió létrehozása óta figyelmen kívül hagyott neokartalista pénzelmélet pontosan erre figyelmeztetett: a modern pénzügyi rendszer számára az állam és annak adóztató képessége jelenti a végső stabilitást. A jegybank mellett a kereskedelmi bankok endogén módon képesek pénzt teremteni, és a jegybank, mint kormányzati intézmény támogatja ezt a tevékenységüket.

Az európai döntéshozók ezt részlegesen felismerték, és a válságban **ad hoc** módon létrehozott válságkezelő mechanizmusokat (amelyek korábban háttérbe szorultak) most állandósult eszközökként **intézményesítik**. Ennek az intézményesítésnek a módját azonban **továbbra is a korábbi szellemiség befolyásolja, ami csökkenti a hatékonyságukat és későbbi feszültségek forrása**

lehet. Ugyanis minden egyes új intézménynél érzékelhető a működésben a nemzeti fiskális önállóság megőrzésének az elsődleges szempontja és a közös fiskális kapacitás lehető legkisebb mértékűre csökkentése. Az optimális intézményi keret kialakításának legfőbb akadálya az egyes országok indokolatlan félelme attól, amit „transzfer unió”-nak neveznek és amit elsősorban Németországgal kapcsolnak össze, de jórészt osztják az úgynevezett „Új Hanza Szövetség” országai⁴⁷ is. Attól tartanak, hogy ha például nagyobb költségvetési deficitet, illetve államadósságot engednek meg, vagy közös betétbiztosítási rendszert alakítanak ki, esetleg közös kibocsátású kötvényekhez adják a beleegyezésüket, akkor olyan pénzügyi elkötelezettséget vállalnak, amely felett nincs teljes ellenőrzésük. A potenciális fizetési kötelezettségek a partnerországok magatartásától fog függeni. A jelenlegi válság téves értelmezése alapot látszik adni ennek a félelemnek, hiszen kimondva vagy kimondatlanul azt elsősorban fegyelmezetlen beralakulásra, romló versenyképességre és túlzott fiskális költsékezésre vezetik vissza. Ez magyarázza mindazokat a beépített fékeket, biztosítékokat, feltételeket, amelyeket minden új intézménynél megtalálunk: betétbiztosítás, bankunió, ESM stb.

A félelem azért indokolatlan, mert a költségvetés **ciklikus stabilizáló funkciójának félreértésén alapul. A ciklikus fiskális stabilizálás nem igényel országok közötti permanens pénzügyi transzfert.** Ehelyett arra van szükség, hogy amikor a gazdaság a magánszektor elégtelen kereslete miatt nem tud kapacitásainak határáig eljutni, akkor a költségvetési deficit a kormányzat pótolja a hiányzó keresletet. A jelenlegi intézményi keretek között ez a stabilizáló funkció a nemzetállamoknál van, mert a költségvetési bevételek és kiadások döntő többsége ott összpontosul. Az övezeti szintű költségvetés kis **mérete nem teszi lehetővé érdemi stabilizációs funkciót** még most, az államok által megnövelt ösz-

⁴⁷ Északi tagállamokat tartalmazó szövetség: Írország, Hollandia, Svédország, Dánia, Finnország és a három balti állam által alkotott csoport az EU-n belül.

szegével sem. Emellett probléma, hogy ezzel a funkcióval egyelőre az országok többsége nem is kívánja felruházni az euroövezet közös fiskális kapacitását. Emmanuel Macron francia elnök, valamint Mario Draghi korábbi és Christine Lagarde jelenlegi EKB elnökök ismételt felszólítása ellenére ez az elhatározás egyelőre késik. Természetesen ez nem zárja ki, hogy intézményi változások hiányában, pusztán **koordinált fiskális lazítással akár euroövezeti szintű fiskális stimulust** érjenek el, amennyiben az szükséges. Ha a fiskális politika új megközelítése teret nyerne az európai döntéshozók többsége körében, akkor – akár koordináltan, akár centralizáltan végrehajtva – optimális fiskális politikával az övezet tartósan és fenntartható módon **magasabb növekedési pályára állhatna**, megközelítve a versenytársakat.

Amint láttuk, az **ESM** alkalmas lehet arra, hogy egy vagy néhány, az övezet összesített GDP-jét meg nem közelítő nagyságú ország esetében **az állampapírok** piacán hitelesen biztosítsa a végső árjegyző (market maker, lényegében végső hitelező) funkciót. Hasonló módon alkalmas lehet **bankváltások** kezelésében a szükséges addicionális finanszírozás nyújtására. Ám ez az instrumentum is csak szigorú feltételek teljesítése esetén vehető igénybe. Emellett mivel egyelőre továbbra is kormányközi mechanizmus és nem része az európai kormányzati intézményrendszernek, így változatlanul vétójoga van minden tagállamnak. Ezek a feltételek egy tipikus válsághelyzetben korlátozhatják a mechanizmus alkalmazásának hatékonyságát, mert a beavatkozás mértéke **felülről korlátos**, az alkalmazás pedig **időigényes a feltételelesség** és bizonytalan a potenciális **országvétó miatt**. Emellett a nyilvános elszámoltathatóság is hiányzik.⁴⁸ Mégis, összehasonlítva a legutóbbi válságkezeléssel, nagy előnye, hogy minden korlátja ellenére egyáltalán létezik, és ezáltal a válságkezelés költségei mérsékelhetők.

⁴⁸ Vallée et al. (2019).

A **bankunió** és a **közös** betétbiztosítás feltételül szabott legutóbbi német javaslat⁴⁹ hasonló megközelítést tükröz. Amikor megkívánják, hogy a bankok egy meghatározott arány felett nem tarthatják saját államuk állampapírjait, akkor intézményileg kívánják a bankokra kényszeríteni azt, amit azok saját maguktól nem tennének: kezeljék úgy a saját valutájukat, mintha idegen valuta lenne. Hiszen nagyon régi kockázatkezelési konvenció, hogy egy államnak a saját valutájában kibocsátott állampapírja kockázatmentes.⁵⁰ A GMU-ban ezt nem kívánják kimondani, ami azonban egyre inkább szemben áll a modern pénzügyek gyakorlatával abban is, hogy egyre **növekszik az igény a kockázatmentes papírok**, mint a banki és tőkepiaci kockázatkezelés alapvető eszköze iránt. Ennek szükségése, valamint piacának töredezettsége fokozza az európai pénzügyi szektor versenyhátrányát.

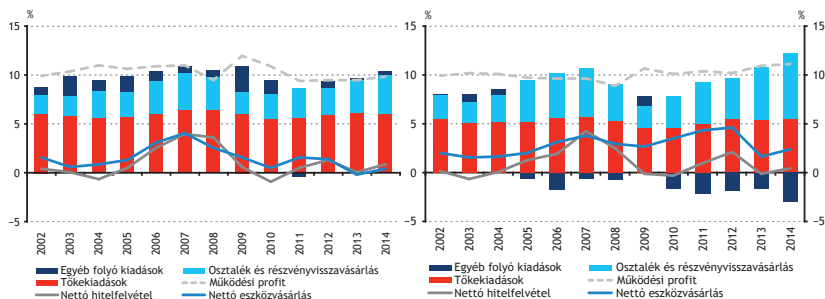
Amint láttuk, az intézményi fejlesztések között szerepel a **tőkepiaci integráció** mélyítése. A számos tényező miatt szegmentált⁵¹ tőkepiacok integrációjától a döntéshozók azt várják, hogy alternatív finanszírozási formaként diverzifikáltabbá teheti Európa túlságosan bankokra alapozott pénzügyi szektorát, különösen a dinamikus, innovatív cégek finanszírozását. Ennek megvalósulása esetén a monetáris transzmisszió is újabb csatornával bővíthetne. További előnyként szokták említeni, hogy különösen az integrált tőkepiaccal rendelkező USA-hoz képest az országspecifikus sokkokhoz való alkalmazkodásban újabb alkalmazkodási mechanizmust nyújthatna, amit ráadásul automatikusan biztosítana a magánszektor.

⁴⁹ Scholz (2019).

⁵⁰ Pontosabban hitelkockázat mentes, hiszen egy állam saját fizetőeszközében mindig fizetőképes. Ettől még van piaci (kamat) kockázata és a reál hozam sem garantált, leszámítva az inflációhoz indexelt kötvényeket, amelyek nagyrészt ezt is garantálják.

⁵¹ Buch (2019).

2-14. ábra: Ipari vállalatok Európában (bal panel) és az USA-ban (jobb panel): kiadások és bevételek a nettó értékesítés százalékában



Forrás: OECD (2015) és MNB (2015).

Ebben a kérdésben azonban fennáll a veszélye, hogy **túlzott optimizmus vezeti** a döntéshozókat. Noha az USA-ban vagy az Egyesült Királyságban valóban nagyobbak a vállalati részvény- és kötvénypiacok, ezeknek a szerepe azonban a beruházások finanszírozásában nem olyan nagy, mint amekkorát általában tulajdonítanak neki. A nagyvállalatok számára az elsődleges finanszírozási forrás a visszatartott profit, saját forrás. Az OECD jelentése bemutatja, hogy nagyvállalatok, amelyek a beruházások mintegy 80 százalékát hajtják végre Európában és az USA-ban, a külső forrásaikat likvid befektetésekből tartják (2-14. ábra).⁵² Más tanulmányok pedig rámutatnak, hogy a kisvállalatok finanszírozását illetően Németországban a kisebb takarékbankok sokkal megbízhatóbb és olcsóbb forrást nyújtanak, mint a tőkepiacok.⁵³ **Mazzucato** és munkatársai⁵⁴ rámutatnak, hogy a tőkepiaci intézmények az évek során miként húzódtak vissza a valóban kockázatos, innovatív kutatások finanszírozásától és ezeket növekvő arányban **az államok vállalták magukra**, és csak a piacra vitelhez közelebb eső, **kevésbé kockázatos**

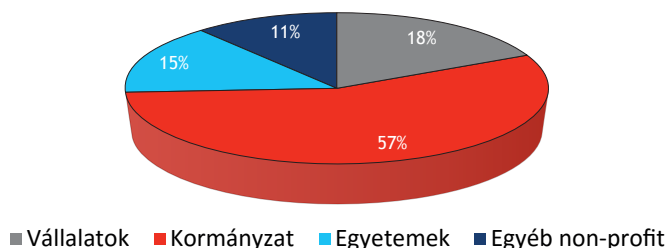
⁵² OECD (2015), 46. o. MNB (2015), 24-25.o., Szalai (2016).

⁵³ Egy tömör összefoglalót ad Hassan (2014).

⁵⁴ Mazzucato (2011), Mazzucato and Perez (2014), Mazzucato and Wray (2015).

fejlesztési fázisokra összpontosítanak (2-15. ábra). Továbbá a banki és a tőkepiaci finanszírozás nem feltétlenül alternatívák, hanem igen gyakran egymás kiegészítői: a bankok gyakran refinanszírozzák, háttérfinanszírozással látják el a tőkepiacokat és likviditást nyújtanak a repo piacokon. A banki vagy tőkepiaci finanszírozás súlya gyakran az eltérő pénzügyi kulturális háttereket, a szabályozási környezetet tükrözi, nem univerzális racionalitás alapján határozódik meg. Lényegesebbnek tűnik, hogy az EU legutóbbi, 2019. decemberi csúcstalálkozóján nagyobb összegű források biztosítását határozta el fenntartható innovációk finanszírozására, amely téren elmaradásban volt az USA-val és Kínával szemben.

2-15. ábra: Az alapkutatások finanszírozási forrása az USA-ban 2008-ban



Forrás: Mazzucato (2011), 40. o.

Makropénzügyi szempontból a **tőkepiaci integráció speciális problémát** jelent. Az USA-ban és az Egyesült Királyságban a válság alatt, de az USA-ban már korábban kimondatlanul is egyre inkább a **Fed feladatává vált a piacok stabilizálása**, hasonlóan a banki végső hitelező funkcióhoz a bankrendszer esetében. Európában a tőkepiacok kisebb mérete miatt ez a dilemma egyelőre nem mutatkozott meg hasonló súllyal. Ha azonban sikeres lesz a döntéshozók törekvése, és növekszik a tőkepiacok súlya, akkor a bankunióhoz hasonlóan a tőkepiaci unió is bonyolult kérdéseket fog felvetni, amivel láthatóan egyelőre a bankunió terén is nehezen birkóznak meg. A válságban a **banki tevékenység-**

hez hasonlóan a tőkepiaci tevékenységek is dezintegrálódtak, a korábbi integrációhoz képest visszalépés következett be. Ugyanis a korábban egységes valutaövezet váratlanul a szétesés (redenomináció) reális kockázatával szembesítette a befektetőket, ami súlyosbította a válságot és aminek meggátolására nem volt felkészülve a meglévő intézményrendszer. Ahelyett, hogy a tőkepiaci integráció magánpiaci biztosítást nyújtva, földrajzilag diverzifikált befektetési lehetőséget adva mérsékelte volna az egyéni befektetők egyedi kockázatát portfólió biztosítás formájában, inkább kiélezte az instabilitásokat.

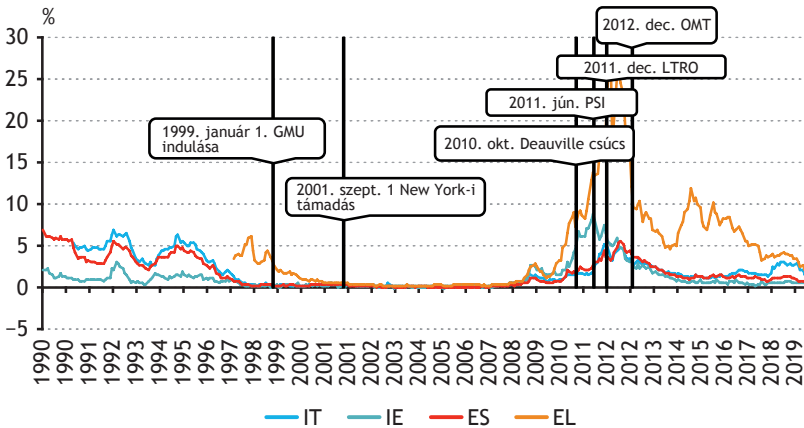
Ezek a kérdések egyelőre nem merültek fel a tőkepiaci integrációval kapcsolatos vitákban, amelyeket sokszor elvont, tapasztalati alapon nem igazolható érvek uralnak. Hogyan értékeljünk egy olyan érvet, amely szerint a tőkepiacok szemben a bankokkal jóval ellenállóbbak a pénzügyi instabilitásokkal szemben?⁵⁵ Látszólag meggyőző, ha arra gondolunk, hogy egyes európai országok bankjai túl sok rossz minőségű követelést tartanak, ami fékezi a hitelezési tevékenységüket. Egy alaposabb összehasonlításban azonban nem lehet figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a jelenlegi **válság epicentrumában, az USA-ban** igencsak értékpapírosított pénzügyi rendszer volt, és a válság onnan terjedt át a világ többi részére. Emellett azt sem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy nem önmagukban a tőkepiacok kezelték a válságot, hanem a **Fed terjesztette ki rájuk is az eredetileg a „sérülékenyebb” bankrendszer számára fenntartott végső hitelező funkciót.** A Fed továbbá masszívan interveniált a rossz értékpapírok piacán, átvéve azokat a kibocsátóktól és a végső befektetőktől (TARP- Troubled Asset Relief Program). Végül **az amerikai fiskális politika az európainál jóval nagyobb költség-**

⁵⁵ Gyakori érv a tőkepiaci finanszírozás nagyobb súlya mellett az, hogy a jelenlegi válság azért volt súlyosabb Európában, mint az USA-ban, mert a finanszírozás túlságosan a bankrendszerre támaszkodik. A tőkepiacok nagyobb szerepe mérsékelte volna a válság hatását, mert „két motor” működhetett volna egy helyett. A tőkepiacok nagyobb súlya mellett és ellen szóló érveket összefoglalja Allen and Pástor (2019), 8. o.

vetési deficitjével közvetve ugyan, de annál hatásosabban járult hozzá a pénzügy piacok stabilizálásához, miközben Európában részben a nem megfelelő válságkezelés során bekövetkezett gazdasági lassulás miatt a korábban teljesítő bankhitelek tömegesen váltak rossz minőségűvé. **A tőkepiaci uniótól ezért nehéz azt várni, hogy teljes mértékben kiváltsa a makrogazdasági stabilizálás megfelelő intézményeit.**

A makrogazdasági stabilizálás övezeti szintű mechanizmusainak kialakítása egyelőre még várat magára. A válságkezelés első éveire jellemző félelem a kötvénypiacoktól, a perifériaországok kötvénypiaci fertőzésétől, illetve a permanens transzfer kötelezettségektől irracionálisnak bizonyult. Az övezet egyes országai lemondtak ugyan monetáris szuverenitásukról, de együttesen globális szinten jelentős monetáris szuverenitással rendelkeznek. Ennek nem szándékolt bizonyítékát láthattuk Mario Draghi 2012-es bejelentését követően.

2-16. ábra: Államkötvények felárainak alakulása a némethez képest



Forrás: Bloomberg.

Emlékeztet, hogy a görög szuverén válság előtt szinte teljesen eltűnt állampapír kockázati felárak hirtelen megint megugrottak a periféria országokban, és 2010 második felében

elérték a monetáris unió létrejötte előtti szintet, majd tovább emelkedtek. Csak Mario Draghi 2012-es bejelentése fordította meg az eurozóna szétesésével fenyegető folyamatot, amikor az **OMT meghirdetésével** együtt elkötelezettséget vállalt minden, az EKB számára rendelkezésre álló eszköz felhasználására a monetáris unió egyben tartása érdekében.⁵⁶ Draghi bejelentése **gyakorlatilag visszafordította** azt a pánikot, amit a 2010 októberi deauville-i közös kormányfői bejelentés okozott, miszerint minden országnak magának kell megbirkóznia a válsággal, és a válságkezelés költségeihez való hozzájárulás (private sector involvement, PSI) miatt veszteség fogja érni a magánbefektetőket is.⁵⁷

A fiskális kiigazítást célzó, gyors irányvételt követő **piaci pánik paradox** eredmény volt, mert a döntéshozói **szándék éppen a piaci bizalom visszanyerésére** irányult. Mind a piacok, mind a kormányok egymás viselkedésétől tartva, egymás viselkedéséből próbálták kiolvasni, hogy vajon van-e olyan erős szolidaritás az országok között, hogy továbbra is minden állampapír kockázatmentesnek legyen tekinthető és nem következik be „redenomináció” (a monetáris unióból való kiesés, saját nemzeti valuta ismételt bevezetése) sem.⁵⁸

⁵⁶ „But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.” Draghi (2012).

⁵⁷ Lásd például Heise (2013), Malika and Castelletti-Font (2017).

⁵⁸ Ez a szituáció Paul A. Samuelson, a modern makroökonómia megalkotójának szemléletes példáját juttatja eszünkbe. Amikor a gazdaságpolitika a piacok viselkedéséből próbálja a helyes politikát kiolvasni, az olyan, mint amikor a majom a tükör előtt állva nem veszi észre, hogy csak a saját viselkedését látja viszont, amiből helytelen következtetésre jut. Ugyanígy a kormányok megijedtek a piacok magatartásától és a saját országukat ennek megfelelően hibásan megpróbálták a fertőzéstől megmenteni. Végül a piacok pánikjából a magországok sokat nyertek azzal, hogy alacsony, sőt negatív kamatra is hozzájuk áramlott sok megtakarítás a periféria országokból. Alaptalannak bizonyultak azok a félelmek is, amelyek attól tartottak, hogy a tőke kiáramlik az euroövezetből. Samuelson (1994), 231. o.

A 2012 óta történtek további bizonyítékai annak, hogy **az övezet országai nincsenek kiszolgáltatva a „piacok”-nak**, sőt jelenleg az állampapírok egyre növekvő aránya negatív kamatot fizet. Látható, hogy **semmi sem gátolja, hogy a döntéshozók az európai polgárok jólétét, a teljes foglalkoztatást és kapacitáskihasználást fenntartható módon szolgáló gazdaságpolitikát folytassanak**, miközben a monetáris unió egyben tartása, a szolidaritás **nem igényel a jelenlegit meghaladó mértékű transzfereket**.

Felhasznált irodalom

- Adam, M. – Bochmann, P. – Grodzicki, M. – Mingarelli, L. – Montagna, M. – Rodriguez d’Acri, C. – Spaggiari, M. (2019): *Assessing the systemic footprint of euro area banks*. In: Financial Stability Review, European Central Bank November 2019, <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201911~facad0251f.en.html#toc1>
- Buch, C. (2019): *Capital Markets Union: A Central Banking Perspective on the Way Forward*. Keynote lecture prepared for the 2nd Annual Conference of the Joint Research Centre (JRC) Community of Practice in Financial Research Capital Markets Union: Unlocking Europe’s Economic Potential, 2019.12.18., <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/capital-markets-union-a-central-banking-perspective-on-the-way-forward-817450>
- Csontos, O. – Szalai, Z. (2013): *Makrogazdasági egyensúlytalanságokat megragadó indikátorok értékelése*. MNB-Szemle, 2013. október.
- Domonkos, T. – Ostrihon, F. – Sikulova, I. – Siranova, M. (2017): *Analysing the relevance of the MIP scoreboard’s indicators*. National Institute Economic Review, Vol. 239 (No 238).
- EBA (2019): *The Single Rulebook*. 2019. 12. 18., <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>
- EKB (2019): *Mi a betétbiztosítási rendszer?* 2019.12.18., https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/deposit_guarantee.hu.html
- European Banking Supervision (2016): *The first eighteen months*. 2016, 2019.12.18., <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/Blueprint-XXV-web.pdf>
- Európai Bizottság (2015a): *Az európai gazdasági és monetáris unió megvalósítása*. 2019.12.18., https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_hu.pdf

Európai Bizottság (2015b): A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – Cselekvési terv a tőkepiaci unió megteremtésére. 2019.12.18., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TEXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>

Európai Bizottság (2017): *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*. 2019.12.18., https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

Európai Bizottság (2019a): *Commission proposes a governance framework for the Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness*. 2019.12.18., https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_4372

Európai Bizottság (2019b): *Banking union*, 2019.12.18., https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union_hu

Európai Unió Tanácsa (2019): *Egységes szabálykönyv*, 2019. 12. 18., <https://www.consilium.europa.eu/hu/policies/banking-union/single-rulebook/>

Európai Parlament (2011): 1176/2011/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról, 2011. november 16. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:hu:PDF>

European Commission (2019): *Excessive imbalance procedure*, 2019.12.18., https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/excessive-imbalance-procedure_en

Eurostat (2019): *Macroeconomics imbalance procedure, information on indicators*. 2019.12.18., <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalance-procedure/indicators>

Franklin, A. – Pástor, L. (2018): *The Capital Markets Union: Key Challenges*, CEPR Discussion Papers 12761, 2019.12.18., <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/12761.html>

Hassan, F. (2014): *Financing of the German economy*, 2019.12.18., <https://www.finance-watch.org/a-view-from-germany-ii-the-financing-of-the-german-economy/>

Heise, M. (2013): *Emerging from the European Debt Crisis*. Making the single currency work, Springer Verlag.

Horváth, Z. (2011): *Kézikönyv az Európai Unióról*. HVG-ORAC Kiadó Kft., 2011.

Malika, B. S. – Castelletti - Font, B. (2017): *Determinants of sovereign bond yields: the role of fiscal and external imbalances*, Rue de la Banque no. 53, 2019.12.18., <https://publications.banque-france.fr/en/determinants-sovereign-bond-yields-role-fiscal-and-external-imbalances>

Meseberg Declaration (2018): 2019.12.18., <https://archiv.bundesregierung.de/archiv-de/meta/startseite/meseberg-declaration-1140806>

MNB (2011): *Analysis of the Convergence Process*. October 2011, <https://www.mnb.hu/letoltes/konvergencia-elemzes-en.pdf>

MNB (2014): *Early Warning Indicators: Financial and Macroeconomic Imbalances in Central and Eastern European Countries*. MNB working paper 2014/02. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/elemezsek-tanulmanyok-statisztikak/mnb-fuzetek/wp-2014-02-orsolya-csortos-zoltan-szalai-early-warning-indicators-financial-and-macroeconomic-imbalances-in-central-and-eastern-european-countries>

Jenkins, P. (2019): *Can the EU's failed Capital Markets Union be revived?* 2019.12.18., <https://www.ft.com/content/d7140246-fc07-11e9-a354-36acbbb0d9b6>

Fleming, S. – Khan, M. (2019): *EU finance ministers approve separate 'eurozone budget' tool*. 2019.12.18., <https://www.ft.com/content/1cf66b48-eb35-11e9-a240-3b065ef5fc55>

Scholz, O. (2019): *Germany's Scholz gives ground on eurozone banking union plan*. Finance minister says Berlin should support common deposit insurance scheme, in: Financial Times, 2019, november 6., 2019.12.18., <https://www.ft.com/content/8ea7e002-ffce-11e9-b7bc-f3fa4e77dd47>

Single Resolution Board (2019a): *About the SRB*, 2019. 12. 18., <https://srb.europa.eu/en/mission>

Single Resolution Board (2019b): *SRF grows to €33 billion after latest round of transfers*. 2019.12.18., <https://srb.europa.eu/en/node/804>

Single Resolution Board (2019c): *What is the Single Resolution Fund?* 2019.12.18., <https://srb.europa.eu/en/content/single-resolution-fund>

The Association for Financial Markets in Europe (2019): *Capital Markets Union, Key Performance Indicators*, Second Edition, 2019.12.18., <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20CMU%20Key%20Performance%20Indicators%20Report.pdf>

Vallée, S. – Cohen-Setton, J. – De Grauwe, P. – Dullien, S. (2019): *The proposed reform of the European Stability Mechanism must be postponed*. 2019.12.19., <https://blogs.lse.ac.uk/euoppblog/2019/12/11/the-proposed-reform-of-the-european-stability-mechanism-must-be-postponed/>

3. Országtapasztalatok

3.1.

Hogyan változott az euro bevezetésének költség-haszon egyenlege

Kelemen József – Soós Gábor Dániel –
Török Gergő – Vadkerti Árpád

Az euro bevezetésének költség-haszon egyenlegét a globális pénzügyi- és az azt követő eurozóna (adósság)válság, valamint ezek kezelésének tapasztalatai megváltoztatták. Az önálló valuta feladása következtében megszűnnek az úgynevezett tranzakciós költségek, melyek abból merülnek fel, hogy a hazai valutát át kell váltani euróra, illetve fordítva. Ugyanakkor ez az egyre fejlettebb bankrendszereknek köszönhetően jelentősen lecsökkent, amit a Fintech forradalom feltehetően tovább mérsékel. Az árfolyamrögzítés által megszűnő árfolyamvolatilitás a korábbi magas devizakitettség miatt jelentős pozitív hatással járt volna Magyarország esetében. Az önfinszírozás irányába tett elmozdulás ugyanakkor jelentősen csökkentette hazánk kitettségét, aminek folytatódása tovább mérsékli az árfolyamrögzítésből származó pozitív gazdasági hatásokat.

A közös valuta használata hatékonyabbá, kényelmesebbé teszi a kereskedelmet, így az adott nemzetgazdaságnak a külkereskedelme emelkedik az övezet országaival. Egy-két évtizeddel ezelőtt ez általános nézet volt, ugyanakkor ez a hatás már nem annyira egyértelmű. Az elmúlt időszak tapasztalatai a külkereskedelmi integráltság mélyülését leginkább a mérséklődő kereskedelmi korlátozások eredményének tekintik. Mivel hazánk már jelenleg is jelentős és erős külkereskedelmi kapcsolatokkal rendelkezik az eurót használó országokkal, így a valutaövezetbe való belépés kisebb addicionális hatással járna, amelyet több bizonytalansági tényező (protekciónizmus, technológiai fejlődés) is kérdésessé tesz.

Az alapító eurozónatagok esetében a hozamok jelentős konvergenciája volt tapasztalható, míg a később csatlakozó országok esetében a felárak a belépést megelőző három évben – a csatlakozást megelőző konvergencia

időszakában – mutattak érdemi mérséklődést. A globális pénzügyi válság és a 2010-ben kialakuló szuverén adósságválság a kockázatosabbnak ítélt perifériaországok hozamainak jelentős emelkedéséhez vezettek. Az eurozóna a várakozásokkal ellentétben tehát kevésbé volt alkalmas a tagországok ellenállóképességének fokozására. Ezzel párhuzamosan az egyes országspecifikus tényezők előtérbe kerültek, amelyeket már nem kompenzál önmagában az euroövezeti tagság ténye.

Az eurobevezetés hosszú távon jelentkező inflációs hatása a konvergencia és az önálló monetáris politika hiányának együtteséből fakadhat. A fejlettebb országok számára a gazdasági felzárkózás a fejlett országokénál magasabb inflációt eredményez. A korábbi elméletek szerint, ha a gazdaságban nincsenek súrlódások (azaz az árak és a reálbérek rugalmasak), akkor a reálgazdasági alkalmazkodáson keresztül az eurobevezetés nem eredményez hosszabb távon magasabb inflációt és ezáltal a szükségesnél alacsonyabb reálkamatoakat. Ugyanakkor a déli államok tapasztalatai megmutatták, hogy a túlzottan alacsony reálkamatok tartósan fennmaradhatnak, amely súlyos egyensúlytalanságokhoz vezethet. Emiatt felértékelődött az eurobevezetést megelőző reálgazdasági konvergencia fontossága, ugyanis a megfelelő fejlettségi szint csökkenti az egyensúlytalanságok kialakulását.

A válság, valamint az azt követő kilábalás alatt az önálló monetáris politika szerepe felértékelődött. Ennek következtében az eurobevezetés megítélésének egyik legfontosabb kérdése az önálló monetáris politikáról való lemondás maradt. Egyrészt gyakran felmerülő szempont, hogy aszimmetrikus üzleti ciklusok esetén a közös monetáris politika ráerősít a ciklusra. Másrészt a túlságosan alacsony reálkamatok a gazdaság túlfűtötté válását okozhatják. Ez utóbbi ráadásul reálgazdasági egyensúlytalanságok kialakulását és pénzügyi buborékok fújódását is eredményezheti. A pénzügyi válságot követően a jegybanki eszköztárak átalakultak, így a nemkonvencionális eszközök fontosságának felértékelődése miatt új szempontként az EKB nemkonvencionális eszközeinek hazai gazdaságra gyakorolt hatásosságának vizsgálata is szükségessé vált. Utóbbi értékelésekor kiemelt kérdés a hazai pénzügyi piacok fejlettsége, amely nagymértékben befolyásolja a nemkonvencionális eszközök monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát.

3.1.1. Az euro reálgazdasági hatásai

A közgazdasági elméleti irodalomban az euro bevezetéséből fakadó előnyöket és hátrányokat illetően nincs egyértelmű konszenzus. A globális pénzügyi válságot megelőzően általában a hagyományosnak nevezhető, optimális valutaövezetek reálmodelljére támaszkodó elemzési keretben vizsgálták a kérdést. A válság kitörése után a válságkezelés, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) esetében a válságkezelés válsága került a közpolitikai és közgazdaságtani viták középpontjába. Ez ráirányította a figyelmet a pénzügyi ciklusok fontosságára, valamint a monetáris unió intézményrendszerének hiányosságaira is. Az elméleti irodalom egyre bővülő része foglalkozik a válság tapasztalatait is beépítve a Gazdasági és Monetáris Unió intézményrendszerének hatékonyságával és lehetséges fejlődési irányjaival. Az empirikus irodalom ökonometriai illetve strukturális makromodellek segítségével igyekszik azonosítani a hatásokat, illetve a korábbi eredményeket újrabecsülni. Mindezek természetesen az euro bevezetésének költség-haszon elemzésére is hatással voltak, ami napjainkban egy megváltozott, de kiegyensúlyozottabb képet mutat.

A csatlakozás reálméletének elhalványodása

A globális pénzügyi válság kitörése előtt a közgazdasági főáramú megközelítések a monetáris unióhoz való csatlakozás hasznaiként főként

- a külkereskedelem-teremtő hatást;
- a hozamkonvergenciából származó előnyöket, azaz a tranzakciós költségek és a nominális kamat csökkenését és az árfolyamkockázat megszűnését;
- valamint a szuverén- és hitelkockázat csökkenését, és az abból fakadó alacsonyabb forrásköltségeket;

azonosították. Eközben a csatlakozás lehetséges költségeiként, illetve abból fakadó kockázatként

- aszimmetrikus sokkokat;
- az önálló monetáris politika feladását;
- a főként a Balassa-Samuelson hatáshoz köthető többlet-inflációt;
- az alacsony reálkamatok nyomán kialakuló hitelboomokat;
- valamint a nagymértékű és volatilisén alakuló tőkeáramlásokat

tekintették. A fentiekben ismertetett következtetések, költségek és hasznok alapját a Mundell (1961) által leírt optimális valutaövezetek (Optimal Currency Area, OCA) elmélete jelenti a legtöbb elemzésben. Az elmélet szerint az optimális valutaövezet egy vagy több, de *visszafordíthatatlanul* egymáshoz rögzített valuta földrajzi használati területére terjed ki. Az elmélet több optimalitási feltételt is meghatároz, mint a munkaerő és a termelési tényezők mobilitása, teljes bér- és ár rugalmasság, a tőke mobilitása, gazdasági nyitottság, aszimmetrikus sokkok valószínűsége stb. Az elmélet által megadott feltételek tehát *reálfeltételek*, mivel **Mundell azt feltételezte, hogy a monetáris politikának nincs hatása a hosszú távú reálgazdasági folyamatokra. Mindez azt jelenti, hogy amennyiben nincsenek rigiditások (azaz az árak és a reálbérek rugalmasak), a munkaerő szabad áramlása biztosított és megfelelő fiskális centralizáltság érvényesül, úgy az árfolyam feladása nem jár túlzott költségekkel, csökkentve annak a sokkok kezelésében játszott szerepét.** Vagyis a rögzített árfolyamrendszerben résztvevő régiók vagy országok az elmélet szerint alkalmasak az árfolyamon keresztüli alkalmazkodás nélkül vagy az önálló monetáris politikai hiányában is kezelni az őket érő aszimmetrikus sokkokat.

Az optimális valutaövezet kereteiben a közös valuta előnyei a megszűnő árfolyam-volatilitás miatt erősödő verseny, az or-

szágok között megnövekvő kereskedelem és tőkeáramlás. Az euroövezeti csatlakozás legfőbb költsége az önálló monetáris politika feladása lehet, amely az országot érő aszimmetrikus sokk esetén éreztetetheti hatását: arra ugyanis a közös monetáris hatóság az adott ország övezeten belüli gazdasági súlyának arányában reagál. Ugyanakkor a reálelmélet szerint ezen sokkok kezelését megkönnyíti a pénzügyi integráltság magas foka és a minél kisebb nominális rigiditások. **Az árfolyam és a pénzügyi integráltság, mint alkalmazkodási csatorna jelenik meg tehát, és nem feltételezi ezek fertőzési csatornaként való működését, noha – ahogyan erre többek között a globális pénzügyi válság is rámutatott – a devizaárfolyamok és a pénzügyi piacok a gazdaság fundamentumaival alá nem támasztható módon is mozoghatnak,** amit a piaci szereplők irracionális viselkedése okoz. Hasonlóan igaz ez a pénzügyi integráltságra is: előnyei mellett nemcsak a külső sokkok közvetítője, hanem akár endogén eszközár-buborékok forrása is lehet.

A szakirodalom úgy tartotta, hogy az euroövezeten belül jelentkező aszimmetrikus gazdasági sokkok kezeléséhez elegendő fiskális mozgástér áll rendelkezésére a tagállamoknak még az adósságszabályok betartása mellett is. Ha a költségvetési mozgástér kevésnek bizonyul az automatikus stabilizátorok nem megfelelő működése vagy a túl nagy ciklikus kilengés miatt, akkor a további alkalmazkodáshoz – egyetlen szóba jöhető csatorna lévén – rugalmas munkaerőpiac (bérrugalmasság, munkaerő-mobilitás) szükséges. Az euroövezeti csatlakozással a monetáris politika már közösségi szintre emelkedik, az árfolyam leértékelésére pedig nincs mód, így egyedül belső leértékelés útján lehetséges a kiigazítás. Ugyanakkor általános vélemény volt, hogy az euroövezeti integráció a csatlakozó ország számára hosszú távú gazdasági fejlődést képes biztosítani. Az optimális valutaövezetek elméletének **endogenitási hipotézise** (Frankel – Rose, 1998) szerint a közös valuta bevezetésének hatására a gazdasági szerkezetek olyan mértékben közelednek egymáshoz, hogy az optimális valutaövezet létrejön, és ez a csatlakozás költ-

ségeit is csökkenti. De Greuwe – Mongelli (2005) áttekintést nyújt a kérdésben, ami alapján arra következtetnek, hogy az endogenitási hipotézis a válság előtti információk alapján fennállhat.

Az euroövezeti tagság egyik lehetséges előnye az árfolyam-volatilitás megszűnése miatt erősödő külkereskedelmi integráció és verseny. A külkereskedelmet érintő költségek az árfolyam-volatilitás megszűnéséből fakadóan csökkenhetnek. A gyakorlatban azonban a külkereskedelmi integráció mértékét nem csupán az árfolyamkockázat mértéke, hanem többek között a már meglévő kereskedelmi kapcsolatok mélysége, a globális értékláncokban betöltött hely is befolyásolja. Ahogy az IMF (2015) tanulmánya kiemeli, a frissebb kutatások már nem a közös valuta bevezetéséhez kötik a külkereskedelemre gyakorolt pozitív hatásokat. **Egyes elemzések azt mutatják, hogy a külkereskedelemtéremtő hatások az európai integráció megelőző fokához – az EU tagsághoz – köthődhetnek, ugyanis a belépni készülő tagállamok a vám- és nem vámjellegű kereskedelmi szabályok uniós normákhoz igazításával (megszüntetésével) facilitálják az egymás közötti kereskedelmet.**

Az euroövezeti csatlakozás előnyei nominális értelemben főképpen a hozamkonvergenciából fakadhatnak. A hozamkonvergencia egyre erőteljesebbé válásával a tranzakciós költségek csökkenése mellett további előnyök is érvényre juthatnak, amelyek a reálkamatok csökkenéséből, valamint a pénzügyi fertőzéseknek való kitettség csökkenése miatt a szuverének kockázati felárának csökkenéséből következnek. Ugyanakkor nemcsak az országkockázati felárak konvergálhatnak az euroövezeti szinthez, ezzel párhuzamosan a szuverén hitelminősítések is javulhatnak. Emellett a csatlakozásból fakadó bizalomnövekedéssel párhuzamosan a hitelfelárak is mérséklődhetnek, ami végső soron a vállalatok finanszírozási költségeinek csökkenéséhez vezethet.

Az Európai Bizottság (2006) tanulmánya szerint az eurobevezetés számos érdemi jelentőségű változással járhat a csatlakozó ország szempontjából. A nominális konvergencia szempontjá-

ból többek között a kockázati prémium és a hitelkínálati korlátok csökkenése tapasztalható. **Az euroövezeti belépés tartósan alacsonyabb reálkamatok kialakulásához vezethet a csatlakozó országokban az egységes övezeti monetáris politika és a reálgazdasági felzárkózásból fakadó inflációs többlet miatt. A reálkamatok csökkenés gyorsabb hitelkiáramlást, a beruházási aktivitás emelkedését, és (növekvő) folyó fizetési mérleg hiányt okozhat a belső felhasználás erősödésén keresztül (Langedijk – Roeger, 2007), azaz a gazdaság egy gyorsabb felzárkozási pályára kerülhet. Ugyanakkor hozamkonvergenciával járó reálkamatok csökkenéséből kockázatok is származnak. A reálkamatok hirtelen – és a környező országokban tapasztalhatónál alacsonyabb szintre – csökkenése legtöbbször a gazdaság túlfűtöttségéhez vezet.** Samarina et al., 2017 eredményei szerint ez a reálgazdasági hatások mellett a teljes és a jelzálogpiaci hitelciklus szétválásához is vezethet. Ez a folyamat a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető kockázatok felépülését eredményezi, ami tipikusan a banki portfólióminőség romlásán keresztül jelenik meg.

Az IMF (2015) tanulmánya rámutat, hogy a hozamkonvergenciából származó, a befektetői megítélés javulásához és hitelminősítői besorolás csökkenéséhez köthető előnyök lecsökkentek a globális pénzügyi válság utáni időszakban. Az előnyök elhalványodásának időpontja 2010-re tehető, ami ez alapján nem a pénzügyi válsághoz, hanem az eurozóna adósságválsága miatt az eurozóna-tagság megváltozott befektetői megítéléshez köthető. A befektetői megítélés változásának jelentőségét Bhatt et al. (2017) eredményei is megerősítik. A kötvénypiaci hozamokat globális, Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozó - és ország-specifikus faktorokra dekomponálva azt találják, hogy a globális pénzügyi válság kitörése után az európai kötvénypiacokon megfigyelhető hozamdivergencia oka az egyes országok adósságában – az euroövezeti tagság ellenére – érzékelt megváltozott kockázatosság.

Az önálló valuta feladásának egy implicit előnye az önálló árfolyam fertőzési csatorna jellegéből adódhat, ugyanakkor ez idioszinkratikus sokkok forrása is lehet. Erre többek között a globális pénzügyi válság is rámutatott. A devizaárfolyamok és a pénzügyi piacok a gazdaság fundamentumaival alá nem támasztható módon is mozoghatnak, amit a piaci szereplők irracionális viselkedése okoz (Corsetti, 2008). Hasonlóan igaz ez a pénzügyi integráltságra is: előnyei mellett nemcsak a külső sokkok közvetítője, hanem akár endogén eszközár-buborékok forrása is lehet, ami valamelyest csökkenti előnyeit. Ez csökkenti az önálló árfolyam és monetáris politika feladásának költségeit. Farrant és Peersman (2006) fejlett országok árfolyamadatait vizsgálva arra a következtetésre jut, hogy inkább forrása, semmint elnyelője a sokkoknak.

Az euroövezeti belépés azonban hátrányokkal is járhat a belépő számára. Ilyen hátrány lehet, hogy egyes esetekben a belépés aszimmetrikus sokknak tekinthető. Az árfolyamvolatilitás megszűnése miatt erősödő verseny az – önálló monetáris politika nélkül – alkalmazkodó országban hatékonysági alkalmazkodási kényszert válthat ki a külkereskedelem által érintett szektorokban. Frankel – Rose (1997) szerint a növekvő integráció szimmetrikusabbá teszi a gazdaság szerkezetét, a külkereskedelmi áramlások egyre nagyobb hányada ugyanis iparágon belüli kereskedelem. Ezzel ellentétes véleményt fogalmaz meg Krugman – Venables (1995), szerintük a magasabb integráció a növekvő skálahozadékokon keresztül a specializáció irányába hat, azaz az aszimmetriát erősíti. **Ha egy gazdaság az optimálisnál korábban lép be a valutaövezetbe, akkor az inflációs nyomás magasabb lesz, mint az eurozóna tagországai esetében, ugyanis a reálgazdasági felzárkózás az árszínvonal felzárkózását is eredményezi.** A felzárkózó gazdaságokban a reálárfolyam felértékelődik, ami vagy inflációs többletben, vagy a nominális árfolyam felértékelődésében ölt testet. Magyarországon, Romániában és Lengyelországban a Balassa-Samuelson hatáshoz köthető inflációs többlet volt a reálfelértékelődés fő csatornája (Bauer,

2015). Brůha – Podpiera (2007) bemutatja, hogy az euroövezet-hoz csatlakozó országok perzisztensen jelentkező inflációs többletet tapasztalhatnak.

3.1.2. A külkereskedelem tranzakciós költségei

Általános felfogás szerint egy közös valutaövezet-hoz csatlakozás mind az adott ország számára, mind pedig magának az övezet számára hasznos. A nemzetgazdaság számára azért, mert önmaga egy nagyobb, ezáltal stabilabb gazdasági környezethez jobban képes integrálódni, jelentősen egyszerűsödhetnek a kereskedelemmel járó folyamatok. Úgy általában tehát a nemzetgazdaságok számára kedvezően hat egy ilyen csatlakozás. A valutaövezet szempontjából pedig azért hasznos, mert ezáltal mélyül maga az övezet teljes integráltsága, még nagyobbá válik, egyfajta vonzóközponti szerepet jelent továbbbi országok számára. Ha valuatövezet bővül az tehát alapvetően jó mindkét félnek. Másrészt viszont az aktuális környezetben részletesebben megvizsgálva a folyamatokat arra juthatunk, hogy ennél óvatosabban érdemes a kérdéshez hozzáállni.

Valutaövezet-hoz való csatlakozás esetén érdemes hangsúlyos figyelemmel lenni arra, hogy a csatlakozás következtében a külkereskedelmen keresztül makrogazdasági változás mit okoz az adott nemzetgazdaság számára, milyen csatornákon keresztül érvényesülnek a hasznok és a költségek. Egyrészt kérdés a tranzakciós és az adminisztrációs költségek csökkenése milyen pozitív gazdasági hatásokat eredményez. Másrészt kérdés az is, hogy a csatlakozás következtében külkereskedelmi többletet generáló erő jelentkezik-e. Harmadrészt pedig maga az export szerkezetében milyen irányú változásokra számíthatunk. Végezetül pedig a fenti tényezőkben mind szerepet játszó az árfolyamingadozás.

A kérdésekre a válaszok ma már nem magától értetődőek. Egyrészt rövid távon a megszűnő tranzakciós költségek lökést adhatnak a gazdasági növekedésnek, amennyiben az így felszabaduló erőforrások produktív tevékenységre (pl. beruházást végez, bért emel stb.) fordítódnak. A külkereskedelem mélyülése szintén nem magától értetődő, abban az esetben, ha a csatlakozó ország már amúgy is erősen integrálódott az adott valutaövezet-höz. Az exportszerkezetet vizsgálva még bizonyos esetekben és körülmények között még akár kedvezőtlenül is érintheti az új belépő ország exporttevékenységét, amennyiben a megszűnő saját valuta miatt, adott esetben, ár alapú versenyhátrányt szenvednének bizonyos szektorok. A következőkben fenti kérdéseket járjuk körbe részletesebben.

Tranzakciós költségek csökkenése a technológiai fejlődéssel párhuzamosan folytatódhat

Az önálló valuta feladása következtében megszűnnek a vállalatokat (és végső soron a háztartásokat is) terhelő ún. tranzakciós költségek, melyek egész egyszerűen abból merülnek fel, hogy a hazai valutát át kell váltás euróra, illetve fordítva. Az átváltás során a bankok és más pénzügyi közvetítők díjakat számítanak fel. E költségek általában vételi- és eladásiár különbözetek, illetve az átváltást végzők számára jutalékok formájában jelentkeznek, melyek így többlet költséget eredményeznek a vállalatoknak. Ezen túl további költséget jelent, hogy a nem saját valutában történő kereskedelem miatt kockázati lefedezés is szükséges. Példaként gondoljuk egyszerűen csak az árfolyam volatilitás miatti ármeghatározásra. Fenti költségek (különösen az adminisztrációból származó) költségek nehezen számszerűsíthetők, makrogazdasági szinten becslési eljárások mentén van rá lehetőség. Amennyiben a vállalat a tranzakciós költségek megszűnése következtében az így felszabaduló erőforrásokat produktív tevékenységre fordítja, úgy a GDP lényegében e felszabaduló összeggel nőhet. Ez természetesen egy felső becslés lehet csak, hiszen a bankszektor elesik a nyereség egy részétől.

Ugyanakkor a bankszektorban is erőforrások szabadulnak fel, melyet így más tevékenységekre fordíthatók.

A tranzakciós költségeket az Európai Bizottság⁵⁹ is vizsgálta, a lehetséges átlagos megtakarításokat az EMU tagországokban a GDP 0,4 százalékára tették. Itt fontos kiemelni, hogy a becslést 1990-ben végezték, közel harminc évvel ezelőtt. **Azóta a költségek jelentősen csökkenhettek az egyre fejlettebbé és szélesebbé váló banki rendszereknek köszönhetően.** Devizaforgalommal alapuló számítások alapján Csajbók-Csermely (2001) az átváltási költségek Magyarországon 0,1-0,2 százalékára tehetők a GDP arányában. Borowski (2003) arra jutott részletes devizaforgalmi adatok hiányában, hogy az átváltás pénzügyi költségei Lengyelországban a GDP 0,14 százaléka a folyó fizetési mérleg és az FDI flow adatok alapján. A szlovák jegybank 2006-ban vizsgálta az eurobevezetés dilemmáit, ahol megállapították, hogy a devizaforgalom és spreadek alapján a GDP 0,3 százaléka a devizakereskedés hatása, az összes tranzakciós költségé pedig 0,36 százalék. Lacina és szerzőtársai (2007) cseh adatokra vizsgálta a tranzakciós költségek mértékét, amit a GDP 0,28 százalékára tettek. De Grauwe (2012) szerint Európában átlagosan 0,25-0,5 százalék a GDP arányában a tranzakciós költségek súlya.

Az elmúlt években tapasztalható Fintech forradalom a következő években feltehetően tovább csökkenti a devizaváltáshoz és pénzügyi tranzakciókhoz köthető költségeket. Az új szolgáltatások és a szolgáltatók közötti verseny eredményeként egyre több, gyorsabb és olcsóbb határokon átnyúló fizetési megoldáshoz férnek hozzá az egyes gazdasági szereplők. Ennek köszönhetően jelentős költségeket takaríthatnak meg a hagyományos banki szolgáltatásokhoz képest, így a technológiai fejlődés bizonyos szempontból megkerüli és helyettesíti a pénzügyi integrációt.

⁵⁹ Lásd European Commission (1990).

Összességében az átváltási és adminisztrációs költségek a GDP 0,15 százalékánál nem nagyobbak aktuális becslések szerint. Hogy e költségek megszűnése milyen és mennyi formában kerülhet át produktív tevékenységre, nehéz megítélni. Így óvatossággal annyit állapíthatunk meg, hogy a tranzakciós költségek megszűnése a GDP 0,15 százalékánál nem nagyobb mértékben tud hozzájárulni a gazdasági növekedéshez.

3.1.3. Külkereskedelem mélyülése és exportszerkezet változása

Amennyiben egy nemzetgazdaság csatlakozik egy valutaövezethez, úgy intuitív azt gondolni, hogy a közös valutából származó előnyök kiaknázása egyúttal szorosabb külkereskedelmi partnerséget is fog jelenteni. Ezt a valóságban úgy kell elképzelni, hogy a közös valuta használata hatékonyabbá, kényelmesebbé teszi a kereskedelmet, így az adott nemzetgazdaságnak a külkereskedelmi aktivitása emelkedik az övezet országaival. Egy-két évtizeddel ezelőtt ez általános, és elfogadott nézet volt, ugyanakkor az aktuális helyzetben ez a hatás már nem annyira egyértelmű. Az elmúlt időszakban a globalizációval párhuzamosan jelentősen nőtt a külkereskedelmi aktivitás, hazánk euroövezethez való integráltsága pedig már az EU-s tagságot (megelőzően is, majd azt) követően is jelentősen bővült. Még további, erőteljes mélyülés, pusztán a közös valuta bevezetése következtében, nem egyértelmű, és nem magától értetődő. Nézzük, mely tényezők befolyásolják még e folyamatokat.

A világkereskedelem általános lassulása az integrációs folyamatokat is fékezi

A további nagy arányú exportmélyülést gátolja az is, hogy világkereskedelem lassulása általános jelenséggé vált az elmúlt 10 évben. A világkereskedelem és a globális gazdasági teljesítmény közötti kapcsolat gyengült a válság óta. 1980 és 2007 kö-

zött a globális gazdasági teljesítmény növekedése a világkereskedelem közel dupla ekkora mértékű bővülését okozta, azonban a válság óta enyhébb emelkedést vont maga után. Az 1970-es évek közepét, végét leszámítva a legutóbbi válság előtti fél évszázadban lényegében mindig nagyobb mértékben nőtt a világkereskedelem, mint az országok GDP-je. **Az utóbbi évtizedben ugyanakkor jelentősen lassult a világkereskedelem, melyhez ciklikus és strukturális tényezőkhez egyaránt hozzájárultak.** A világgazdasági válság okozta átmeneti keresletcsökkenés a kilábalás szakaszában ugyan negatívan hathatott a külkereskedelemre, a ciklikus hatások kifutása után a világkereskedelem dinamikája előretekintve is elmaradhat a válság előtti átlagától.

Rövid távon a ciklikus hatások mérséklék a világgazdaság importintenzitását. A válság hatására a visszaeső gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan a beruházások szerepe háttérbe szorult a fejlett gazdaságokban. A beruházások magas importtartalommal rendelkeznek, így ez a jelenség a külkereskedelem lassulását vonta maga után. Kína esetében a gazdasági szerkezetváltás a beruházások és a gazdasági növekedés tartós lassulását eredményezheti. Ezen kívül a kínai döntéshozók arra is törekednek, hogy a beruházások magas importtartalmát fokozatosan csökkentsék.

A világkereskedelem lassulását e rövid távú hatásokon túl hosszabb távon is érvényesülő olyan strukturális tényezők magyarázhatják, mint az elmúlt évtizedek meghatározó geopolitikai eseményei (pl. Kína csatlakozása a WTO-hoz, a kelet-közép-európai országok rendszerváltásait követő újraintegrálódási folyamata), a globális értékláncok kiszélesedésének korlátokhoz érkezése mellett a protekcionista kereskedelempolitika.

Egy ilyen világpiaci környezetben tehát egyáltalán nem egyértelmű, hogy az eurobevezetés érdemi addicionális hatást tud generálni az exportszektor teljesítményére a külkereskedelmi csatornákon keresztül. Egyrészt 1990-es évektől jelentősen nőtt az integráltságunk foka az eurozónához, tehát aktuálisan is erős

külkereskedelmi kapcsolattal rendelkezünk. A kereskedelmi akadályokat a schengeni övezethez való belépés is csökkentette. Másrészt pedig általános jelenséggént a fenti bekezdésekben tárgyalt világkereskedelem lassulása is mérsékelheti a további mélyülést.

Volatilitásból és sérülékenységből adódó kockázatok

Magyarország euroövezethez való csatlakozásában az árfolyamvolatilitás megszűnéséből jelentősebb előny is származhat. Ez korábbi időszakokban, mikor a forint nagyobb ingadozásokat mutatott, volt relevanciája, főként, ha e hatások a kockázati prémium erőteljes megugrásából adódtak, melyek így – a megnövekvő volatilitás okozta negatív hatásokon túl – a finanszírozási költségeken keresztül is kedvezőtlenül hatott a magyar gazdaságra.

Ez a jelenség azonban erőteljesen csökkent az utóbbi években. Magyarország adósság típusú mutatói jelentősen és fokozatosan csökkentek, külön kiemelendő ezeken belül a külső adósság érdemi csökkenése, mely a magyar gazdaság sérülékenységét fundamentálisan mérsékelte. A belső kereslet oldaláról a devizahitelek – mint korábban egy jelentős kockázati faktor – forintosítása következtében tovább javult a stabilitás. Így a stabil hazai gazdasági környezet és csökkenő sérülékenységnek köszönhetően a makrogazdasági helyzet kiszámíthatóbb, stabilabb helyzetet eredményez a vállalati stratégiák szempontjából is.

Az eurozónához való csatlakozás tehát kétségkívül tovább csökkentheti a kockázatokat, ugyanakkor a magyar gazdaság aktuálisan olyan pályán halad, aminek következtében egy esetleges külső hatásoknak jóval kevésbé kitett, mint az a 2010-es éveket megelőzően volt.

3-1. keretes írás:

Empirikus eredmények az euro kereskedelemösztönző hatására

Nagy adatmennyiséget felhasználó kutatások irányultak az euro kereskedelemösztönző hatásának vizsgálatára az ún. gravitációs modellek segítségével.⁶⁰ Az aktuális kérdés vizsgálatához az alapmodell kiterjesztett verzióját használják. Az alapmodell lényege a newtoni fizikából jól ismert tömegvonzás törvényén alapul, mely szerint a testek tömegükkel arányosan, és a távolságuk négyzetével fordítottan arányosan vonzzák egymást. Ennek mintájára a külkereskedelem gravitációs modelljének alapegyenlete a következő:

$$F_{i,j} = G \cdot \frac{M_i^{\beta_1} M_j^{\beta_2}}{D_{i,j}^{\beta_3}},$$

ahol $F_{i,j}$ az i -edik országból a j -edik országba történő kereskedelem, az M az adott ország jövedelmi szintje, praktikusán GDP-je, míg a D a két ország közötti távolság, G pedig konstans tag. A specifikusabb kérdések esetén további magyarázó változókat adnak hozzá a már említetteken túl, mint például kereskedelmi akadályok a két ország között, a gazdaságok népessége, illetve különféle dummy változókat. Ilyen **dummy változóval ragadják meg például azt, hogy a két ország közös valutát használ-e vagy sem, ezáltal identifikálhatóvá válik az, hogy a közös pénz használata önmagában szignifikánsan pozitívan járul-e hozzá a két ország közötti kereskedelemhez.** A kifejezetten eurozónára vonatkozó Davis (2017) tanulmány alapvetően azt vizsgálta, hogy az euroövezethez csatlakozás szignifikánsan növeli-e az export és import volumenét. A modell illeszkedése meglehetősen magas: közel 90 százalékot magyaráznak a változók az eredményváltozó ingadozásából. A paraméterek előjelei összességében az elméleti várt értéknek megfelelő. Ugyan-

⁶⁰ A gravitációs modellekről lásd részletesebben például: Yotov et al (2016).

akkor az euroövezet tagság statisztikailag nem eredményezett szignifikánsan pozitív hatást a teljes külkereskedelmi forgalomra. Pantelidou (2014) és Nähle (2015) szintén nem talál egyértelműen pozitív hatást. Gómez – Tamarit (2011) gravitációs modell becslésével, panel adatokon (mintegy 26 országra, 1967 és 2008 között) szignifikáns, de kicsi pozitív hatást találtak. Összegezve tehát a különböző becslések tipikusan kis mértékű pozitív kapcsolatot találnak, de ezek az esetek nagy részében statisztikailag nem szignifikánsak.

Exportszerkezet alakulását az országok versenyképessége befolyásolja

A csatlakozás szempontjából nem pusztán az export vagy import teljes mértéke, hanem a szerkezet is fontos. Az exportszerkezet két oldalról is vizsgálható. Egyrészt területi alapon másrészt pedig termékszerkezet alapon. Területi alapon azért, hogy megvizsgáljuk, hogy felmérjük, hogy az adott országcsoportokhoz aktuálisan hogyan is alakul az exportintenzitásunk. A termékszerkezet pedig abból a szempontból érdemel figyelmet, mert **egy gazdaságot a valutaövezethez való csatlakozás attól függően érint, hogy az adott ország mennyire olyan export (és import) termékszerkezettel rendelkezik, melynél ár-versenyképességi előny szerepet játszik.** Emellett a koncentráltabb exportszerkezet felveti annak a kockázatát, hogy egyes szektorokat érő impulzusok negatívan érinthetik a teljes nemzetgazdasági teljesítményt. A magyar gazdaság integráltsága már az EU-hoz való csatlakozás előtt is folyamatosan emelkedett. Ezzel párhuzamosan az eurót használó EU-s tagállamok irányába is nőtt a külkereskedelem nagysága. Tehát az elmúlt években/évtizedekben emelkedett a kereskedelem, melyhez általában az EU-ba történő belépés, majd a schengeni övezethez való csatlakozás következtében jelentősen oldódtak a kereskedelmi korlátok, hozzájárulva ezáltal a hatékonyabb gazdasági kapcsolatok kialakításához és

fenntartásához. Miután már **aktuálisan is jelentős és erős a külkereskedelmi kapcsolat az eurót használó országokkal**, így a valutaövezetbe való belépés ez esetben kisebb addicionális hatással járna. Egész egyszerűen azért, mert **az euroövezet és a magyar gazdaság közötti kereskedelmi akadályok az európai intézményrendszer következtében már így is minimális**.

3.1.4. Hozamkonvergenciából adódó előnyök

Az eurozónához való csatlakozás követelményrendszerében kiemelt szerepe van a hosszú lejáratú államadósságot terhelő kamatok közti különbségek mérséklésének. A hosszú hozamokban elvárt konvergencia biztosítaná a többi konvergencia kritérium tartós fennmaradásának lehetőségét, emellett a kockázatosabbnak ítélt csatlakozók számára előnyt jelenthet az államadósság finanszírozási költségeinek csökkenése.

A valutaövezet 1999-es megalapításáig az alapító eurozónatagok esetében a hozamok jelentős konvergenciája volt tapasztalható, a hozamok az alapítás idejére teljesen rásimultak a 10 éves német államkötvény hozamára. A periódus során a fiskális politika normalizálódása, az államadósságok mérséklődése volt tapasztalható, ami a csökkenő kockázatokon keresztül mérsékelte az államadósság finanszírozásának költségét. A felárak szűk tartományban mozogtak egészen a gazdasági világválság 2008 őszi elmélyüléséig. A válság, és annak országonként eltérő kezelése a 10 éves államkötvények hozamkülönbözeti sávjának jelentős kiszélesedéséhez vezetett. A pénzügyi válság éveiben az alacsony kockázatú országok hozamai érdemben csökkentek a válság előtti szinthez képest, követve az alacsonyabb rövidlejáratú hozamok mérséklődését. A magasabb kockázatú országok hozamai azonban maradtak a válság előtti szintek körül.

A 2010-ben kialakuló szuverén adósságválság a kockázatosabbnak ítélt perifériaországok hozamainak jelentős emelkedéséhez vezettek. Az eurozóna a várakozásokkal ellentétben kevésbé volt alkalmas a korábbi, valamint a válság éve alatt belépő tagországok válságrezisztenciájának fokozására. Sőt, a jelentkező strukturális problémák sok országban tovább mélyítették a válság következményeit. A valutaövezeten belüli fertőzésektől való félelem, valamint a gazdasági bizonytalanság fokozódásának következtében az eurozóna tagországok esetében korábban meglévő kamatprémium eltűnt. **A hozamkülönbözetek a szuverén adósságválság elmúlásával mérséklődtek. A valutaövezetbeli kockázatosabb kibocsátók számára ismét csökkent a kamatfelár, bár a válság előtti időszaktól eltérően továbbra is érdemi maradt.**

Előmozdítja-e az eurozóna tagság a hozamok konvergenciáját?

Ahhoz, hogy az eurozóna csatlakozás hozamfelárakra gyakorolt hatását vizsgálhassuk nem megfelelő megközelítés az államkötvények hozamainak közvetlen összehasonlítása, mivel ezekre számos egyedi tényező (például a gazdaságok ciklikus kilengései) és a globális befektetői hangulat is hat. Az egyik lehetőség hitelminősítések vizsgálata, amelyeket ezek a tényezők kevésbé befolyásolnak és ezáltal a hozamokra gyakorolt általánosabb, hosszabb távon érvényes hatásokat ragadják meg, másik lehetőség ezeknek az egyedi tényezőknek a közvetlen azonosítása és kiszűrése a hozamokból.

Hitelminősítések alapján vizsgálja az eurozóna tagságból adódó előnyöket Wiegand (2017) tanulmánya.⁶¹ A tanulmány alapján ez az eurozóna tagsággal járó, országgkockázatot mérséklő előny a válság előtt jelentős mértéket öltött, azonban a válság

⁶¹ Wiegand, J. (2017): The Re-Emerging Privilege of Euro Area Membership, IMF Working Paper, WP/17/162.

következtében eltűnt. A gazdasági világválság után beinduló szabályozói és intézményi átalakítások segítettek részlegesen visszaállítani az euróba vetett bizalmat, és így a tagsághoz ismét enyhe országhozzá tartozás-csökkenés köthető.

Az eurozóna csatlakozás kötvényfelárakra gyakorolt hatását az újonnan belépők felárainak vizsgálatával szintén lehetséges közelíteni: igaz a kevés belépő ország miatt kevés megfigyelés áll rendelkezésre, így csak óvatos következtetések engedhetők meg. **Az eurozóna csatlakozást megelőző három évben a felárak átlagosan mintegy 100 bázisponttal mérséklődtek. A csatlakozást követően azonban inkább a csatlakozási szint tartása volt tapasztalható, további csökkenés már nem történt.** Ez alapján az eurozóna csatlakozás szigorú kritériumrendszerének való megfelelés az ország adósságának megítélését már korábban javította. **Ez alapján az eurozóna csatlakozás pozitív hozadékai elsősorban a csatlakozást megelőző konvergencia időszakában jelentkeztek az államkötvény hozamok esetében.**

3.1.5. Generál-e többlet inflációt a belépés

A közös valuta bevezetése nemcsak reálgazdasági hatásokkal járhat, hanem az új pénznemben kifejezett árak alakulását, azaz **az inflációt is befolyásolhatja.** Az eurobevezetés okozta infláció kockázatot jelenthet a közös valuta átvételének sikerességét illetően. **Az euro bevezetését követő magasabb, vagy emelkedő infláció az egész zónára meghatározott monetáris irányultság mellett túlzottan alacsony reálkamat-környezetet és a reálárfolyamok felértékelődését eredményezi.** Ezt a dél-európai országok – Olaszország, Spanyolország, Portugália, Görögország, Szlovénia – tapasztalatai is alátámasztják.⁶² Ebből adódóan releváns kérdés, hogy a közös va-

⁶² Lásd 8.1 és 8.3 fejezet. A dél-európai országok mellett hasonló problémá-

luta bevezetése hogyan befolyásolja az árak alakulását, illetve, hogy milyen módon mérsékelhető a bevezetés okozta esetleges inflációs hatás. A kérdés relevanciáját alátámasztja az is, hogy az a legtöbb eurót bevezető országban a lakosság többsége félt a közös pénz bevezetésének inflációs következményeitől.

A többletinfláció forrásai

Az eurobevezetés kétféle módon befolyásolhatja az inflációt. Rövid távú, átmeneti inflációs hatásnak tekinthető a közvetlenül a bevezetés idején, a régi valutáról az euróra való átállás idején jelentkező hatások. Ezek több okból valósulhatnak meg:

- A korábbi valutában kifejezett árak euróra való **átváltás utáni kerekítése**, melynek során az új, euróban kifejezett árat a vállalatok egy marketing szempontból kedvezőbb árra – és inkább felfelé – kerekítik (Eife, 2006).⁶³
- Az euróra való átállás költséget is jelent a vállalatok számára – **étlapköltség** –, amit átháríthatnak a fogyasztókra (Folkertsma, 2001).
- Az árak a **fogyasztók átváltás kapcsán jelentkező „racionális figyelmetlensége”** következtében is emelkedhetnek. Ennek során a vásárlók az új árakat az euro bevezetése után ökölszabályokat alkalmazva konvertálják vissza a régi valutában kifejezett árra és ezt a vállalatok a saját hasznukra fordíthatják (Ehrmann, 2006).

val szembesültek a balti országok is, annak ellenére, hogy ők még nem vették be az eurót a válság előtti hitelbuborék kialakulásakor. Ugyanakkor a három balti állam kivételt jelent az euro bevezetése szempontjából, ugyanis ők a függetlenségük óta rögzített árfolyampolitikát folytattak, ami az unióhoz való csatlakozást követően az euro átvételéhez hasonló gazdasági környezetet jelentett számukra (lásd 8.2 fejezet).

⁶³ A marketingpszichológia alapján a vevők számára vonzóbbnak tűnnek a 9-essel végződő árak, például 1,99 euro.

- Az átállás napja egy **szinkronizált átárazást** tesz lehetővé. Az átváltás idején az összes vállalat – addicionális költségek nélkül – tud változtatni az árain, ami így aggregált szinten nagyobb árváltozást eredményez, mintha a vállalatok egy része változtatott volna csak árat (Folkertsma, 2001). A szinkronizált átárazás arra is lehetőséget teremt, hogy több egyensúlyi ár esetén **a gazdasági szereplőket a magasabb egyensúlyi ár felé terelje** (Adriani et al., 2003).

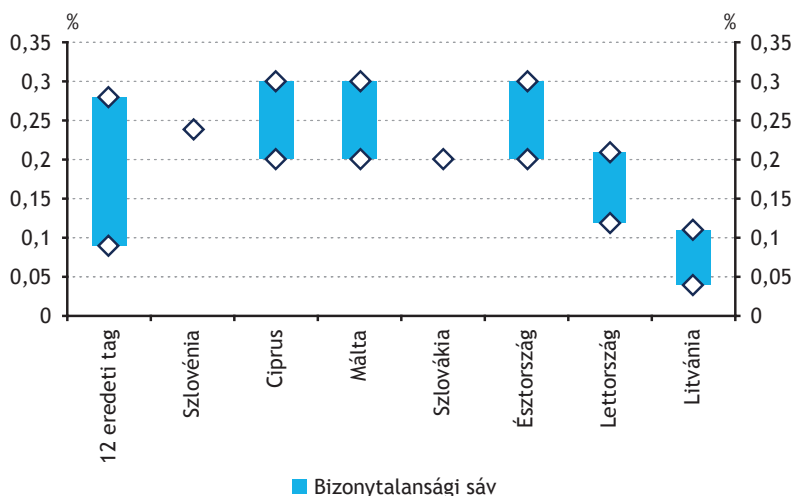
A rövid távon, az azonnali átárazásokból fakadó inflációs hatás a hosszú távú árdinamikát is befolyásolhatja. Amennyiben a lakosság az eurobevezetésből származó átmenetileg nagyobb áremelkedést egy tartós tendenciának véli, akkor ez **megjelenhet az inflációs várakozásokban** is. Ha a közös monetáris politika az ebből eredő magasabb inflációs várakozásokat nem kezeli, az tartósan megemelkedett inflációhoz vezethet.

Az eurobevezetés másik, hosszú távon jelentkező inflációs hatása a konvergencia és az önálló monetáris politika hiányának együtteséből fakadhat. Az elmúlt több évtized megfigyelt adatai alapján a fejlettebb országokban magasabb az árszínvonal és a fejletlenebbek számára a gazdasági felzárkózás a fejlett országokénál magasabb inflációt eredményez (Penn-hatás). A felzárkózó ország magasabb inflációjának egyik forrása a Balassa (1964) és Samuelson (1964) által megfogalmazott Balassa-Samuelson hatás. Eszerint a gazdasági növekedés és a felzárkózás főként a termelékenység növekedéséből származik, ami elsősorban a világpiacra termelő ipari szektort érinti, miközben a főként hazai piacra termelő szolgáltatások termelékenysége nem emelkedik ekkora mértékben. Mivel a két szektor közötti munkaerőáramlás következtében a bérek emelkedése nem térhet el jelentős mértékben, ezért az ipari szektoréval párhuzamosan növekvő bérek a szolgáltató szektorban – a megfelelő mértékű termelékenységnövekedés hiányában – az árak emelését teszik szükségessé. Így a gyorsabb termelékenységnövekedéssel szembeesülő felzárkózó országokban a szolgáltatások ára gyorsabban

emelkedik a fejlettebb országénál, ami többletinflációt eredményez. Bauer (2015) számításai szerint a többletinfláció mértéke 0,5–1 százalékpont minden egyes százalékpontnyi növekedési többlet után. Tehát az az ország, amelynek növekedése évente 1 százalékponttal meghaladja a fejlett országokét, átlagosan 0,5–1 százalékponttal magasabb inflációval szembesül. Ezt a magasabb inflációt az eurozónás csatlakozás után a közös monetáris politika nem képes kezelni, így a felzárkózó országban az ideálisnál alacsonyabb reálkamat-környezet alakulhat ki, ami a gazdaság túlfűtöttségét és ezen keresztül még magasabb inflációt eredményezhet.

Az Eurostat becslései szerint az eurobevezetésből származó azonnali inflációs hatás egyik ország esetében sem haladta meg a 0,3 százalékpontot. Az eurót különböző időpontokban – és jelentősen eltérő gazdasági helyzetben – bevezető országok esetében is közel megegyező átárazást tapasztaltak, így az eurobevezetés azonnali inflációs hatását feltételezhetően nem befolyásolta érdemben a bevezető ország ciklikus pozíciója. Az eredmények szerint a vállalatok valóban éltek az átárazás adta lehetőségekkel, ugyanakkor ennek teljes inflációra gyakorolt hatása csak átmeneti és mérsékelt volt. Ezzel szemben a háztartások által érzékelt infláció a bevezetést követően több hónapon keresztül emelkedett (3-1. ábra). Ez az emelkedés az inflációs várakozásokban azonban már nem tükröződött, így a lakosság bár érdemi inflációs hatást érzékelt az eurobevezetés kapcsán, ugyanakkor ezt átmeneti hatásnak vélték. Ez alapján az eurobevezetés kapcsán megvalósuló **azonnali átárazások hatása feltételezhetően nem gyűrűzött be a hosszú távú inflációs folyamatokba** és nem befolyásolta hosszabb távon az árak alakulását.

3-1. ábra: Az eurobevezetés Eurostat által becsült rövid távú inflációs hatása



Forrás: Eurostat (2002, 2007, 2008, 2009, 2011, 2014, 2015).

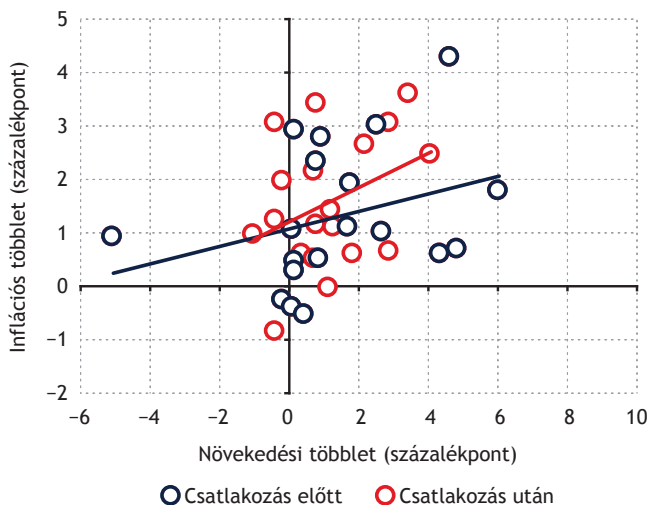
Az eurobevezetés hatására az árak rövid távon főként a szolgáltatások esetében emelkedtek. Jelentős áremelkedést tapasztaltak az éttermi szolgáltatások esetében, több ország – például Szlovénia – esetében ez az egy szolgáltatás felelt az áremelkedés közel feléért. Emellett a szezonális termékek árai is jelentősen emelkedtek 2002 januárjában, ugyanakkor ennek számottevő része a kedvezőtlen időjárás körülményekből is fakadhatott (EKB, 2002). Eife (2006) azonban megjegyzi, hogy a gyakran változó árú termékek – mint például a szezonális élelmiszerek – esetében a vásárlóknak nehéz egy referenciaárat kialakítani, ami lehetőséget teremt a vállalatok számára, hogy e termékek esetében az euróra való átállás során jobban emeljék az áraikat. **Ez alapján az élelmiszerek esetében is számottevő mértékű hatás tulajdonítható az eurobevezetéshez, de ez nem különíthető el egyértelműen az egyéb árakat befolyásoló tényezőktől.**

Az eurobevezetés Balassa-Samuelson hatásból és a gazdaság esetleges túlfűtötté válásából származó hosszú távú inflációs hatásait elsősorban a piaci szolgáltatások inflációján keresz-

tül elemezhetjük. Ennek oka, hogy mind a Balassa-Samuelson hatás, mind pedig a gazdaság túlfűtötté válásából adódó keresleti infláció elsősorban e termékkör áraiban jelenik meg. Az infláció eurobevezetés következtében megvalósuló esetleges gyorsulása ebben a termékkörben jobban tetten érhető, abból adódóan, hogy a piaci szolgáltatások inflációjának alakulását nem, vagy jóval kevésbé befolyásolják a külső gazdasági hatások (nemzetközi inflációs környezet, olaj- és nyersanyagárak).

Az euroövezet egészét általánosan tekintve a 18 eurót bevezető országban a közös valuta átvétele után a piaci szolgáltatások inflációja összességében enyhén csökkent. Az egyes országok között azonban jelentős eltérések figyelhetők meg, az infláció eurobevezetést követő alakulása széles sávban szóródik. Ennek oka, hogy az euro bevezetésére a különböző országokban eltérő időpontokban és gazdasági helyzetben került sor. Az infláció csatlakozás utáni alakulását befolyásolhatja a reálgazdasági konvergencia alakulása is, ugyanis a többletinfláció forrása a felzárkózás. Ha ez a felzárkózás a csatlakozás után lelassul, akkor ez az inflációt is befolyásolja. Ezt a hatást kiszűrve megállapítható, hogy **a csatlakozást követően az egységnyi felzárkózáshoz szükséges infláció mértéke megemelkedett és a Penn-hatást szemléltető** – a referenciaországokhoz viszonyított növekedési és inflációs többlet közötti pozitív meredekségű – **egyes meredekebbé vált** (3-2. ábra). Ez azt jelzi, hogy **az euroövezethez való csatlakozást követően az önálló monetáris politika megszűnésével a csatlakozó országok nem voltak képesek a felzárkózásból adódó többletinfláció ellensúlyozására** és az infláció csatlakozás utáni mérséklődését részben a konvergencia lelassulása magyarázza. Utóbbi hiányában az infláció a belépést követően emelkedett volna.

3-2. ábra: Penn-hatás alakulása az euroövezeti tagországokban csatlakozás előtt és után



Megjegyzés: az ábra 17 euroövezeti tagország csatlakozás előtti és utáni 3 év eurozóna magországokhoz viszonyított növekedésének és piaci szolgáltatások inflációjának átlagát mutatja, Írország adathiány miatt nem szerepel. Az eurozóna magországa: Németország, Franciaország, Benelux-államok, Ausztria.

Forrás: Eurostat adatai alapján MNB-számítás.

Az euroövezet általános elemzése mellett azonban érdemes ki-
térni az egyes hasonlóságokat mutató országcsoportok tapasza-
latainak áttekintésére is, ugyanis ezek különböző aspektusok-
ból képesek rávilágítani az eurobevezetés hosszú távú inflációs
hatásaira. Az eurót 2002-ben bevezető országok esetében nem
volt megfigyelhető a piaci szolgáltatások inflációjának gyorsulása
a közös valuta megjelenése után. Az átmeneti, rövid távú hatások
kifutása után a periféria több országában – Írország, Görögor-
szág – csökkent az infláció. Ennek oka a konvergencia már ko-
rábban említett lelassulása mellett, hogy ezek az országok a közös
valutával egy, a korábbinál hitelesebb monetáris politikát is átvet-
tek, ami ezekben az országokban a mérséklődő inflációs várako-
zásokon keresztül járult hozzá a dezinflációhoz. Ugyanakkor az
infláció szintje még a mérséklődő várakozások mellett megha-

ladta a magországek árdinamikáját. Ez a konvergáló kamatok mellett túlzottan alacsony reálkamat-környezetet eredményezett és a válság során tapasztalható reálgazdasági divergencia forrását adó egyensúlytalanságok kialakulásához vezetett (lásd 3.2. fejezet). Azaz bár a közös valuta ezen országok esetében nem járt többletinflációval, ez nem akadályozta meg, hogy a dél-európai országok számára az euro bevezetése összességében negatív következményekkel járt. Ennek oka, hogy ezek az országok a belépés előtt nem kezelték azokat a strukturális problémákat – termelékenységnél magasabb bérdinamika, túlköltekező költségvetés –, amelyek a túlzottan nagy magországekhoz képesti inflációs különbségek forrásai voltak.

Inflációs hatásokat a megfelelő gazdasági fejlettség segíti kezelni

Összességében tehát megállapítható, hogy az euro bevezetése mind rövid, mind pedig hosszú távon az infláció emelkedésével járhat a közös valutát átvevő ország számára. Rövid távon az átváltás során végrehajtott átárazások, míg hosszabb távon a gazdasági felzárkózásból származó és önálló monetáris politika hiányában nem kezelhető többletinfláció, illetve a gazdaság esetlegesen túlfűtötté válása okozhatja az árak gyorsabb emelkedését. Bár teljes eurozóna szintjén a közös valuta bevezetését és az azonnali átárazások hatásainak kifutását követően az infláció összességében enyhén mérséklődött, ezt elsősorban a lelassuló konvergencia magyarázza, miközben a felzárkózáshoz köthető többletinfláció mértéke emelkedett. Azaz azon országokban, ahol a konvergencia folytatódott, a felzárkózáshoz társuló infláció a csatlakozás előtti időszakhoz képest emelkedett. Az egyes euro-országok tapasztalatai azt is bizonyítják, hogy a hosszabb távon jelentkező két tényező már egymástól függetlenül is megjelenhet az inflációban – például Szlovénia, illetve Szlovákia esete – az eurobevezetést követően, de a két tényező akár fel is erősítheti egymás hatását (balti államok). A dél-európai államok esete azt mutatja meg, hogy az egyensúlytalanságok kialakulásának

nem szükségszerű feltétele az infláció eurobevezetés következtében megvalósuló emelkedése. Elegendő, ha a belépő országok túl magas inflációs különbözet mellett lépnek be az eurozónába, ami a strukturális különbségek miatt a belépés után sem csökken. Ugyanakkor a rövid és a hosszú távú inflációs hatások is kezelhetők, amennyiben az eurót bevezető ország megfelelően felkészült. Az átváltás során végrehajtott áremeléseket megakadályozhatja a kettős ármegjelenítés és a média segítségével tudatosabbá váló lakosság.

A fejlettségbeli különbségekből adódó inflációt mérsékelheti, ha **a bevezető ország gazdasági lemaradása a már bent lévő országokhoz képest mérsékelt**. Ebben az esetben a felzárkózás folytatódásához alacsonyabb mértékű többletnövekedés is elegendő, ami csökkenti a felzárkózásból eredő inflációs többletet. A gazdaság túlfűtöttségéből eredő infláció ellenszerét pedig magának a túlfűtöttségnek a megakadályozása jelenti, amit a **horgonyzott inflációs várakozások és a megfelelő makroprudenciális politika** biztosíthat.

Merre billen a mérleg nyelve?

A fent leírt szempontokból egyértelmű, hogy a globális pénzügyi válságot és az eurozóna adósságválságát megelőző kedvező megítélés elhalványodott, miközben az elemzési keretrendszerbe több új szempont is bekerült. Egyrészt világossá vált, hogy az eurobevezetés önmagában nem jelent garanciát az országok közötti konvergenciára, a gazdasági ciklusok összehangolására. Sőt az elmúlt évtized tapasztalatai miatt a pénzügyi ciklus fontossága is felértékelődött. Ezek hiányában ugyanis a reálgazdasági egyensúlytalanságok kialakulásának és a pénzügyi buborékok fújódásának veszélye a gazdaságok hosszú távú teljesítményét is jelentősen befolyásolják. Másrészt eurozóna tagság önmagában nem jelent megoldás az országspecifikus sérülékenységekre, ezért felértékelődik a csatlakozás előtti felkészülés, valamint a reálgazdasági és pénzügyi konvergencia.

3-1. táblázat: Az eurobevezetés szempontjainak megítélése és a jövőbeli kilátások

	Globális válság előtt	Globális válság után	Jövőbeli kilátások
Átváltási költségek és adminisztrációs terhek	megközelítőleg a GDP 0,4 százaléka	megközelítőleg a GDP 0,15 százaléka	előretekintve a Fintech forradalom tovább csökkentheti
Árfolyamrögzítés	magas devizakitett-ség miatt jelentős pozitív hatás	az önfinanszírozás irányába tett elmozdulás csökkenti a gazdasági jelentőségét	külső kitettség folytatódó csökkenése tovább mérsékli a pozitív hatásokat
Külkereskedelem integráltság növekedése	az eurobevezetés eredményének tartották	az Európai Unióba történő belépés felkészülésének eredménye (pl. vámok eltörlése)	bizonytalan (protekciónizmus, technológiai változások)
Hozamkonvergencia	tagországok egymáshoz viszonyított felárai jelentősen csökkentek	az egyes országok hozamai jelentős elszakadása az európai adósságválság alatt	országspecifikus tényezők előtérbe kerülése
Infláció hosszú távú hatása	rugalmas ár- és béralkalmazkodás tompítja	a tartósan alacsony reálkamatok egyensúlytalanságokhoz vezetnek	megfelelő fejlettségi szint elérése csökkenti az egyensúlytalanságok kialakulásának veszélyét

Forrás: MNB-szerkesztés.

3.1.6. Az önálló monetáris politika feladásának következményei

Az eurocsatlakozás legáltalánosabban említett költsége az önálló monetáris politika feladása és a monetáris politikai döntések közösségi szintre emelése. 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. Magyarország gazdaságát az euro használata nélkül az Magyar Nemzeti Bank és az Európai Központi Bank monetáris politikája is befolyásolja. Az eurobe-

vezetés időzítésének mérlegelésénél fontos látni, hogy az önálló monetáris politikáról való lemondással mit veszít a magyar gazdaságpolitika, más szóval a közös monetáris politika milyen mértékben képes betölteni az így keletkező űrt.

Egyrészt monetáris unió monetáris politikájával kapcsolatban gyakorta felmerülő szempont, hogy aszimmetrikus üzleti ciklusok esetén a közös monetáris politika mindenhol ráerősít a ciklusra. Mivel a közös kamatpolitika az övezet átlagával foglalkozik, ezért nem elég szigorú, ahol szigorítani kell, illetve nem elég laza, ahol lazítás lenne indokolt. **Magyarország és az euroövezet magjának üzleti ciklusai meglehetősen harmonizáltak** (MNB, 2011, p. 41.; IMF, 2015). Ezért a fenti prociklikus monetáris politika várhatóan kevésbé jelentene problémát hazánk számára. Tehát egy nem megfelelő gazdasági fejlettségi szinten lévő ország esetében ez súlyos reálgazdasági egyensúlytalanságokat és pénzügyi buborékokat eredményezhet. Másrészt az önálló monetáris politika és az árfolyamcsatorna hiánya megnehezíti az aszimmetrikus sokkok kezelését, amelynek káros hatásaira a pénzügyi válság is rámutatott. Ennek eredménye pedig egy mélyebb, elhúzódó válságkilábalás is lehet.

Ezzel szemben a válság alatt, majd az azt követő években a rugalmasabb monetáris rezsimben működő országok kedvezőbb növekedési képet mutattak. Mind a nagy gazdaságok, mind az északi országok esetében 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 recessziós környezetben – továbbra is nagyobb növekedési stimulust képes elérni, mint a közösségi szinten meghozott monetáris politikai döntések.

A belépéssel a monetáris kondíciók lazulhatnak, de nem jelentős mértékben. Jelenleg az eurozóna alapkamata 0 százalék, 0,9 százalékponttal alacsonyabb a magyar alapkamatnál. Igaz, a csatlakozást követően az optimális magyar alapkamat is valamivel alacsonyabban helyezkedne el a jelenlegi szintjénél. Ugyanis egyrészt az árfolyamkockázati prémium megszűnne, másrészt pedig az árfolyamcsatorna veszítene erejéből. **A mediterrán országok tapasztalatai rámutattak arra, hogy a túl laza közös monetáris politika emelkedő inflációt, alacsony reálkamatot és túlzott eladósodást eredményezhet.** Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy az MNB nemkonvencionális lépéseinek köszönhetően a rövid hozamok Magyarországon is nulla közelébe csökkentek, így ez kevésbé jelentene érdemi különbséget. Ezenkívül a folyamatokat valamelyest tompíthatja, hogy a piaci hozamokban továbbra is lehet különbség az egyes országok között. Például a magyar állampapírhozam magasabb maradhat, mint a német, a nagyobb hitelkockázati, illetve likviditási kockázati felár következtében.

A pénzügyi válságra adott lépések eredményeként a jegybankok eszköztára átalakult és jelentősen megújult. A válság kedvezőtlen hatásait a jegybankok erőteljes kamatcsökkentéssel próbálták mérsékelni, miközben likviditásnyújtó eszközeikkel igyekeztek megakadályozni a pénzpiacok befagyását. Az infláció válságot megelőző csökkenése a nominális kamatok párhuzamos mérséklődését eredményezte, így a válság után a jegybankok a nominális kamatok alsó korlátjába ütköztek. A szükséges további monetáris lazítást a jegybankok új, nemkonvencionális eszközökkel igyekeztek elérni (Karácsony és szerzőtársai 2019.). Emiatt az irányadó eszköz mellett legalább ennyire fontos – ha nem fontosabb – az, hogy **a nemkonvencionális monetáris politikai lépések terén milyen eltérések adódnának hazánk és az eurozóna között.** A nemkonvencionális eszközök fontosságának felértékelődése miatt a továbbiakban részletesen ezt vizsgáljuk meg.

A nem-hagyományos monetáris politika hatékonyság kís méretű gazdaságokban

Ehhez megvizsgáljuk az EKB és az MNB nemkonvencionális programjainak hatékonyságát, illetve kitérünk arra is, hogy az EKB programjai várhatóan mennyire járnának a kívánt hatással a magyar gazdaság és pénzügyi piacok működésére nézve. Az elemzés során a jelenlegi állapotot vesszük kiindulási alapnak, nem számolunk tehát azzal, hogy mennyire szembesült volna Magyarország más jellegű kihívásokkal egy hosszabb ideig tartó euroövezeti tagság mellett.

Az EKB nemkonvencionális lépései hatékonynak bizonyultak a hitelfelvételi feltételek enyhítésében, ám kevésbé célzott módon valósultak meg. A vállalati hitelkamatok számottevően mérséklődtek, a hitelállomány bővült a kevésbé sérülékeny euroövezeti tagállamokban, míg a sérülékeny államokban mérséklődött az állomány csökkenése. Vannak ugyanakkor arra utaló eredmények, hogy a programok a kisebb tagállamokban kevésbé voltak hatásosak, illetve a vállalati hitelezés helyett a lakossági hitelezést ösztönözték jobban. Az EKB nemkonvencionális monetáris politikája a legtöbb tanulmány szerint csökkentette az eurozónán belüli piaci töredezettséget, nem egyértelmű azonban a feltörekvő gazdaságokra gyakorolt hatása. A Magyar Nemzeti Bank nemkonvencionális monetáris politikája hatásosnak bizonyult. Az Önfelfinanszírozási program és a Növekedési Hitelprogram is célzottan lazította a monetáris kondíciókat. A MNB hitelprogramjai ezenkívül célzottan a kkv hitelezést élénkítették, közvetlenül is növelve a beruházásokat. A meglévő nemhagyományos EKB eszközök nem a hazai pénzügyi rendszer fejlettségére lettek kialakítva, azok között a jegybanki mérleg méretét befolyásoló programok dominálnak.

Nemkonvencionális politika és tőkepiaci fejlettség

Magyarország gazdaságát az euro használata nélkül kétféle nemkonvencionális monetáris politika alakítja: az MNB és az

Európai Központi Bank nemhagyományos politikája. Az eurozónába történő belépést követően azonban már csak az EKB nemszokványos politikája lenne mérvadó. Az EKB nemkonvencionális monetáris politikája eltérő hatással bír az egyes eurozónabeli országcsoportokra. A hazánkhoz leginkább hasonló eurozónabeli országok (Szlovákia, Szlovénia, Észtország) esetén jelentős pozitív hatás tapasztalható a reál GDP-re (egy szórásnyi mérlegfőösszeg sokkra 1 év alatt kb. 0,2-0,5 százalék). Az inflációs hatás viszont kiegyenlítettebb az egyes országok között (1 év alatt kb. 0,1-0,25 százalék árszínvonal hatás; Boeckx et al., 2017a). Ugyanakkor feltehetően az EKB nem minden nemkonvencionális politikája lenne Magyarországon hatásos.

A meglévő nemhagyományos EKB eszközök nem a hazai pénzügyi rendszer fejlettségére lettek kialakítva. Az EKB jelenlegi nemkonvencionális eszközeit tekintve, elsősorban az átfogó eszközvásárlási program számítana Magyarországon újdonságnak. Számos eszközről elmondható, hogy Magyarországon korlátosan tudná kifejteni a hatását a részpiacok elégtelen fejlettsége miatt. A fedezett kötvények és az eszközfedezetű értékpapírok piaca itthon még kialakulóban van, ezért ilyen eszközök vásárlása nem érheti el a monetáris kondíciók további lazítását. Összességében elmondható, hogy a nagyvállalatok kevésbé likviditáskorlátosak, valamint a banki hitelezési képesség megfelelő, a tőkepiacot azonban fejleszteni szükséges. Számos téren kezdeményezte vagy tervezi a közeljövőben az MNB a hazai pénzügyi rendszer mélyítését és fejlesztését, ami serkenti az itthon még kevésbé fejlett pénzügyi részpiacok fejlődését.

Összességében elmondható, hogy az EKB jelenlegi monetáris politikai eszköztárában a jegybanki mérleg méretét befolyásoló eszközök dominálnak. Az eszközvásárlási programok likvid eszközöket juttatnak a partnerkörben lévő bankoknak és leszorítják a hosszabb lejáratú kötvények hozamait is. Az euroövezeti és a magyar eredmények összehasonlítása kísérelhet meg választ nyújtani

ni arra, hogy mennyiben lett volna más, ha a pénzügyi válság alatt Magyarországon is az EKB eszközei lehet csak használni, illetve milyen eszközök hiányoztak volna a monetáris politikai eszköztárból, amelyek hatékonynak bizonyultak a magyar gazdasági viszonyok között. A lehetséges területek közül a fenti szempontok tükrében kettőt emelünk ki. Az első a **vállalati hitelezést támogató jegybanki eszközök**, ahol jelentős eltérés mutatkozik az MNB és az EKB megközelítése között. A második a **hosszú hozamok mérséklése nemkonvencionális eszközök használatával**, ahol szintén eltérő megoldást választott az euroövezet és Magyarország jegybankja. Ilyen eltérés, hogy míg az EKB a jegybankmérleg méretének növelésével, addig az MNB a mérlegszerkezet átalakításával érte el a kívánt hatásokat.

Hitelösztönzés: általános vagy a kis- és középvállalkozásokra fókuszáló hitelpolitika

A hitelezés fontos szerepet tölt be a vállalatok finanszírozásában az euroövezetben és Magyarországon egyaránt. Az egészséges hitelaktivitás a vállalatok működésén keresztül kihat a gazdaság beruházási, termelési és foglalkoztatási folyamataira, valamint a monetáris politika hatékony működésére is. Ebből következően, ha a jegybank nem képes hatékonyan befolyásolni a hitelezési kondíciókat, az megnehezíti a makrogazdasági ingadozások kívánt mértékű csillapítását.

A monetáris politika hatékonysága egy hitelsokk kezelésekor függ a sokk szinkronizáltságától és típusától (kínálati vagy keresleti). A különböző típusú hitelsokkokról, illetve azok kezelési lehetőségeiről ad áttekintést az 3-2. táblázat. Az euroövezet és Magyarország viszonylatában a szinkronizált sokkok lehetnek relevánsak. Ezt indokolják a harmonizált üzleti ciklusok, a jelentős részben nyugat-európai tulajdonban lévő magyarországi bankrendszer, valamint a 2008 utáni hitelezési folyamatok hasonlósága. A szinkronizált sokkot közös politikával érdemes kezelni, a hitelkínálat és a hitelkereslet azonban nehezen vá-

lasztható szét: mind az euroövezetben, mind Magyarországon a válságban a hosszú lejáratú hitelkínálat és hitelkereslet együtt csökkent, amit követően mindkettő emelkedni kezdett. Megállapítható, hogy a hitelkínálati sokkok jobban kezelhetők, mint a hitelkeresletet érintő sokkok. Továbbá a lefelé mutató sokkok esetén a fiskális politika mozgásterét korlátozza a 3 százalékos GDP-arányos maastrichti hiánykritérium.

3-2. táblázat: Különböző típusú hitelsokkok és azok kezelése

Szinkronizált		Idioszinkratikus	
Hitelkínálat	Hitelkereslet	Hitelkínálat	Hitelkereslet
Monetáris politika			
· Közös politikával kezelhető (hagyományos vagy (célzott) nemkonvencionális)	· Közös politikával részben kezelhető lehet (signalling, hagyományos ill. nemkonvencionális)	· Önálló politikával kezelhető (hagyományos vagy (célzott) nemkonvencionális), közössel nem	· Önálló politikával részben kezelhető lehet (signalling, hagyományos ill. nemkonvencionális), közössel nem
Fiskális politika			
· Koordinált politika szükséges; · 3%-os deficitkorlát	· Koordinált politikával kezelhető lehet (pl. jövedelemstabilizáció); · 3 százalékos deficitkorlát	· Önálló politikával kezelhető; · 3 százalékos deficitkorlát	· Önálló politikával kezelhető lehet (pl. jövedelemstabilizáció), · 3 százalékos deficitkorlát
Szabályozás			
· Közös szabályozással kezelhető	· Nem hat	· Önálló szabályozással kezelhető	· Nem hat
"Magánbiztosítás"			
· Nem értelmezett	· Nem értelmezett	· Integrált pénzügyi piacok esetén működik	· Pénzügyi integráció még negatív hatású is lehet (magas hitelkereslet esetén)

Megjegyzés: a szinkronizált sokkok egyformán érintik a valutaövezet tagállamait, az idioszinkratikusak azonban csak egy országot érintenek. A „magánbiztosítás” alatt a magánszektor kockázatmegosztását értjük, amellyel integrált pénzügyi piacok esetén kezelhetők lehetnek az idioszinkratikus sokkok.

Forrás: MNB.

Az Európai Központi Bank nemkonvencionális lépései hatékonyan bizonyultak a hitelfelvételi feltételek enyhítésében, ám kevésbé célzott módon valósultak meg. Az EKB 2016 közepén kezdte meg célzott likviditásnyújtó műveletinek második szakaszát (targeted longer-term refinancing operation, TLTRO-II), amelynél legfeljebb 4 éves futamidőre biztosít forrást a partnerkörben lévő kereskedelmi bankok számára kedvező feltételekkel. Összesen négy műveletre került sor. Ezeknél az ösztönzést az jelentette, hogy a kedvezményes igénybevétel feltétele a magánszektorban nyújtott hitelállomány növelése volt. Ezen felül azonban nem fogalmaztak meg elvárást.

A 2017 őszén és később több lépésben ismét kibővített jegybanki eszközvásárlások (fedezett kötvény, eszközfedezetű értékpapír, állampapír, vállalati kötvény) **is támogatták az EKB hitelezési felmérései szerinti célzott likviditásnyújtást és a jegybanki eszközvásárlások is javították a bankok likviditási helyzetét és a piaci finanszírozási kondíciókat, előbbi a bankok profitabilitását is** (ECB, 2017b, 2017c). Mindez jelentkezett a hitelezési feltételek enyhülésében a vállalati (és részben a lakossági) hitelek körében. A résztvevő bankok 60 százaléka jelezte, hogy a TLTRO-n keresztül szerzett források hozzájárultak a hitelezési aktivitásukhoz, míg az eszközvásárlásoknál ez kisebb mértékben volt jellemző.

Az EKB elemzése szerint a TLTRO (az EKB más intézkedésével együtt) hatékonyan segítette az alacsonyabb jegybanki kamatlábak begyűjtését a hitelezési feltételekbe. A programok bevezetése óta eltelt idő rövidsége miatt az empirikus vizsgálatok száma korlátozott. Ugyanakkor megállapítható, hogy a vállalati hitelkamatok számottevően mérséklődtek, a korábban magas szinttel rendelkező országokban nagyobb mértékben, így az országok közötti különbségek is csökkentek (ECB, 2017a). A kompozit vállalati hitelkamat 2016 közepe (TLTRO-II indulása) és 2017 szeptembere között a sérülékenynek tekintett tagállamokban (Írország, Spanyolország, Olaszország, Ciprus, Szlové-

nia, Görögország, Portugália) 20-80 bázisponttal, az euroövezet szintjén 20 bázisponttal csökkent. A mérséklődésben jelentős szerep juthatott az EKB intézkedéseinek. A program támogatta a hitelállomány növekedését a kevésbé sérülékeny euroövezeti tagállamokban, míg a sérülékeny államokban mérsékelte az állomány csökkenését. Más elemzések is megerősítik, hogy az EKB fent említett nemkonvencionális lépései sikeresek voltak az euroövezeti hitelösztönzésben a hitelkamatok csökkenésén, illetve a hitelvolumen növelésén keresztül (Altavilla és szerzőtársai, 2016; Boeckx és szerzőtársai, 2017b).

Az EKB-nak annak ellenére sincs célzott kkv hitelezést (és beruházást) ösztönző programja, hogy az eurozóna gazdaságában is jelentős szerepet töltenek be a kis és közepes méretű vállalkozások. Az euroövezeti hozzáadott érték több mint felét kkv-k állítják elő, egyes szektorokban (például építőipar és szolgáltató szektorok) ez a 80 százalékot is meghaladja (IMF, 2016). A TLTRO-II azonban nem kkv fókuszú jegybanki program. Francia adatokon végzett vizsgálatok alapján a korábbi likviditásnyújtásnak (LTRO) is volt pozitív hatása a hitelkínálatra, azonban ez inkább a nagyobb vállalatok körében jelentkezett (Andrade és szerzőtársai, 2015). Az eszközvásárlások (PSPP) hatása sem a kkv szektorra irányult: bár a hitelezési felmérésben résztvevő szlovák bankok a válaszaik alapján a forrásokat a lakossági és vállalati hitelkínálat növelésére fordították, az elemzés szerint az eszközvásárlások inkább a lakossági hitelezésre gyakorolhattak hatást Szlovákiában (Lojschova, 2017). Az is kérdéses, hogy a kisebb tagállamok bankjai milyen mértékben vettek részt az EKB programjaiban. A lett bankokról például elmondható, hogy jellemzően nem vettek részt az TLTRO tendereken, megfelelő likviditási helyzetüket és fedezettel kapcsolatos korlátaikat említve. Ezenkívül úgy ítélték meg, hogy az eszközvásárlások sem voltak jelentős hatással hitelezési tevékenységre.⁶⁴

⁶⁴ <https://www.bank.lv/en/publications-r/euro-area-bank-lending-survey>

A Magyar Nemzeti Bank hitelprogramjai célzottan a kkv hitelezést élénkítik. A jegybank a Növekedési Hitelprogramban (NHP) 0 százalékos kamat mellett nyújtott refinanszírozási forinthitelt a hitelintézeteknek, amit azok legfeljebb 2,5 százalékos kamatmarzs mellett hitelezhetek tovább. Az NHP forrásait a kereskedelmi bankok kizárólag vállalati hitelezésre használhatták fel, így abba a szegmensbe áramlott a forrás és ott javult a hitelezés, amely foglalkoztatási szempontból is meghatározó és a legjelentősebb kockázatoknak volt kitéve a válság alatt. A célzott hitelprogram eredményeként több mint 37 ezer vállalkozás jutott finanszírozáshoz 2016 végéig, mintegy 2600 milliárd forint összegben. A kkv hitelállomány GDP-hez viszonyított értéke Magyarországon körülbelül az EU átlagának felel meg, a szlovák vagy szlovén mutatónál azonban kisebb.

Az NHP egyúttal rugalmasabb formában tudott reagálni a hitelezési aktivitás kihívásaira. Az EKB programjánál a lehívás 4 művelethez kötődött negyedéves gyakorisággal. Ezzel szemben az NHP-t hosszabb rendelkezésre állás és a lehívások folyamatosan történő lebonyolítása jellemezte. A program későbbi szakaszában a kedvező devizafinanszírozás is elérhetővé vált a természetes fedezettel rendelkező kkv-k számára. Az EKB eszközéhez viszonyítva a GDP arányában is nagyobb volument képviselt, a keretösszeg a GDP 8,7 százalékát tette ki (Bodnár és szerzőtársai, 2017). Az NHP a hitelösztönzés mellett a gazdasági növekedésre is érdemi hatást gyakorolt, és a beruházási hitelek jelentős súlya mellett közvetlenül is növelte a beruházásokat (Endrész és szerzőtársai, 2015). Miután az NHP teljesítette feladatát, a Piaci Hitelprogram révén az MNB is igyekszik visszaállítani a hitelezést piaci alapokra Magyarországon.

Állampapír-vásárlás: mérséklődő hozamok és csökkenő sérülékenység

Az Európai Központi Bank nemkonvencionális monetáris politikája a legtöbb tanulmány szerint csökkentette az eurozónán belüli piaci töredezettséget, azaz szűkítette a periféria-centrum állampapírhozam-különbségeket. Már a korábbi lépések (SMP, LTRO) is érdemben csökkentették a hosszú lejáratú államkötvények hozamait, a kockázatkerülés mérséklésének, illetve a banki és szuverén hitelkockázat csökkentésének köszönhetően (Fratzscher és szerzőtársai, 2014; Szczerbowicz, 2015). Az állampapír-vásárlásokra (PSPP) viszonylag nyugodt időszakban és korlátok között került sor, ezért kisebb hatásra lehet számítani. A kötvényhozamok nagyobb mértékben csökkentek azokban az euroövezeti országokban, ahol magasabb volt a hozamszint. A kumulált hozamcsökkenés a periféria országokban 45-85 bázispontot, a magországokban mintegy 5-25 bázispontot tett ki (Urbschat és Watzka, 2017).

Az EKB nemkonvencionális monetáris politikájának nem egyértelmű a kelet-közép-európai (illetve általában a feltörekvő) gazdaságokra gyakorolt hatása (hasonlóan a Federal Reserve nemkonvencionális lépéseihez). Több eredmény is azt mutatja, hogy az EKB nemkonvencionális programjai globális átgyűrűző hatásokkal jártak, amik az euroövezeten kívüli EU államokban is éreztették kedvező hatásukat. Ennek erőssége azonban kérdéses. Falagiarda és szerzőtársai (2015) szerint az euroövezet és a kelet-közép-európai régió közötti magasfokú gazdasági és pénzügyi integráció az EKB programok átgyűrűző hatásai mellett szól, ami különösen a szuverén kötvényhozamoknál jelentkezett. Az egyes intézkedéseket külön vizsgálva, elsősorban az értékpapírpiaci program (SMP) átgyűrűző hatása bizonyult erősnek a régió több országában. Más eredmények viszont arra utalnak, hogy a hozamok csak enyhén csökkentek, és inkább a banki részvények emelkedtek (Fratzscher és szerzőtársai, 2014). Amennyiben Magyarország az euroövezet tagja lenne, az EKB eszközvá-

sárlásoknál a tőkekulcs (1,3798%) arányában lehetne magyar állampapírokat vásárolni. A hazai hatásokat mérsékelheti, hogy bár a programban nem csak állampapírokat vásárol az EKB (például ügynökségi, tartományi vagy multilaterális fejlesztési banki kötvények), Magyarországon lényegében csak központi kormányzati kötvények állnak rendelkezésre. Ezek főként banki tulajdonban vannak, ezért az eszközvásárlás elméletileg korlátozhatja a banki likviditáskezelést, bár nem jelentős az értékpapírokon keresztüli likviditáskezelés.

A Magyar Nemzeti Bank nemkonvencionális intézkedéseivel csökkentette az ország külső kitettségét, sérülékenységét, valamint a hosszú hozamok mérséklődéséhez is érdemben hozzájárult. A 2014 tavaszán elindított Önfinszírozási program hazai kibocsátású értékpapírok vásárlására ösztönözte a hitelintézeteket. Ennek köszönhetően egyrészt számottevően csökkent a bruttó külső adósság és az államadósság devizaaránya is. Másrészt Csávás és Kollarik (2016) kimutatták, hogy a hosszú állampapírhozamok csökkenése is részben az Önfinszírozási programnak volt tulajdonítható. A program a jegybanki kamatcsere-eszközön keresztül közvetlenül, illetve a csökkenő kockázatokon keresztül közvetve is hozzájárult az állampapírhozamok csökkenéséhez. Ezek alapján az Önfinszírozási program 30-60 bázisponttal bizonyosan csökkentette a megfigyelt hozamokat, de a teljes hatás akár a 75-90 bázispontot is elérhette. Az euroövezeten belül az önfinszírozás koncepciója veszítene jelentőségéből, mert megszűnne az állam euro devizaadóssága, az MNB-nek nem lenne (vagy csak kis) vesztesége, illetve a külső adósság is más kontextusba kerülne (az eurozónán belül a jegybanki TARGET2 egyenlegek felépülésének a bankok jegybanki műveletek fedezetéül használható értékpapírai jelenthetnek korlátot, valamint az euro tartalékdeviza és ezzel összefüggésben minimális az eurorendszer devizatartaléka).

Kitekintés

Az euroövezetbeli nemkonvencionális jegybanki programok feltehetően nem tudnák kifejteni teljes hatásukat, amíg nem történik meg a magyar gazdaság felzárkózása, illetve a tőkepiacunk fejlettsége elmarad a nyugat-európaiktól. A felzárkózási periódusban a monetáris unió átlagát célzó közös monetáris politika nem feltétlenül megfelelő Magyarország számára. A monetáris kondíciók állampapír-vásárláson keresztül történő mérséklése az övezeten belül realisabb lehetőség. A magyar tőkepiac fejlődéséhez azonban az önálló monetáris politika járulhat hozzá hatékonyabban, például olyan értékpapír-vásárlási programok meghirdetésével, amelyek feltételei ösztönzik a piacépítést. A hitelezési aktivitás ösztönzése területén főként a célzott euroövezeti kkv hitelprogram hiánya emelhető ki. Ugyanakkor kérdéses, hogy egy jövőbeli belépés idején éppen milyen nem-szokványos eszközei lesznek az EKB-nak.

Felhasznált irodalom

- Adriani, F. – Marini, G. – Scaramozzion, P. (2003): *The Inflationary Consequences of a Currency Changeover: Evidence from the Michelin Red Guide*. CEIS Tor Vergata Research Paper Series, No. 27.
- Andrade, P. – Cahn, C. – Fraisse, H. – Mésonnier, J. (2015): *Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTROs*. Bank de France Working Paper, No. 540.
- Altavilla, C. – Canova, F. – Ciccarelli, M. (2016): *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through*. Working Paper Series No 1978, European Central Bank.
- Balassa B. (1964): *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal*. Journal of Political Economy, Vol. 72, 584–596.
- Bauer P. (2015): *Az árfelzárkózás tényezői és mértékének becslése Magyarországra*. MNB-tanulmányok, 119.
- Bhatt, V. – N. Kundan Kishur – Jun Ma (2017): *The impact of EMU on bond yield convergence: Evidence from a time-varying dynamic factor model*. Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 82, pp. 206–222.
- Bodnár I. – Hegedűs S. – Plajner Á. – Pulai Gy. (2017): *Célzott hitelösztönzés: NHP-től az NTP-ig*. In: *A magyar út – célzott jegybanki politika*. Magyar Nemzeti Bank, pp. 395–419.
- Boeckx, J. – Dossche, M. – Peersman, G. (2017a): *Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies*. International Journal of Central Banking, Vol. 13 No. 1, pp. 297–333.
- Boeckx, J. – De Sola Perea, M. – Peersman, G. (2017b): *The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area*. CESifo Working Papers No. 6442.
- Brůha, J., – Podpiera, J. (2007): *Transition Economy Convergence in a Two-Country Model: Implications for Monetary Integration*. ECB Working Paper No. 0740.
- Corsetti, G. (2008): *A modern reconsideration of the theory of optimal currency areas*. CEPR Discussion Paper, No. 6712.
- Csajbók, A. – Csermely, Á. (2001): *Az euro bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése*, MNB Műhelytanulmányok 24.
- Csávás Cs. – Kollarik A. (2016): *Az Önfinszírozási program hatása a monetáris kondíciókra*. In: Hoffmann M. – Kolozsi P. P. (szerk.): *Az Önfinszírozási program első két éve*. MNB.
- De Grauwe, P. (2012): *Economics of monetary union* (9 ed.), Oxford: Oxford Press.
- De Greuwe, P. (2013): *Economics of Monetary Union*, Ninth Edition, Oxford University Press, New York.
- Ehrmann, M. (2006): *Rational Inattention, Inflation Developments and Perceptions After the Euro Cash Changeover*. ECB Working Paper Series, No. 588.

Eife, T. A. (2006): *Price Setting Behaviour and Price Setting Regulations at the Euro Changeover*. Bank of Estonia Working Paper Series, 2006/6.

Endrész M. – Harasztosi P. – Lieli R. P. (2015): *The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment*. MNB Working Papers 2/2015.

Eurostat (2002): *Euro-indicators*. Eurostat news release, 69/2003, June

Eurostat (2007): *Euro changeover and inflation in Slovenia*.

Eurostat (2008): *Euro changeover and inflation in Cyprus and Malta*.

Eurostat (2009): *Euro changeover and inflation in Slovakia*.

Eurostat (2011): *Euro changeover and inflation in Estonia*.

Eurostat (2014): *Euro changeover and inflation in Latvia*.

Eurostat (2015): *Euro changeover and inflation in Lithuania*.

Európai Központi Bank (2002): *Monthly Bulletin*. 2002 March.

ECB (2017a): *The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation*. ECB Economic Bulletin, Issue 3/2017, pp. 42–46.

ECB (2017b): *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2017*. European Central Bank.

ECB (2017c): *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2017*. European Central Bank.

European Commission (2006): *The European Economy: 2006 Review – Adjustment Dynamics in the Euro Area*. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication425_en.pdf

Folkertsma, C. K. (2001): *The Euro and Psychological Prices: Simulations of the Worst-Case Scenario*. Dutch Research Memorandum, No. 659.

Frankel, J. A. – Rose, A. K. (1997): *Is EMU More Justifiable Ex Post Than Ex Ante?* European Economic Review, 41, pp. 753–760.

Frankel, J. A. – Rose, A. K. (1998): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*. Economic Journal, 108(449), pp. 1009–1025.

Fratzscher, M. – Lo Duca, M. – Straub, R. (2014): *ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels*. Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference.

Gómez E. – Tamarit C. (2011): *The Euro effect on trade: evidence in gravity equations using panel cointegration techniques*. Universidad de Valencia, 2011.

International Monetary Fund (2012): *World Economic Outlook*. 2012. október, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>

International Monetary Fund (2015): *Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum 2014*. IMF Country Report, No. 15/98., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1598.pdf>

IMF (2015): *Euro adoption – Macroeconomic benefits and challenges*. IMF Country Report No. 15/98, Selected Issues.

IMF (2016): *Investment, firm size, and the corporate debt burden: a firm-level analysis of the euro area*. IMF Country Report No. 16/220, Selected Issues.

Karácsony T. – Kuti Zs. – Török G. (2019): *Egy cél – egy eszköz helyett több cél – több eszköz*. Külgazdaság LXIII. évfolyam 2019/7–8.

Krugman, P. – Venables, A. J. (1995): *Globalization and the Inequality of Nations*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, No. 4, pp. 857–880

Lacina, L. et al. (2007): *Studie ovlivu zavedení eura na ekonomiku ČR*. Ministerstvo financí České republiky.

Lojschova, A. (2017): *Did quantitative easing boost bank lending? The Slovak experience*. Working Paper 1/2017, National Bank of Slovakia.

Matolcsy Gy. (2015): *Egyensúly és Növekedés*.

MNB (2011): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*. Magyar Nemzeti Bank.

Mundell, R. A. (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Vol. 51, Issue 4, pp. 657–665.

Nähle, T. (2015): *Exchange Rates and Trade*, Jönköping International Business School, 05/2015.

Pantelidou, E. (2014): *Has the Euro led to an increase in trade among its member states?*, Ec326 Economics of the European Union 1104752, 2/4/2014.

Samarina, A. – Zhang, L. – Bezemer, D. (2017): *Credit cycle coherence in the eurozone: Was there a euro effect?* Journal of International Money and Finance, Vol. 77, pp. 77–98

Samuelson, P. A. (1964): *Theoretical Notes on Trade Problems*. Review of Economics and Statistics, No. 46, 147–154.

Szczerbowicz, U. (2015): *The ECB Unconventional Monetary Policies: Have They Lowered Market Borrowing Costs for Banks and Governments?* International Journal of Central Banking, Vol. 11 No. 4, pp. 91–127.

Urbschat, F. – Watzka, S. (2017): *Quantitative Easing in the Euro Area – An Event Study Approach*. CESifo Working Papers No. 6709.

Wiegand, J. (2017): *The Re-Emerging Privilege of Euro Area Membership*, IMF Working Paper, WP/17/162.

3.2.

Újonnan csatlakozott országok tapasztalatai: pro és kontra

Kis Katalin – Marincsák Kálmán Árpád

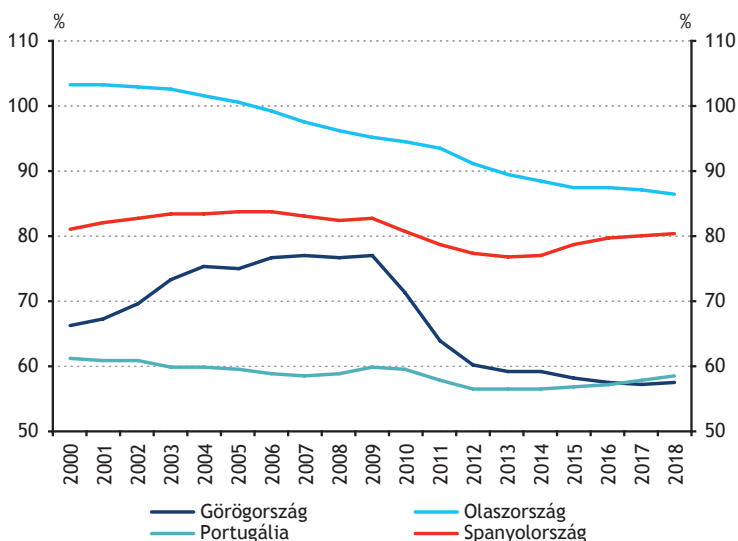
Az eurobevezetés sikerességével kapcsolatban az újonnan csatlakozó országok szempontjából vegyesek a tapasztalatok. A mediterrán országok euroövezethez történő csatlakozásának gazdasági hatásai negatívan értékelhetők, hiszen a magországokhoz való felzárkózás megtört és a várt konvergencia helyett divergencia következett be. Ennek okai – az egyedi gazdaságpolitikai lépések mellett – a tartósan magas negatív reálkamat következtében kialakuló egyensúlytalanságok és növekvő eladósodottságban keresendők. A balti országokban az eurobevezetés inkább pozitívan értékelhető. Az euroövezethez történő csatlakozás kezdetben jelentősebb reálgazdasági költségek mellett volt lehetséges, hosszabb távon azonban megvalósult az eurozónához történő konvergencia. Szlovákia eurobevezetése pozitívan értékelhető, mert a gazdaságpolitikai intézkedéseknek köszönhetően sikerült előzetesen felkészülnie az euróval kapcsolatos kockázatok minimalizálására, illetve a bevezetést követően is fennmaradtak ezek a feltételek. Ezzel szemben Szlovénia tapasztalatai inkább negatívak, hiszen az euróból eredő esetleges kockázatok figyelemmel kísérése és kezelése a bevezetést követően megszakadt, így itt ugyanúgy kialakultak a dél-európai országokhoz hasonló egyensúlytalanságok. A tapasztalatok alapján ezeket a folyamatokat a bevezetést követően is kiemelten kell figyelni.

3.2.1. A mediterrán országok esete

A következő fejezetben a mediterrán országok példáján keresztül mutatjuk be, hogy milyen okok vezethetnek ahhoz, hogy az eurobevezetés középtávon felzárkózás helyett hogyan okozhat növekedési problémát (3-3. ábra). A csatlakozást követően

a nominális kamatok rövid idő alatt azonos szintre csökkentek az eurozónában, így nem tükrözték az egyes országok tényleges kockázatait. A kamatkiegyenlítődéssel együtt, egy általános csökkenő tendencia is megfigyelhető volt minden ország esetében. Ennek oka – az általánosan is jellemző likviditásbőség mellett –, hogy a valutaunió létrejöttével megszűnt az árfolyamkockázat, ami az országspecifikus kockázatok megszűnésének látszatához vezetett. Azonban az infláció változatos képet mutatott az eurozónán belül, amely azt eredményezte, hogy a fogyasztási és beruházási döntéseket meghatározó reálkamat alacsonyabb volt a magasabb inflációval rendelkező mediterrán országokban. Ez hozzájárult a dél-európai országok felelőtlen költekezéséhez, túlzott külső eladósodásához és összességében az erőltetett, fenntarthatatlan konvergenciához – ugyanis a pénzpiaci alkalmazkodás nem hozott valós, reálgazdasági felzárkózást. Tovább súlyosbíthatta a gondokat az is, hogy a jelentősen csökkenő kamatszint a mediterrán országokban szinte megszüntette a likviditási korlátokat, így nagyobb eladósodást eredményezve.

3-3. ábra: A dél-európai országok egy főre jutó reál GDP-je



Megjegyzés: Eurozóna = 100.

Forrás: Eurostat.

Emellett a saját valuta feladása megszüntette **a nominális árfo-lyamban való alkalmazkodás lehetőségét**, ami hozzájárult ezen országok reálfelértékelődéséhez és **versenyképességük csökke-néséhez**. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a közös valuta mellett **egyedi gazdaságpolitikai tényezők is az országok lema-radásához vezettek**. A túl laza fiskális politika és hitelezési feltéte-lek, a gazdasági szerkezet sérülékenysége, strukturális problémák és a pénzügyi válság is hozzájárultak ahhoz, hogy **a mediterrán országok eurobevezetése eddig nem váltotta be a felzárkózás-hoz fűzött reményeket**. A mediterrán országokat jellemző közös **strukturális problémák mellett** érdemes bővebben bemutatni, hogy **milyen további, egyedi jellegzetességek**, illetve problémák vezettek ahhoz, hogy a déli országok felzárkózása nem volt sike-res. A fejezet felépítését tekintve Spanyolország, Olaszország, Por-tugália és végül Görögország esetét mutatjuk be részletesebben.

3.2.2. Spanyolország

Spanyolország gazdasága az 1990-es évek második felétől ked-vező képet mutatott. A reál GDP növekedés az évtized végén 4 százalék körül alakult, meghaladva az eurozóna reál GDP nö-vekedésének átlagát. Ez a kedvező növekedési folyamat növek-vő foglalkoztatottsági ráta és magas, de dinamikusan csökkenő munkanélküliségi ráta mellett valósult meg. Emellett az infláci-óban is csökkenő trend volt megfigyelhető, amely ugyanakkor meghaladta az eurozóna átlagát (IMF, 2000).

A csatlakozást megelőző években a spanyol munkanélküliségi ráta magas szintjéhez az alacsonyabb aktivitásra ösztönző bü-rokratikus keretrendszer is hozzájárult. A munkanélküliségi ráta Spanyolországban a 2000-es éveket megelőzően több alkalommal is meghaladta a 20 százalékot. Ehhez több tényező is hozzájárult. Egyrésről a munkaerőpiacon – az elbocsátásokhoz kapcsolódó túl magas költségek miatt – a határozott idejű munkaviszony volt a jel-lemző, szemben a határozatlan idejű foglalkoztatással. Ennek azon-

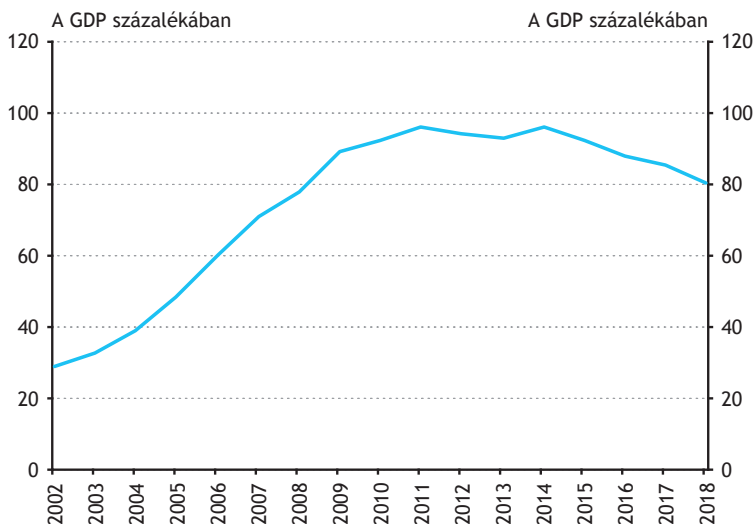
ban az volt a hatása, hogy a szerződések lejártát követően a munkavállalók számára költséges volt az új munkahely felkutatása, ami így jelentős gazdasági és szociális költségeket jelentett (IMF, 1999). Másrészt a szabályozás általi gazdasági ösztönzők is az alacsonyabb aktivitás irányába terelték a munkavállalókat. Ennek egyik fő oka, hogy a marginális adóteher jóval alacsonyabb volt az egy aktív keresővel rendelkező háztartásoknál, mint az egy aktív és egy munkanélkülit tartalmazó háztartásoknál (IMF, 2000). Ez a jelentős különbség pedig fokozhatta a munkaerőpiacról való kilépést.

Az 1996-ban elinduló lakáspiaci ciklus hatására jelentősen megnőtt a lakásépítések száma Spanyolországban, ami eleinte az állami és a magánszektor számára is kedvező volt. A lakásépítések száma, az 1996-os évi 300 000 lakásról 2000-ig 500 000 fölé, 2006-ra pedig 860 000-ig emelkedett (Akin et al., 2014). A piac felfutását a spanyol gazdaság számára **alacsony kamatszint mellett a kormányzat is támogatta**, mivel a felfutó építések hatására több mint 8 millió új munkahely keletkezett – aminek húsz százaléka az építőiparhoz, közel fele pedig alacsony termelékenységű és alacsony képzettséget igénylő iparágakhoz kötődött (Romero et al., 2012). **A munkanélküliségi ráta 5 százalék alá mérséklődött, és a beruházások jelentősen bővültek.** Ennek pozitív hatása volt a gazdasági növekedésre, így a lakáspiaci ciklus a mindenkor kormány támogatását élvezte – hiszen a magasabb gazdasági növekedéssel járó jelentős adóbevételek is hozzájárultak a költségvetés kedvező helyzetéhez. Emellett a lakosság számára is kedvező volt a folyamat, mivel **hozzájárult a munkanélküliség csökkenéséhez és a bérek emelkedéséhez**, így végső soron a legtöbb szereplő érdekelt volt a ciklus felívelő szakaszának fennmaradásában. Ezen kívül a csatlakozást követő években a turizmus fellendülése is támogatta a spanyol gazdaság növekedését (López — Rodríguez, 2011).

Az ingatlanpiaci buborék növekedését a belföldi mellett a külföldi vásárlók megjelenése is támogatta, míg az ingatlanvásárlások és építések finanszírozásához a bankok külföldről is

vontak be forrásokat – Spanyolország későbbi problémái tehát elsősorban nem az államhoz, hanem a magánszektorhoz kötődtek. A lakáspiac keresleti oldalát nem csak a belföldi szereplők támogatták, de egyre nagyobb számban jelentek meg külföldiek is mint lakásvásárlók. Ez ahhoz vezetett, hogy a korábbinál érdemben **magasabb lett a lakáspiaci kereslet, ami növelte a beruházások értékét**. Az ehhez nyújtott hitelek finanszírozását ugyanakkor a spanyol bankok nem tudták teljes mértékben belföldi forrásokból kiegyenlíteni, így **külföldi források bevonására szorultak rá** (3-4. ábra). **Ebből kifolyólag Spanyolország külső adósságának emelkedése a magánszektorban lezajló folyamatokra vezethető vissza** – a laza kamatkondíciókat a spanyol állam szigorúbb költségvetési politikával próbálta ellensúlyozni (IMF, 2000). A költségvetés egyenlegét tekintve Spanyolországban a belépést követően sikerült mérsékelni a kiadásokat, míg a bevételek a GDP arányában közel változatlanul alakultak, így **az államháztartás elsődleges egyenlege a belépés és a válság között tartósan többletet mutatott** (IMF, 2009b).

3-4. ábra: Spanyolország nettó külső adósságának alakulása



Forrás: Eurostat.

A lakossági eladósodást tovább támogatta, hogy Spanyolországban az eurozóna többi országához képest is lazák voltak a hitelezési korlátok. A magánszektor eladósodását a korábban felsorolt tényezők mellett az is fokozta, hogy Spanyolországban jellemzően változó kamatozású hiteleket vettek fel a háztartások. A relatíve alacsonyabb kamatfelárhoz ugyanakkor **érdemi kamatkockázat felépülése társult a háztartások mérlegében**. A hitelállomány gyors felépülését a laza hitelezési feltételek és szabályozás is támogatta (Akin et al, 2014 és Gros, 2011).

A külső forrásokra támaszkodó bankrendszer és a válságot követően visszaeső kereslet az ingatlanpiaci buborék kipukkanása miatt olyan magánszektorbeli problémákhoz vezetett, amik az állam helyzetét is megrendítették. A spanyol gazdaság növekedése a pénzügyi válságot megelőző években főként nem versenyképes szektorokra támaszkodott (építőipar, turizmus), valamint jelentősen függött a külső források beáramlásától. A magánszektor adóssága jelentősen növekedett, így amikor a pénzügyi válságban a külső források beáramlása leállt, és a belföldi, valamint a külső kereslet jelentősen lecsökkent az építőiparban és turizmusban, annak súlyos következményei első körben a magánszektorra érintették. **Megnőtt a munkanélküliség, aminek hatására növekedésnek indult a nemteljesítő hitelek állománya. Ennek következményeként a spanyol bankoknak megnőtt a hiteleszközein keletkezett vesztesége. Ebből kifolyólag – megfelelő alternatív feltőkésítési lehetőség híján – végül a központi költségvetésnek kellett kiegészítenie a bankrendszer szereplőit az államadósság terhére.** Spanyolország példája jól mutatja, hogy – a maastrichti kritériumrendszerrel szemben – **nem elégséges csak az államháztartás folyamatait szem előtt tartani, hiszen a magánszektor eladósodása könnyen az államnál csapódhat le.**

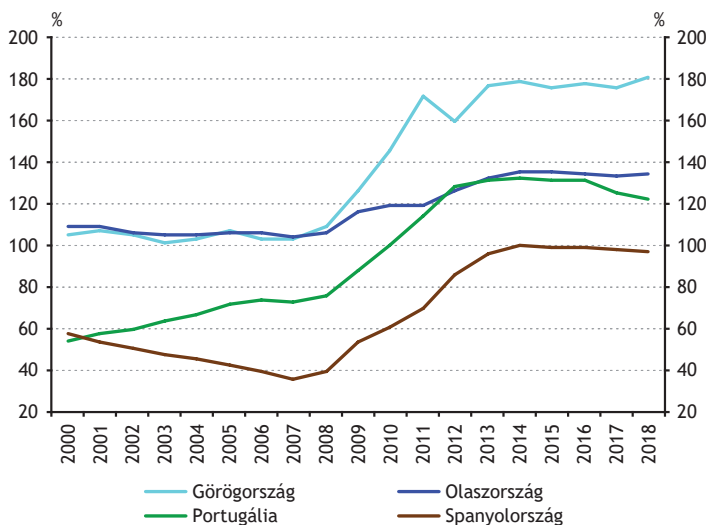
3.2.3. Olaszország

Olaszország – a többi mediterrán országgal ellentétben – **már a 2007-08-as válságot megelőzően is mérsékelt növekedési pályán volt.** Az országot már az 1970-80-as években is magas infláció és jelentős államháztartási hiány jellemezte, így a nagymértékű kormányzati kiadások érdemben növelték a GDP-arányos államadósságot. Az 1992-es árfolyamválság is mélyen érintette az olasz gazdaságot, ami az azonos évben elfogadott maastrichti kritériumoknak való megfelelést még nagyobb kihívássá tette.

Az olasz gazdaság strukturális problémáit alapvetően a következő tényezőkre lehet visszavezetni: alacsony technológia-igényű és munkaintenzív ipar a kis- és középvállalatok dominanciájával, évtizedek óta fennálló infláció, regionális dualizmus és munkaerőpiaci hiányosságok. A kkv-k nem hatékony működése az egyik oka annak, hogy az ország sokat veszített a versenyképességéből az elmúlt évtizedekben. A kis cégek sokszor a legkisebb hatékony vállalatméret alatt vannak, ami korlátozza lehetőségeiket – például az innováció terén – így kockáztatva az ország versenyképességének fennmaradását a technológia-orientált világ gazdaságban. A kiemelkedően magas – akár évi 20 százalékot elérő – inflációs ráta folyamatos felfelé irányuló nyomást gyakorolt a bérekre és a munkaerőköltségre, tovább gyengítve Olaszország versenyképességét. Érdemi csökkenés csak az 1980-as években kezdődött, a szigorú monetáris politika és az Európai Monetáris Rendszer nominális horgonyának köszönhetően. Az országon belüli regionális kettősség is a fejlődés korlátjának bizonyult, mivel erőforrásokat kötött le a déli országrész északihoz való konvergenciájának segítése. A munkaerőpiaci visszasságok is jelentős gazdaság-visszafogó tényezőnek bizonyultak, mint például a kiemelkedő munkanélküliség, vagy a bizonyos csoportoknál rendkívül bőkezű, de sok más esetben gyakorlatilag nem létező munkavállaló-védelem (Cencig, 2012).

A csökkenő versenyképesség, a döntéshozók mozgásterét nagymértékben korlátozó, a GDP 100 százalékát meghaladó államadósság és a maastrichti szerződésben vállalt kötelezettségek reformok végrehajtására kényszerítették Olaszországot. Egyik lépésként számos munkaerőpiaci intézkedést hoztak – a bérek visszafogásával megelőzve egy ár-bér spirál kialakulását –, amelyek mindegyikének célja egy jóval rugalmasabb munkaerőpiac létrehozása volt. Habár ez megtörtént, az eredmények ambivalensek: számos atipikus foglalkoztatási forma (alkalmi és részmunkaidős állások) vált elérhetővé (Fana et al., 2015), amelyek esetében a munkaadó jobb alkupozícióban is volt, miközben az addig fennálló korlátozások egy része megmaradt a teljes munkaidős foglalkoztatás esetén. Ez összességében ahhoz vezetett, hogy nőtt az atipikus foglalkoztatás részaránya, illetve romlott a munkavállalók relatív alkupozíciója, amely a munkavállalói motiváció csökkenésén keresztül hozzájárulhatott a termelékenység mérséklődéséhez. Így a rugalmasabb munkaerőpiac bizonyos költségek mellett valósult meg: csökkent a bérhányad és nőtt az egyenlőtlenség, amelyek az aggregált kereslet mérséklődését eredményezték. Ezen felül szigorú fiskális politikát folytattak az államadósság csökkentése érdekében, aminek hatására 2000 és 2007 között a GDP 109 százalékáról 100 százalékra csökkent az államadósság (3-5. ábra). Ugyanakkor a kormányzati lépések mellett jelentős szerepe volt az alacsony kamatkörnyezetben a kamatkiadás mérséklődésének is (Cencig, 2012).

3-5. ábra: A dél-európai országok államadósságának alakulása a GDP százalékában



Forrás: Eurostat.

A gazdasági problémákhoz részben a politikai bizonytalanság is hozzájárulhatott. A többször felerősödött politikai nehézségeket követően társadalmi igény jelent meg egy kisebb méretű államra, ami az állami cégek gyors privatizációjához és piaci liberalizációhoz vezetett. Viszont ezek az intézkedések is inkább negatív következménnyel jártak: a csak részlegesen véghez vitt liberalizáció monopolpiacokat hozott létre, míg az átgondolatlanul privatizált állami cégeket nem helyettesítette teljes egészében a magántőke, ami az olasz ipar viszszaesését eredményezte (Tridico, 2012). Olaszországban évtizedek óta rendkívül magas a politikai bizonytalanság, 1980 és 2016 között összesen 27 kormány váltotta egymást. A politikai instabilitás több csatornán keresztül negatívan hat a gazdasági növekedésre: egyrészt a vállalatok bizonytalan környezetben kevésbé hajlamosak beruházni, másrészt a külföldi befektetők is a stabil kormányzatot preferálják, mivel egy új vezetés változást hozhat a tulajdonjogokban és a szabályozói környezetben (Alesina et al., 1996). A Világbank

kormányzás minőségével kapcsolatos indikátorai szerint Olaszország több mutató tekintetében is az 1990-es évektől napjainkig jóval az eurozóna magországai alatt teljesít.

A gazdasági világválság egy már strukturálisan gyenge gazdaságot hozott még nehezebb helyzetbe. Olaszország nagymértékben támaszkodik az exportra és a gazdaságban domináns nem hatékony kis- és középvállalati szektorra, ami kiemelten érzékenyvé teszi egy globális recesszió idején. **Ehhez járult hozzá a háztartási szektor fogyasztásának visszaesése is** az emelkedő munkanélküliség és a szigorúbb hitelezési követelmények miatt – ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy Olaszországban nem épült fel hitelezési vagy ingatlanpiaci buborék a válság előtt. A mediterrán államok közül 2008-ban Olaszországban volt a legkisebb GDP arányos belföldi privát hitelezés. Ugyanakkor a válság előtt az olasz bankrendszer kockázatos portfóliót épített fel⁶⁵, amely a válság után magas nemteljesítő hitelek révén rontotta a jövedelmezőségüket, illetve a pénzügyi rendszer stabilitását, amely a mai napig érezteti hatását. **A fiskális stimulussal való gazdaságélénkítést viszont korlátozta a magas, 100 százalékos államadósság.** Ebből kifolyólag **a hozott intézkedések** – melyek elsősorban a kkv szektort támogatták – **nem eredményeztek jelentős javulást, viszont tovább növelték az amúgy is magas adósságot** (IMF, 2010).

Összességében az olasz gazdaság már az eurobevezetés előtt is számos strukturális problémával szembesült, amely már a válság előtt is egy mérsékelt növekedési pályára állt. A historikusan alacsony munkaerőpiaci aktivitási aránnyal, szegmentációval, regionális dualizmussal, instabil kormánnyal és az oktatásból a munkába való átmenet terén gyenge eredmények-

⁶⁵ Az IMF Financial Soundness indikátorai alapján 2008-ban a kockázattal súlyozott szabályozói tier 1-es tőke 6,9 százalékon alakult az olasz bankrendszerben, míg a válság kitörésétől 2015-ig a nemteljesítő hitelek aránya 6,3 százalékról 18,1 százalékig nőtt.

kel küzdő Olaszország további gazdasági problémákkal szembe-sült a válság következtében: az alacsony bér- és fogyasztásszint mellett relatíve magas vállalati profitok, stagnáló termelékenység és innováció növelték a társadalmi egyenlőtlenséget (Tridico, 2012). A magas államadósság ugyanakkor jelentős korlátot állít a kormányzati intézkedéseknek, így elnyújtva a kilábalás szakaszát. Emellett a pénzügyi rendszer stabilitását is veszélyezteti az olasz bankrendszerben jelen lévő alacsony profitabilitás és magas nemteljesítő hitelállomány.

3.2.4. Portugália

Az 1990-es évek második felében, vagyis az euro bevezetése előtti néhány évben **Portugália kiemelkedő eredményeket ért el mind a reálgazdaság, mind a fiskális és monetáris politika területén.** Egy főre jutó GDP-je az EU átlagnál gyorsabban nőtt, költségvetési hiánya 7,7 százalékról 2,7 százalékra csökkent 1993 és 1999 között, és teljesítette a Maastrichti szerződés minden kritériumát a kiszabott határidőre. Ugyanakkor ezek az **eredmények elsősorban az 1990-es évek második felében Európa-szerte tapasztalt ciklikus fellendülésnek voltak köszönhetőek.** A **nominális kamatok érdemi és gyors csökkenését az infláció nem követte, így a reálkamatok jelentősen mérséklődtek,** ami a **pénzügyi liberalizációval** – így a hitelekhez való könnyebb hozzáféréssel – együtt a belföldi kereslet, és így a **magánszektor adósságának túlzott bővülését eredményezte.**

A ciklikus fellendülés alatt jelentősen csökkent a munkanélküliség, gyakorlatilag teljes foglalkoztatottság alakult ki, aminek **hátterében viszont nagyrészt a munkaerőpiac túlszabályozottsága állt.** A magas foglalkoztatottság és aktivitási ráta rendkívül alacsony munkaerő mobilitás mellett alakult ki. Ennek legfőbb oka az **erős munkavállalóvédelem volt:** szigorúan szabályozták az elbocsátást számos értesítési köteleességgel, kötelező végki-

elégítéssel és az alkalmazott munkaerőpiaci reintegrációját segítő lépésekkel. A magas elbocsátási költségek több csatornán keresztül is **negatívan hatottak a gazdaság termelékenységére**. Egyrészt visszafogták az új munkahelyek létrehozását, másrészt a teljes tényező termelékenységére is csökkentőleg hatottak (IMF, 2002). **Az alacsony munkanélküliség következtében a bérek dinamikusán, az EU átlagnál is jobban emelkedtek, a termelékenység növekedését jóval meghaladó mértékben.** Mindeközben a folyamatosan **csökkenő versenyképesség** hatására a gazdasági tevékenységek súlya áttevődött a külkereskedelmi forgalomban nem részt vevő (nontradable) termékekre és a szolgáltatásokra. Ez ahhoz vezetett, hogy **a tradable termékek iránti növekvő kereslet az import növelésével járt, ami a folyó fizetési mérleg hiány és a külső adósság növekedéséhez vezetett.** A gazdasági fellendülés ugyanakkor elfedte ezeket a problémákat: a GDP növekedése és az alacsony kamatok miatt **csökkenő adósságszolgálat miatt restriktívabb fiskális politikára sem volt szükség a maastrichti hiánykritérium tartásához.**

A portugál gazdaság fellendülésének az vetett végett, hogy az Európa-szerte tapasztalt ciklikus fellendülés alábbhagyott: a későbbi eurozóna országaiban az 1990-es évek második felében tapasztalt 2,8 százalékos GDP növekedés átlagosan 1,1 százalékra csökkent a 2001–2007 közötti időszakban. Mindeközben a laza fiskális politika és a csökkenő adóbevételek miatt folyamatosan **emelkedett az államadósság, ami elegendő belföldi forrás hiányában az ország külső eladósodásához vezetett.** Emellett **az országot mélyen sújtotta, hogy a gyenge versenyképesség és a fejlődő országok előretörése** miatt fő exporttermékei jelentősen vesztek piacukból, illetve, hogy a korábban az alacsony munkaerőköltség miatt versenyképes szolgáltató szektora háttérbe szorult 2004 után, a még olcsóbb kelet-európai országok EU csatlakozását követően. Ezalatt a kormány sikertelenül próbálta csökkenteni az államháztartási hiányt, mely 5 százalékponttal emelkedett 1995 és 2005 között, 2009-ben pedig 10,1 százalékot tett ki (IMF, 2006; Park, 2015).

Összességében megállapítható, hogy Portugália nem rendelkezett azokkal a reálfeltételekkel, amelyek szükségesek lettek volna az euro sikeres adaptálásához. A valutaunióhoz történő csatlakozás az amúgy is ciklikus fellendülésben lévő gazdaságot tovább fűtötte a túlzottan optimista várható jövedelemre vonatkozó várakozás, ami irreális béremelkedéshez, a potenciális kibocsátás túlbecsléséhez és eladósodáshoz vezetett. Amikor a kereslet bővülése túlzott hitelfelvétellel jár, a fiskális politikának megszorító intézkedéseket kell tennie, hogy tartalékokat képezzen és simítsa a pénzügyi ciklust, viszont a túlságos optimista kilátások miatt ez nem történt meg (Abreu, 2006). Vagyis a kudarchoz részben az is hozzájárult, hogy a bevezetésre egy ciklikusan felívelő, a gazdaság túlfűtöttségét jellemző időpontban került sor.

3.2.5. Görögország

Görögország gazdasági teljesítménye – az évtized elejéhez képest – javult az 1990-es második felében, ugyanakkor az IMF (2001) már akkor felhívta a figyelmet a jelen lévő **strukturális hiányosságokra**. Az átlagos görög GDP növekedés 1991 és 1995 között alacsonyabban alakult az eurozóna átlagánál, viszont 1996 és 2000 között már 0,8 százalékponttal haladta meg a zóna átlagát. Ez a növekedés tartósan csökkenő inflációs mutató, illetve növekvő munkanélküliségi ráta mellett valósult meg (IMF, 2001).

Görögországban a hosszú távon az erős állami túlköltekezés vezetett a **leszakadáshoz**. Egyes tanulmányok szerint a költségvetés már az 1980-as évektől kezdve többet költött a hosszú távon fenntarthatónál. Már jóval a pénzügyi válság kitörését megelőzően, és az eurozónához történő csatlakozás előtt készültek tanulmányok arról, hogy a **görög államadósság** mennyire **nem fenntartható**. Az államadósság alakulását 1959 és 1995 között vizsgáló tanulmány szerint az államháztartás egyenlege már 1979-től kezdve hosszú távon fenntarthatatlan volt (Makrydakís

et al., 1997). Tovább súlyosbította a helyzetet, hogy a görög kormányok a '80-as évektől kezdve fokozták az állami költekezést, ami az állami szektor terjeszkedésével is járt (Lyrintzis, 2011).

A tartósan laza fiskális politika hatására már az 1990-es évek-re a GDP 80 százaléka fölé emelkedett az államadósság. Ez a túl laza fiskális politika már az EU-hoz történő 1980-as csatlakozást követően hozzájárult az államadósság gyors növekedéséhez, ami a korábbi, a GDP 25 százalékát kitevő szintről 1990-re 80 százalék fölé emelkedett. Ezen keresztül **a fiskális politika eladósodásból finanszírozta a görög háztartások életszínvonalának emelkedését.** Ezt a helyzetet csak súlyosbította az EU források elosztása, amit főként infrastrukturális beruházások finanszírozására fordítottak, valamint a **mezőgazdasági támogatások jövedelemnövelő hatása** is (Kouretas – Vlamis, 2010).

A maastrichti kritériumok teljesítése érdekében átmenetileg mérséklődött a hiány, amihez a statisztikai elszámolás kiskapui is hozzájárultak, de nem bizonyult tartósnak. Az eurobevezetés feltételeként megszabott államháztartási hiány eléréshez a görög államháztartásnak **jelentős megszorításokat kellett végrehajtania.** Ezeket akkor átmenetileg és részben teljesítette csak a görög államháztartás, aminek hiánya 1999-re — a korábbi adatok szerint — GDP 2 százaléka alá mérséklődött. Ezt a mérséklődést **azonban részben olyan intézkedésekkel érték el, amelyekkel statisztikailag csökkentették a hiányt, valódi változást nem jelentett a fiskális politikában.** Így bár az akkori statisztikák szerint Görögország megfelelt a maastrichti kritériumoknak az euro bevezetésénél, **a mai ismereteink szerint 1999-ben a görög államháztartás hiánya a GDP közel 6 százalékát tette ki,** vagyis mintegy kétszerese volt az eurobevezetés feltételeként megszabott kritériumnak. Továbbá bár némi átmeneti alkalmazkodás látszik a költségvetés egyenlegében 1995 és 2000 között, azonban a hiány ezt követően ismét emelkedésnek indult.

A költségvetés egyensúlya az eurozónához történő csatlakozást követően sem állt helyre. Míg a görög költségvetés bevéte-

lei 2000 és 2004 között mintegy 5 százalékponttal mérséklődtek (43-ról 38 százalékra), addig a kiadások között a szociális kiadások a GDP 3 százalékával nőttek, és az állam bérkiadásai is gyors ütemben emelkedtek (IMF, 2009a). Ennek eredményeképpen az állam elsődleges egyenlege a 2000-es évek elején megfigyelt a GDP arányában közel 4 százalékos többletből 2004-re több mint 2 százalékos hiányba fordult. A 2000-es évek elején az állam kiadásait tovább növelték a 2004-es olimpia megrendezéséhez szükséges kiadások is. **Ezt követően egyértelművé vált, hogy a görög államháztartás helyzete hosszú távon nem fenntartható:** a GDP arányos államadósság 107 százalékra emelkedett a 2003-as 102 százalékos értékéről. Ennek mérséklése céljából **2005-ben komoly megszorítások történtek az állami szférában.**

A korábban bemutatott jelentős bérnövekedés a görög gazdaság versenyképességét is jelentősen erodálta. A görög gazdaságban látott dinamikus bérnövekedés a **reálárfolyam felértékelődéséhez vezetett, ami a versenyképesség érdemi romlását okozta.** Ez tükröződött a fizetési mérleg jelentős hiányában, valamint a gazdaság külső eladósodásában is.

A görög gazdaság növekedése erősen támaszkodott a külföldi kereslettől függő turizmusra és hajózásra, ami a külkereskedelem, valamint turizmus válságot követő visszaesésével tovább súlyosbította Görögország problémáit. Spanyolországhoz hasonlóan a görög gazdaság növekedése is erősen támaszkodott olyan iparágakra melyek jelentős mértékben függtek a külső kereslettől. Az egyik ilyen húzó ágazat a turizmus volt, ami a válságot követően számos országban visszaeső fogyasztás miatt jelentősen csökkent Görögországban. A másik ilyen ágazat a szállítás – különösképpen a tengeri hajózás – volt, ami a válság előtt jelentős bővülést mutatott, ami egyéb szolgáltatások részarányának – pl. pénzügyi vagy egyéb szolgáltatások – mérséklődésével is járt (Bennett et. al., 2008). A szállításban érdekelt görög vállalkozásokat azonban súlyosan érintette a nemzetközi kereskedelem válságot követő visszaesése.

Az állam eladósodását jelentős mértékben külső források finanszírozták, azonban a pénzügyi válságot követően megváltozó kockázatértékelés miatt a lejáró adósság finanszírozása nem volt megvalósítható, ami végső soron ahhoz vezetett, hogy a görög állam nemzetközi szervezetekhez fordult pénzügyi segítségért. Az állam eladósodását jelentős mértékben külső források finanszírozták. A válságot követően megváltozó kockázatértékelés következtében a külföldi befektetők már kevésbé akarták finanszírozni a görög államadósság megújítását, így 2010-ben Görögország kénytelen volt nemzetközi szervezetekhez fordulni segítségért, aminek azonban komoly következményei voltak az állami szektor kiadását tekintve, aminek szerteágazó reálgazdasági hatásai lettek.

3.2.6. Tanulságok

Az eurobevezetését követően a nominális kamatok a mediterrán országokban hamar konvergálni kezdtek a magországokéhoz. Ugyanakkor az infláció tekintetében nem mentek végbe hasonló folyamatok, így azok magasabb szintje **tartósan negatív reálkamatokhoz vezettek**. Ez hozzájárult a dél-európai **országok felelőtlen költekezéséhez, túlzott külső eladósodásához** és összességében **fenntarthatatlan konvergenciához** – ugyanis a pénzügyi alkalmazkodás nem hozott valós, reálgazdasági felzárkózást. **Az eurozónában hiányoztak azok a mechanizmusok, amelyek a tagországok széttartó makrogazdasági folyamatait a konvergencia irányába terelték volna.** Az elmúlt évtizedekben a magországo-kban jellemzően javultak a gazdasági mutatók, ezzel szemben a mediterrán országokban a versenyképesség romlása súlyos egyensúlytalanságokhoz, a külső adósság növekedéséhez vezetett. Mivel a monetáris unió tagállamaiban nem volt lehetőség az árfolyam leértékelődésére, a külső egyensúly helyreállításához, illetve a Maastrichti kritériumok tartásához kiigazító intézkedésekre volt szükség, ami elkerülhetetlenül a munkanélküliség emelkedéséhez vezetett. A válság után

bekövetkező **alkalmazkodás** így súlyos **foglalkoztatottsági és növekedési áldozatokkal járt**, ami társadalmi feszültségeket is **okozott** (De Grauwe, 2015). **Bár történtek lépések a gazdaságok** (export és munkapiaci) **rugalmasságának növelésére, az eurozó- na mégsem felelt meg az optimális valutaövezet feltételeinek, így a gazdasági visszaesés ellenére az egyensúlytalanságok részben a mai napig fennmaradtak.** Számos közgazdász szerint a többlettel rendelkező országoknak fiskális ösztönzéssel kellett volna kompenzálni a deficitese országok kieső aggregált keresletét, ami egyúttal csökkentette volna a fennálló külső egyensúlytalanságokat is (Wolf, 2014, De Grauwe, 2015). Emellett a negatív reálkamatok eredményeként bekövetkező túlzott hitelezés és rossz portfólióminőség a bankrendszer instabilitásának növekedéséhez vezettek. Ez a szükséges országszintű optimális nominális kamat mellett felhívja a figyelmet a makroprudenciális eszköztár fontosságára is.

A válság rávilágított arra, hogy a monetáris unióhoz történő csatlakozás sikerességének egyik fontos feltétele a külső és belső egyensúly. Bár a közös pénz bevezetése után sokan úgy gondolták, hogy a folyó fizetési mérleg problémák bizonyos szintig maguktól megoldódnak, ez az illúzió azonban a válság után szertefoszlott (Gros, 2015). A mediterrán országok tapasztalatai azt mutatják, hogy **az eurozóna csatlakozás nem oldja meg a strukturális problémákat, sőt akár még ronthat is rajtuk.** **Az alacsony szintre konvergáló hozamok ugyanis hitelezési boomhoz vezettek, ami a külső eladósodottság további növekedését eredményezte.** Ahogy látható volt, a válság kialakulásához egyedi gazdaságpolitikai lépések is hozzájárultak. Míg Görögország, Olaszország és Portugália esete is bemutatja, a nem megfelelő költségvetési és versenyképességi politika hozzájárulhat az egyensúlytalanságok növekedéséhez, valamint hosszabb távon a divergenciához az eurozóna egészével szemben. Ugyanakkor Spanyolország esete azt mutatja, hogy a fiskális politika igyekezett ellensúlyozni a magánszektorban kialakuló egyensúlytalanságokat, így a válság után náluk figyelhető meg

egyedül konvergencia a mediterrán országok közül. Összességében az újonnan csatlakozó országoknak különös figyelemmel kell lenni arra, hogy fenntartható egyensúlyi fejlődési pályán maradjanak az eurocsatlakozás után is. Ehhez a költségvetési fegyelem mellett a makroprudenciális politikát úgy kell kialakítani, hogy a külső adósság finanszírozható maradjon.

3.2.7. A balti országok esete

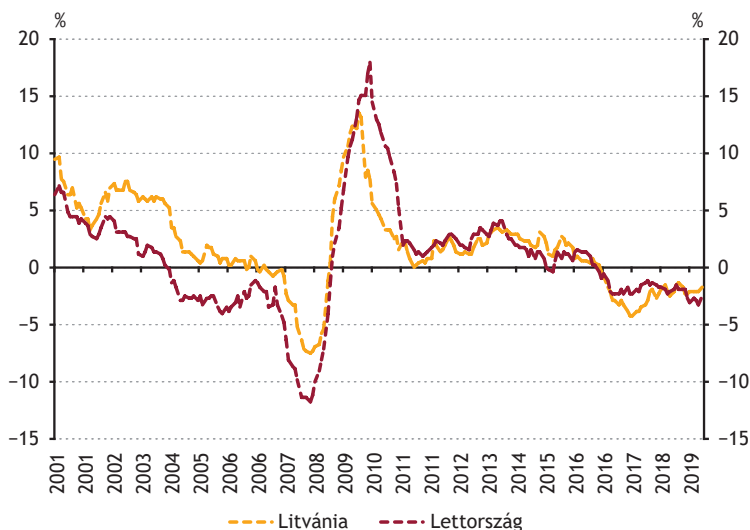
A közös pénzt legutóbb bevezető három északi ország – Észtország 2011-ben, Lettország 2014-ben, míg Litvánia 2015-ben lépett be az euroövezetbe – **vonatkozásában az eurobevezetés sikerességének megítélése nehezekebb, mint a dél-európai államok esetében.** Ennek oka, hogy az előbbiekkal ellentétben itt csak néhány év megfigyelése áll rendelkezésre annak eldöntésére, hogy milyen következményekkel járt az euro bevezetése. **Ugyanakkor közös vonás a három államban, hogy Észtország, valamint Litvánia már 2002-től, Lettország pedig 2005-től az euróhoz rögzítette saját valutájának árfolyamát és már azt megelőzően is – lényegében a függetlenségük óta – rögzített árfolyamrendszerű monetáris politikát folytattak.** Ezzel ezek az országok már **több mint két évtizeddel az eurobevezetés előtt implementálták az önálló monetáris politika és – egy esetleges válság vagy versenyképesség-romlás esetén – a valutaárfolyamon keresztül külső kiigazítás lehetőségének feladását** (Marer, 2015).⁶⁶ **Mindez a gazdasági világválság előtt és alatt is közel hasonló feltételeket teremtett a három ország számára, mintha az eurozóna tagjai lettek volna.** Így ezek az országok **úgy teljesítették az euro tényleges**

⁶⁶ Ennek figyelembevétele mellett e három ország esetében az euro bevezetése nem jelent akkora változást, mint a korábban vizsgált dél-európai vagy a következő alfejezetben tárgyalt Szlovénia és Szlovákia esetében, ahol az eurozónához való csatlakozás egyben az önálló monetáris politika feladását is jelentette. Ebből a szempontból a közös valuta bevezetésével a balti államok csak az euro előnyeit vették át, miközben annak legfőbb hátrányát már a bevezetés előtti időszakban is viselték.

bevezetéséhez szükséges konvergenciakritériumokat és úgy szembesültek a válsággal is, hogy már eleve egy eurozóna tag-országhoz hasonló gazdasági környezetben működtek. Ebből adódóan fontos a három ország válságtapasztalatainak elemzése, ami segít képet alkotni euroérettségükről.

A rögzített árfolyamrendszernek köszönhetően a maastrichti árfolyamkritérium teljesítése nem jelentett akadályt az euro tényleges bevezetése szempontjából. Ugyanakkor a rögzített árfolyamrendszer és az erősen liberalizált pénz- és tőkepiac az Európai Unióhoz való csatlakozással párhuzamosan a 2000-es évek elején jelentős – elsősorban spekulatív pénzügyi – **tőkebe-áramlást, a hitelezés jelentős felfutását és a gazdaság túlfűtöttségét eredményezte.** Mindhárom országban a külföldi pénzügyi befektetések 2004 és 2007 között mintegy duplájára nőttek és a nominális kamatok érzékelhetően mérséklődtek. Mindez **a gyors felzárkózás okozta aránylag magas infláció mellett rendkívül alacsony** – a dél-európainál is alacsonyabb – **reálkamat-környezetet eredményezett** (3-6. ábra). Ez az Európában tapasztalható legnagyobb ingatlanbuborék kialakulásához vezetett, 2003 és 2007 között az ingatlanárak Lettorszáiban több mint háromszorosára, míg Litvániában és Észtországban több mint duplájára emelkedtek (Európai Bizottság, 2010).

3-6. ábra: Reálkamatok alakulása a balti államokban

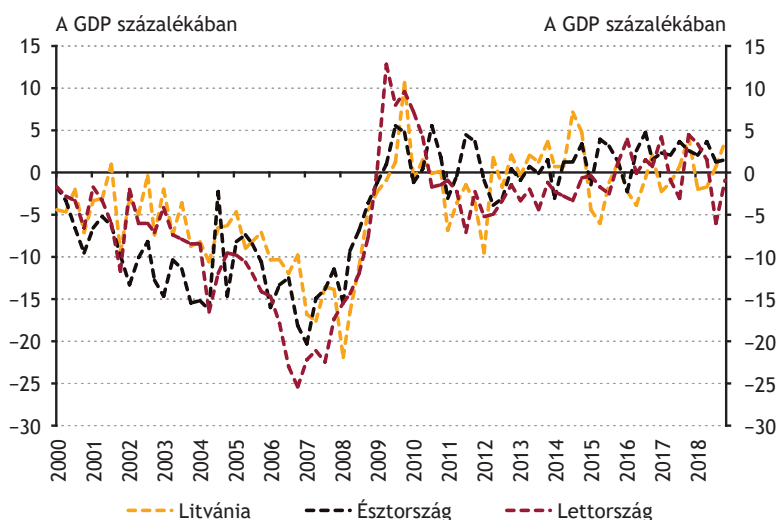


Megjegyzés: A számított reálkamat a maastrichti konvergenciakritériumokban szereplő hosszú távú kamatláb és a harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) különbségeként adódik. Észtország esetében nincs publikált adat a kamatlábra vonatkozóan.

Forrás: Eurostat adatai alapján MNB-számítás.

A hitelezés felfutásának és a külföldi tőkebeáramlásnak a válságot közvetlenül megelőző pénzügyi turbulenciák megjelenése vetett véget (3-7. ábra). A növekvő kockázatkerüléssel párhuzamosan a külföldi tőke kiáramlott az országból és a hitelkamatok jelentősen emelkedtek. Mindez az ingatlanbuborék kipukkanásával párhuzamosan ahhoz vezetett, hogy **a három ország szembesült az Európai Unión belül a legnagyobb visszaeséssel a válság kitörésekor**, 2009-ben a GDP mindhárom országban több mint 14 százalékkal csökkent – szemben az uniót átlagosan jellemző 4,4 százalékos recesz-szióval.

3-7. ábra: Folyó fizetési mérlegek alakulása a balti országokban



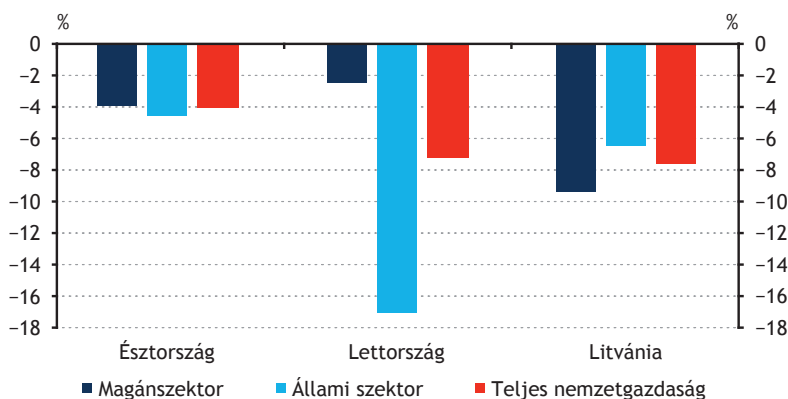
Forrás: Eurostat.

A válságkezelés során mindhárom balti állam a **belső leértékelést választotta a válság előtt kialakuló egyensúlytalanságok kezelésére**. Ennek egyik oka, hogy a valutáik leértékelésével nemcsak a korábbi rögzített árfolyamon alapuló monetáris politikájukat adták volna fel, hanem a három ország által mihamarabbi célként kitűzött eurobevezetésre is csak később kerülhetett volna sor. Az árfolyam leértékelése ellen szólt az a gazdasági érv is, hogy mindhárom országban **a hitelek nagyrésze euroalapú devizahitel volt**, így a leértékelés ezen keresztül jelentősen növelte volna mind a háztartások, mind pedig a vállalatok terheit (Kattel–Raudla, 2012). **A valutaárfolyam-leértékelés lehetőségének kizárásával pedig egyedül a belső leértékelés adott arra lehetőséget**, hogy a három ország visszaállítsa a válság előtt felborult egyensúlyt a termelékenység és a bérek között, ezzel javítva az ország nemzetközi versenyképességét.

A belső leértékelés folyamata mindhárom országban 2008 és 2010 között valósult meg a **nominális bérek csökkentésén ke-**

resztül. Lettorszáiban – a magánszektor béreinek mérsékelt csökkenése mellett – elsősorban az állami szektorban került sor a bérek számottevő mértékű kiigazítására, míg a többi országban a bérek csökkenése kiegyenlítettebb volt a magán és az állami szféra között (3-8. ábra). Az egyes ágazatokat tekintve minden nemzetgazdasági ágban csökkentek a bérek, bár közel sem egyenlő mértékben. A bércsökkentés a piaci szolgáltató szektor – főként a pénzügyi szektor – és az építőipar esetében volt a legjelentősebb, míg a feldolgozóipari ágazatokat enyhébb bércsökkentés jellemezte (Masso–Krillo, 2011).

3-8. ábra: Nominális bérek változása a belső leértékelés idején (2008-2010)



Forrás: Egyes országok statisztikai hivatalai.

Bár a nominális béreket általánosságban lefelé való merevség jellemzi, a 2008-as válság során tapasztalt bércsökkentés nem volt egyedülálló a három ország történetében. Az 1999-es orosz pénzügyi válság okozta gazdasági visszaesés által érintett országok közül szinte egyedül a balti államokban volt megfigyelhető a bérek csökkenése. A nominális bérek versenyszférában is tapasztalt számottevő csökkenését és így a **belső leértékelés lehetőségét a három ország rendkívül rugalmas és liberalizált munkaerőpiaca teremtette meg.** A kevesebb embert érintő kollektív szerződések, a gyengébb szakszervezetek, az egyes esetekben a

közös megegyezés hiányában is végrehajtható bércsökkentések, illetve a rugalmas fizetési szisztémák – például az egyéni vagy vállalati teljesítményen alapuló bérezési rendszer – lehetővé tették a vállalatok számára munkavállalóik bérének csökkentését (Masso–Krillo, 2011). **A bérek termelékenységénél nagyobb csökkenése a három ország reálárfolyamának leértékelődését eredményezte, ami javította versenyképességüket, ezzel gyorsabb kilábalást lehetővé téve a válságból.**

A bérek válság során való kiigazítása enyhítette a mennyiségi alkalmazkodás szükségességének mértékét, ugyanakkor nem tudta azt teljesen megszüntetni, így a gazdasági visszaeséssel párhuzamosan jelentősen nőtt a munkanélküliségi ráta mindhárom balti országban. Ennek társadalmi költségeit azonban jelentősen enyhítette és így segítette a gazdaság helyreállítását a munkaerő jelentős kétirányú mobilitása (Európai Bizottság, 2013, 2014). A válság kitörésekor a munkanélküliség emelkedésével párhuzamosan a kivándorlás felgyorsult, majd a kilábalást követően a külföldön munkát vállalók számottevő része visszaköltözött. Ugyanakkor a gazdaság helyreállása után is a nettó kivándorlás számottevő mértékű maradt.

A balti államok belső leértékelésének a bérek csökkentése melletti másik elemét a költségvetési megszorítások adták. Bár a válság kitörése előtt mindhárom ország prudens költségvetési politikát folytatott és alacsony államadósságszinttel rendelkezett, **a válság során a növekvő kockázatkerülési magatartás miatt lényegében egyik ország sem jutott hitelhez.** Ez költségvetési kiigazításokat tett szükségessé, sőt Lettország még IMF-hitelt felvételére is szorult 2008 végén. **Mindhárom ország jelentős költségvetési kiigazítást hajtott végre 2008 és 2010 között,** ami mintegy kétharmad-egyharmad arányban oszlott meg a kiadás-csökkentés és a bevételek növelése között (Kattel–Raudla, 2012). A kiadáscsökkentés elsősorban – a belső kiigazítás másik elemével, a bérszínvonal csökkentésével összhangban – az állami **alkalmazottak bérének számottevő mértékű csökkentését jelen-**

tette, de jelentősen érintette a szociális kiadásokat – nyugdíjak, egészségügyi és munkanélküli ellátások – **is**. A bevételek növekedése érdekében végrehajtott változások a különböző adónemek széles körét érintették. Mindhárom országban történt forgalmi adó és jövedékiadó-emelés, illetve a jövedelemadóknál csökkent a visszaigényelhetőségi jogcímek köre.

Bár mindhárom ország közel azonos mértékű költségvetési kiigazítást hajtott végre, a megszorítások kezdeti hatásai eltérők voltak. Észtországot hamarabb javuló költségvetési egyenleg és gyorsabb gazdasági helyreállítás jellemezte. Az eltérő hatásokat az intézkedések időzítése – Észtország már hamarabb, 2008 elején elkezdte a konszolidációt –, az északkeleti ország esetében nagyobb, a válság előtt felhalmozott tartalék és az ebből eredő szélesebb mozgástér, valamint a bankrendszer szerkezete magyarázza, aminek köszönhetően Észtországra kisebb terhet rótt a bankok konszolidálása (Kattel–Raudla, 2012). **Összességében azonban, ha nem is azonos sebességgel, de a kiigazítások következtében mindhárom országban sikerült** a GDP-arányos deficitet legkésőbb 2012-ig a maastrichti 3 százalékos kritérium alá szorítani. Észtország esetében kiemelendő, hogy a hiány a válság legsúlyosabb évében sem haladta meg a 3 százalékos kritériumot. **Az átmenetileg magasabb deficit következtében mindhárom országban tartósan megemelkedett az államadósság szintje, ugyanakkor köszönhetően a válság előtti prudens fiskális politikának jelenleg is a legalacsonyabbak között van az unióban** (2018-ban Észtország, Litvánia és Lettország GDP-arányos konszolidált államadóssága 8,4, 34,1 és 36,4 százalék volt).

Míg az árfolyam- és a költségvetési kritérium elérésében főként a választott monetáris politikai irányvonal, illetve a válság során végrehajtott költségvetési kiigazítások, azaz főként belső tényezők voltak meghatározók, addig az árstabilitási kritérium teljesülésénél a főszerepet a balti országoktól független globális tényezők játszották. A három országot a válság előtt magas

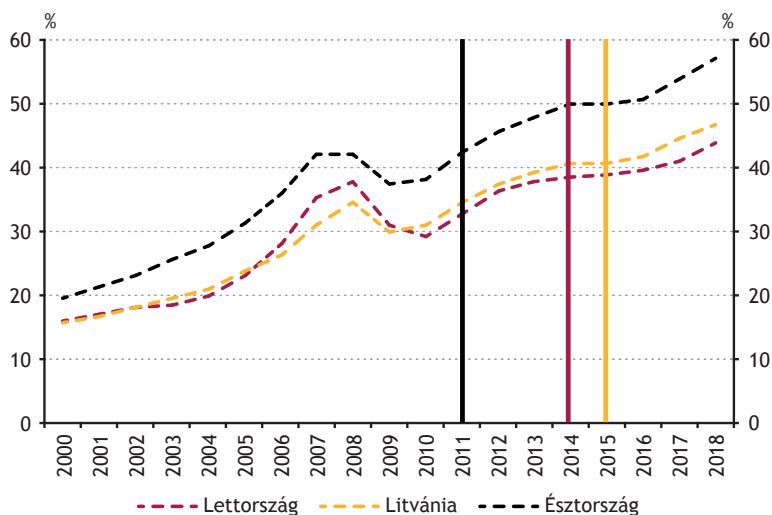
árdinamika jellemezte (2008-ban 10–15 százalék), ami az unióhoz való 2004-es csatlakozást követően gyorsult fel számottevő mértékben. **A magas inflációs környezet a fenntarthatatlan és túlfűtött növekedéshez volt köthető. A válság következtében** – a visszaeső belső kereslettel összhangban – mindhárom ország esetében **jelentősen mérséklődött az árdinamika.** A válság hatását felerősítette a belső leértékelés is, ami a bércsökkenések és a fiskális kiigazítás keresletcsökkentő hatásán keresztül mérsékelte az inflációt. Észtország esetében az utolsó konvergenciajelentés (Európai Bizottság, 2010) idején a stabilizáció dezinflációs hatásai még erősek voltak, így a kritérium alapján vizsgált infláció még negatív tartományban tartózkodott.

A gazdaság helyreállásával párhuzamosan az infláció mindhárom országban emelkedett és Észtországban az eurozónához való csatlakozás után meg is haladta a konvergenciakritérium értékét. Az infláció gyorsulásának az eurozóna szuverénadósság-válsága következtében mérséklődő importált infláció vetett véget, majd 2014-től a **világpiaci olajárak csökkenésével mindhárom ország inflációja 0 százalék környékére csökkent.** Litvánia és Lettország már ebben a mérsékelt globális inflációs környezetben vezette be a közös valutát, így kijelenthető, hogy a három balti ország esetében **az inflációs kritérium teljesítése elsősorban egyedi külső sokkokhoz és nem pedig a gazdaság strukturális átalakulásához köthető** (Európai Bizottság, 2013, 2014).

Összeségében tehát megállapítható, hogy a három balti ország a maastrichti konvergenciakritériumok teljesítését a rögzített árfolyampolitika melletti kitartásnak, a válság alatti restriktív fiskális politikának, illetve a globális tényezők által erősen befolyásolt dezinflációnak köszönhette. Ugyanakkor a válság tapasztalatai – főleg a dél-európai euroországok példája – alátámasztották, hogy az euroérettség szempontjából nemcsak a nominális kritériumok fontosak, hanem **meghatározó a megfelelő szintű reálkonvergencia is.** A gazdasági felzárkózás

tekintetében a három országot a válság előtt gyors konvergencia jellemezte, a 2000-es évek elejét jellemző eurozónához viszonyított 16–19 százalékos relatív fejlettség mindhárom országban 30 százalék fölé emelkedett 2007-re (3-9. ábra). A gyors felzárkózás egy része azonban fenntarthatatlan növekedésből származott, így a válság kirobbanása után ez a folyamat átmenetileg megszakadt. Ugyanakkor a válságkezelésnek köszönhetően a gazdaság talpra állását követően a felzárkózás lassabb ütemben, de folytatódott. Észtország 42, Lettország 39, míg Litvánia 40 százalékos – alapító tagokhoz viszonyított – relatív fejlettség mellett vezette be a közös valutát.

3-9. ábra: A balti államok konvergenciája az eurozónához



Megjegyzés: A 12 tagú eurozóna egy főre jutó GDP-jének százalékában. A függőleges vonalak az adott színnel jelölt ország eurozónához való csatlakozásának évét jelölik.
 Forrás: Eurostat adatai alapján MNB-számítás.

A gazdasági ciklusok harmonizáltságát tekintve az unióhoz való csatlakozás idején nagyon alacsony vagy nem szignifikáns együttmozgás volt megfigyelhető a három balti ország és az unió között. Ezzel a 2004-ben csatlakozott országok körében a három balti ország rendelkezett a legkevesbé szinkronizált

gazdasági ciklusokkal.⁶⁷ A mérsékelt együttmozgás elsősorban a három ország unióval bonyolított **alacsonyabb iparágon belüli kereskedelmével és az unióval kevésbé korreláló skandináv országokkal való szorosabb gazdasági kapcsolatokkal magyarázható** (Darvas–Szapáry, 2004). Bár a csatlakozást követően a kereskedelmi kapcsolatok elmélyülésével a harmonizált-ság emelkedett, ugyanakkor továbbra is a három balti ország rendelkezik az unió magországaival legkevésbé együttmozgó gazdasági ciklusokkal.

Mivel az eurobevezetést követő tapasztalatok levonására mindössze néhány év áll rendelkezésre mindhárom ország esetében, ezért a balti csatlakozás sikerességének megítélése kapcsán elsősorban a közvetlenül a belépést követő értékelés és a belépéssel kapcsolatos kockázatok áttekintése lehetséges. Az euróra való átállás mindhárom országban a lakosság túlnyomó többsége szerint – az Eurobarometer felmérések alapján – problémamentes volt, bár a korábbi valutákban kifejezett árak euróra való átváltása nem volt feltétlenül igazságos az ezzel kapcsolatosan megkérdezettek szerint. Mindhárom országban az eurobevezetés értékelése kapcsán megkérdezettek több mint fele szignifikáns kockázatnak ítélte meg, hogy **a közös valuta bevezetése következtében az infláció emelkedni fog**, mely problémát az Európai Bizottság (2013, 2014a) is a legnagyobb kockázatnak látta a bevezetés kapcsán. **Ennek oka, hogy a három ország inflációja a gazdaság szerkezetéből adódóan rendkívül érzékeny az energiaárak alakulására.** A gyorsuló infláció kockázatának realizálását igazolja, hogy Észtország esetében a 2011-es csatlakozást az infláció jelentős mértékű emelkedése követte, ami csak 2014-re, a globális olajárak mérséklődésnek következtében csökkent vissza a maastrichti küszöbérték alá. Emellett az elmúlt egy évben a három balti ország rendelkezett a legmagasabb inflációval az eurozónában Hollandia és Szlovákia mellett.

⁶⁷ Lásd például: Darvas–Szapáry (2004), Fidrmuc–Korhonen (2006), Stanisis (2013).

A gyorsuló infláció kihat a bérek alakulására is, aminek a versenyképesség romlása lehet a következménye. Ezt a folyamatot igazolja, hogy Észtország effektív reálárfolyama a válság utáni leértékelődést és az eurozónás csatlakozást követően gyors felértékelődésbe kezdett. Lettország és Litvánia esetében is megfigyelhető a csatlakozást követő gyors reálfelértékelődés. Hasonlóan a többi kelet-közép-európai országhoz, a balti országokban is **kihívásokat jelentenek az aktuális demográfiai trendek** – népesség előregedése és csökkenése –, amit felerősít a munkaképeskorú lakosság EU többi részébe irányuló migrációja. Utóbbi a **munkaerőpiac feszesebbé válásán keresztül tovább gyorsíthatja a bérek emelkedését növelve ezzel a termelékenység és a bérezés alakulása közötti különbségeket.** Az infláció és a demográfiai trendek mellett kockázatot jelent a balti államok **gazdasági ciklusainak relatíve alacsony szinkronizáltsága is**, ami magába rejti az aszimmetrikus sokkok lehetőségét.

Összeségében megállapítható, hogy a balti eurobevezetés sikerességének megítélése nemcsak a rövid vizsgálati időszak miatt nem egyértelmű. Ennek oka, hogy a bevezetés kapcsán felmerülő kockázatok beárnyékolják a három ország euroérettségét, miközben ki kell emelnünk, hogy ezek a kockázatok a korábban is rögzített árfolyamrendszer miatt nem közvetlenül az euróhoz kötődnek. Ugyanakkor az eurobevezetés a balti országok esetében inkább tekinthető pozitívnak, mint negatívnak. A három ország a válság során megmutatta, hogy **belső leértékelésen keresztül képes önálló monetáris politika nélkül is aránylag gyorsan helyreállítani a válság előtt kialakult egyensúlytalanságokat, ami ugyanakkor rövidtávon társadalmi költségekkel is járt.** Az unió átlagához viszonyított reálbérek csak 2015-ben érték el újra a válság előtti szintet, ami szerepet játszhat a továbbra is magas nettó kivándorlásban. Mindez azt mutatja, hogy az eurozónába újonnan belépők számára célszerű a **belső leértékelés szükségének elkerülése és ezért érdemes elsősorban a belépéssel kapcsolatos kocká-**

zatok proaktív kezelése. Emellett fontos szerepet játszott az, hogy **az euro hagyományosan nagyobb támogatottságot élvez a lakosság körében** a balti országokban, mint az uniós átlag, így a belső kiigazítás társadalmi hatása is mérsékeltebb, mint a déli államokban. Így a belső leértékelés kisebb társadalmi feszültséget eredményezett, mint a mediterrán államok esetén. Emellett a belső kiigazításnak köszönhetően viszonylag hamar újra indult a konvergencia az eurozónához a közös pénz bevezetését követően.

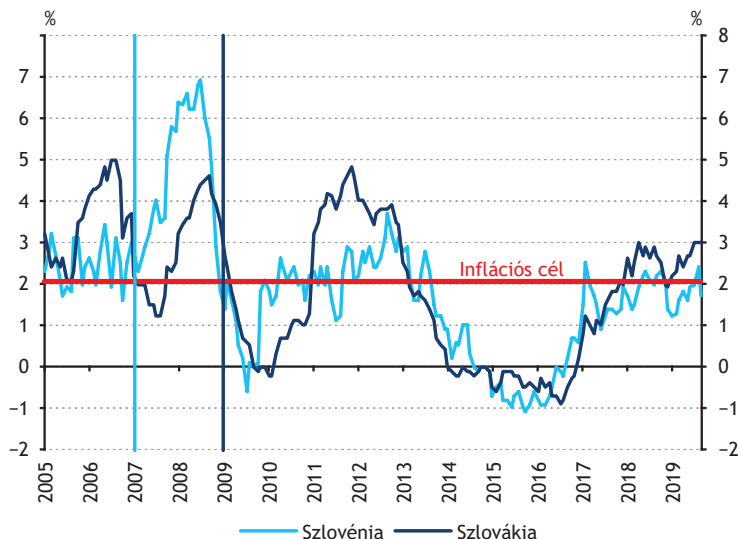
3.2.8. A szlovák és a szlovén eurobevezetés tanulságai

Közvetlen környezetünkben eddig Szlovénia és Szlovákia **vezette be a közös valutát, előbbi 2007-ben, míg utóbbi 2009-ben.** A két ország csatlakozással kapcsolatos, illetve azt követő tapasztalatai számos tanulsággal szolgálhatnak a magyar eurobevezetés kapcsán, tekintve, hogy **az euróval rendelkező országok közül e kettő hasonlít leginkább hazánkra gazdaságszerkezeti szempontból.** A két ország példájának elemzése azért is fontos, mert **Szlovákia esete megmutatja, hogy milyen módon vezethető be sikeresen a közös valuta úgy, hogy a hangsúly a csatlakozással kapcsolatos kockázatok – aszimmetrikus sokkok, termelékenységtől elszakadó bérek, túlfűtött gazdaság – minimalizálásán legyen.** Ez ellentétes a már korábban bemutatott balti államok esetétől, ahol a megoldást a rugalmasság és a három ország gyors alkalmazkodóképessége jelentette, ami viszont rövid távon számottevő mértékű társadalmi költségekkel járt. Szlovákiával szemben **Szlovénia esete pedig azt példázza, hogy a kockázatok minimalizálására összpontosító, bevezetéssel kapcsolatos erőfeszítések fenntartása nemcsak a bevezetést megelőzően, hanem a kockázatokat azt követően is kiemelten kell figyelni,** ugyanis enélkül ugyanúgy felszínre kerülhetnek az eredetileg elkerülni kívánt problémák.

Szlovákia és Szlovénia esetében is közös vonás, hogy az euro-bevezetés előtt a maastrichti kritériumok teljesítése annak köszönhetően valósult meg, hogy a két ország olyan **gazdasági és gazdaságpolitikai szerkezetet alakított ki, ami hosszabb távon nemcsak a kritériumok teljesítését, hanem akár a közös valutából eredő kockázatokat is mérsékelni tudja.** Ugyanakkor a két ország között jelentős különbség, hogy míg **Szlovákiában a bevezetést követően is fennmaradt** az ezt biztosító rendszer, **addig ez Szlovéniában felbomlott,** így a pénzügyi válság kitörésével az ország a dél-európai államokhoz hasonló problémákkal szembesült.

A maastrichti kritériumok esetében mindkét ország számára az infláció leszorítása jelentette a legnagyobb kihívást. Szlovéniát és Szlovákiát is magas infláció jellemezte a 2000-es évek elején. Szlovéniában az euro mihamarabbi bevezetésének érdekében a 2000-es év 9 százalékos inflációs rátáját mintegy 6 százalékponttal sikerült leszorítani a csatlakozás előtti évig, ezzel 2005 végére teljesítve a maastrichti inflációs kritériumot (3-10. ábra). **Az infláció dinamikus és folyamatos csökkenése a kormányzat és a Szlovén Központi Bank közötti együttműködésnek és koordinált gazdaságpolitikának volt köszönhető** (Európai Bizottság, 2006). Ennek volt része a **centralizált, háromoldalú bérmegállapodások rendszere,** amely az állami- és a privátszférát is átfogta. Ez az inflációs várakozások csökkentése mellett **biztosította a bérek és a termelékenység-növekedés kapcsolatát** is, ami stabilizálta az ország költség-versenyképességét. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy az országban növekedési áldozatok nélkül, **gyors reálgazdasági konvergencia mellett sikerült csökkenteni az infláció mértékét.**

3-10. ábra: Infláció alakulása a kelet-közép-európai eurozóna tagországokban



Megjegyzés: A függőleges vonalak az adott színnel jelölt ország eurozónához való csatlakozásának évét jelölik. A vízszintes vonal az EKB inflációs célját jelöli.

Forrás: Eurostat.

Szlovéniához hasonlóan Szlovákiának is meg kellett küzdenie a volatilis és magas inflációval a maastrichti kritériumok teljesítéséhez. Az országot a 2000-es évek elején még 10 százalék feletti infláció jellemezte, amit 2002-ben sikerült 3,5 százalékra leszorítani, de a ráta az azt követő két évben átmenetileg újra megugrott. **Az infláció változékonyságát és több évben tapasztalható magas szintjét nagy részben a kormányzati intézkedések – szabályozott árak, illetve indirekt adók változása – hatásai magyarázták.** A Szlovák Nemzeti Bank számításai szerint a 2000-es évek elején tapasztalható infláció négyötöde ebből a tényezőből származott, míg **az ezektől szűrt alapfolyamatok már nem voltak jelentősen magasabbak a Nyugat-Európában tapasztalhatónál** (Szlovák Nemzeti Bank, 2003). Bár a kormányzati intézkedések csak átmeneti hatást gyakoroltak az árdinamikára, az ország az inflációs várakozások lehorgonyzásához

megszorító monetáris politikát alkalmazott. Ezt szolgálta a 2004 végétől érvényes új monetáris politikai irányvonal, ami az inflációs cél kitűzésével és a szlovák korona felértékelődésével szembeni toleranciájával járult hozzá a csökkenő inflációs várakozásokhoz (Európai Bizottság, 2008). **A mérséklődő várakozások mellett a működőtőke-beáramláson alapuló gyors növekedés és az árfolyamfelértékelődés begyűrűzése is hozzájárult a dezinflációhoz.**

A költségvetési kritériumok tekintetében Szlovénia már az unióhoz való csatlakozás előtt is prudens és fegyelmezett költségvetési politikát folytatott. A GDP-arányos deficit már a 90-es évek közepétől – két év, 2001 és 2002 kivételével – 3 százalék alatt volt, és az államadósság sem érte el a 30 százalékot. Így az ország esetében az euro bevezetéséhez nem volt szükség jelentős fiskális irányváltásra. Ugyanakkor az alacsony hiány és államadósság ellenére a válságot követően kritika érte a szlovén gazdaságpolitikát arra vonatkozóan, hogy a ciklikus pozíciót is figyelembe véve túlzottan laza volt a fiskális politika a válságot megelőző években és ez szűkítette a kormányzat mozgásterét a későbbi recesszió idején (Verbič et al., 2013).

Északi szomszédunknak nemcsak az inflációs cél elérése jelentett kihívást, hanem komolyabb fiskális reformokra volt szükség a deficitcél elérése érdekében is. A fiskális fegyelem bevezetésével és az 1999-től 2004-ig tartó folyamatos költségvetési reformok segítségével az ország egyszerre biztosította a 3 százalék alatti deficitet és a gyors gazdasági növekedés alapját adó külföldi működőtőke számára vonzó környezetet.

Az árfolyam-kritérium esetében Szlovéniában az árfolyamstabilitás a központi és a kereskedelmi bankok által végrehajtott, 2001-től kezdődő kooperatív devizapiaci intervenciók révén valósult meg. Mindezek következtében a szlovén tolar árfolyama 2004 júniusáig fokozatosan leértékelődött. Ezt követően a jegybank által kijelölt célárfolyam megfelelően töltötte be a horgonyszerepet, így az euro előszobáját jelentő ERM-II me-

chanizmusához való csatlakozás és a kezdeti rezsimváltást jelző jegybanki intervención kívül nem volt szükség az árfolyam kiigazításra és közvetlen jegybanki beavatkozásra.

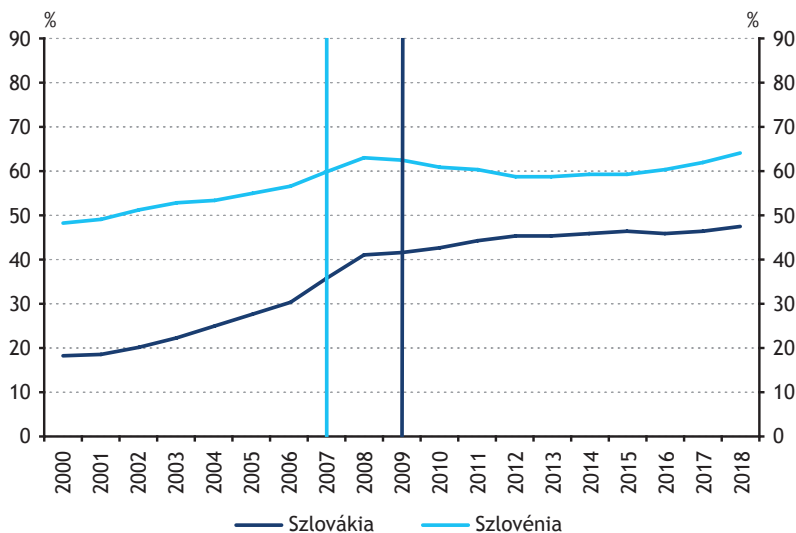
Szlovákiában az árfolyamkritérium teljesítése nem volt zökkenőmentes. Mivel az országban a dezinfláció a tőkebeáramláson és szlovák korona ebből eredő felértékelődésén keresztül valósult meg, így az ország hiába lépett be 2005 novemberében az ERM-II rendszerbe, 2007 elején a jegybank kénytelen volt átértékelni a korona/euro árfolyam központi paritását a felértékelési nyomás miatt. Ez az átértékelés két évvel tolta ki az eurozónához való csatlakozás lehetőségét. Ez azonban nem jelentett számottevő mértékű késést az eredeti bevezetési tervekhez képest, ugyanis a szlovák kormány és központi bank által 2003-ban készített eurobevezetési stratégiában 2008 és 2010 közötti bevezetési terv szerepelt (Szlovák Nemzeti Bank, 2003).

A GDP felzárkózás tekintetében a 2004-ben az unióhoz csatlakozó országok közül Szlovénia – Ciprus mögött – a második legjobb helyzetben volt. Az unióba való belépés esetében az ország 12 eredeti taghoz viszonyított relatív fejlettsége meghaladta a 54 százalékot, ami a közös valuta bevezetésének idejére 60 százalék fölé emelkedett. Ezzel a közös valuta átvételének idejekor közel azonos vagy kisebb gazdasági lemaradással rendelkezett, mint a dél-európai országok 2000-ben.⁶⁸ Ezzel szemben Szlovákia relatív fejlettsége a 2004-es uniós csatlakozás idején mindössze negyed akkora volt, mint az euroövezet alapító tagjaié. Ugyanakkor az ország gyors konvergenciájának köszönhetően ez a 2009-es eurobevezetésre 41 százalékra emelkedett, még amellet is, hogy a válság következtében a felzárkózás átmenetileg megszakadt (3-11. ábra).

⁶⁸ 2000-ben Portugália egy főre jutó, GDP-je a 12 euroország átlagának 61 százaléka volt. Ugyanez Spanyolország esetében 81, míg Görögország esetében 66 százalék volt.

Szlovénia nemcsak a felzárkózottságban volt előnyben Szlovákiával szemben, hanem az üzleti ciklusai is szorosabban korreláltak az eurozónával. Ennél fogva Szlovénia gazdaságának eurozónával való harmonizáltsága a csatlakozás idején a legmagasabb volt az új belépők közül. A harmonizáltság szintje az ország eurozónához való csatlakozása óta lényegében nem változott, továbbra is a legmagasabb a kelet-közép-európai régióban. Szlovákia esetében csak kisebb mértékű harmonizáltság volt megfigyelhető a 2000-es évek elején (Darvas–Szapáry, 2004), amely azonban az elmúlt évtizedben számottevő mértékben növekedett.

3-11. ábra: A kelet-közép-európai országok konvergenciája az eurozónához



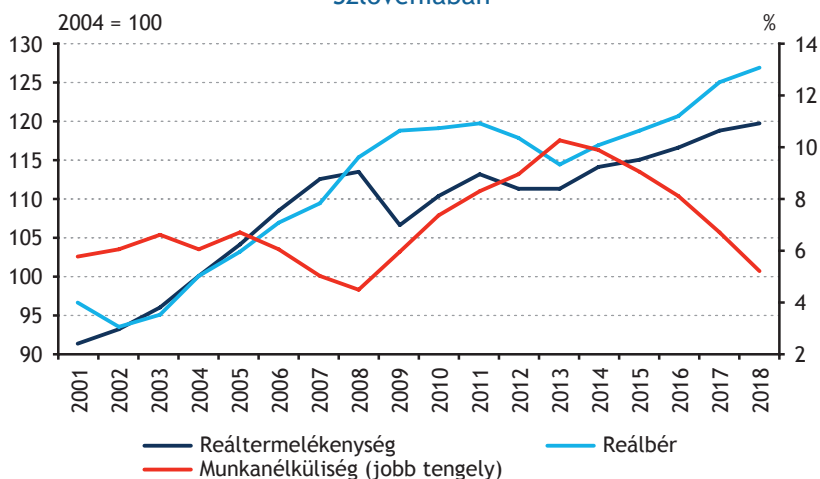
Megjegyzés: A 12 tagú eurozóna egy főre jutó GDP-jének százalékában. A függőleges vonalak az adott színnel jelölt ország eurozónához való csatlakozásának évét jelölik.
Forrás: Eurostat.

Összességében a konvergenciakritériumok teljesítése kapcsán kijelenthető, hogy Szlovénia zökkenőmentesebben tudta teljesíteni a nominális kritériumokat, miközben a reálgazdasági fejlettség szempontjából is jobb helyzetben

volt, mint Szlovákia. Mindez azt sugallja, hogy előbbi az euro-érettség szempontjából jobb helyzetben volt. Ezzel szemben az eurobevezetés utáni tapasztalatok és a **válságra adott reakciók azt mutatják, hogy a kezdeti előny ellenére Szlovákia eurobevezetése jóval kedvezőbben alakult, mint Szlovéniáé.** Míg előbbi esetében a válságot követően gyors kilábalás és az átmeneti megtorpanást követően folytatódó reálkonvergencia volt tapasztalható, addig Szlovéniát a mediterrán euroországokat jellemző hosszabb ideig tartó válság és a konvergencia tartós megtorpanása jellemezte.

A két ország közötti különbség az eurobevezetést követő gazdasági folyamatokban keresendő. Szlovénia példája – a dél-európai államokkal egyetemben – jól szemlélteti, **hogy miért fontos a stabil és alacsony inflációs környezet az eurozónába való belépés után. Az áremelkedés üteme** Szlovénia esetében már a csatlakozás évében **emelkedni kezdett,** melynek hatását felerősítette, hogy **megszűnt a korábban kulcsszerepet játszó háromoldalú bérmegállapodások rendszere.** Az emelkedő infláció a csatlakozást követő alacsony kamatkörnyezettel párosulva 0 százalék közelébe, illetve 2008-ban **negatív tartományba csökkentette a reálkamatokat, ami túlfűtött gazdaságot eredményezett.** A hitelállomány jelentősen megemelkedett és ez Spanyolország példájához hasonlóan **hitelbuborék kialakulásához vezetett.** Mindez nemcsak azal járt, hogy ennek eredményeképp az ország **a válság során nagyobb visszaesést volt kénytelen elszenvedni,** hanem azt is, hogy a gyorsuló áremelkedéssel párhuzamosan **a bérdinamika is megemelkedett.** Ezzel a termelékenység- és bérnövekedés üteme közötti kapcsolat gyengült, ami **csökkentette az ország versenyképességét** az eurozónával szembeni effektív reálárfolyam 2008 és 2010 között tartó felértékelődésén keresztül (3-12. ábra).

3-12. ábra: Termelékenység, bérek és munkanélküliség alakulása Szlovéniában



Forrás: Eurostat adatai alapján MNB-számítás.

A reálárfolyam-felértékelődés mellett a válság utáni igazodást megnehezítette, hogy az ország munkaerőpiaca uniós viszonylatban aránylag merev és a bérek alkalmazkodása nem tette lehetővé a válság előtti versenyképességi szint visszaállását. A munkaerőpiac lassú alkalmazkodását jelzi a munkanélküliségi ráta alakulása is, ami 2008 és 2013 között tartósan emelkedett és a válság előtti munkanélküliségi szint még 2016-ban sem állt helyre.

A lassú kilábalásban a szlovén bankrendszer helyzete is fontos szerepet játszott. A válság előtti túlhitelezés következtében 2012-re az ország bankrendszere rendelkezett a negyedik legmagasabb nemteljesítő hitelállománnyal az eurozónában.⁶⁹ Ez azonban nemcsak a hitelezést és így a gazdaság növekedését gátolta, hanem a központi költségvetést is nehéz helyzetbe hozta abból adódóan, hogy az országban a bankszektor magas

⁶⁹ 15,2 százalék a teljes hitelállomány százalékában. Ennél magasabb nemteljesítőhitel-arány csak Írországban (25 százalék), Görögországban (23,3) és Cipruson (18,4) volt. Forrás: IMF Financial Soundness Indicators.

állami tulajdon jellemzi és 2013-ban több bank állami mentő-csomagra szorult. Ennek következtében 2013-ban a költségvetési hiány átmenetileg a GDP 14 százaléka fölé emelkedett és az államadósság 2015-re meghaladta a GDP 80 százalékát.

Mindezek következtében Szlovénia eurobevezetés előtti eurozónához való gyors felzárkózása 2008-ban megszakadt, az egy főre jutó vásárlóerőparitáson mért GDP eurozónához viszonyított aránya 2015-ben alacsonyabb volt, mint a válság előtti szint. Tehát **Szlovénia esetében a közös valuta bevezetését követően a várakozásokkal ellentétben az ország konvergenciája nem gyorsult fel, és az euro nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket.**

Szlovákia eurobevezetési tapasztalatai jelentősen eltérnek a szlovén mintától. Az országban az euro bevezetésével párhuzamosan **az infláció nem gyorsult fel, bár ebben az is közrejátszott, hogy a válság kitörésével párhuzamosan vezette be az új valutát, és a recesszió visszafogta az árak növekedésének ütemét.** Ezt alátámasztja, hogy a kilábalással párhuzamosan az infláció 2011-ben 4,1 százalékra nőtt, ugyanakkor ennek mintegy harmadát az általános forgalmi adókulcsának 19-ről 20 százalékra való emelése magyarázza. A ráta még 2012-ben is meghaladta a maastrichti kritériumot – a szlovák infláció 3,7, míg az aktuális évi kritérium 3,1 százalék volt –, ugyanakkor **az ezt követő évben már újra alacsony szinten stabilizálódott az árak emelkedése a globálisan alacsony inflációs környezet következtében.**

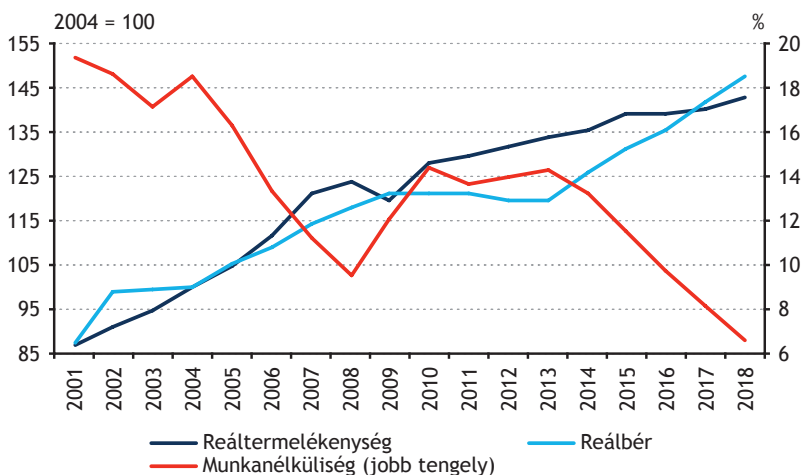
Az átmenetileg magas infláció azonban Szlovákia esetében nem párosult a Szlovéniánál tapasztalható gazdasági túlfűtöttséggel, ami részben az akkori nemzetközi pénzügyi környezet – kibontakozó európai szuverén adósságválság – mellett megjelenő magasabb **kockázatkerülői magatartás** magyaráz (Fidrmuc és szerzőtársai, 2013). Ugyanakkor a válság során tapasztalható átmeneti csökkenése után a nemzetgazdasági hitelállomány számottevő mértékben emelkedett, ami a háztartások GDP arányában mért eladósodottságának 2009 óta több mint másfélsze-

resére való emelkedéséhez köthető. Bár ez az **eladósodottsági szint uniós viszonylatban nem számít magasnak, de a növekvő trend kockázatot jelenthet**, figyelembe véve, hogy az uniót jelenleg egy ellentétes trend – a válság előtt felhalmozott túlzottan magas adósságállomány leépítése – jellemez. **A háztartások hitelállományának túlzott szintre emelkedése pedig a megfelelő makroprudenciális szabályozások hiányában hitelbuborék és így – az uniós trendtől való eltérés következtében – aszimmetrikus sokk kialakulásához vezethet.**

A 2000-es években bevezetett reformoknak hatására a szlovák munkaerőpiac flexibilitása számottevően nőtt. Az intézkedéseknek köszönhetően többek között a munkáltató számára kedvezőbbé váltak a munkaerő alkalmazásának feltételei, illetve csökkentek annak költségei is. Ezen tényezők hatására Szlovákiában a válság előtt a termelékenység és reálbérek összhangban alakultak. A munkaerőpiaci reformoknak – valamint az EU csatlakozásnak – köszönhetően jelentősen megnőtt az FDI beáramlás az országba (Jurajda – Mathernová, 2004). **A válságot követően a szlovén tapasztalattal ellentétben Szlovákiában nem bomlott fel a bérek és a termelékenység alakulása közötti egyensúly sem,** annak ellenére, hogy Szlovákiában az euro bevezetése előtt sem volt a szlovénhoz hasonló centralizált bérmegállapodási rendszer (3-13. ábra). **A bérek és a termelékenység közötti összhang fennmaradása annak volt köszönhető, hogy a szlovák termelékenység alakulása a válság és ezzel kapcsolatosan a növekedés motorját adó beáramló működőtőke átmeneti elapadása ellenére is dinamikus maradt.** Míg Szlovéniában a termelékenység közel 6 év után állt vissza a válság előtti szintre, addig a szlovák termelékenység a 2009-es átmeneti visszaesést követően folytatta a gyors növekedési dinamikát. **Ennek eredményeképp a szlovák gazdaság önálló monetáris politika nélkül is képes volt versenyképességének növelésére a válság idejében, ami elősegítette a gyorsabb**

kilábalást.⁷⁰ A termelékenységnövekedésen alapuló kilábalás azonban azzal is járt, hogy a szlovák munkanélküliségi ráta a gazdasági növekedés helyreállása után is tartósan magas szinten maradt és jelenleg is magasabb, mint a régiós átlag (Fidrmuc és szerzőtársai, 2013).

3-13. ábra: Termelékenység, bérek és munkanélküliség alakulása Szlovákiában



Forrás: Eurostat.

Szlovákia eurozónához való csatlakozásának sikeressége kapcsán kijelenthető, hogy bár az ország felzárkózása a válsághoz kapcsolódóan némileg lelassult, ugyanakkor a közös valuta bevezetése mellett is (vagy annak köszönhetően) **töretlen maradt**. Emellett pozitívként értékeli a közös valuta bevezetését Žúdel-Melioris (2016) is, akik 2011-ig mintegy 10 százalékos pozitív GDP hatást tulajdonítanak a közös valuta bevezetéséhez. Hozzá-

⁷⁰ Fontos azonban megjegyezni, hogy az eurobevezetés és az ország versenyképességének kapcsán vannak olyan vélemények, miszerint az ország kedvezőtlen állapotba került azáltal, hogy túlzottan erős árfolyam mellett vezette be az eurót (Fidrmuc és szerzőtársai, 2013), illetve a belépéssel kapcsolatos további felértékelődés közvetlenül a válság kirobbanásával párhuzamosan rontotta a szlovák vállalatok helyzetét (Lalinsky, 2010).

teszik azonban, hogy a válság kitörése miatt az ország számára szignifikánsan kedvezőbb lett volna csak 2010-ben bevezetni az eurót.

A két ország eurozónához való csatlakozása kapcsán tehát összességében kijelenthető, hogy a fő különbség a közös valuta bevezetése utáni eltérő úthoz köthető. Bár mindkét ország gazdaságpolitikája a maastrichti kritériumok teljesítésével párhuzamosan az euróval kapcsolatos kockázatok minimalizálására törekedett, ez az irány Szlovénia esetében a közös valuta átvétele után megszakadt. Így Szlovéniában ugyanúgy kialakult a dél-európai és balti gazdaságokat jellemző túlfűtöttség, miközben az emiatt kialakult egyensúlytalanságokat nem sikerült a válság kitörése után gyorsan helyreállítani, mint a balti államok esetében. Ezzel Szlovénia esetében volt a legköltségesebb az euro bevezetése annak ellenére, hogy a csatlakozáskor az új tagok között a legeuroérettebbnek volt tekinthető. Mindez azt támasztja alá, hogy az euróból eredő esetleges kockázatok kiemelt figyelemmel kísérése és kezelése nemcsak a bevezetés előtt, hanem azt követően is fontosak.

Felhasznált irodalom

- Abreu, O. (2006): *Portugal's boom and bust: lessons for euro newcomers*. ECFIN Country Focus, Volume 3, Issue 16.
- Akin, O. – Montalvo, J. G. – Villar, J. G. – Peydró, J. – Raya, J. M. (2014): *The real estate and credit bubble: evidence from Spain*. Journal of the Spanish Economic Association, SERIEs (2014) 5, pp. 223–243.
- Alesina, A. – Özler, S. – Roubini, N. – Swagel, P. (1996): *Political Instability and Economic Growth*. NBER Working Paper No. 4173.
- Bennett, H. – Escolano, J. – Fabrizio, S. – Gutiérrez, E. – Ivashchenko, I. – Lissovolik, B. – Moreno-Badia, M. – Schule, W. – Tokarick, S. – Xiao, Y. – Zarnic, Z. (2008): *Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal and Spain*. IMF Working Paper, WP/08/112, IMF, April 2008.
- Cencig, E. (2012): *Italy's economy in the euro zone crisis and Monti's reform agenda*. Working Paper FG 1, 2012/05, September 2012, SWP Berling.

Darvas Zs. – Szapáry Gy. (2004): *Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU*. Open Economies Review 19(1), p. 1-19, 2008. február.

Európai Bizottság (2006): *Convergence Report on Slovenia*. European Economy, Special Report, No. 2., pp. 43–50.

Európai Bizottság (2008): *Convergence Report*. European Economy, No. 3.

Európai Bizottság (2010): *Convergence Report*. European Economy, No. 3.

Európai Bizottság (2013): *Convergence Report on Latvia*. European Economy, No. 3

Európai Bizottság (2014): *Convergence Report*. European Economy, No. 4.

Fana, M. – Guarascio, D. – Cirillo, V. (2015): *Labour Market Reforms in Italy: Evaluating the Effects of the Job Act*. ISI Growth Working Paper.

Fidrmuc, J. – Klein, C. – Price, R. W. – Wörgötter, A. (2013): *Slovakia: Catching Up Euro Area Member In and Out of the Crisis*. OECD Economics Department Working Papers, No. 1019.

Fidrmuc, J. – Korhonen, I. (2006): *Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation Between the Euro Area and the CEECs*. CESifo Working Paper No. 1693.

Gros, D. (2011): *Fiscal and monetary policy asymmetries in a common currency area*. Briefing note, European Parliament, Directorate General for internal policies, IP/A/ECON/NT/2011-02, June 2011
International Monetary Fund – IMF (1999): *Spain: 1999 Article IV Consultation Mission*; IMF, March 1999.

Gros, D. (2015): *The Eurozone crisis and foreign debt*. The Eurozone Crisis, VoxEU.org, CEPR Press 2015
IMF (2000): *Spain: The 2000 Article IV Consultation—Staff Report*; IMF, November 2000, IMF Staff Country Report no. 00/151.

IMF (1999): *Spain: 1999 Article IV Consultation Mission*; IMF, March 1999

IMF (2000): *Spain: The 2000 Article IV Consultation – Staff Report*; IMF, October 2000, IMF Country Report no. 00/151

IMF (2001): *Greece: 2000 Article IV Consultation – Staff Report*; IMF, March 2001, IMF Country Report, no. 01/52

IMF (2002): *Portugal: 2002 Article IV Consultation – Staff Report*; IMF, April 2002, IMF Country Report no. 02/90

IMF (2006): *Portugal: 2006 Article IV Consultation—Staff Report*; IMF, October 2006, IMF Country Report no. 06/377

IMF (2009a): *Greece: 2009 Article IV Consultation—Staff Report*; IMF, August 2009, IMF Country Report no. 09/244

IMF (2009b): *Spain: 2008 Article IV Consultation—Staff Report*; IMF, April 2009, IMF Country Report no. 09/128

Jurajda, S. – Mathernová, K. (2004): *How to Overhaul the Labor Market: Political Economy of Recent Czech and Slovak Reforms*, Background paper prepared for the World Development Report 2005.

Kattel, R. – Raudla, R. (2012): *The Baltic States and the Crisis of 2008–2011*. Europe–Asia Studies, Vol. 65, No. 3., pp. 426–449.

Kouretas, G. P. – Vlamis, P. (2010): *The Greek crisis: causes and implications*. Panoecomicus, 2010, 4. pp. 391–404.

Lalinsky, T. (2010): *Business competitiveness after euro adoption in Slovakia*. National Bank of Slovakia Occasional Paper, No. 3.

López, I. – Rodríguez, E. (2011): *The Spanish model*. New Left Review 69, May-June 2011.

Lyrintzis, C. (2011): *Greek Politics in the Era of Economic Crisis: Reassessing Causes and Effects*; Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, March 2011, The Hellenic Observatory, The European Institute, London School of Economics.

Makrydakis, S. – Tzavalis, E. – Baloussias, A. (1999): *Policy regime changes and the long-run sustainability of fiscal policy: an application to Greece*. Economic Modelling 16, 1999, pp. 71–86.

Marer, P. (2015): *The Euro and East Europe: Six Insider, Six Outsiders; Why So?*

Masso, J. – Krillo, K. (2011): *Labour Markets in the Baltic States During the Crisis 2008–2009: The Effect on Different Labour Market Groups*. The University of Tartu Faculty of Economics and Business Administration Working Paper, No. 79.

Park, Kang H. (2015): *Lessons and Implications from the European Sovereign Debt Crisis*. Journal of Finance and Economics, Volume 3, Issue 3, 72–88.

De Grauwe, P. (2015): *Design failures of the Eurozone, The Eurozone Crisis*. VoxEU.org, CEPR Press 2015.

Romero, J. – Jiménez, F. – Villoria, M. (2012): *(Un)sustainable territories: causes of the speculative bubble in Spain (1996–2010) and its territorial, environmental, and sociopolitical consequences*. Environment and Planning C Government and Policy; June 2012.

Stanisic, N. (2013): *Convergence between the business cycles of Central and Eastern European countries and the Euro area*. Baltic Journal of Economics, Baltic International Centre for Economic Policy Studies, vol. 13(1), 63–74.

Szlovák Nemzeti Bank (2003): *Strategy of the Slovak Republic for Adoption of the Euro*. BIATEC, VOL. 9, No. 8, pp. 1–9.

Tridico, P. (2012): *Italy from Economic Decline to the Current Crisis*. Astril.

Verbič, M. – Srakar, A. – Majcen, B. – Čok, M. (2016): *Slovenian public finances through the financial crisis*. Teorija in praksa, Vol. 53, No. 1, pp. 203–227.

Wolf, M (2014): *The shifts and the shocks*. Penguin Books, London.

Žudel, B. – Melioris, L. (2016): *Five years in a balloon: Estimating the effects of euro adoption in Slovakia using the synthetic control method*. OECD Economic Department Working Papers, No.

4.

Sikeres eurozóna -
a csatlakozáshoz szükséges
kritériumok a XXI. században

4.1.

Maastricht 2.0

Berta Dávid – Csorba Norbert –
Csutiné Baranyai Judit – Komlóssy Laura –
P. Kiss Gábor – Palicz Alexandr Maxim –
Pásztor Szabolcs – Soós Gábor Dániel

A korábbi fejezetek alapján nyilvánvaló, hogy az euroövezet evolúciójának meghatározó iránya az intézményi struktúra teljessé tétele lenne a fiskális és tőkepiaci unió megvalósításával. Azonban az is látható, hogy ennek megvalósulása rövid-, illetve középtávon nem várható. Ebből kifolyólag a csatlakozó országok számára a reálgazdasági kritériumok teljesítése is szükségessé válik a sikeres eurobevezetés érdekében. Ezen kritériumok mérlegelése során kiemelt jelentőséggel bír a megfelelő reálgazdasági fejlettségi szint kiértékelése, mivel minél közelebb van egy gazdaság az eurozóna fejlettségéhez, annál kisebb a felzárkózásból következő inflációs többlet. Általánosan elmondható, hogy kilencven százalékos fejlettségi szint közelében a felzárkózásból adódó inflációs többlet már elhanyagolható mértékű. Ilyen esetben a közös monetáris politika hasonló reálkamatlábat és monetáris irányultságot eredményez. A reálgazdasági fejlettség mellett szintén kiemelkedő jelentőséggel bír az üzleti és pénzügyi ciklusok megfelelő mértékű harmonizáltsága. A kölcsönösen előnyös csatlakozáshoz a pénzügyi ciklusok magas korrelációja is hozzájárulhat. A magasfokú szinkronizáltság garantálhatja, hogy a csatlakozni szándékozó ország és az eurozóna a pénzügyi rendszer szempontjából hasonlóan reagáljon a gazdasági sokkokra.

További reálgazdasági szempont a gazdasági szereplők termelékenységi és versenyképességi helyzetének harmonizáltsága. A felzárkózó gazdaságok kkv szektora még nem olyan versenyképes, mint a fejlett nyugat-európai gazdaságok esetén. Ezért a finanszírozás fenntartása, támogatása kiemelten fontos feladat az önálló monetáris politika számára, amennyiben sebezhető, alacsony termelékenységgű, zömében ha-

zai tulajdonú kkv szektor. Éppen ezért fontos, hogy az eurozónába való belépéskor a kkv szektor versenyképessége és termelékenysége megfelelően magas legyen, így a hitelezési ciklus lejtmenetében sem várható jelentős hitelszűke, így kisebb feladat hárulna az önálló monetáris politikára. Emellett nemzetközi tapasztalat, hogy a kkv szektor nagyvállalatokhoz viszonyított alacsonyabb termelékenysége átlagosan nagyobb inflációval jár együtt. Továbbá a versenyképességben nagy szerepe van az országok diverzifikált exportportfóliójának és magas hozzáadott érték előállításának. Az EU gazdaságait vizsgálva megállapítható, hogy azt jelentős vállalati dualitás jellemzi, amely a kkv-k és nagyvállalatok közötti magas termelékenységi eltérések alapján is azonosítható.

A pénzügyi rendszer megfelelő mélysége is fontos szempont a monetáris unióhoz történő csatlakozás előtt, mivel az hozzájárulhat ahhoz, hogy a megnövekedett tőkeáramlás következtében ne alakuljon ki függőség a külföldi tőke iránt, valamint a tőkeáramlás felerősödése ne eredményezzen túlzott hitelezést és prociklikus gazdasági folyamatokat. Továbbá nem elhanyagolható szempont, hogy ezt a mélységet milyen ciklikus pozíció mellett éri el az adott ország bankrendszere. Az egyensúlyhiánnyal küzdő bankrendszerek hosszú távon nem fenntartható pályán mozognak, és a monetáris unióba történő integrálódás feltételeit csak látszólag teljesítik. A mennyiségi kérdéseken túl fontos az is, hogy a hazai pénzügyi intézményrendszer versenyképes legyen európai összehasonlításban, azaz a termékek és szolgáltatások megfelelő árak és megfelelő költségek mellett, széles körben hozzáférhető módon legyenek elérhetők a gazdasági szereplők számára.

Annak érdekében, hogy az eurobevezetés feltételrendszerének teljesítése ne okozzon társadalmi károkat, megfelelően kell időzíteni a fiskális paraméterek elérését. Ehhez szükség van a munkaerőpiac helyzetére vonatkozó kritériumra, ami a teljes foglalkoztatás elérését és fenntartását jelenti. Akkor kell tehát magas fiskális mozgástérrel, alacsony hiánnyal és adósságrátával csatlakozni az eurozónához, amennyiben nincs ciklikus munkanélküliség. Ebben az esetben ugyanis az anticiklikus politika és a zónában szükséges fiskális mozgástér egyaránt a kiegyensúlyozott költségvetés irányába mutat. A 2008-as gazdasági válság rámutatott,

hogy az euroövezet fenntartható működéséhez a fiskális politikai fenntarthatóság mellett kiemelt szerepe van a pénzügyi stabilitás megőrzését, a bankok ellenállóképességének fenntartását és az esetleges bankválságok rendezett megoldását támogató szakpolitikáknak. Az euroövezethez csatlakozni szándékozó tagállamoknak ezért az euroövezethez való konvergenciát támogatni képes, az aszimmetrikus sokkok előfordulásának kockázatát minimalizáló makro- és mikroprudenciális, valamint szanálási eszköztárral kell rendelkezniük. Ezen jogkörök hatékonyan működő intézményi modellben való ellátása támogatja a pénzügyi stabilitás megőrzését és a hatásos válságkezelést.

A múltbeli tapasztalatok alapján szükségessé vált a maastrichti kritériumok költségvetési feltételeinek módosítása, amellyel kapcsolatban két különböző alternatíva is figyelmet érdemelhet. A jelenlegi fiskális keretrendszer alapját képező hiány- és adósságmutató megtartása, de annak frissítése szellemében érdemes a költségvetés hosszú távú strukturális hiányát a magasabb államadóssággal rendelkező tagállamok számára a nullához, míg a fenntarthatóbb államháztartási pénzügyekkel bírók számára a GDP 1-2 százalékához közelíteni. Továbbá, az elérendő GDP-arányos adósságráta szintjét érdemes 50 százalékra mérsékelni. Alternatív javaslatként felmerülhet a szabályrendszer átdolgozása olyan módon, hogy a fiskális politika hosszabb távú horgonyát egy elérni kívánt adósságcél adja, amely tagállamonként eltérő lehet. Az elérni kívánt adósságcélhoz vezető pályát pedig a költségvetés által kontrollált diszkrecionális tételekből adódó – adóintézkedéssel korrigált – kiadási szabály biztosítsa. Ezen felvetés egybeesik az Európai Költségvetési Tanácsnak az európai fiskális keretrendszer jelentős megújítására vonatkozó javaslatával.

4.1.1. Bevezetés

Az eurozóna jelenleg nem optimális valutaövezet. Az euroövezet a monetáris stabilitás elérésére törekszik, ezért a Maastrichti Szerződés az optimális valutaövezetek-elmélet reálkritériumai-val 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. Az elmúlt két évtized tapasztalata alapján önmagában a maastrichti nominális kritériumok teljesítése nem garantálja azt, hogy az euroövezet megfeleljen az optimális valutaövezetnek.

Az eredeti kritériumrendszer felülvizsgálatra szorul. A korábbi fejezetek elemzései rámutattak, hogy az eddigi feltételek nem garantálják sem az újonnan csatlakozók, sem az övezet országai számára a fenntartható konvergenciát. A maastrichti kritériumok nem biztosították a tagországok közötti teljes konvergenciát, azok csak részlegesen valósultak meg. A maastrichti kritériumok figyelmen kívül hagyták a reálgazdasági (munkaerő mobilitás, termelékenység), valamint tőkeáramlási (folyó fizetési mérlegek, megtakarítási ráták) szempontokat. Az eurozóna 2008-as válsága rávilágított arra, hogy békeidőben a kritériumok képesek egy részleges konvergenciát elősegíteni a tagállamok között, ugyanakkor recesszió időszakában az országok közötti strukturális különbségek miatt képtelenek megakadályozni a divergenciát.

Az inflációs és kamatkonvergencia feltételei ugyan nagyobb részt teljesültek a csatlakozást megelőzően és azt követően is, ugyanakkor hozamokban és inflációs rátákban különböző folyamatok zajlottak le az eurozóna tagállamai között. A válságot megelőző kamatkonvergencia és az inflációs rátákban megfigyelt divergencia összességében a reálkamatok szétválását eredményezte. Ennek következményeként a folyó fizetési mérlegek is divergenciát mutattak. Továbbá emelkedett az ingatla-

nár-buborékok kialakulásának esélye a perifériaországokban és csökkent a hatékony beruházások aránya, ami a termelékenység növekedésének lassulásához is hozzájárult.

A költségvetéssel kapcsolatos eredeti kritériumok teljesülése problémásnak bizonyult: a feltétel szerint egyfelől 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 (Nagy-Virág, 2017).

A jelenlegi szabályok hiányossága, hogy az anticiklikus fiskális politika folytatása – egyéni és övezeti szinten is – korlátozott. A kritériumok további számottevő hiányossága, hogy az államadósságon túl nem veszik figyelembe a magánadósságok alakulását. A magánszektor túlzott mértékű, adott esetben felelőtlen eladósodása - különösen a gazdaságot érő sokkok esetében - jelentős bankrendszeri problémákhoz vezethet. Végül a növekedés fenntarthatósága szempontjából meghatározó külső egyensúlyi pozíció kérdését vizsgáló kritérium sem került meghatározásra: nincs olyan átfogó mechanizmus, amely az egyensúlytalanságokat fenntartható tartományba terelné vissza vagy korrigálná.

A fenti hiányosságokat figyelembe véve egy olyan kritériumrendszer felállítására tesz javaslatot a fejezet, amely három elem kombinációjaként – az eredeti feltételek egy részének megtartása, egyesek módosítása és új kritériumok megfogalmazásaként – határozható meg. Az árstabilitási kritérium tekintetében problémát jelent a tartósan alacsony inflációs környezet, amelynek következtében a referenciaországok áremelkedési üteme akár negatív is lehet. Az eurozónához való csatlakozás tekintetében azonban sem a túl magas, sem a túl alacsony infláció nem kívánatos. Emiatt célszerű a 3 legalacsonyabb pozitív inflá-

cióval rendelkező EU-tagállam inflációs rátájához hasonlítani a csatlakozni szándékozó országok áremelkedését (korábban nem volt feltétel a pozitív infláció). Hasonlóképpen, a hozamkritérium esetében is érdemes a 3 legalacsonyabb pozitív inflációval rendelkező tagállam hosszú távú hozamaihoz viszonyítani a célértéket. A valutaövezetekhez való csatlakozással felértékelődik a költségvetési politika szerepe: a fiskális mozgástér elsősorban válságok, külső aszimmetrikus sokkok idején képes megfelelő rugalmasságot biztosítani. Az MNB álláspontja szerint a költségvetési kritériumok kialakításánál szükséges figyelembe venni az olyan országspecifikus tényezőket, mint a tagállamok adósságrátája, illetve azok ciklikus helyzete. Az államadósság mértékéhez kötött hiány-cél, illetve a strukturális egyenleg alkalmazása biztosítja a megfelelő mértékű mozgástér kialakítását, illetve szükség esetén engedi az anticiklikus beavatkozást. Az árfolyamstabilitás esetében pedig a jelenlegi 2 év helyett 3-5 évnyi ERM II tagság ajánlott az eredeti maastrichti feltételek mellett.

Ezen felül az eredeti 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 új kritériumoknak ki kell terjedniük a gazdaság fejlettségére, a munkaerőpiaci helyzetre, az üzleti és pénzügyi ciklusok szinkronizáltságára, a versenyképességre, a pénzügyi szektorra és az anticiklikus fiskális politikákra. E pontokat együttesen és feltételesen érdemes vizsgálni. A fejezetben a lehetséges új kritériumok alkalmazására teszünk javaslatot.

4.1.2. Megfelelő fejlettségi fázis

Kritérium összegzés: Az egy főre jutó GDP és a bérszínvonal érje el az eurozóna legalább 90 százalékát.

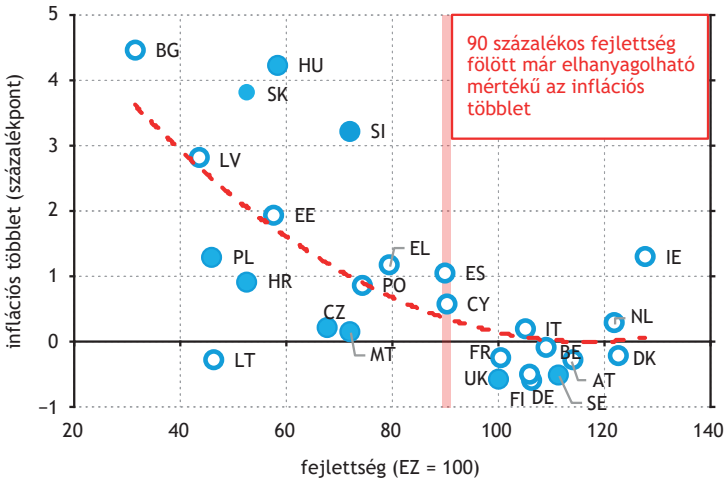
Indoklás: Minél közelebb van egy gazdaság az eurozóna fejlettségéhez, annál kisebb a felzárkózásból következő inflációs többlet. 90 százalékos

fejlettségi szint közelében a felzárkózásból adódó inflációs többlet már elhanyagolható mértékű, így a közös monetáris politika hasonló reálkamatlábat és monetáris irányultságot eredményez.

Egy monetáris unióban, ahol a központi bank elsődleges mandátuma az árstabilitás elérése és fenntartása kiemelt jelentőségű, hogy milyen mértékűek az inflációs különbségek az egyes országok között. A reálgazdasági fejlettség, illetve felzárkózás úgy kapcsolódik az inflációs pályához, hogy a felzárkózási folyamat a reálárfolyamok felértékelődésével jár együtt. Ezt a jelenséget nevezik Penn-hatásnak, és bár az okairól (például a Balassa-Samuelson hatásról, annak erősségéről) vita folyik a közgazdászok között, ugyanakkor továbbra is statisztikailag kimutatható a fejlett és a közepesen fejlett gazdaságok esetén. Amennyiben egy ország a fejlettség relatív alacsony szintjén csatlakozik az övezethez, abban az esetben a reálfelértékelődésnek csak az inflációs csatornája lehet effektív. A magasabb infláció az euroövezet többi országához képest alacsonyabb reálkamatlábat eredményez, ami a monetáris irányultság eltérését, esetleges makrogazdasági kockázatok felépülését eredményezi.

Fontos megvizsgálni az eurozóna tapasztalatait abból a szempontból, hogy a fejlettségi szint függvényében hogyan alakult az egyes országokra jellemző inflációs többlet (4-1. ábra). Kiemelt figyelmet érdemelnek azok az országok az eurozónán kívül, amelyek valutatanácsi rendszerben működtek (például Bulgária, vagy a balti államok). A rögzített árfolyam ugyanis inflációs szempontból hasonló következményekkel jár, mint az eurozónához történő csatlakozás. Nemzetközi tapasztalatok alapján 90 százalékos fejlettségi szint közelében már elhanyagolható a felzárkózásból adódó inflációs többlet így a közös monetáris politika hasonló reálkamatlábat és monetáris irányultságot eredményez. A reálgazdasági konvergenciával párhuzamosan pedig a bér konvergenciájának is meg kell valósulnia jóléti szempontoknak megfelelően.

4-1. ábra: A fejlettség és az inflációs többlet kapcsolata

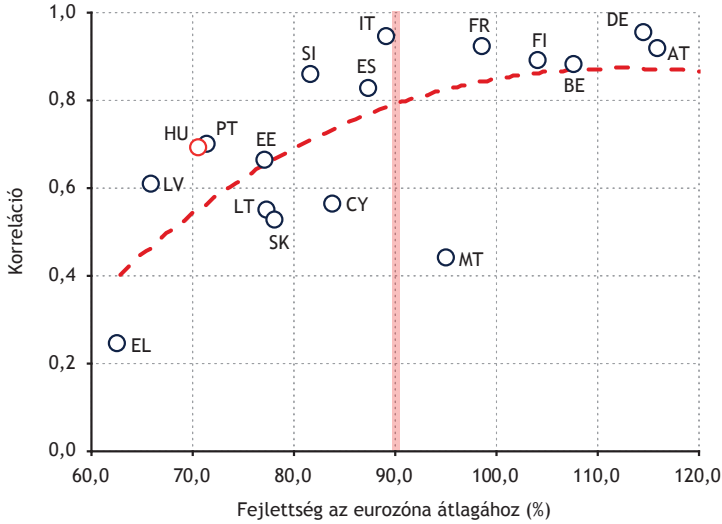


Megjegyzés: A fejlettség az egy főre jutó (PPP alapú) GDP alapján. Az inflációs többlet az eurozóna inflációjához viszonyított eltérés. Az értékek 2000-2007 átlagában szerepelnek. Üres karikával az eurót használó vagy az euróhoz rögzített árfolyamú országokat jelöltük.

Forrás: WDI adatok alapján MNB-számítás.

A reálgazdasági fejlettség más szempontból is kiemelten fontos. Bár majd egy későbbi részben reflektálunk rá, a gazdasági ciklusok harmonizáltsága elengedhetetlen egy közös monetáris unió esetén. **A reálgazdasági konvergencia egyúttal az üzleti ciklusok harmonizációval is együtt jár** (4-2. ábra). És miután a valutaövezetbe belépést követően a közös monetáris kondíciók akkor fejthetik ki optimálisan hatásukat, ha a benne szereplő gazdaságok ciklikus pozíciója hasonló, illetve minél erősebb együttmozgást mutat. Így a reálgazdasági konvergencia egyúttal segíti ezt a fajta együttmozgást, hozzájárulva ezáltal a közös monetáris politika hatékonyságához.

4-2. ábra: Fejlettség és az üzleti ciklusok szinkronizációjának kapcsolata



Megjegyzés: Korrelációk az EA12 országaihoz.

Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás.

4.1.3. Üzleti és pénzügyi ciklus harmonizáció

Kritérium összegzés: Szinkronizált üzleti és pénzügyi ciklusok.

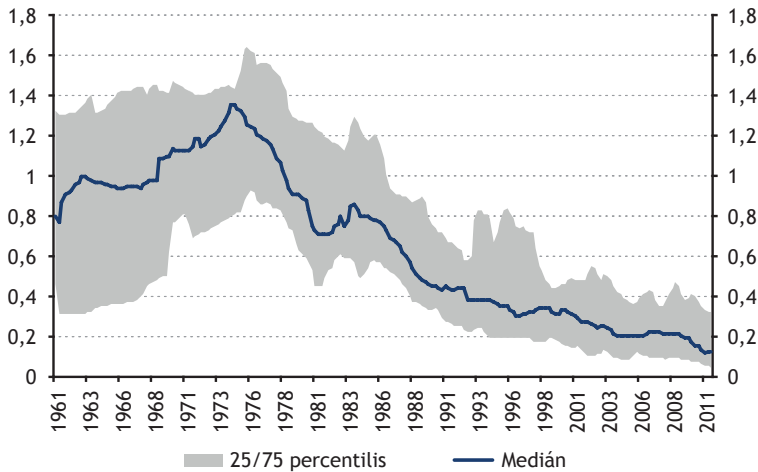
Indoklás: A közös monetáris politika akkor fejtheti ki optimálisan hatását, ha a benne szereplő gazdaságok ciklikus pozíciója hasonló, illetve minél erősebb együttmozgást mutat. A pénzügyi ciklusok magasfokú szinkronizáltsága garantálhatja, hogy a csatlakozni szándékozó ország és az eurozóna a pénzügyi rendszer szempontjából hasonlóan reagáljon a gazdasági sokkokra, mivel a gazdasági és gazdaságpolitikai változások másképp hatnak a ciklus különböző szakaszaiban.

A közös valutaövezetből származó előnyök vizsgálata során hangsúlyos szerepe van az eredeti maastrichti kritériumokon kívül az üzleti ciklusok szinkronizációjának. Egy gazdaságban

időnként fellendülési, máskor visszaesési időszakokat figyelhetünk meg. A gazdaságok teljesítményét követhetik hosszabb, rövidebb fellendülések és visszaesések, mely ingadozások közel 8-10 éves periódusonként követik egymást. Ezen üzleti ciklusok időbeli együttmozgása (szinkronizációja) fontos szempont az adott ország és euroövezet egészének vonatkozásában. A valutaövezetből származó előnyök jelentős mértékben függnak attól, hogy a benne részt vevő országok mennyire mutatnak hasonló gazdasági jellemzőket. Ha az üzleti és pénzügyi ciklusok harmonizáltak, akkor az anticiklikus monetáris politika költsége minimalizálható. Az ún. OCA-elmélet (Optimális valutaövezet elmélet) szerint egy közös valuta több országra vonatkoztatva akkor tartható fenn, ha a térség gazdaságilag nagymértékben integrált.

Esetünkben a gazdasági ciklusok szinkronizációja alapvetően azt jelenti, hogy a tagjelölt gazdaság rövid és középtávú ingadozásai mennyire kötődnek a valutaunió ciklusaihoz. Az infláció harmonizáltsága az eredeti maastrichti kritériumok egyike, így a közös valutaövezetbe csatlakozni kívánó gazdaságnak e feltételt is teljesítenie kell. Ugyanakkor az inflációs és a gazdaság ciklikus pozíciója közötti kapcsolat az elmúlt évtizedekben jelentősen csökkent (4-3. ábra). Ez azt eredményezi, hogy az infláció önmagában egyre kevesebb információval szolgál az adott gazdaság ciklikus helyzetéről. Ezért fontos, hogy külön a ciklikus helyzetre is figyelemmel legyünk, szélesebb és pontosabb helyzetképet kapjunk ezáltal a gazdasági folyamatokról.

4-3. ábra: A Phillips-görbe meredekségének változása



Megjegyzés: A Phillips-görbe meredeksége a realgazdaság és az infláció közötti kapcsolatot ragadja meg.

Forrás: IMF (2013).

Az üzleti ciklusokat legegyszerűbben a kibocsátási réssel ragadhatjuk meg. Egy egyszerű példával szemléltetjük az üzleti harmonizáció fontosságát. Tegyük fel, hogy a belépni szándékozó ország kibocsátási rése negatív (azaz ilyen esetben az aktuális kibocsátás mértéke elmarad a potenciális kibocsátás mértékétől, vagyis a realgazdaság dezinflációs hatású) míg a valutaövezet kibocsátási rése pozitív. Ekkor minden más változatlanúsága mellett a valutaövezetben érvényesülő monetáris kondíciók relatíve szigorúbbak, mint a negatív kibocsátási réssel rendelkező ország esetében. Egy ilyen esetben, ha a vizsgált ország belépne a valutaövezetbe, akkor közös valutaövezetben érvényesülő monetáris kondíciók lennének érvényesek rá is, ami így a belépő ország kibocsátási rését tovább nyitná. Amennyiben viszont teljesen harmonizáltak a realgazdasági ciklusok, úgy ez a hatás nem áll fenn, és a közös valutaövezetbe való belépés ebből a szempontból ideális. Azaz a közös monetáris kondíciók akkor fejthetik ki optimálisan a hatásukat, ha a benne szereplő gazdaságok ciklikus pozíciója hasonló, illetve minél erősebb együttmozgást mutat.

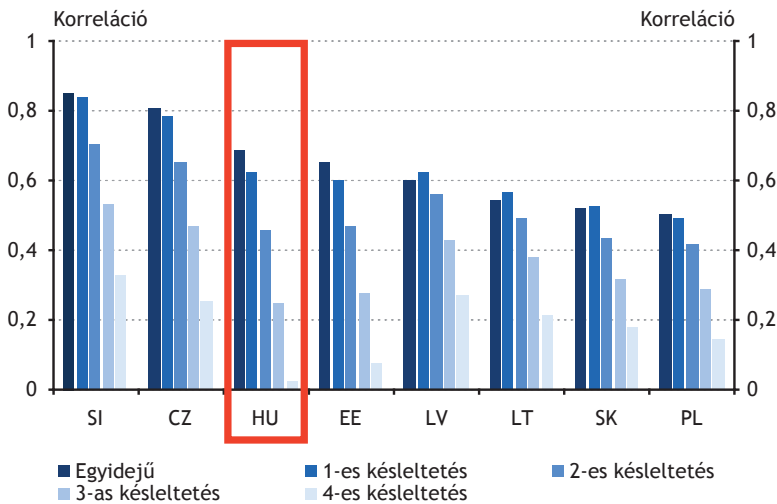
Hogyan mérhetjük az üzleti ciklikus harmonizációt?

Az alábbiakban megvizsgáljuk, hogy az elmúlt két évtizedben milyen együttmozgást mutattak a KKE régió országainak kibocsátási rései az EA12 kibocsátási részével.⁷¹ **Alapvetően a ciklikus pozíciók közötti kapcsolat valamennyi ország esetében szignifikánsan pozitív, Magyarország a vizsgált országok első harmadában helyezkedik el az együttmozgás erőssége vonatkozásában** (4-4. ábra). Emellett megállapítható, hogy a korrelációs együttmozgások negyedéves adatok vonatkozásában egyidejű, illetve egy késleltetés esetén a legnagyobbak.⁷²

⁷¹ Aktuálisan tisztán statisztikai alapon vizsgáljuk a kérdést, ezáltal minél kisebb elméleti restriktiót építve az elemzési keretbe. Azaz a kibocsátási részt HP-filter segítségével származtatjuk negyedéves lefutásban az elmúlt több mint húsz év adataira. Elemzésünk során szezonálisan igazított GDP adatokat használtunk fel.

⁷² A hagyományos korrelációs vizsgálaton túl érdemes egy másfajta mutatót is megemlíteni, ami jól tükrözi a minőségbeli együttmozgásokat: ciklikus szinkronizációs index Gogas (2013) alapján. Ez a mutatószám azt méri, hogy a vizsgált időszakban két ciklikus pozíció (pl. az eurozóna és Magyarország kibocsátási rése) a vizsgált negyedévek mekkora arányában voltak azonos előjelűek. Ebben a vizsgálatban Magyarország összességében a középmezőnyben foglal helyet, 60-65 százalékos CSI mutatóval. Eszerint az elmúlt húsz évben az időszak közel 2/3-ában azonos előjelű ciklikus pozícióban volt a magyar és az eurozóna gazdasága.

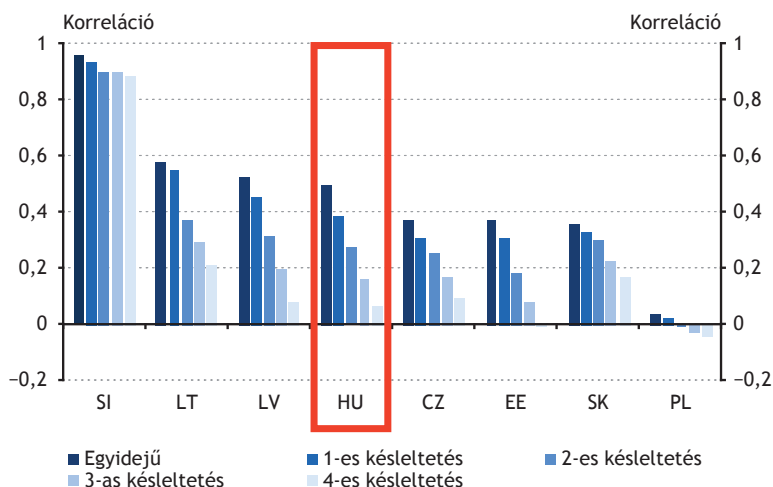
4-4. ábra: Korrelációk az eurozóna kibocsátási rése és az adott ország kibocsátási rése között különböző negyedéves késleltetések mellett



Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás.

A fent alkalmazott kibocsátási rés egy nem megfigyelt változó, így számszerűsítése becslés útján lehetséges. E becslési bizonytalanságnak a csökkentése érdekében a munkanélküliségi ráták együttmozgását is érdemes megvizsgálni. A munkaerőpiac a piacok makrogazdasági rendszerében kiemelt jelentőségű. A munkanélküliségi ráta egy gazdasági indikátor, kompakt formájában tükrözi a munkaerőpiacot jellemző túlkínálat mértékét, azaz a gazdaság ciklikus pozícióját. A munkanélküliségi ráták közötti együttmozgás nem olyan erős, mint a becslült kibocsátási résiek esetén megfigyelt (4-5. ábra). Mivel a kibocsátási résiek becslését bizonytalanság övezi, ezért érdemes mindkét mutatót figyelembe venni az euro bevezetésének optimális ütemezésénél.

4-5. ábra: Munkanélküliségi ráták korrelációja



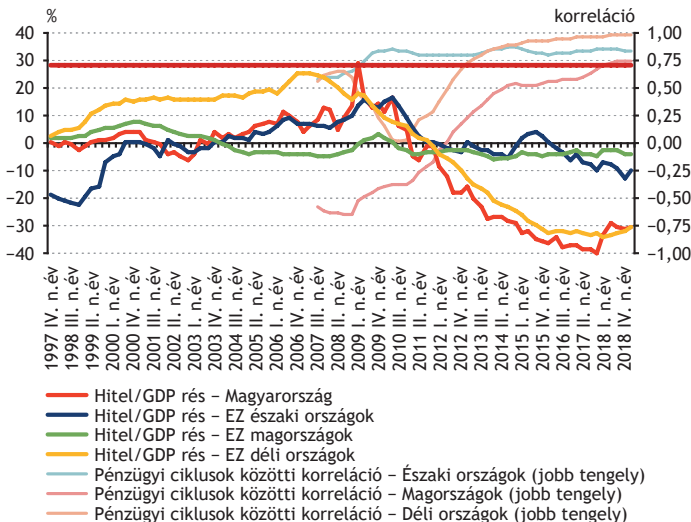
Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás.

A pénzügyi ciklus pontos meghatározására vonatkozóan még nem alakult ki szakértői konszenzus. Borio (2014) definíciója szerint a pénzügyi ciklus a valós érték-, kockázat-értékelés és kockázatvállalás, valamint a finanszírozás egymást erősítő interakcióját jelenti. Ezek a kölcsönhatások felerősíthetik a gazdasági ingadozásokat és bizonyos esetekben súlyos pénzügyi nehézségekhez, továbbá a gazdaság ágazati szerkezetében fellépő torzuláshoz (gazdasági diszlokációhoz) vezethetnek. Ez az analitikus meghatározás szorosan kapcsolódik a pénzügyi rendszer „prociklikusságának” fogalmához (Borio et al. 2001, Danielsson et al. 2004, Kashyap and Stein 2004, Brunnermeier et al. 2009, Adrian and Shin 2010). A pénzügyi ciklusokat megközelíthetjük kompozit indikátorok, de egyszerű mutatók mentén is, mint a hitel/GDP rés (Dell’Arricia et al. 2012) vagy az ingatlanárak alakulása (IMF 2003).

A pénzügyi ciklusok szinkronizáltsága különösen fontos a monetáris unió szempontjából, mivel a gazdasági és gazdaságpolitikai változások másképp hatnak a ciklus különböző szakaszaiban. Jó példa erre az euroövezet magjának és periféri-

ájának divergenciája: Gopinath et al. (2015) és Garcia-Santana et al. (2016) is arra a következtetésre jutott, hogy az erőforrások nem megfelelő elosztását és az ebből eredő gyenge termelékenység-növekedést a pénzügyi ciklusok közötti szinkronizáltság hiánya okozta. Ebből fakadóan a monetáris unióhoz való előnyös csatlakozást a pénzügyi ciklusok közötti magas korreláció (a korrelációs együttható értéke legalább 0,7) garantálhatja, ami biztosítékot jelentene arra, hogy a csatlakozni szándékozó ország és az eurozóna a pénzügyi rendszer szempontjából hasonlóan reagáljon a gazdasági sokkokra. 2019 elején az Európai Rendszerkockázati Testület (ESRB) által publikált hitelrések alapján számolt pénzügyi szinkronizáció Magyarországot tekintve a perifériaországok esetében a legmagasabb, ugyanakkor az eurozóna legfejlettebbnek számító magországaival gyengébb összehangoltság azonosítható. Bár Magyarország és az eurozóna magországai között a korrelációs együttható már meghaladta a 0,7-es értéket, nem volt megfigyelhető további felzárkózás, a pénzügyi ciklusok közötti szinkronizáltság a 0,7-es érték közelében ingadozik (4-6. ábra).

4-6. ábra: Az ESRB által számított hitelrés Magyarországon és eurozónában, valamint a pénzügyi ciklusok közötti hosszú távú korreláció



Forrás: ESRB Risk Dashboard.

4.1.4. Termelékenységi és versenyképességi feltételek

Kritériumok összegzés: A kkv-k munkatermelékenysége a nagyvállalatokhoz viszonyítva 50 százaléknál nagyobb legyen. Általánosan széles termékkör és exportstruktúra magas hozzáadott termékekkel.

Indoklás: A felzárkózó gazdaságok kkv szektora még nem olyan versenyképes, mint a fejlett nyugat-európai gazdaságok esetén. Éppen ezért a finanszírozás fenntartása, támogatása kiemelten fontos feladat az önálló monetáris politika számára, amennyiben sebezhető, alacsony termelékenységű, zömében hazai tulajdonú kkv szektor. Éppen ezért fontos, hogy az eurozónába való belépéskor a kkv szektor versenyképessége és termelékenysége megfelelően magas legyen, így a hitelezési ciklus lejtmenetében sem várható jelentős hitelszűke, így kisebb feladat hárulna az önálló monetáris politikára. Emellett nemzetközi tapasztalat, hogy a kkv szektor nagyvállalatokhoz viszonyított alacsonyabb termelékenysége átlagosan nagyobb inflációval jár együtt. Így az euroövezethez való csatlakozás szempontjából azért is fontos a kkv szektor termelékenységének bővítése, mert így kisebb inflációs különbség érhető el. Emellett a versenyképességben nagy szerepe van, hogy az adott ország minél diverzifikáltabb exportportfólióval (kellően széles termékkörrel, és minél több exportpartnerrel) és magas hozzáadott értékkel rendelkezzen. Válságidőszakok idején így kisebb reálgazdasági áldozat keletkezik a nagyobb terméklefedettség révén.

Az eurozónához való csatlakozás szempontjából a megfelelő sebességű felzárkózás fontos szempont. A termelékenység alatt alapvetően azt értjük, hogy a vállalat az inputok milyen hatékonyan tudja átalakítani végső outputtá. Ennek mérésére többféle mutató is rendelkezésre áll. Az egyik legelterjedtebb mutatószám, mely az egy foglalkoztatottra jutó hozzáadott értéket számszerűsíti, ami az ún. munkatermelékenységet ragadja meg.⁷³ A ter-

⁷³ A leggyakrabban hivatkozott egy foglalkoztatottra jutó hozzáadott érték mellett további mutató az ún. teljes tényezőtermelékenység, valamint a munkaóra jutó hozzáadott érték.

melékenységen túl, a másik fontos kritérium a versenyképesség. Egy nemzetgazdaság akkor versenyképes, ha a rendelkezésére álló erőforrásait optimálisan hasznosítja a lehető legmagasabb szintű, de még fenntartható jólét elérésére. A felzárkózáshoz a termelékenység javulásának és a versenyképesség növekedésének döntő szerepe van. A belépés szempontjából kérdés, hogy az adott gazdaság versenyképessége milyen állapotban van, illetve milyen tendenciákat mutat. A valutaövezethez való csatlakozás egyúttal a saját nemzeti valutának a feladását is jelenti, mely a gyakorlatban úgy jelentkezik, hogy a nemzetgazdaság számára az önálló monetáris politika helyett közös monetáris politika érvényesül. Ebben a helyzetben fontos, hogy a gazdaság kellően versenyképes legyen, hiszen kevesebb önálló eszköz áll rendelkezésre gazdasági növekedésének ösztönzésére. Fontos tehát, hogy belépés során versenyképes legyen a gazdaság, és ezt a versenyképességét meg is tudja őrizni a belépést követően.

A közös valutaövezethez való csatlakozás egyik, makrogazdasági szempontból fontos feltétele, hogy fejlettségben viszonylag közel legyen a tagország az eurozónához. Előretekintve, hogy ez megvalósulhasson a versenyképesség javítása elengedhetetlen. Tapasztalatok alapján a magas jövedelmi státusz elérésére **elsősorban a termelékenység emelésén keresztül adódik lehetőség.** A termelékenység emelésének elsődleges forrásaként a magas értékű termelés és szolgáltatás irányába történő elmozdulást, továbbá a külföldi technológia másolása helyébe lépő hazai innovációt jelöli meg Agenor és Canuto (2012). A magasabb hozzáadott értékű ágazatok irányába történő diverzifikáció a termelékenység mellett a versenyképességet és a külső hatásokkal szembeni ellenálló képességet is támogathatja.

Az önálló monetáris politikának fontos szerepe lehet abban, hogy a kkv szektor forráshoz jutását, finanszírozását, azaz a monetáris transzmisszió ezen csatornáját fenntartsa, erősítse. A hitelciklusok sok esetben okoztak hitelszűkét (credit crunch) a kkv szektorban, aminek az eredményeképpen fejlesztések, be-

ruházások maradtak el. Az önálló monetáris politika ebben az esetben nagyon fontos, hogy célzott politikákkal beavatkozzon, csökkentse a hitelezési ciklus leszálló ágának társadalmi veszteségét. Ilyen állapot volt például Magyarországon 2013-at megelőzően. Amikor a finanszírozási oldalról nagy szükség volt önálló monetáris politikai lépésekre, mint például a Növekedési Hitelprogramra.⁷⁴ A **Növekedési Hitelprogramot** 2013 közepén a magyar jegybank a kkv-k hitelezésében korábban tapasztalt tartós piaci zavar enyhítése, a pénzügyi stabilitás megerősítése, az ország külső sérülékenységének csökkentése érdekében indította el, és indíthatta el önállósága révén. A program jelentős mértékben hozzájárult a kkv-k finanszírozási korlátainak oldásához, és ezen keresztül a gazdasági növekedéshez. Közös monetáris politika esetében erre nem lett volna lehetőség. Így a közös valutaövezetbe való belépés esetén a kkv-knak megfelelő fejlettségi szakaszban kell lenniük. Ezt a megfelelő fejlettséget a termelékenységük alakulásával mérhetjük. Természetesen amennyiben a kkv szektor versenyképes és termelékeny, abban az esetben a hitelszűke is kevésbé veszélyezteti a vállalatokat.

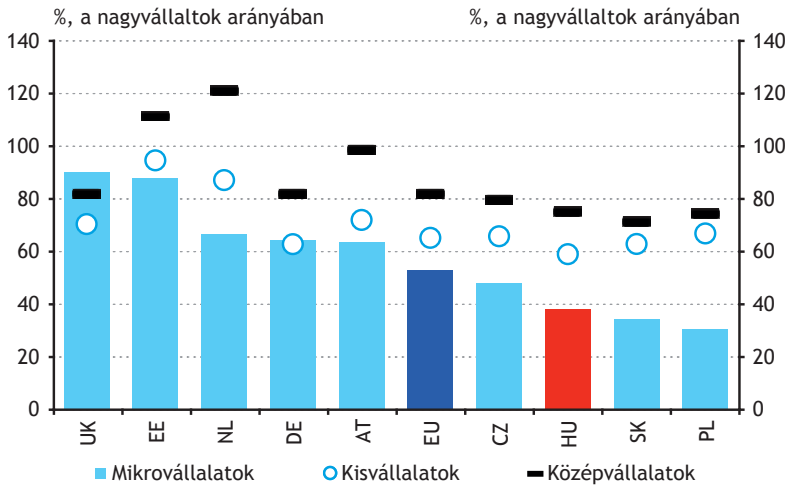
Az EU gazdaságait jelentős vállalati dualitás jellemzi, amely a kkv-k és nagyvállalatok közötti magas termelékenységi eltérések alapján is azonosítható. A fejlettség és az árszint közötti pozitív kapcsolatot a Penn-hatás írja le.⁷⁵ A Penn-hatás magyarázataként a Balassa-Samuelson hatás elsősorban a nemzetközi kereskedelmi forgalomba kerülő (ipari) és a szolgáltató szektor termelékenységi különbségéből vezeti le a reálfelértékelődést. Ezzel szemben az elmúlt időszakban a szolgáltatások termelékenysége egyre gyorsabban emelkedik, a globalizáció új hullámában már nem állnak meg a múlt század 60-as éveinek premisszái. Az EU gazdaságának vállalati szektorában tapasztalható erős dualitás elsősorban a vállalatmérettel függ össze, nem pedig az ágazati

⁷⁴ Részletesebben lásd például MNB (2017).

⁷⁵ Erről részletesebben lásd például Pancaro, C. (2010).

jellemzőkkel (4-7. ábra). A kis- és középvállalatok foglalkoztatási súlya jelentős, ugyanakkor a termelékenységük érdemben elmarad a nagyvállalatokéhoz képest.

4-7. ábra: Kkv-k termelékenysége a nagyvállalatokhoz viszonyítva

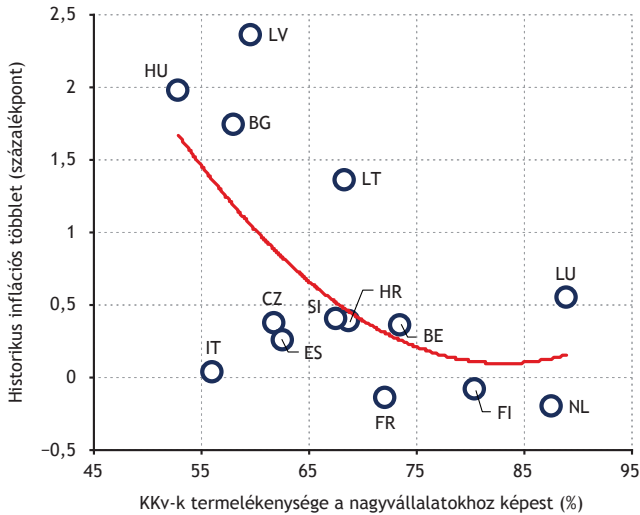


Forrás: Eurostat.

Az euroövezetbe való csatlakozás szempontjából azért is fontos a kkv szektor termelékenységének bővítése, mert így kisebb inflációs különbség érhető el. A 4-8. ábra tanulsága, hogy a kkv szektor nagyvállalatokhoz viszonyított alacsonyabb termelékenysége átlagosan nagyobb inflációval jár együtt. A közös valutaövezetbe való csatlakozás szempontjából egyik alapvető nominális kritérium, hogy az inflációs ráták közel legyenek egymáshoz. Egy felzárkózó gazdaság szükségszerűen inflációs többlettel rendelkezik a fejlettebb felzárkózásban célul kitűzött országokhoz képest. A csatlakozás pedig akkor ideális (ebből a szempontból), ha ez az inflációs többlet minél kisebb. Amennyiben a kkv szektor termelékenysége javul, úgy e szektor esetén a béremelkedés kisebb inflációs többletet generál, mintha nem valósulna meg a termelékenységjavulás. Történik ez azért, mert az általános növekedéssel, és emelkedő bérekkel párhuzamosan kisebb áremelési kényszer lesz ebben

a szektorban, amennyiben a termelékenységük is közelebb lesz a nagyobb vállalatokéhoz, hiszen a magasabb költségeket ki tudják gazdálkodni a nagyobb termelékenységből.

4-8. ábra: Kkv-k termelékenysége és a nemzetgazdasági inflációs többlet közötti kapcsolat



Megjegyzés: Az inflációs többlet az egyes országok eurozónához viszonyított elmúlt 15 évben vett átlagos inflációs többlete.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás.

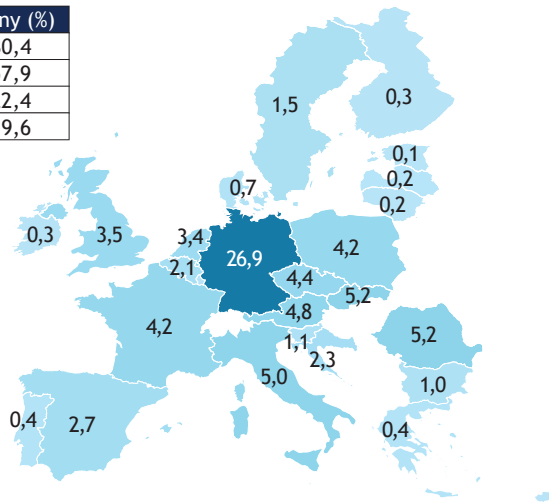
A kkv szektor termelékenységi javítása, esetleg exportpiacra való kilépése tehát elősegíthetné az általános termelékenység javulás mellett a fenntartható növekedési pályát is. Emellett a csatlakozás ideális időpontjában, kisebb inflációs többlet maradna az euroövezet gazdaságaihoz képest, így végeredményben stabilabb és biztosabb lábakon álló makrogazdasági környezet-hez járul hozzá.

Exportszerkezet

A magyar gazdaság integráltsága már az EU-hoz való csatlakozás előtt is folyamatosan emelkedett.⁷⁶ Ezzel párhuzamosan az eurót használó EU-s tagállamok irányába is nőtt a külkereskedelem nagysága. Miután már aktuálisan is jelentős és erős a külkereskedelmi kapcsolat az eurót használó országokkal (4-9. ábra), így a valutaövezetbe való belépés ez esetben kisebb addicionális hatással járna. Egész egyszerűen azért, mert az euroövezet és a magyar gazdaság közötti kereskedelmi akadályok az európai intézményrendszer következtében már így is minimális.

4-9. ábra: Magyarország áruexport értékesítéseinek megoszlása

Export iránya	Arány (%)
EU	80,4
Eurozóna	57,9
Eu nem eurozóna	22,4
EU-n kívüli	19,6



Megjegyzés: Európában számított 2018. évi értékekből.

Forrás: Eurostat adatok alapján MNB-számítás.

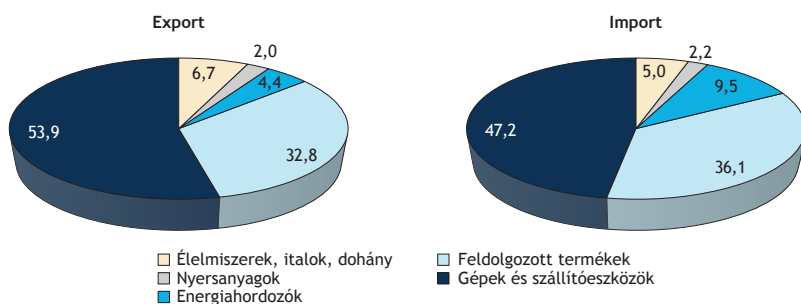
Az exportnak nem csak a volumene, hanem a szerkezete is fontos. Az exportszerkezet két oldalról is vizsgálható: területi, illetve termékszerkezet alapon. Területi alapon főként az egyedi országsokklok hatásainak tovagyrűrűzése szempontjából érdekes a kérdés elemzése. A termékszerkezet pedig abból a szempontból

⁷⁶ Megjegyzendő, hogy az utóbbi években némileg csökkent.

érdemel figyelmet, mert egy gazdaságot a valutaövezethez való csatlakozás attól függően érint, hogy az adott ország mennyire olyan export (és import) termékszerkezettel rendelkezik, melynél az ár-versenyképességi előny szerepet játszik (4-10. ábra). Emellett a koncentráltabb exportszerkezet felveti annak a kockázatát, hogy egyes szektorokat érő impulzusok negatívan érinthetik a teljes nemzetgazdasági teljesítményt. A következőkben a fenti két megbontás alapján megvizsgáljuk a magyar gazdaság exportszerkezetét.

Egy gazdaság áruszerkezete is olyan tényező, mely támpontot jelenthet az exportteljesítmény várható alakulására a saját hazai fizetőeszköz feladását illetően. Amennyiben egy nemzetgazdaság csatlakozik egy valutaövezethez, akkor lényegében feladja a saját hazai valutáját, és minden ebből származó előnyt is. Összességében a közös valutaövezetbe való belépéshez az adott ország számára előnyösebb, ha minél szélesebb exporttermék portfólióval rendelkezik és a desztináció is minél szélesebb. Ebben az esetben ugyanis a termékpaletta sokszínűsége miatt mérsékeltebbek az esetlegesen bekövetkező külpiazi hatások.

4-10. ábra: A magyar kivitel (bal panel) és behozatal (jobb panel) áruszerkezet szerinti bontása



Megjegyzés: 2018. évi adatok szerint.

Forrás: Eurostat adatok alapján MNB-számítás.

4.1.5. Munkaerőpiaci kritérium

Kritérium összegzése: A gazdaság teljes foglalkoztatottság közeli állapotban legyen.

Indoklás: Annak érdekében, hogy az eurobevezetés feltételrendszerének teljesítése ne okozzon társadalmi károkat, megfelelően kell időzíteni a fiskális paraméterek elérését. Ehhez szükség van a munkaerőpiac helyzetére vonatkozó kritériumra, ami a teljes foglalkoztatás elérését és fenntartását jelenti. Akkor kell tehát magas fiskális mozgástérrel, alacsony hiánnyal és adósságrátával csatlakozni az eurozónához, amennyiben a kormányzat az anticiklikus feladatát elvégezte, nincs ciklikus munkanélküliség. Ebben az esetben ugyanis az anticiklikus politika és a zónában szükséges fiskális mozgástér egyaránt a kiegyensúlyozott költségvetés irányába mutat.

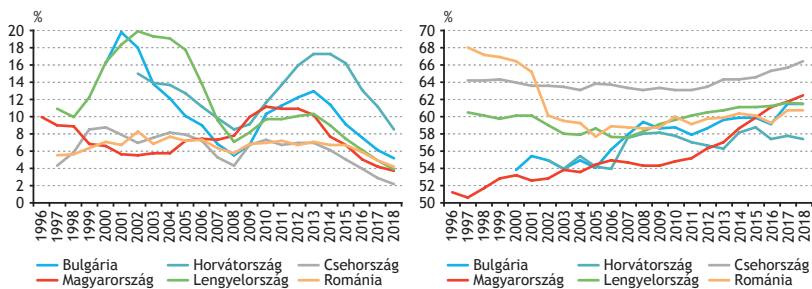
Az eurozónához történő csatlakozás megköveteli a költségvetési politikák esetén kialakított mozgástérrel. Ennek a mozgástérnek a gazdasági ciklus kedvező fázisában kell kiépülnie. Éppen ezért fontos, hogy a csatlakozás időpontjában a gazdaságot már a teljes foglalkoztatás jellemezze, ekkor tekinthető optimálisnak az alacsony hiány és a mérsékelt államadósság. A teljes foglalkoztatottság, mint közgazdasági fogalom ugyan egy könnyen érthető kifejezés, a gyakorlati felhasználása és pontos számszerűsítése annál nagyobb kihívás. Különösen nehéz konkrét számértéket becsülni az országok széles körére egységesen. Ez az érték nemzeti sajátosságoktól, intézményi különbségektől is függ. Az euroövezet szempontjából így az a fontos, hogy az adott nemzetgazdaság a maga feltételrendszerén belül minél jobban megközelítse a teljes foglalkoztatottság közeli állapotot.⁷⁷

⁷⁷ A teljes foglalkoztatottság egy lehetséges közgazdasági becslési lehetősége, hogy infláció szempontjából egy egyensúlyi munkanélküliségi rátát számítunk. Erre vonatkozó becslések széles köre ismert, melyek arra is felhívják a figyelmet, hogy időben változhat ennek értéke. A becslések országonként is jelentős eltéréseket mutatnak, és országon belül is viszonylag széles bizonytalansági sávval számszerűsíthető. Ilyen tanulmányok a

A munkanélküliségi ráta kézenfekvő megoldás lenne a teljes foglalkoztatás mérésére, azonban önmagában nem elegendő. Meglátásunk szerint a munkanélküliségi rátát más munkapiaci mutatóval együttesen szükséges vizsgálni: az elemzésben érdemes figyelemmel lenni az aktivitási rátára is. A teljes foglalkoztatottság eléréséhez a minél alacsonyabb munkanélküliségi ráta, és a minél magasabb aktivitási ráta ad támpontot. Magyarországon számításaink szerint 4 százalék körüli (illetve az alatti) munkanélküliségi ráta mellett 65 százaléknál magasabb aktivitási ráta tekinthető teljes foglalkoztatottság közeli állapotnak.⁷⁸

Megvizsgáltuk azon országok munkanélküliségének a rátáját, akik aktuálisan ugyan EU tagok, de az eurozónának még nem, várhatóan viszont be fognak lépni. Az országok mindegyikében a munkanélküliségi ráták historikusan alacsonyan alakulnak és csökkenő tendenciát mutatnak, emellett az aktivitási ráták emelkednek (4-11. ábra). A kritériumrendszer e felétételeinek teljesíthetősége közelében vannak jelenleg ezek az országok.

4-11. ábra: Munkanélküliségi ráta (bal panel) és az aktivitási ráta (jobb panel) alakulása a potenciálisan eurozónához csatlakozó országok körében



Megjegyzés: Azon országok melyek jelenleg EU tagok, de nem eurozónás tagok, ugyanakkor várhatóan csatlakozhatnak az eurozónához.

Forrás: Eurostat.

teljesség igénye nélkül például: Andrei és szerzőtársai (2016), Botrić (2012), Jump & Stockhammer (2018), Kajuth (2010), Marjanovic és szerzőtársai (2015), OECD Economic Outlook 2013 és Rusticelli (2014).

⁷⁸ A 65 százalékos kritérium a 15-74 éves korosztályra vonatkozik. A 15-64 éves korosztályra 75 százalékos a magyarspecifikus kritérium.

4.1.6. Fejlett, stabil és versenyképes pénzügyi szektor

Kritérium összegzése: kiegyensúlyozott pénzügyi mélyülést biztosító stabil és versenyképes bankrendszer

Indoklás: A pénzügyi rendszer mélysége és gazdasági integritása fontos szempont a monetáris unióhoz történő csatlakozás előtt. Ugyanakkor a pénzügyi mélységet annak ciklikus pozíciójában is vizsgálni kell. Mérlegbeli egyensúlytalansággal küzdő, vagy a gazdasági fundamentumoktól elszakadó bankrendszerek hosszú távon nem fenntartható pályán mozognak, és a monetáris unióba történő érettség feltételeit csak látszólag teljesítik. A mennyiségi tényezőkön túl kulcsfontosságú, hogy a hazai pénzügyi intézményrendszer versenyképes legyen európai, de akár nem banki szereplők által nyújtott szolgáltatásokkal összehasonlításban is.

A pénzügyi rendszer mélysége tekintetében kiemelten fontos értékelni, hogy az azt leíró mutatók⁷⁹ milyen ciklikus pozíció mellett veszik fel aktuális értéküket. A pénzügyi szektor mélysége a pénzügyi szektor gazdasághoz viszonyított méretét, valamint a reálgazdaság finanszírozásában betöltött szerepét jelenti. Az adott ország bankjainak, egyéb pénzügyi intézményeinek és pénzügyi piacainak méretét viszonyítja a gazdaság teljesítményéhez. A pénzügyi szektor mélyülése a pénzügyi szolgáltatások javuló szintjére, valamint azok növekvő mennyiségére és alternatíváinak szélesebb körére utal. Azokban az esetekben, amikor a hitel/GDP arány eléri az eurozóna átlagos értékének 90 százalékát, azonban csak nagymértékű egyensúlytalanságok kialakulása mellett teljesíthető, úgy az ország még nincs felkészülve a monetáris unióhoz történő csatlakozásra. A tapasztalatok azt mutatják, hogy miközben a pénzügyi mélyülés összességében jótékony hatást tud gyakorolni a gazdasági növekedésre és

⁷⁹ Például a magánszektor hitelállományának GDP-arányos szintje.

egy ország fejlettségére,⁸⁰ a pénzügyi rendszer ciklikus „túlburjánzása” jelentős negatív hatással is járhat a gazdaság stabilitására. Ebben egyrészt szerepe van a bankválságoknak, amelyeket rendszerint a hitelezés trendtől való tartós, pozitív irányú eltérése előz meg (Borio 2014), és amelyek a gazdaság kibocsátását évekre el tudják mozdítani eredeti pályájáról (Valencia – Laeven 2012). Bankválságoktól függetlenül is elmondható azonban, hogy a finanszírozás mélyülésének egy szint után már nincs jelentős pozitív hozadéka: Berkes és szerzőtársai (2012) szerint ez a küszöbérték a GDP 100 százalékaára tehető.

A hitelezésből fakadó egyensúlytalanságoknak számos tünete van, és ezen tünetek jelenlétét mindenképpen meg kell vizsgálni egy monetáris unióhoz történő csatlakozást megelőzően. Ha egy ország csupán ciklikus kilengéseknek köszönhetően éri el az eurozónához történő csatlakozáshoz megfelelő kritériumokat, úgy a gazdasági pálya nem fenntartható jellege miatt már rövid távon is súrlódások keletkezhetnek az adott ország és a monetáris unió gazdaságai között. A történelmi tapasztalatok alapján a ciklikus pozíció értékelése során a következő fő egyensúlytalansági tünetekre kell figyelni:

- a hitelrés (a magánszektor hitelállományának és a GDP arányának trendtől való eltérése) ne legyen tartósan és jelentősen pozitív tartományban.
- a csatlakozó ország eszközpiacon ne legyenek túlértékeltiségre (eszközár buborékra) utaló jelek.

⁸⁰ A pénzügyi rendszer mélyülésének és a pénzügyi szolgáltatások szélesebb hozzáférhetőségének az általános gazdasági fejlettség növelésén túl is fontos szerepe van. Mehrotra és Yetman (2015) a pénzügyi bevonódás (financial inclusion) monetáris és stabilitási vonatkozásait emelik ki. A pénzügyi mélyülés következtében egyrészt – a banki termékeken keresztül – több ügyfélre hat közvetlenül a jegybanki alapkamat változása, másrészt – stabilitási szempontból – a hitelportfólió nagyobb mértékű diverzifikációja és a betétállomány bővülése tesz kedvező hatást. A fentiek tükrében aggasztó, hogy a hazai pénzügyi mélység nem csak a hitelállomány, de a banki termékekkel rendelkezők tekintetében is elmarad a EU-s átlagtól.

- a banki mérlegszerkezet egészséges finanszírozási szerkezetére tekintettel, a pénzügyi intézmények ne támaszkodjanak túlzott mértékben rövid, külföldi pénzpiaci forrásokra, a bankrendszeri hitel/betét mutató, valamint a tőkeáttételi mutató ne legyen túlzottan magas.
- a bankrendszer eszközoldalán és a magánszektor forrás oldalán ne legyenek jelentős méretű fedezetlen devizakitettségek.

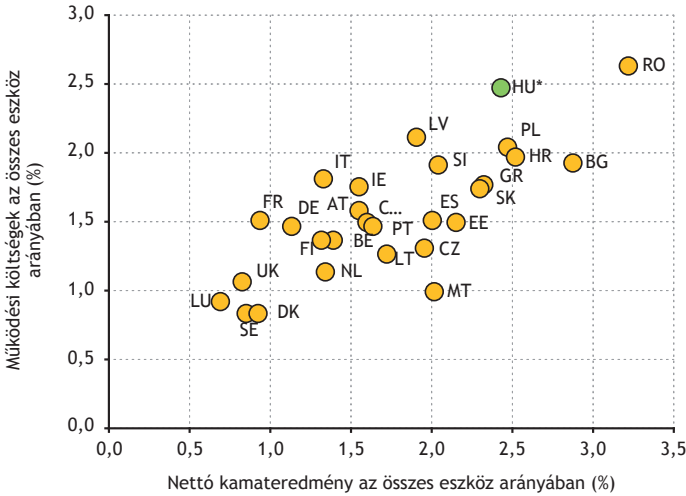
Fontos szempont, hogy a bankrendszer mellett a gazdaság megfelelően mély tőkepiaccal rendelkezzen annak érdekében, hogy a bankrendszer ciklikus kilengéseinek káros következményeit enyhíteni tudja. A túlzott mértékben bankközpontú gazdaságok esetében a pénzügyi intézmények prociklikussága miatt egy dekonjunktúra időszakában hitelszűke alakulhat ki, amely a gazdaság szereplőinek – kiemelten a mikro- kis és középvállalkozások szegmensét – finanszírozását ellehetetleníti.

Amennyiben túlságosan nagymértékű a különbség a hazai és a külföldi pénzügyi intézményrendszer versenyképességében, úgy a hazai pénzügyi rendszer alulmaradhat a versenyben, ami stabilitási szempontból is aggályos lehet. Bár rövid távon elsősorban a magasabb pénzügyi tudatossággal rendelkező ügyfelek és a – jelenleg is relatíve könnyen külföldi finanszírozáshoz jutó – nagyvállalatok esetében valószínűsíthető „veszteség” a külföldi bankokkal szemben, az egyre inkább globális szinten megjelenő FinTech cégek színre lépésével a magánszektor szinte összes szereplője könnyen más országból származó szolgáltatóhoz pártolhat át. Ez egyrészt növelheti a hazai ügyfelek kiszolgáltatottságát fogyasztóvédelmi szempontból – főleg az eltérő szabályozással korlátozott FinTech cégek esetében –, másrészt a gazdasági sokkok is nagyobb hatást fejthetnek ki a külföldi szereplőkön keresztül. Az egységes valuta bevezetése megkönnyíti a gazdasági szereplők határon átvándorló bankváltását, így a fenti folyamatokat felgyorsíthatja, és az ezzel kapcsolatos kockázatokat is felerősítheti.

A hosszú távon kockázatos átrendeződés elkerülése érdekében erősíteni szükséges a csatlakozó országok hitelintézeteinek versenyképességét. A banki versenyképesség komplex értékelése érdekében az MNB 2017-ben Bankrendszeri versenyképességi indexet (BVI) fejlesztett,⁸¹ amelynek célja, hogy több dimenzió mentén, európai szinten rangsorolja a bankrendszereket. A rangsor két fő szempont szerint értékeli az egyes bank-szektorokat: egyrészt a vállalatok és háztartások finanszírozásának minőségi, mennyiségi és árazási ismérvei, másrészt az egyes szektorok tőkevonzó képessége szerint. Az index értékei e két kategórián belül több dimenzió mentén számos – összesen közel 60 darab – mutató felhasználásával készülnek. A finanszírozási oldal a hozzáférés, minőség és árazás dimenziók mentén ragadja meg a szektorok versenyképességét, míg a tőkevonzó alindex a stabilitást, jövedelmezőséget, működési környezetet, növekedési lehetőségeket és a hatékonyságot integrálja. Az index értékei alapján elmondható, hogy a vizsgált témakörökön belül jelentős a szórás az Európai Unió országai között. A versenyképességben azonosítható eltérések a működési költségek, a kamateredmény, illetve a szolgáltatások hozzáférhetőségének heterogén szintjében egyaránt tetten érhetők.

⁸¹ Lásd az MNB Bankrendszer versenyképességi indexének Finanszírozási ágát, azon belül is különösen az árazás, minőség és hozzáférés pillérekben elért helyezéseket (MNB 2019).

4-12. ábra: Nettó kamateredmény és a működési költségek a mérlegfőösszeg arányában (2018)



Megjegyzés: HU a külföldi leánybankok és a működési költségek közé sorolt bankadó és tranzakciós illeték nagysága nélküli eszközarányos működési költségeket, illetve nettó kamateredményt jelöli.*

Forrás: EKB CBD.

4.1.7. A pénzügyi szektor mélysége

Kritérium összegzése: A pénzügyi szektor mélységének konvergenciája érje el az eurozóna legalább 90 százalékát.

Indoklás: A pénzügyi szektor kellő szintű mélysége hozzájárulhat ahhoz, hogy a megnövekedett tőkeáramlás következtében ne alakuljon ki függőség a külföldi tőke iránt, valamint a tőkeáramlás felerősödése ne eredményezzen túlzott hitelezést és prociklikus gazdasági folyamatokat.

A pénzügyi szektor mélyülése a pénzügyi szolgáltatások javuló szintjére, valamint azok növekvő mennyiségére és szélesebb alternatíváira utal. Különböző nemzetközi tanulmányok eredményei alapján a pénzügyi mélyülés jelentős szerepet játszik a gazdasági növekedés támogatásában (Rajan and Zingales 2003,

Obstfeld 1994, King and Levine 1993, Levine and Zervos 1998), a rendszerszintű kockázatok csökkentésében és a pénzügyi stabilitás fenntartásában (Acemoglu and Zilibotti 1997), valamint a szegénység és az egyenlőtlenségek mérséklésében (Li et al. 1998, Milanovic 2005, Clarke et al. 2006, Beck et al. 2007). A globális pénzügyi volatilitás felerősödésével a mélyebb pénzügyi szektorok – a pénzpiac kedvezőbb struktúrájának és erősebb védelmi mechanizmusának köszönhetően – segítik a volatilitásból fakadó negatív hatások tompítását, valamint a megakadályozzák egy válság elmélyülését (Acemoglu and Zilibotti, 1997).

Az empirikus irodalom számos mutatót javasol a pénzügyi szektor mélységének megragadására. Ezek közül a pénzügyi mélység általános megítélése leginkább a pénzügyi közvetítő szektor gazdasághoz viszonyított méretével ragadható meg, ami például a bankrendszer likvid kötelezettségeinek (M2, M3) GDP-hez viszonyított arányával mérhető (Goldsmith 1969, McKinnon 1973), de hasonlóan, szintén átfogóbb képet adhat a bankrendszer eszközállományának GDP-hez viszonyított aránya (Worldbank, 2005). A pénzügyi rendszer gazdasághoz viszonyított méretén túl érdemes lehet a bankrendszer közvetítő szerepének szektor szerinti megbontását is figyelemmel követni. A betétgyűjtésre jogosult bankok magánszektornak nyújtott hiteleinek GDP-hez viszonyított aránya árnyaltabb és fókuszáltabb képet ad a bankhitelek gazdaságfinanszírozásban betöltött szerepére vonatkozóan (Beck et al. 1999, Mérő 2003).

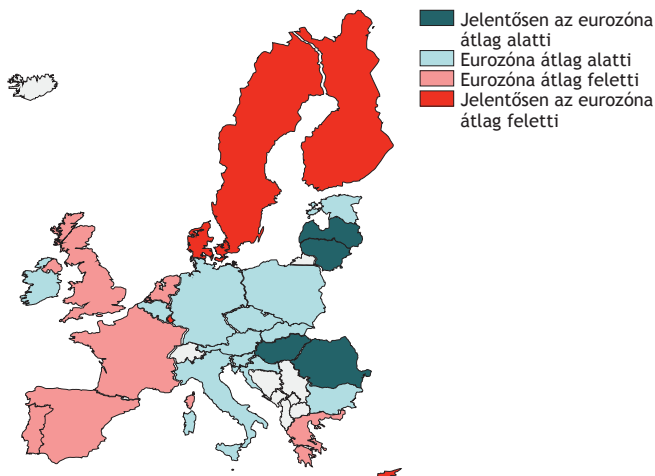
A monetáris unió megalapításával a tagországok közötti tőkeáramlás jelentősen felerősödött, amit a pénzügyi integráció fokozódása kísért.⁸² Az eurozónához történő csatlakozás során a belépni szándékozó ország pénzügyi rendszerének elég fejlettnek („mélynek”) kell lennie ahhoz, hogy a társulás kölcsönösen előnyös módon tudjon megvalósulni. A pénzügyi szektor kellő szintű mélysége hozzájárulhat ahhoz, hogy a megnöve-

⁸² Ingram 1973, Lane 2006, Fornaro 2019

kedett tőkeáramlás következtében ne alakuljon ki függőség a külföldi tőke iránt. Továbbá támogatja, hogy a tőkeáramlás felerősödése ne eredményezzen túlzott hitelezést és prociklikus gazdasági folyamatokat (Dell'Arricia et al. 2012). Ehhez elengedhetetlen, hogy a csatlakozni szándékozó ország pénzügyi rendszerének mélysége legalább az eurozónában megfigyelt tendencia közelében alakuljon, azaz elérje a valutaövezet átlagának legalább 90 százalékát. A pénzügyi mélységet megragadó magánszektorban nyújtott hitelállomány GDP arányos nagysága az eurozónán kívüli tagállamok esetében jelentősen elmarad az eurozóna átlagától, ugyanakkor az eurozónán belül is jelentős heterogenitás figyelhető meg. Az eurozóna tagállamokban ez az arány átlagosan 85 százalék közelében alakult,⁸³ a nem eurozóna-tag kelet-közép európai országok átlaga eléri a 46 százalékot. Mindazonáltal, Magyarország esetében mind az eurozóna, mind a kelet-közép európai átlagot tekintve a pénzügyi szektor további mélyülése lenne szükséges.

⁸³ A vállalati hitelállomány GDP-arányosan átlagosan 36 százalék volt, míg a háztartási hitelek a GDP 49 százalékát érték el.

4-13. ábra: A magánszektor hitelintézeti szektor felé fennálló adóssága az éves GDP arányában (2019 harmadik negyedév)



Megjegyzés: Az eurozónában a magánszektor hitelintézetek felé fennálló GDP arányos adóssága átlagosan 85 százalék. Az ábrán 4 kategória került feltüntetésre az átlaghoz viszonyítva: az 1. kategória felső küszöbértéke 42,5 százalék, a 2. kategória felső küszöbértéke 85 százalék, a 3. kategória felső küszöbértéke 123 százalék, a 4. kategóriába pedig azok az országok kerültek, ahol a magánszektor hitelállománya meghaladja a GDP 123 százalékát.

Forrás: ECB.

4.1.8. Elérhető, hatékony anticiklikus politikai eszköztár

Kritérium összegzése: Az euroövezethez csatlakozni szándékozó tagállamoknak az euroövezethez való konvergenciát támogatni képes, az aszimmetrikus sokkok előfordulásának kockázatát minimalizáló makro- és mikroprudenciális, valamint szanálási eszköztárral kell rendelkezniük.

Indoklás: A pénzügyi stabilitás fenntartását támogató szakpolitikák a sokkellenállóképesség növelésével hozzájárulnak a fiskális mozgáster megőrzéséhez, valamint támogatják a közös monetáris politika hatékonyságát. Emellett elősegítik a tagállamok üzleti és pénzügyi ciklusainak konvergálását is.

A makroprudenciális politikának kiemelt szerepe van a potenciálisan kialakuló pénzügyi rendszerkockázatok mérséklésében és a tagállamok sokkellenálló képességének megerősítésében. Anticiklikus politikai eszköztár alatt olyan szakpolitikák összessége érthető, amelyek támogatják a pénzügyi stabilitás megőrzését, a bankok ellenállóképességének fenntartását és az esetleges bankválságok rendezett megoldását, valamint mérséklik az aszimmetrikus sokkok előfordulásának kockázatát. Az eurobevezetést követően az eurozóna magországaiban felépült és a 2008-as válság során realizálódott pénzügyi rendszerkockázatok (In't Veld et al. 2012, Diaz Sanchez és Varoudakis 2014, Sinn és Valentinyi 2013) rámutattak a tagállami szintű makroprudenciális politika fontosságára (Bielecki et al., 2019). A válság előtti években az euroövezet perifériaországainak finanszírozási költségei jelentős mértékben csökkentek és számottevő külföldi tőkebeáramlást is tapasztaltak, ami eszközár-buborékok kialakulásához vezetett. A válság során realizálódott kockázatok súlyos hitelezői és reálgazdasági válságot eredményeztek. A folyamatok eredményeként az eurozóna perifériaországai a magországekhoz viszonyítva súlyosabb pénzügyi válsággal szembesültek, ami felhívta a figyelmet a pénzügyi stabilitás fenntartásának eurozónán belüli kiemelt jelentőségére és a proaktív makroprudenciális politikai beavatkozások fontosságára.

A tagállamokat érő aszimmetrikus sokkok esetén a közös euroövezeti monetáris politika nem képes minden tagállam számára megfelelő választ adni. A közös euroövezeti monetáris politikával szemben a makroprudenciális politikai beavatkozások alkalmasak lehetnek a tagállami pénzügyi stabilitási rendszerkockázatok felépülésének csökkentésére, a már kialakult kockázatok mérséklésére, valamint a 2008-as válság utáni felépülés támogatására (Quint and Rabanal 2014, Rubio 2014). A potenciális aszimmetrikus sokkok ellensúlyozására ezért az euroövezeten belül kiemelt jelentőségű a makroprudenciális politika tagállami hatáskörben való megőrzése és a tagállami intézményrendszerek hatékony működtetése.

A makroprudenciális politikai eszközök hatásainak mérése és hatékonyságának értékelése továbbra is kihívást jelent a szabályozó hatóságok számára (ESRB 2019). A makroprudenciális politika akkor hatékony, ha a jól felmért kockázatok kezelésére alkalmas. A makroprudenciális intézkedések és a kockázatok alakulásának figyelembevételével felmérhető a jövőbeli sokkesemények esetleges hatása és ezen hatások kontrollálása a megfelelő makroprudenciális eszközök alkalmazásával. Az elemzések során figyelembe kell venni az intézkedések költségeit és hasznát egyaránt. Költség lehet például a hitelezés visszafogásán keresztül a gazdasági növekedés korlátozása, azonban egy jól működő makroprudenciális eszköz csak a túlzott kockázatoknak kitett gazdasági szereplők hitelfelvételét vagy hitelezési tevékenységét korlátozza, ezáltal mérsékelve a növekedés visszaesését még egy sokkesemény esetén is (Adrian et al. 2019, Fukker és Varga 2020). Erre az elemzésre leginkább alkalmas a Growth-at-Risk elnevezésű újszerű módszer, ami a pénzügyi kondíciók vagy rendszerkockázati indikátorok és makroprudenciális politikák hatását méri a jövőbeli gazdasági növekedés eloszlására empirikus úton. Hasonló elemzések elvégzésére lehetnek alkalmasak a strukturális összefüggéseket felhasználó makroprudenciális banki stressztesztek, amik képesek a banki hitelezés és a reálgazdaság kapcsolatának modellezésére.

A makroprudenciális szabályozást támogató és azt kiegészítő mikroprudenciális politika szintén kiemelt jelentőséggel bír a pénzügyi stabilitás fenntartásában. A mikroprudenciális felügyelet célja, hogy mérsékelje az egyes intézmények egyedi kockázatosságát és meggátolja azok túlzott kockázatvállalását. A makroprudenciális politika rendszerszintű megközelítésével szemben a mikroprudenciális politika az egyedi intézményekre fókuszálva növeli azok sokkellenállóképességét az exogén kockázatokkal szemben. A rendszerszintű makroprudenciális követelmények esetenként kevésbé célzott hatással bírhatnak az egyedi banki kockázatok kezelését tekintve, míg a mikroprudenciális politika például az egyedi bankok szintjén fellépő

erkölcsi kockázatot is mérsékelheti. A mikro- és makroprudenciális politikai terület egymást kiegészítő jellegének teljes körű kiaknázása, a súrlódások minimalizálása és a politikai eszközök hatékony felhasználásának biztosítása érdekében elengedhetetlen a területek közötti folyamatos együttműködés és a megfelelő információáramlás biztosítása (ECB, 2014). Bár az eurozónába való belépést követően az EKB jelentős jogkörökhöz jut a bankok felügyelete tekintetében, a felügyelete eljárások lefolytatása, valamint a közepes és kisebb méretű bankok felügyeleti továbbra is a nemzeti hatóságok feladata marad, ami miatt a csatlakozáshoz kiemelten fontos a megfelelő mikroprudenciális politikai keretrendszer megléte.

A rendszerszinten jelentős bankok bedőlési valószínűségének és bedőlésük következményeinek csökkentésére vonatkozó intézkedések közül kiemelt a jelentősége a megfelelően működő szanalási keretrendszernek. Ennek lehetővé kell tennie bármely bank rendezett szanalását anélkül, hogy az súlyos rendszerszintű zavarok fellépéséhez vezetne és az adófizetőket túlzott veszteség kockázatának tenné ki (FSB, 2014). A szanalás során ezért megóvják az intézmény azon funkcióit, amelyek kritikusak a pénzügyi piac vagy a realgazdaság szempontjából, és biztosítják, hogy a veszteségeket a csődbe jutó cég részvényesei és hitelezői viseljék, ugyanúgy, mintha fizetéseképtelenné válnának.

A hatékony szanalási keretrendszerek kialakítása megfelelő ösztönzőrendszert alakít ki a bankok felelősségteljes kockázatvállalásához, mérsékelve ezzel a potenciális rendszerkockázatok hatásait. Az intézmények rendezett szanalása, kritikus funkcióinak fenntartása közvetlenül is növeli a pénzügyi rendszer stabilitását a potenciális fertőzési hatások csökkentése révén. Ezzel a szanalási eljárások mérséklük a gazdaság potenciális visszaesését és növelik a fiskális politika mozgásterét, amivel csökkentik az esetleges aszimmetrikus sokkok kialakulásának kockázatát is. Mivel a nemzeti hatóságok az eurozónába való belépést követően is fontos feladatokat látnak el a bankok szanalásához kapcsolódó-

an, a hatékony nemzeti keretrendszer fennállása a szanalás esetében is előfeltétele kell, hogy legyen a csatlakozásnak.

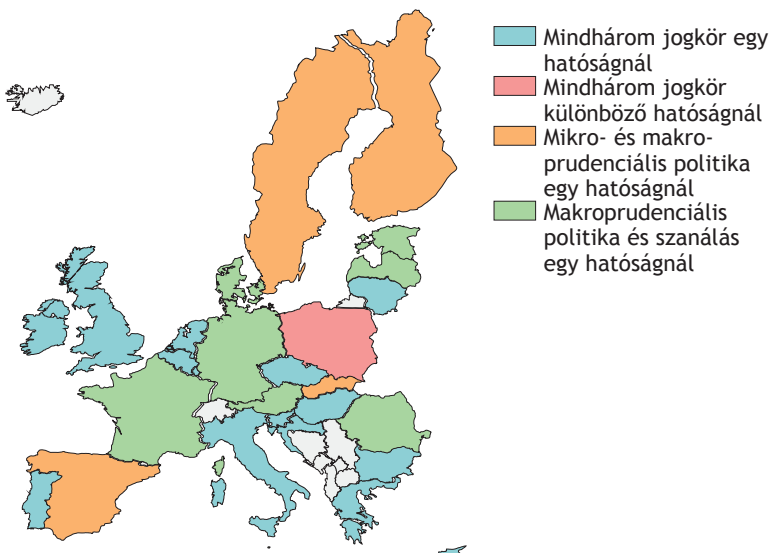
A pénzügyi stabilitás fenntartását szolgáló nemzeti intézményrendszerek Európában

A különböző jogkörök egy intézménynél való összpontosulása lehetővé teszi a szakterületek közötti szinergiák kihasználását, a területek közötti hatékonyabb koordinációt és az egységes kommunikációt (Osinski et al. 2013, IMF 2011). A területek közötti szabad információáramlás jelentősen növeli az egyes területek hatékonyságát, mind a kockázatelemzés és azonosítás, mind pedig az értékelés és utókövetés fázisban. Emellett a területet közötti koordináció is sokkal hatékonyabbá válik, ami hozzájárul a felügyeleti, szabályozói eszközök optimális allokációjához. A banki válságkezelés hangsúlyozottan az a terület, amely egyszerre igényli a mikro- és makroprudenciális kompetenciákat – egyrészt pontosan át kell látni az illető hitelintézetek szolvenciáját, likviditását és operatív működését, másrészt fel kell mérni, hogy a fizetéseképtelenség hogyan veszélyeztetné a pénzügyi rendszer egészének stabilitását –, így az esetlegesen fizetéseképtelenné váló bankok szanalását is az integrált hatóság tudja a leghatékonyabban elvégezni (Calvo et al., 2018). Tovább növeli e modell hasznosságát az egységes, következetes és hiteles kommunikáció, valamint a külső kontroll is: egyértelmű, egységes üzenetek adhatók a piac és a közvélemény felé, az intézmény pedig pontosan behatárolt felelősségi köre miatt biztosítja az átláthatóbb, hatékonyabb működést. Végül, a jogkörök egy intézménynél való összpontosulásának hatására hatékonyabb lehet a nemzeti érdekérvényesítés is a különböző nemzeti fórumokon. Ennek megfelelően az eurozónába való belépés kapcsán a pénzügyi rendszer stabilitását biztosító szakpolitikák intézményi rendszerének megfelelőségére is indokolt figyelemmel lenni.

A 2008-as globális pénzügyi válságot követően számos ország felülvizsgálta és megerősítette felügyeleti rendszerét.

Ennek keretében újragondolták a mikroprudenciális politikaért felelős pénzügyi felügyelet helyét a szabályozói rendszerben és az együttműködést a pénzügyi rendszer egészét érintő, rendszerszintű kockázatok kezeléséért felelős makroprudenciális hatósággal. A nemzetközi gyakorlatot tekintve érdemi eltérés mutatkozik abban, hogy a mikroprudenciális, makroprudenciális- és szanálási jogköröket mely hatóságok gyakorolják (4-13. ábra). Általánosságban elmondható, hogy az uniós országok több mint felében egy hatóság rendelkezik mindhárom jogkörrel, ami az országok többségében a jegybankot jelenti. Szintén elterjedt gyakorlat, hogy a mikroprudenciális felügyeletért és a szanálási funkcióért egy intézmény felel, ugyanakkor a makroprudenciális jogköröket más hatóság gyakorolja. Néhány ország esetében a mikro- és makroprudenciális szabályozás összpontosul egy intézménynél, míg egyedül Lengyelországban figyelhető meg, hogy mind a három jogkörrel más-más hatóság rendelkezik.

4-14. ábra: Mikro-, makroprudenciális és szanálási jogkörök az Európai Unió országaiban (2019. december)



Forrás: nemzeti hatóságok, ESRB, EBA.

4.1.9. Javaslat a maastrichti fiskális kritériumok módosítására

Kritérium összegzése: Az államadósságtól függő strukturális egyenleg a GDP 0 és -2 százaléka között, az adósságcél 50 százalékos legyen.

Indoklás: A valutaövezeteken belül az önálló monetáris politika elvesztésével és érdemi közösségi költségvetési transzferek hiányában felértékelődik a fiskális politika szerepe. Aszimmetrikus sokkok esetén fontos, hogy kellő mértékű költségvetési mozgástér álljon rendelkezésre a gazdaság stabilizációjára a költségvetés fenntarthatóságának veszélyeztetése nélkül. Ezért a ma érvényes kritériumoknál alacsonyabb hiányra és adósságra van szükség az országspecifikus tényezők (adósságráta) és a gazdaság ciklikus ingadozásának nagyobb fokú figyelembevételével.

A jelenlegi rendszeren alapuló parametrikus változás

Az eurozónába való belépés fiskális feltételeinek biztosítania kell a stabil költségvetési helyzetet, a kellő rugalmasságot és az országspecifikus tényezők figyelembevételét. Javaslatunk szerint a költségvetési hiányra vonatkozó kritérium az egységesen 3 százalékos érték helyett az adósságráta függvényében alakulna. Magasabb adósságsszint, így kevésbé fenntartható államháztartási folyamatok mellett az egyensúlyihoz közelebbi egyenleg, míg alacsonyabb államadóssággal rendelkező tagállam számára megengedőbb lehetne a hiánycél. Az államadósságra vonatkozó belépési kritérium pedig a jelenlegi 60 százalékos szintről 50 százalékra csökkenhetne, amit a megfelelő nagyságú fiskális mozgástér igénye mellett a magyar Alaptörvény adósságszabálya is indokol hazánkra nézve. A jelenlegi szabályozásnak magasabb adósság mellett elegendő lehet a célhoz való megfelelő ütemű közelítés, azonban ez esetben szigorúbb a hiányra vonatkozó kritérium.

4-1. táblázat: Hiánycél javaslat különböző államadósság-szintek mellett

Államadósság-ráta	<50%	50–90%	90%<
Javasolt strukturális hiánykritérium	2%	1%	0%

A költségvetési politika gazdaságstabilizáló képességét a fiskális mozgástér határozza meg. A költségvetési mozgásteret úgy definiáljuk, mint az állami pénzügyek azon tartományát, amelyet a gazdaságpolitika a költségvetés fenntarthatóságának veszélyeztetése nélkül felhasználhat (Heller 2005). A fiskális politika képes anticiklikus hatást kifejteni recesszióban és konjunkturális helyzetben is. A válságok idején válik igazán fontossá a megfelelő nagyságú költségvetési mozgástér, ugyanis ekkor szükség lehet a költségvetés részéről keresletösztönző, hiánynövelő fiskális politika folytatására. A mozgástér így elsősorban a hiány növekedésének irányában értelmezhető, és kihasználása az államháztartás bevételeinek csökkenésén vagy a kiadások növekedésén keresztül valósulhat meg. Másfelől a helyes fiskális szabályok azt is biztosítják, hogy kedvező gazdasági környezetben a hiány csökken és ismét biztosítja a kellő mozgásteret a jövőre nézve.

A valutaövezeteken belül az önálló monetáris politika elvesztésével és érdemi közösségi költségvetési transzferek hiányában felértékelődik a fiskális politika szerepe. A gazdaságpolitika egyik legfontosabb célja a gazdasági ingadozások simítása, azonban a valutaövezetben a monetáris politika közösségi szintre kerül, ezért nem képes célzottan befolyásolni az egyes tagállamok gazdasági pályáját. Amennyiben a tagországok gazdasági ciklusa szinkronban van egymással, akkor a közös monetáris politika képes lehet betölteni a stabilizáló szerepet, eltérő gazdasági ciklusok esetén ugyanakkor költségvetési lépések szükségesek. Aszimmetrikus sokkok esetén ezért fontos, hogy kellő mértékű költségvetési mozgástér álljon rendelkezésre a gazda-

ság stabilizációjára a költségvetési fenntarthatóságának veszélyeztetése nélkül. Ehhez viszont nem elegendőek az eurozónába való jelentkezés és felvétel kritériumai által meghatározott költségvetési feltételek, hanem annál nagyobb fokú egyensúlyra, tehát alacsonyabb hiányra és adósságra van szükség.

A múltbeli tapasztalatok alapján a kiegyensúlyozottabb fiskális helyzetben lévő országok később eredményesebbek voltak, ezért célszerű a jelenleginél szigorúbb szabályokat bevezetni. Az euro bevezetése után sikeresnek tekinthető tagállamok rendszerint stabilabb államháztartási gazdálkodást folytattak és az önálló monetáris politika hiányára válaszul megfelelő nagyságú költségvetési mozgásteret alakítottak ki maguknak a kihívások ellensúlyozására. Bár a javaslatunkban szereplő deficitkritérium szigorúbb a jelenleg alkalmazott 3 százaléknál, másfelől azonban közepes és alacsony államadósság mellett alacsonyabb, mint a jelenleg az eurozóna tagországok számára előírt középtávú költségvetési cél (medium term budgetary objective, MTO).

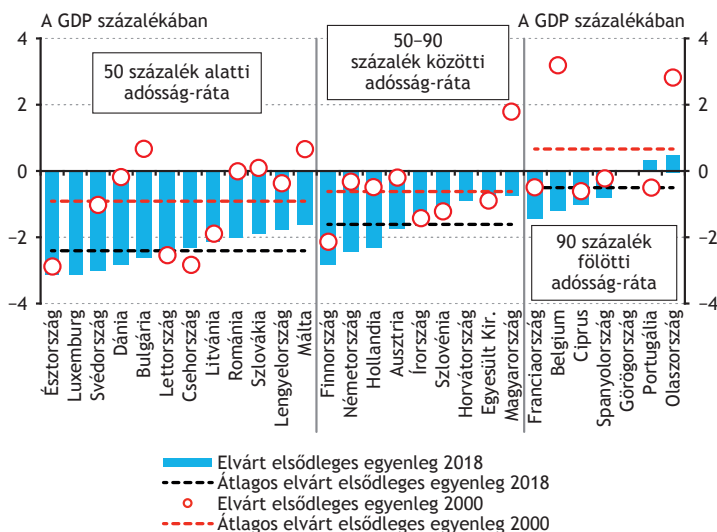
A maastrichti belépési szabályok mindeddig rugalmatlanok voltak a tekintetben, hogy nem vették figyelembe a gazdaság ciklikusságának fontosságát. Az eddigi belépési kritériumok az ESA-egyenlegre vonatkoztak, amelyet erősen befolyásol a gazdaság ciklikus helyzete. Ezért azt javasoljuk, hogy az új kritérium a strukturális egyenlegre, a gazdaság ciklikus hatásától és az adott évben fellépő egyedi tényezőktől megtisztított mutatóra vonatkozzon.

A belépési szabályok a magas adóssággal szemben túl megengedőek voltak, pedig az a mozgástér fontosabb része, ezért javaslatunk szerint a magas adósságot alacsonyabb hiánnyal szükséges ellensúlyozni. A költségvetés mozgásterét a költségvetési hiány és adósság együttesen határozza meg, de középtávon az adósság szerepe jelentősebb. Az eddigi kritériumok az adósságrátától független egységes, 3 százalékos költségvetési hiányt vártak el a belépő országoktól. A maastrichti konvergencia kritériumok módosítására tett javaslatunk országspecifikus

tényezőként figyelembe veszi az államadósság mértékét. Magasnak tekinthető, 90 százalék feletti adósságráta esetén egyensúlyi költségvetés megvalósítása válik szükségessé, míg alacsonyabb 50-90 százalék közötti GDP-arányos államadósság mellett az éves hiánycél mértéke 1 százalék lenne, 50 százalék alatti adósság esetén pedig 2 százalékra emelkedne a megengedhető deficit nagysága. Ennek révén a költségvetési hiány részben pótolhatja az adósság oldaláról hiányzó mozgásteret.

Az elérendő hiánykritérium mérséklődését a költségvetési mozgáster kialakítása mellett a kamatok tartós csökkenése is indokolja. Az európai uniós tagállamok a 2000-es évek elején a jelenleginél számottevően magasabb kamatterheket fizettek az államadósságuk után, ami a 3 százalékos hiány eléréséhez viszonylag szigorú elsődleges egyenleget követelt meg. Az uniós országok kamatterhei átlagosan a GDP 1,1 százalékpontjával csökkentek 2000 és 2018 között, annak ellenére, hogy eközben az átlagos államadósság mintegy 20 százalékponttal növekedett az EU-ban. Változatlan adósságot feltételezve az implicit kamatterhek még az említettnél is nagyobb mértékben, a GDP 1,7 százalékával mérséklődött volna, ami a változatlanul fennmaradt maastrichti hiánykritérium mellett jelenleg számottevően lazább elsődleges költségvetési egyenleget enged meg (4-15. ábra), így a költségvetési kamatkiadások mérséklődése a hiánycél felülvizsgálata felé mutat.

4-15. ábra: Az európai uniós tagállamokban a 3 százalékos hiány eléréséhez szükséges elsődleges egyenleg mértéke 2000-ben és 2018-ban, illetve az adósság nagysága alapján képzett országcsoportok átlaga ugyanezen években



Forrás: Európai Bizottság, MNB.

Az euroövezeti csatlakozást követően számos költségvetési szabály megváltozik, valamint újak is érvénybe lépnek, ezért az eurozónába való belépés feltételeit érdemes közelíteni a belépés után életbe lépő szabályokhoz is. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény az eurozóna tagok középtávú költségvetési célját (MTO) a GDP legfeljebb -1 százalékában határozza meg. A 2013-ban életbe lépett Szerződés a gazdasági és monetáris unió stabilitásáról, koordinációjáról és kormányzásáról (TSCG) tovább korlátozza ezt az értéket, a GDP -0,5 százalékára, amennyiben az államadósság-rátá értéke meghaladja a 60 százalékot. Magyarország a TSCG aláírói közé tartozik, ugyanakkor az azt tartalmazó fiskális paktumot nem léptette életbe. Az euro bevezetésével a fiskális paktum is kötelező érvényűvé válna, ugyanis az euro-övezeti tagállamok attól csak kivételes esetekben térhetnek el.

Alternatív fiskális keretrendszer: az állományi mutatóktól a kiadási szabályig

A fiskális szabályokkal szemben elsősorban az a követelmény támasztható, hogy olyan módon javítsák az adósság fenntarthatóságát, hogy közben a nemzetgazdaságok szintjén érvényesülhessen a költségvetés stabilizációs funkciója is. E kettős feladat közötti átváltást a szabályrendszernek megfelelő módon kell kezelnie. Ez önmagában kihívást jelent, de ehhez gyakran társul az a célkitűzés is, hogy a költségvetés minősége is javuljon. Az Európai Unió fiskális keretrendszere ezeket a feladatokat egyre összetettebbé váló megoldásokkal kívánja megoldani. Ennek ellenére, vagy éppen ezért mindez nem működik megfelelő módon és emiatt számos bírálat éri.

A kritikák jó összefoglalójának tekinthető az Európai Költségvetési Tanács 2019 augusztusában megjelent elemzése. Kiemelhető az a probléma, hogy a szabályok működésében meghatározó szerepe van az olyan meg nem figyelhető változóknak, mint a potenciális növekedés, ami utólag gyakran revideálódik, így utólag kiderülhet, hogy az anticiklikusnak szánt fiskális politika prociklikus lehetett. Az is gondot jelent, hogy a hosszútávú mutatók helyett az éves változók kerülnek az előtérbe. Megállapították továbbá, hogy a szabályok alkalmazásánál a Bizottság és Tanács számára biztosított rugalmasság sem működik megfelelően, mert a döntések időben hosszan elnyúlnak és ezáltal anticiklikus fiskális politika helyett prociklikus eredményezhet.

A keretrendszer egyszerűsítése és jobb működése érdekében az utóbbi években többféle javaslat született. Közös elemnek tekinthető az adósság kiemelt szerepe és nettó kiadási szabály előtérbe kerülése.

Az adósságráta a költségvetési fenntarthatóság alapvető mutatója. Annak érdekében, hogy a fenntarthatósági szempontok ne ütközzenek a stabilizációs funkcióval, a jelenlegi szabályozáshoz hasonlóan szükség van mentesítő záradékra, hogy gazdasági visszaesés esetén elkerülhető legyen a prociklikus fiskális

politika. Az automatikus stabilizátorok működésén túlmutató diszkrecionális költségvetési lazítás azonban nem fordul vissza önmagától, mint az automatikus stabilizálás. A válság mélypontját követő fokozatosan élénkülő gazdasági növekedéssel párhuzamosan ki kellene vezetni a lazító intézkedéseket, sőt a felhalmozódott adósságot is le kellene építeni. Ez utóbbi sajnos nem minden esetben történik meg, így jelentkezhet az úgynevezett „racsnihatás”, vagyis válságok után csak a deficit áll helyre, a felhalmozódott adósság azonban benne marad állományban. Ennek elkerülése érdekében javasoljuk végső horgonynak az adósságrátát az új költségvetési szabályrendszerben.

Eldöntendő kérdést jelent, hogy az adósságrátának milyen szintje tűzhető ki, ami az alatta levő országok esetében korlátként, a felette levőknél elérendő célként működhet. Döntést igényel az is, hogy csökkenő pályája milyen sebességű lehet és elérését hogyan támogathatja egy szabály, illetve az adósságráta növekedése esetén milyen fékező mechanizmus léphet életbe. Mindezzel összefügg az adósságráta meghatározása, amivel kapcsolatban kétféle probléma jelentkezik. Az egyik kérdés, hogy megfelelő állományi mutatót jelent-e a bruttó államadósság, vagy érdemes annak valamilyen alternatíváját figyelembe venni? A bruttó államadósságnak a legegyszerűbb és legranzparensőbb alternatívája a betétekkel csökkentett nettó adósság, ami kiszűri a likviditás ingadozásából eredő torzítást.⁸⁴ A másik probléma, hogy az adósságráta nevezőjében a tényleges GDP és nem a potenciális GDP szerepel, vagyis a gazdaság ciklikus ingadozása magas adósságsszint mellett torzítást okozhat az adósságráta éves alakulásában.

Megállapítható, hogy az EU tagállamok adósságrátája olyan mértékben eltér, ami indokolhatja országsspecifikus cél/korlát

⁸⁴ Az egyéb tartozások és követelések figyelembevétele esetén kiszűrhető lenne például a privatizációs bevételekből elért adósságcsökkentés, azonban ezeknek az állományoknak az értékelése olyan bizonytalan, hogy mindez nem jelent valós alternatívát.

kijelölését (Európai Költségvetési Tanács, 2019). Véleményünk szerint ezek az országspecifikus értékek egy érzékelhető adósságcsökkenés elérése esetén középtávon felülvizsgálhatók volnának.

Az eltérő adósságráták nemcsak a célok felülvizsgálatát, hanem az adósságcsökkentési pályák országspecifikus meghatározását is szükségessé tennék (Európai Költségvetési Tanács, 2019). Az adósságcsökkentési pálya kitűzése és annak visszamérése során leginkább az az említett torzítás jelenthet nehézséget, hogy az adósságrátában a potenciális GDP helyett a tényleges GDP szerepel. Véleményünk szerint az egyik alternatívát az jelentené, hogy a jövőben az adósságrátát a potenciális GDP simított változatával (tízéves átlagával) határoznák meg, hasonlóan az EU-ban jelenleg is alkalmazott kiadási szabályhoz. További alternatívát jelenthet, ha az országspecifikus adósságcél/korlát körül mindkét oldalról sávokat vezetnek be, és ezek átlépéséhez kötődnek (az iránytól függően) következmények.

Az adósságcél elérésnek legjobb eszköze az adóintézkedésekkel korrigált kiadási szabály (nevezzük nettó kiadási szabálynak). Az Európai Költségvetési Tanács (2019) javasolja, hogy az adósságsszabály mellett ez a szabály váltsa fel az összetett keretrendszer többi elemét. Ezt nemzeti és EU-szinten már eddig is többen javasolták.⁸⁵ Az EU keretrendszerében jelenleg is szereplő mutató az adóintézkedés becsült hatása mellett korrigál a kamatokkal (elsődleges kiadás), munkanélküli támogatással, az EU-források terhére megvalósuló kiadásokkal és egyes egyedinek minősített tételekkel. Utóbbi tételek kivételével ezek a korrekciók arra irányulnak, hogy különválasszák a költségvetés diszkrecionális döntési körébe tartozó tényezőket azoktól, amelyeket jellemzően más folyamatok határoznak meg (kamat, EU-források, gazdasági ciklus, valamint az adóbevételek ciklussal és intézkedéssel nem magyarázható ingadozása). Ennek

⁸⁵ Ódor L.–P. Kiss G., 2011, Ódor L. – P. Kiss G., 2014:

megfelelően az így meghatározott mutató alakulása jól mutatja a fiskális politika döntéseit, felelősségét.

A nettó kiadási szabály azt írná elő, hogy a korrigált kiadások maximum a potenciális GDP simított változatának (tízéves átlagának) megfelelő ütemben növekedhessenek. A kiadási szabály lehetővé teszi, hogy amennyiben az adósságcél elérése megvalósult, akkor az automatikus stabilizátorok zavartalanul működhetnek. Annak érdekében, hogy gazdasági visszaesés esetén ezen felül további diszkrecionális lépésekre is sor kerülhessen, további tartalék, mozgástér beépítése szükséges.

A tartalék beépítése azért is lényeges lehet, mert kockázatos eleme a szabálynak a potenciális GDP revíziója. Emiatt kiderülhet, hogy hosszú évekig az indokoltnál magasabb ütemben nőttek a nettó kiadások, és e kumulált elnyílás utólagos korrekciója nagyobb mértékű kiadáscsökkentést vagy adóemelést igényelhet. Az Európai Költségvetési Tanács (2019) véleménye szerint a tízéves átlag kevésbé érzékeny a revíziókra, ténylegesen azonban majdnem a teljes időszak, így az átlag is együtt mozoghat a revízióval. Megoldást egy módosított tízéves átlag alkalmazása jelenthetne, ahol ezt korrigálni lehetne a múltbeli revíziók átlagával. Ennek megfelelően a nettó kiadások évenkénti növekedése visszafogottabbá válna és ezzel a tartalék képzésével a kumulált utólagos korrekció minimalizálható lenne.

A 4-2. táblában látható a Maastricht 2.0, azaz a javasolt és kibővített kritériumrendszer. A táblázatban szereplő árstabilitás és kamatkonvergencia kritériuma annyiban tér el a Maastricht 1.0-tól, hogy csak pozitív inflációval rendelkező tagállamok kerülhetnek a referenciaországok közé. Az árfolyamstabilitásra vonatkozó elvárás, valamint a fiskális kritériumok esetében új célértékek kerültek meghatározásra. A többi kritérium pedig az MNB által javasolt – a Maastricht 1.0-ból hiányzó – új feltétel.

4-2. táblázat: A módosított és kibővített kritériumrendszer (Maastricht 2.0)

Kritérium	Célérték
I. Nominális horgonyok	
Árstabilitás ¹	Legfeljebb a három legalacsonyabb <i>pozitív</i> inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállam súlyozatlan számtani átlaga +1,5 százalékpont.
Kamatkonvergencia ²	Legfeljebb a három legalacsonyabb <i>pozitív</i> inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállam súlyozatlan számtani átlaga +2,0 százalékpont.
Árfolyamstabilitás	3-5 év ³
II. Megfelelő fázis az euroövezethez történő felzárkózásban	
Reálgazdasági konvergencia ⁴ (egy főre jutó GDP (PPP))	> 90%
Bérkonvergencia ⁴ (átlagbér (PPP))	> 90%
A pénzügyi szektor mélységének konvergenciája ^{4,5}	> 90%
III. Szinkronizált üzleti és pénzügyi ciklusok Magyarország és az eurozóna között	
Szinkronizált üzleti ciklusok ⁶	> 0,7
Szinkronizált pénzügyi ciklusok ⁷	> 0,7
IV. Magyar versenyképesség a vállalatok, a munkaerő és a termékek körében	
A kis- és középvállalkozások munkatermelékenységének aránya ⁸	> 50%
Munkaerőpiac	Teljes foglalkoztatottság közeli állapot
Exportszerkezet, termékválaszték	Diverzifikáció, magas hozzáadott értékű termékek
V. Fejlett, stabil és kompetitív pénzügyi szektor	
MNB Bankrendszeri Versenyképességi Index (BVI) ⁹	Versenyképes bankszektor
VI. Hatékony, kontraciklikus gazdaságpolitikai mozgástér	
Hosszú távú strukturális hiány	Az államadósság-rátától függően legfeljebb 0%, 1% vagy 2%
GDP-arányos államadósság	< 50% vagy megfelelő ütemben csökkenő
Prudenciális politikák	Megfelelő eszköztár

- ¹ Az éves alapú, harmonizált fogyasztóiár-index átlagos havi értéke az elmúlt 1 évben.
- ² A 10 éves állampapír átlagos hozama az elmúlt 1 évben.
- ³ Az országok a szándékolt csatlakozás előtti 3-5 évben nem értékelhetik le a valutájuk euróhoz rögzített középárfolyamát és ennek a stabilitásnak „súlyos feszültségek” nélkül kell megvalósulnia. További feltétel a 3-5 éves ERM II tagság.
- ⁴ Az eurozóna átlagában.
- ⁵ A GDP-arányos hitelállomány.
- ⁶ A kibocsátási rés korrelációja az eurozónához képest.
- ⁷ A hitel/GDP rés korrelációja az eurozónához képest.
- ⁸ Egy főre jutó bruttó hozzáadott érték a KKV-körbe nem tartozó vállalkozások arányában.
- ⁹ Pénzügyi stabilitási mandátumánál fogva az MNB kifejlesztette önálló Bankrendszeri versenyképességi indexét (BVI). A mutató alapján a leginkább fejlesztésre szoruló területek a banki hitelhez való hozzáférés, a vállalati bizalom, valamint a lakossági hitelek átlagos THM felára.

Forrás: Eurostat, MNB.

4.2.

Magyarország euroérettsége a Maastricht 1.0 és 2.0 tükrében

Berta Dávid – Kóczyán Balázs – Komlóssy Laura –
Pásztor Szabolcs

A magyar gazdaság az EU-s csatlakozás óta változó ütemű felzárkózást mutat. A Maastrichti kritériumok öt darab időben változó mutatóban határozzák meg az euroérettség aktuális szintjét, amely szerint Magyarország euroérettsége vegyes képet fest. A magyar gazdaság a kiegyensúlyozott felzárkózás mellett nem teljesíti az árstabilitás és az árfolyamstabilitás kritériumát, azonban a kamatkonvergencia megvalósultnak tekinthető. A fegyelmezett fiskális politikának köszönhetően teljesül a költségvetési hiányra vonatkozó kritérium, azonban a korábban felhalmozott államadósság leépítése időigényes folyamat. Összességében elmondható, hogy Magyarország sem érett még az euro bevezetésére, azonban a korábbi fejezetek alapján, az eredeti maastrichti kritériumrendszernek való teljeskörű megfelelés sem lenne elegendő az euroövezetbe történő esetleges csatlakozás felkészültségének megítéléséhez.

Az MNB meghatározott egy olyan kritériumrendszert, amely az eredeti maastrichti szerződésnél jobban tükrözi az optimális csatlakozás feltételrendszerét. A módosított és kibővített feltételeket összefoglalóan a Maastricht 2.0 kritériumrendszer tartalmazza. A módosítás az eredeti szabályok megújítását jelenti, a kibővítés pedig öt új területen támaszt elvárásokat az euroérettség tekintetében. Ezek a felzárkózás megfelelő fázisának elérése, a szinkronizált üzleti és pénzügyi ciklusok, különböző versenyképességi mutatók, a fejlett pénzügyi szektor, valamint az elérhető és hatékony kontraciklikus politikák. Magyarország a Maastricht 2.0 kritériumainak is csak egy részét teljesíti. Ez egyrészt alátámasztja, hogy Magyarország még nem érett az euro bevezetésére, másrészt kijelöli a magyar gazdaság lehetséges fejlesztési irányait.

4.2.1. Maastricht 1.0

Magyarország az inflációs kritérium tekintetében nem felel meg a maastrichti szerződésnek részben az alacsony inflációs környezet, részben a reálgazdasági konvergenciából adódó inflációs többlet miatt. Az inflációs kritérium célja az eurozóna árstabilizálásának megőrzése. A Balassa–Samuelson-hatásnak megfelelően a felzárkózó országok rendszerint inflációs többlettel rendelkeznek, ami magyarázatot ad a kritérium aszimmetrikus jellegére. A feltétel szerint a csatlakozni szándékozó ország inflációja – a harmonizált fogyasztóiár-indexben mérve – legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a három legalacsonyabb EU-tagállam elmúlt évben mért átlagos áremelkedését, így az eurozóna csak kellőképpen alacsony inflációs mutatóval rendelkező országgal bővíülhet. A vizsgált időszakban (2018. november – 2019. október) a három legalacsonyabb átlagos inflációs mutatóval rendelkező tagállam rendre Portugália (0,38 százalék), Görögország (0,53 százalék), valamint Ciprus (0,67 százalék). A mutatók súlyozatlan számtani átlaga 0,52 százalék, amely a jelenlegi alacsony inflációs környezet miatt jóval az Európai Központi Bank inflációs célja alatt helyezkedik el. A kritérium küszöbértéke így 2,02 százalék, amely a megengedett 1,5 százalékpontos inflációs többlet ellenére éppen csak az EKB célja felett alakul. Magyarország inflációs mutatója ugyanebben az időszakban 3,29 százalék volt, amely több mint 1 százalékponttal meghaladja a kritérium értékét. Látható azonban, hogy ha a három „legfegyelmesebb” inflációval rendelkező EU-tagállam pénzromlásának üteme az EKB cél körül alakulna, akkor Magyarország teljesítené az inflációs kritériumot. A magyar infláció a gazdasági felzárkózással párhuzamosan közel három éve a jegybanki toleranciasávon belül helyezkedik el, amely a konvergenciából adódó inflációs többlet figyelembevételével került meghatározásra. Összességében tehát a magyar áremelkedés üteme megfelel a felzárkózás fundamentumainak, azonban a jelenlegi alacsony inflációs környezetben nem teljesül az EU-csatlakozáshoz szükséges feltétel.

Magyarországot az elmúlt években alacsony hozamok jellemezték, ezzel teljesül a maastrichti szerződésben szereplő kamatkonvergencia kritériuma. A hosszú hozamokra vonatkozó kritérium célja az eurozónán belüli állampapírhozamok szórásának alacsony szinten tartása. Az euro bevezetését követő hozamkonvergencia után a szuverén adósságválság alatt a hozamok erőteljes divergenciája volt megfigyelhető az eurozónában. Ezt elsősorban Görögország, Portugália, Írország, Spanyolország és Ciprus hozamainak jelentős emelkedése okozta. A 2018 októbere és 2019 szeptembere közötti időszakban a maastrichti hozamkritérium referenciaországai éppen Portugália (1,07 százalék), Görögország (3,24 százalék) és Ciprus (1,45 százalék), amelyek a legalacsonyabb inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállamok. A hozamok súlyozatlan számtani átlaga 1,92 százalék, a megengedett hozamkülönbség pedig pozitív irányban 2,0 százalékpont, ezzel a kritérium értéke 3,92 százalék. A 10 éves magyar állampapír hozama az elmúlt évek során alacsony szinten, a vizsgált időszakban pedig 2,8 százalékon alakult. Ezzel Magyarország teljesíti a maastrichti hozamkritériumot.

A költségvetési hiány 2018-ban és a következő években is alacsony szinten alakul, amivel Magyarország a rendezett költségvetésre vonatkozó kritériumnak is megfelel. A kritérium célja a prudens költségvetési politika biztosítása, ami egyúttal az államadósság növekedésének is korlátot szab. A maastrichti hiánykritérium szerint a költségvetési deficit az előző, illetve a következő két évben nem haladhatja meg a folyó áron mért GDP 3 százalékát. Magyarország költségvetési hiánya a 2004-es EU-csatlakozást követő első hét évben 3 százalék felett alakult. Ennek következtében Magyarország már 2004-ben túlzottdeficit-eljárás alá került, amely 2013 júniusáig tartott. A költségvetési deficit 2018-ban 2,3 százalékot tett ki. A hiány az MNB és más szervezetek előrejelzése szerint közép-távon tovább csökken, ennek megfelelően Magyarország 2013 óta folyamatosan teljesíti a kritériumot.

Az államadósság csökkenő pályán alakul, az előrejelzések szerint 2022-re érheti el a 60 százalékos maastrichti küszöbértéket. Az államadósságra vonatkozó kritérium célja a túlzott eladósodás megakadályozása, ami lehetővé teszi az állam kedvező feltételek melletti finanszírozását, valamint csökkenti a kamatkiadások mértékét. Az adósságkritériumnak megfelelően a bruttó államadósság az előző évben nem haladhatja meg a folyó áron mért GDP 60 százalékát, vagy ha ezt meghaladja, akkor legalább „kellőképpen csökkenjen és kielégítő mértékben közelítse a referenciaértéket”. A „kielégítő mértékű közelítést” az 1/20-os adósság szabály számszerűsíti, amely szerint a 60 százalék feletti adósságot a visszatekintő vagy az előretekintő 3 éves periódusban⁸⁶ évente átlagosan a többletadósság 5 százalékaival (azaz az 1/20 részével) szükséges csökkenteni. Magyarország államadóssága az Alaptörvényben rögzített adósság szabály szerint nem haladhatja meg a GDP 50 százalékát, emellett az 50 százalékos határ eléréséig nem növekedhet. Az államadósság 2018-ban a GDP 70,2 százalékát tette ki. Az adósság 2019 és 2021 között – az MNB előrejelzése szerint – évente átlagosan 2,6 százalékponttal csökkenhet. A dinamikus mérséklődés eredményeként a 60 százalékos maastrichti kritérium elérése formálisan 2022-re teljesülhet.

Az árfolyamstabilitás tekintetében Magyarország nem felel meg a maastrichti kritériumnak. Magyarország a sávos árfolyamrendszerről 2008 februárjában áttért a lebegő árfolyamrendszerre. Emellett Magyarország nem tagja az ERM-nek, így az árfolyamra vonatkozó kritérium nem teljesül.

⁸⁶ A visszatekintő 3 éves periódus az elmúlt 3 évet, az előretekintő ezzel szemben az előző évet, valamint a következő két évet jelenti.

4-3. táblázat: A maastrichti kritériumok teljesülése (Maastricht 1.0)

Kritérium	Célérték	Magyar-ország	Forrás	Teljesül a kritérium?
Árstabilitás ¹	< 2,0% ²	3,3%	Eurostat	Nem
Kamatkonvergencia ³	< 3,9% ⁴	2,8%	Eurostat	Igen
Rendezett költségvetés ⁵	< 3%	2,3% ^{6,7}	MNB	Igen
Fenntartható államháztartás	< 60%	70,2% ^{6,8}	MNB	Dinamikusan csökken, ⁹ formálisan 2022-re teljesülhet
Árfolyamstabilitás	2 év ¹⁰	Lebegő árfolyam- rendszer	MNB	Nem

¹ Az éves alapú, harmonizált fogyasztóiár-index átlagos havi értéke 2018 novembere és 2019 októbere között.

² A vizsgált időszakban a három legalacsonyabb átlagos inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállam: Portugália (0,38%), Görögország (0,53%), valamint Ciprus (0,67%). Ezek súlyozatlan számtani átlaga 0,5%, amelyet a kritérium szerint a csatlakozni szándékozó országok inflációs mutatója legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhat meg.

³ A 10 éves állampapír átlagos hozama 2018 októbere és 2019 szeptembere között.

⁴ A három legalacsonyabb átlagos inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállam átlagos hozama: Portugália (1,07%), Görögország (3,24%), valamint Ciprus (1,45%). Ezek súlyozatlan számtani átlaga 1,9%, amelyet a kritérium szerint a csatlakozni szándékozó országok hozama legfeljebb 2,0 százalékponttal haladhat meg.

⁵ Az ESA-egyenleg szerinti hiány.

⁶ 2018-as adat.

⁷ Az MNB 2019. decemberi Inflációs jelentésében szereplő előrejelzése szerint a deficit 2019-ben és 2020-ban rendre 1,7-1,8% és 0,4-1,2% között alakul.

⁸ Az MNB 2019. decemberi Inflációs jelentésében szereplő előrejelzése szerint az államadósság 2020 és 2022 között évente 2,6 százalékponttal csökkenhet.

⁹ Az MNB 2019. decemberi Inflációs jelentésében szereplő előrejelzése szerint az államadósság 2022-re 60% alá mérséklődhet, teljesítve a kritérium célértékét.

¹⁰ Az országok a szándékolt csatlakozás előtti két évben nem értékelhetik le a valutájuk euróhoz rögzített középfolyamatát és ennek a stabilitásnak „erős feszültségek” nélkül kell megvalósulnia. További feltétel a 2 éves ERM II tagság.”

Forrás: Eurostat, MNB.

4.2.2. Maastricht 2.0

A nominális horgonyok közül az árstabilitás és a kamatkonvergencia kritériuma nem változott a Maastricht 1.0-hoz képest – mivel a vizsgált időszakban minden tagállamban pozitív infláció volt megfigyelhető –, az árfolyamstabilitás célértéke pedig az MNB javaslata alapján megváltozott. Magyarország ennek megfelelően továbbra sem teljesíti az árstabilitás és az árfolyamstabilitás kritériumát, ugyanakkor továbbra is megfelel a kamatkonvergencia feltételének. A fejezet fennmaradó részében az MNB által javasolt új kritériumoknak való megfelelés kerül bemutatásra.

A vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP és átlagbér mértéke a konvergencia ellenére messze elmarad az eurozóna átlagának 90 százalékában meghatározott célértéktől. Az Eurostat adatai alapján Magyarország vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP-je az eurozóna átlagának 66 százalékát tette ki. A bérkonvergencia tekintetében az arány 60 százalékos, így a bérek esetében még nagyobb a tér az eurozónához való felzárkózást illetően.

A reálgazdasági ciklusok terén megfelelő a korreláció Magyarország és az eurozóna között. A potenciális GDP arányában mért kibocsátási rés Magyarország EU-csatlakozása óta erős együttmozgást mutat Magyarország és az eurozóna között. Az egyidejű korreláció a 0,7-es érték körül alakul, amellyel Magyarország a közép-kelet-európai régió országai közül az első harmadban helyezkedik el az együttmozgás erőssége vonatkozásában.

A pénzügyi ciklusok korrelációja megfelelően erős az eurozóna tagországaival. A perifériaországokat tekintve Magyarország esetében a legmagasabb, ugyanakkor az eurozóna legfejlettebbnek számító magországaikhoz képest továbbra is elmaradás azonosítható. Magyarország és az eurozóna magországaik között a korrelációs együttható az elmúlt egy évben már meghaladta a 0,7-es értéket, azonban nem volt megfigyelhető további felzárkózás, így a pénzügyi ciklusok közötti szinkronizáltság a 0,7 százalékos érték közelében ingadozik.

A kis- és középvállalkozások munkatermelékenysége a felzárkózás ellenére továbbra is elmarad a nagyvállalatokétól, elsősorban a mikrovállalkozások szorulnak fejlesztésre. A KKV-k bruttó hozzáadott értéke 11 ezer milliárd forint volt, míg a kkv-körbe nem tartozó vállalkozásoké 13 ezer milliárd forintot tett ki 2018-ban. A foglalkoztatottak száma rendre 2 millió és 1,1 millió fő, ezzel az egy főre jutó bruttó hozzáadott érték 5,5 millió és 12 millió forint volt. A kkv-k munkatermelékenységének aránya ezzel kismértékben elmarad az elvárt 50 százalékos szinttől. Megfigyelhető továbbá, hogy a vállalatmérettel párhuzamosan nő a munkatermelékenységben mért hatékonyság, így elsősorban a mikrovállalkozások fejlesztése szükséges, amelyek termelékenysége közel 30 százalékkal elmarad a KKV-k átlagától.

A munkanélküliségi ráta alacsony szintje megfelel az MNB által meghatározott országspecifikus kritériumnak, azonban a munkaerőpiaci aktivitás tekintetében további javulás szükséges. Az elmúlt években Magyarországon számos, a munkaerőpiacot támogató intézkedés került bevezetésre. A legfontosabb ezek közül a munkát terhelő adók és járulékok csökkentése, amely jelentős mértékben járult hozzá a munkaerőpiaci aktivitás növekedéséhez. A munkanélküliség a kedvező gazdasági folyamatok és az intézkedések hatására már 2018-ban 4 százalék alá csökkent. A munkanélküliség így kellően alacsony, az aktivitás azonban nem éri el a 65 százalékos, Magyarországra vonatkozó küszöbértéket.

A hazai bankszektor versenyképessége az eurozónában csak közepesnek tekinthető, így a pénzügyi szektorban további strukturális fejlesztésekre van szükség. A bankrendszer fejlettsége a hatékony forrásallokáció szüksége miatt kiemelten fontos szerepet tölt be egy ország versenyképességében. A hazai pénzügyi mélység nemcsak a hitelállomány, de a banki termékkel rendelkezők tekintetében is elmarad az EU-s átlagtól. Magyarországon jelenleg mind a kötvénypiac mérete, mind a részvénytőkepiac fejlettsége jelentősen alulmúlja az eurozóna szintjét. A kamatfelár csökkenésének azonban gátat szabnak a működési, kockázati és egyéb költségek.

Az export ágazati diverzifikáltsága nagyjából megfelel az eurozóna országaiban jellemző szintnek. Az exportszektorok koncentrációja növekedési és sérülékenységi szempontból is fontos kritérium. Egyrészt a kellően diverzifikált exportszerkezet elősegíti a konvergenciát, másrészt az esetleges sokkok csak a kiviteli kisebb részét érintik, így nem teszik szükségessé a teljes export-szektor valutaleértékeléssel történő támogatását. Magyarország exportjának koncentrációja – a gépipari ágazatok részletesebb bontását is figyelembe véve – nagyjából megfelel az eurozóna országaiban jellemző szintnek, ami támogathatja a közös valuta bevezetését.

A magyar export alacsony hazai hozzáadott értéke Magyarország fejlettségbeli lemaradását mutatja, ami alapján még nem indokolt az euro bevezetése. A hazai gazdaság fejlettségét mutathatja ugyanakkor, hogy egyes országok exporttermelésében mekkora értéket állítanak elő a hazai gazdasági szereplők, és mekkora része származik importból. Az erre vonatkozó legfrissebb OECD-s adatbázisok alapján Magyarország ilyen szempontból viszonylag hátul szerepel az európai rangsorban, és bár utánunk már eurozóna-tagországok szerepelnek – de Magyarországnál számos nagyobb hazai hozzáadott értékkel rendelkező ország sem vezette még be a közös valutát.

A magyar államháztartási folyamatok csak részlegesen teljesítik a javasolt fiskális kritériumokat. A költségvetés strukturális hiánya meghaladja a javaslatban szereplő, hazánkra vonatkozó küszöbértéket, azonban az államadósság-ráta az 50 százalékot meghaladó szintje ellenére megfelelő ütemben közelít a kijelölt célszámhoz.

Magyarország a pénzügyi rendszerkockázatok azonosítása és kezelése tekintetében uniós összehasonlításban és a régióban is kiemelkedő aktivitást mutat, támogatva ezzel az ország sokkellenálló-képességét és az euroövezeti országokhoz való konvergenciáját.

A 2013-ban hatályba lépő jegybanktvénnyel⁸⁷ a Magyar Nemzeti Bank mind jogosítványait, mind szervezetét illetően bővült. A felügyeleti jogkör integrálása, a szanáláshoz kapcsolódó hatósági feladatok ellátása és a makroprudenciális felhatalmazás széles hatáskörrel ruházta fel a jegybankot:

- **Új, önálló elemként jelent meg a jegybanki döntésekben a makroprudenciális politika** aktív és proaktív használata. Hazánk vonatkozásában a makroprudenciális eszközök kalibrációja elsősorban kockázatmegelőző jellegű és proaktív, aminek köszönhetően a negatív sokkok súlyossága várhatóan korlátozott lehet és az esetleges visszafogó hatás is az egészséges növekedési pálya fenntartását segíti, vagyis a gazdaság túlfűtöttségét csökkenti.
- Az elmúlt években **átalakult az MNB Felügyeletének szervezeti felépítése, megújultak a felügyeleti módszertanok, eljárásrendek, mutatószámok, új felügyeleti eszközök és elemzési keretek kerültek bevezetésre.** A 2013 előtti, alapvetően ellenőrzési szemléletet felváltotta a mind minőségben, mind a biztonság fokában többet jelentő, folyamatos felügyelést középpontba helyező felügyeleti hozzáállás.
- Szintén a pénzügyi stabilitást erősítette, hogy **Magyarország az elsők között honosította meg** az Európai Unió 2014-ben kialakított, globális sztenderdeken alapuló, **a hitelintézetek és befektetési vállalkozások szanálását célzó keretrendszerét.** Ennek keretében az MNB egyrészt minden intézmény vonatkozásában szanálási tervet készít, amelyben felkészül a fizetéseképtelen vagy várhatóan fizetéseképtelenné váló intézmények kritikus funkcióinak fenntartására úgy, hogy az mind az ügyfelek, mind az adófizetők számára a lehető legkisebb költséggel járjon. Másrészt az MNB 2018 novemberében közzétette a szavatoló tőkére és leírható vagy átalakítható kötelezettségekre vonatkozó minimumkövetelmény (MREL) előírásáról szóló módszertanát.

⁸⁷ <http://njt.hu/njtlink.php?njtcp=ee9eg0ed3em4er5ei0dx3cj4cy1bm4dw7eh4d-v1eb4dw1cj8bx1cc8bz5ca8cc1ce6bm9en8dv7eh8dw3dx8cj1by4bd>

4-4. táblázat: Az MNB által javasolt kritériumok teljesülése (Maastricht 2.0)

Kritérium	Célérték	Magyarország	Forrás	Teljesül a kritérium?
I. Nominális horgonyok				
Árstabilitás ¹	< 2,0% ²	3,3%	Eurostat	Nem
Kamatkonvergencia ³	< 3,9% ⁴	2,8%	Eurostat	Igen
Árfolyamstabilitás	3-5 év ⁵	Lebegő árfolyam-rendszer	MNB	Nem
II. Megfelelő fázis az euroövezethez történő felzárkózásban				
Reálgazdasági konvergencia ⁶ (egy főre jutó GDP (PPP))	> 90%	66% ⁷	Eurostat	Nem
Bérkonvergencia ⁶ (átlagbér (PPP))	> 90%	60% ⁸	Európai Bizottság	Nem
A pénzügyi szektor mélységének konvergenciája ^{6,9}	> 90%	39% ⁷	Világbank, MNB	Nem
III. Szinkronizált üzleti és pénzügyi ciklusok Magyarország és az eurozóna között				
Szinkronizált üzleti ciklusok ¹⁰	> 0,7	> 0,7 körül	Eurostat	Igen
Szinkronizált pénzügyi ciklusok ¹¹	> 0,7	> 0,7 körül	ESRB	Igen
IV. Magyar versenyképesség a vállalatok, a munkaerő és a termékek körében				
A kis- és középvállalkozások munkatermelékenységének aránya ¹²	> 50%	46% ⁷	KSH	Nem
Országspecifikus munkanélküliségi ráta*	< 4%	3,7% ⁷	KSH	Igen
Országspecifikus aktivitási ráta*	>65% (>75%)	62,5% (71,9%) ⁷	KSH	Nem
Exportszerkezet, termékválaszték	Diverzifikáció, magas hozzáadott értékű termékek	További diverzifikáció és a belföldön képzett hozzáadott érték növelése szükséges	OECD	Nem
V. Fejlett, stabil és kompetitív pénzügyi szektor				
MNB Bankrendszeri Versenyképességi Index ¹³ (BVI)	Versenyképes bankszektor	A bankrendszer versenyképességének fejlesztése szükséges	MNB	Nem
VI. Hatékony, kontraciklikus gazdaságpolitikai mozgástér				
Hosszú távú strukturális hiány	Az államadósság-rátától függően legfeljebb 0%, 1% vagy 2%	> 1%	IMF ¹⁴	Nem
GDP-arányos államadósság	< 50% vagy megfelelő ütemben csökkenő	70,2% ²	MNB	Igen
Prudenciális politikák	Megfelelő eszköztár	Rendelkezésre áll	MNB ¹⁵	Igen

¹ Az éves alapú, harmonizált fogyasztóiár-index átlagos havi értéke 2018 novembere és 2019 októbere között.

² A vizsgált időszakban a három legalacsonyabb pozitív átlagos inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállam: Portugália (0,38%), Görögország (0,53%), valamint Ciprus (0,67%). Ezek súlyozatlan számtani átlaga 0,5%, amelyet a kritérium szerint a csatlakozni szándékozó országok inflációs mutatója legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhat meg.

³ A 10 éves állampapír átlagos hozama 2018 októbere és 2019 szeptembere között.

⁴ A három legalacsonyabb pozitív átlagos inflációs mutatóval rendelkező EU-tagállam átlagos hozama: Portugália (1,07%), Görögország (3,24%), valamint Ciprus (1,45%). Ezek súlyozatlan számtani átlaga 1,9%, amelyet a kritérium szerint a csatlakozni szándékozó országok hozama legfeljebb 2,0 százalékponttal haladhat meg.

⁵ Az országok a szándékolt csatlakozás előtti 3-5 évben nem értékelhetik le a valutájuk euróhoz rögzített középárfolyamát és ennek a stabilitásnak „erős feszültségek” nélkül kell megvalósulnia. További feltétel a 3-5 éves ERM II tagság.

⁶ Az eurozóna átlagában.

⁷ 2018-as adat.

⁸ 2017-es adat.

⁹ A GDP-arányos hitelállomány.

¹⁰ A kibocsátási rés korrelációja Magyarország 2004-es EU-csatlakozása óta.

¹¹ A hitel/GDP korrelációja Magyarország 2004-es EU-csatlakozása óta.

¹² Egy főre jutó bruttó hozzáadott érték a KKV-körbe nem tartozó vállalkozások arányában.

¹³ Pénzügyi stabilitási mandátumánál fogva az MNB kifejlesztette önálló Bankrendszeri versenyképességi indexét (BVI). A mutató alapján a leginkább fejlesztésre szoruló területek a banki hitelhez való hozzáférés, a vállalati bizalom, valamint a lakossági hitelek átlagos THM felára.

¹⁴ Az IMF alapokmány IV. cikkely szerinti országjelentése alapján.

¹⁵ Makroprudenciális jelentés (2018).

* A célérték Magyarországra vonatkozik a 15-74 éves korosztályra. Összehasonlítás-képpen zárójelben szerepeltetjük a 15-64 éves értékeket.

Forrás: Eurostat, Európai Bizottság, OECD, Világbank, KSH, MNB.

Felhasznált irodalom

- Acemoglu, D. – Zilibotti, F. (1997): *Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth*. Journal of Political Economy, Vol. 105 (4), pp. 709–751. August. University of Chicago Press.
- Adrian, T – Shin, H. (2010): *Financial intermediaries and monetary economics*. In: B. Friedman, M. Woodford (Eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, North Holland, Amsterdam, pp. 601–650.
- Adrian, T. – Boyarchenko, N – Giannone, D. (2019): *Vulnerable Growth*. American Economic Review, Vol. 109, No. 4, April 2019.
- Agenor, P-R. – Canuto, O. (2012): *Middle-income growth traps*. Policy Research Working Paper Series 6210, The World Bank.
- Andrei, A. – Galupa, A. – Georgescu, I. (2016): *Potential Output Estimate Using a Grey Production Function Approach*. Journal of Grey System. 29.
- Asztalos és szerzőtársai (2017): *Ellentétek feloldása a bankrendszerek versenyképességének mérésében – az MNB bankrendszeri versenyképességi indexe*, Hitelintézeti Szemle, 16. évf. 3. szám, 2017. szeptember, 5-31. o.
- Beck, T.– Demirguc-Kunt, A.– Levine, R. (1999): *A new database on financial development and structure*. World Bank Working Papers, No. 2146.
- Beck, T. – Demirguc-Kunt, A. – Levine, R. (2007): *Finance, inequality and the poor*. Journal of Economic Growth, Vol. 12 (1), pp. 27–49.
- Berkes, E. G. – Panizza, U. – Arcand, J. (2012): *Too Much Finance?* IMF Working Paper, No. 12/161, International Monetary Fund.
- Bielecki, M. – Brzoza-Brzezina, M. – Kolasa, M. – Makarski, K. (2019): *Could the boom-bust in the eurozone periphery have been prevented?* Journal of Common Market Studies 57(2): 336–352.
- Borio, C. (2014): *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?* Journal of Banking&Finance, Vol. 45, August 2014, pp. 182–198.
- Borio, C. – Furfine, C. – Lowe, P. (2001): *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*. In: *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*". BIS Papers, No. 1, March, pp. 1–57.
- Borio, C. (2014): *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?* Journal of Banking&Finance, Vol. 45, August 2014, pp. 182–198.
- Botrić, V. (2012): *NAIRU Estimates for Croatia*. Journal of Economics and Business, Vol. 30, No. 1, 2012, pp. 163–180.
- Brunnermeier, M. – Crockett, A. – Goodhart, C. – Hellwig, M. – Persaud, A. – Shin, H. (2009): *The fundamental principles of financial regulation*. Geneva Reports on, the World Economy, No. 11.
- Calvo, D. – Crisanto, J. C. – Hohl, S. – Gutiérrez, O. P. (2018): *Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?* FSI Insight on policy implementation No. 8., Financial Stability Institute.

- Cassola, N. – Kok, C. – Mongelli, F. P. (2019): *The ECB after the crisis: existing synergies among monetary policy, macroprudential policies and banking supervision*. ECB Occasional Paper, (237).
- Clarke, G. R. G. – Xu, L. C. – Zou, H-F. (2006): *Finance and income inequality: what do the data tell us?* Southern Economic Journal, Vol. 72 (3), pp. 578–596.
- Danielsson, J. – Shin, H. S. – Zigrand, J-P. (2004): *The impact of risk regulation on price dynamics*. Journal of Banking & Finance, Vol. 28 (5), pp. 1069–1087.
- Darvas, Zs – Szapáry, Gy. (2004): *Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU*. Open Economies Review 19(1) p. 1-19, February 2008.
- Darvas, Zs. – Vadas, G. (2005): *New Method for Combining Detrending Techniques with Application to Business Cycle Synchronization of the New EU Members*. Magyar Nemzeti Bank Working Paper No. 2005/5.
- Dell’ Arriccia, G. – Igan, D. – Laeven, L. – Tong, H. (2012): *Policies for macrofinancial stability: how to deal with credit booms*. IMF Discussion Note, April.
- Diaz Sanchez, J. L. – Varoudakis, A. (2014): *Tracking the causes of Eurozone external imbalances: New evidence*. VoxEU.org, 6 February.
- ECB (2014): *Financial Stability Review*. May 2014. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201405en.pdf> Letöltés ideje: 2019. december 13.
- Eickmer, S. – Breitung, J. (2005): *How synchronised are central and east European economies with the euro area? Evidence from structural factor model*. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 20/2005.
- Égert, B. – Jiménez-Rodríguez, R. – Morales-Zumaquero, A. (2013): *Business Cycle Synchronization between Euro Area and Central and Eastern European Countries*, Review of Development Economics, 17(2), 379–395, 2013.
- ESRB (2019): *Features of a macroprudential stance: initial considerations* – April 2019. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190408_features_macroprudential_stance_initial_considerations-f9cc4c05f4.en.pdf. Letöltés ideje: 2019. december 13.
- Európai Költségvetési Tanács (2019): *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation* https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_hu
- Fidrmuc, J. – Korhonen, I. (2006): *Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation Between the Euro Area and the CEECs*. CESifo Working Paper No. 1693.
- Fornaro, L. (2019): *Monetary Union and financial integration*. kézirat.
- FSB (2014): *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. 15 October 2014. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf Letöltés ideje: 2019. december 13.
- Fukker, G. – Varga, K. (2020): *Non-stationary systemic risk factors and macroeconomic vulnerability*. Magyar Nemzeti Bank, mimeo.
- Garcia-Santana, M. – Moral-Benito, E. – Prijoan-Mas, J. – Ramos, R. (2016): *Growing like Spain: 1995-2007*. CEPR Working Paper No. 11144 (March).

Gächter, M. – Riedl, A. – Ritzberger-Grünwald, D. (2012): *Business Cycle Synchronization in the Euro Area and the Impact of the Financial Crisis*. Monetary Policy & Economy Q2/12.

Gogas, P. (2013): *Business cycle synchronisation in the European Union: The effect of common currency*. OECD Journal :Journal of Business Cycle Measurement and Analysis, Vol. 2013/1.

Goldsmith, R. W. (1969): *Financial structure and development*. Yale University Press, New Haven, Yale University Press

Gopinath, G. – Kalemli-Ozcan, S. – Karabarbounis, L. – Villegas-Sanchez, C. (2015): *Capital Allocation and Productivity in South Europe*. NBER Working Paper No. 21453.

Gren, J. (2018). *The Eurosystem and the Single Supervisory Mechanism: Institutional continuity under constitutional constraints*.

Heller, P. S. (2005): *Understanding Fiscal Space*. IMF Policy Discussion Paper. Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund, March 2005.

IMF (2003): *When Bubbles Burst*. World Economic Outlook, Washington, DC.

IMF (2013): *The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?* In: World Economic Outlook, Chapter III, April, pp. 79–96.

IMF (2011): *Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks – An Assessment of Stylized Institutional Models*. Working Paper 11/250.

Ingram, J. C. (1973): *The case for European monetary integration*. Princeton University Essays in International Finance.

In't Veld, J. – Pagano, A. – Raciborski R. – Ratto, M. – Roeger, W. (2012): *Imbalances and rebalancing scenarios in an estimated structural model for Spain*. European Economy - Economic Papers 458, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), European Commission.

Jump, R. C., – Stockhammer, E. (2018): *New evidence on unemployment hysteresis in the EU*.

Kajuth, F. (2010): *NAIRU Estimates for Germany: New Evidence on the Inflation-Unemployment Trade-Off*. Bundesbank Series 1 Discussion Paper No. 2010, 19.

Kashyap, A. – Stein, J. (2004): *Cyclical implications of the Basel II capital standards*. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, Vol. 1, pp. 18.

King, R. G.– Levine, R. (1993): *Finance and growth: Schumpeter might be right*. Policy Research Working Paper Series, No. 1083, The World Bank.

Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. (2018): *The external wealth of nations revisited: international financial integration in the aftermath of the global financial crisis*. IMF Economic Review, Vol. 66, No. 1, pp. 189–222.

Levine, R. – Zervos, S. (1998): *Stock markets, banks and economic growth*. American Economic Review, Vol. 88 (3), pp. 537–558.

Li, H. – Squire, L. – Zou, H-F. (1998): *Explaining international and intertemporal variations in income inequality*. Economic Journal, Vol. 108 (446). pp. 26–43.

- Matolcsy Gy. – Palotai D. (2016): *A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben.*
- Marjanovic, G. – Maksimovic, L. – Stanišić, N. (2015): *Hysteresis and the NAIRU: The Case of Countries in Transition.* Prague Economic Papers. 24. 1–13.
- McKinnon, R. I. (1973): *Money and capital in economic development.* Brookings Institution, Washington DC
- Mehrotra, A. – Yetman, J. (2015): *Financial inclusion – issues for central banks.* BIS Quarterly Review, March, pp. 83–96.
- Mérő, K. (2003): *A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége.* Közgazdasági Szemle, L. évf., 2003. július–augusztus, pp. 590–607.
- Milanovic, B. (2005): *Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys.* World Bank Economic Review, Vol. 19 (1). pp. 21–44.
- MNB (2017): *A magyar út – célzott jegybanki politika,* Magyar Nemzeti Bank, 2017.
- MNB (2018): *Makroprudenciális jelentés* <https://www.mnb.hu/letoltes/makroprudencialis-jelentes-2018.pdf> Letöltés ideje: 2019. december 12.
- MNB (2019): *Pénzügyi stabilitási jelentés.* 2019. december. Magyar Nemzeti Bank.
- Obstfeld, M. (1994): *Risk-taking, global diversification, and growth.* American Economic Review, Vol. 84, pp. 10–29.
- Ódor L.– P. Kiss G. (2011): *Kivétel erősíti? Fiskális szabályok a visegrádi országokban* MNB-szemle 2011 június
- Ódor L. – P. Kiss G. (2014): *Vissza az alapokhoz – jó fiskális intézményekhez jó mutatót.* Hitelintézeti Szemle, XIII. évf. 4. sz
- OECD (2013): *Long-term baseline projections.* No. 93 (Edition 2013) OECD Economic Outlook: Statistics and Projections (database), <https://doi.org/10.1787/data-00645-en> (accessed on 07 January 2020).
- OECD – Rusticelli, E. (2014): *Rescuing the Phillips curve: Making use of long-term unemployment in the measurement of the NAIRU.* OECD Journal: Economic Studies, OECD Publishing, vol. 2014(1), pp. 109–127.
- Osinski, J. – Seal, K. – Hoogduin, L. (2013): *Macroprudential and microprudential policies: Toward Cohabitation.* IMF Staff Discussion Notes 13/5, International Monetary Fund.
- Quint, D. – Rabanal, P. (2014): *Monetary and macroprudential policy in an estimated DSGE model of the euro area.* International Journal of Central Banking 10(2): 169–236.
- Pancaro, C. (2010): *The Balassa-Samuelson and the Penn effect: are they really the same?* 2011. június 1.
- Rajan, R. G. – Zingales, L. (2003): *Saving capitalism from the capitalists: Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity.* Crown Business. New York.

Rubio, M (2014): *Macroprudential policy implementation in a heterogeneous monetary union*. Discussion Papers 2014/03, University of Nottingham, Centre for Finance, Credit and Macroeconomics (CFCM).

Sinn, H – Valentinyi, Á. (2013): *European imbalances*. VoxEU.org, 9 March.

Stanisic, N. (2013): *Convergence between the business cycles of Central and Eastern European countries and the Euro area*. Baltic Journal of Economics, Baltic International Centre for Economic Policy Studies, vol. 13(1), 63–74.

Valencia, F. – Laeven, L. (2012): *Systemic Banking Crises Database: An Update*. IMF Working Paper, No. 12/163, International Monetary Fund.

Véron, N. (2019): *Taking stock of the Single Resolution Board*. Banking Union Scrutiny. In-depth analysis requested by the ECON Committee. CEPS Special Report, March 2019.

World Bank (2005): *Measuring banking sector development – financial sector development indicators: Comprehensive assessment through enhanced information capacity*. Financial Sector Operations and Policy.

5. Köszönetnyilvánítás

A könyv születését az inspirálta, hogy 2019-ben lépett 20. „élet-évébe” Európa gazdaságtörténetének egyik legnagyobb és legkomplexebb projektje, a közös deviza, vagyis az euro. A jövő kapcsán egyetértés mutatkozik abban, hogy az eurozóna intézményrendszerének továbbfejlesztése és egy a korábbi tapasztalatoknál sikeresebb csatlakozást lehetővé tevő új „maastrichti kritériumrendszer” kidolgozása lehet a legfontosabb feladat. Utóbbi esetében a konszenzusos vélemény kialakításához fontos, hogy a csatlakozás előtt álló közép-kelet-európai országok is kifejthessék véleményüket a témában.

A kötetben szereplő tanulmányok nagymértékben támaszkodnak a Magyar Nemzeti Bank elemzéseire, műhelymunkáira és különböző szakmai fórumainak diszkusszióira. A szerkesztők köszönettel tartoznak Matolcsy György Elnök Úrnak, Kandrács Csaba, Nagy Márton, Patai Mihály Alelnök Uraknak ösztönző támogatásukért, valamint a Monetáris Tanács valamennyi tagjának a témában korábban elkészült elemzésekhez adott szakmai észrevételekért.

Kiemelt köszönet illeti az aktuális kötetben található tanulmányok szerzőit, közreműködőit név szerint: Bagdy Ábel, Baksay Gergely, Balatoni András, Balázs Flóra, Berta Dávid, Boldizsár Anna, Bögöthy Zoltán, Csomós Balázs, Csorba Norbert, Csutiné Baranyai Judit, Dancsik Bálint, Felcser Dániel, Füstös Krisztina, Kelemen József, Kis Katalin, Kiss Gábor, Kóczyán Balázs, Komlóssy Laura, Krakovsky Stefan, Kuti Zsolt, Lehmann Kristóf, Marincsák Kálmán Árpád, Mészárovcics Milán, Nagy Olivér, Nemes Alexandra, Palicz Alexandr Maxim, Pásztor Szabolcs, Rippel Géza Endre, Siket Bence, Soós Gábor Dániel, Szakács János, Szalai Zoltán, Szentmihályi Szabolcs, Török Gergő, Vadkerti Árpád, Váradi Balázs, Végh Noémi, Virág Barnabás.

A szerzők és a szerkesztők külön köszönetüket fejezik ki a szerkesztési és koordinációs munkákért Egervári Rékának, Kálmán Péternek, Körtvélyesi László Csabának, Schindler Istvánnak, Tóth Ferencnek és Vadkerti Árpádnak.

Köszönet illeti a kötet tördelési és grafikai munkáiért Egervári Rékát, Körtvélyesi László Csabát és Szabó Somát. A szerzők köszönettel tartoznak Bajcsy Majának, Bencsik Péternek, Csonka Istvánnak, Szűcs Péternek és minden közreműködő kollégának azért a lelkiismeretes munkáért, amely elengedhetetlen volt e kiadvány megjelenéséhez.

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az Európai Monetáris Rendszerben résztvevő országok és belépésük éve	24
1-2. ábra: A főbb európai országok és az EU-10 költségvetési egyenlegének változása 1971 és 1990 között	30
1-3. ábra: A GDP-arányos költségvetési egyenleg alakulása az Európai Gazdasági Közösség országaiban	31
1-4. ábra: A GDP-arányos államadósság alakulása az Európai Gazdasági Közösség országaiban	33
1-5. ábra: A deficit-adósság konvergencia értékek különböző nominális GDP növekedési ütem mellett	34
1-6. ábra: Az euroövezeti tagállamok átlagos ESA-hiánya az eurozónához történő csatlakozás előtti és utáni években	45
1-7. ábra: Az euroövezeti tagállamok átlagos államadósság-rátája az eurozónához történő csatlakozás előtti és utáni években	46
1-8. ábra: A GDP 3 százaléka feletti államháztartási deficittel, illetve 60 százaléka feletti államadóssággal rendelkező államok részaránya az eurozónában	47
1-9. ábra: Inflációs kritériumot nem teljesítők aránya, valamint az inflációs kritériumra vonatkozó referenciaérték az eurozóna mindenkori tagországainál	49
1-10. ábra: Inflációs kritérium nem teljesítésének aránya az eurozóna mindenkori tagországainál (1999 január-2019 október)	50
1-11. ábra: A hosszú lejáratú kamatlábak kritériumát nem teljesítők aránya, a referenciaérték, és a hosszú kamatlábakra vonatkozó szórások az eurozóna mindenkori tagországainál	51
1-12. ábra: Reálkamatok alakulása az eurozóna mag és periféria tagországainál (1999 január-2019 szeptember)	53
1-13. ábra: Eurozóna GDP-változásával vett korrelációk alakulása	56
1-14. ábra: Az egy főre jutó GDP alakulása Németországhoz viszonyítva	59
1-15. ábra: Az egy főre jutó GDP szintjének szórása az eurozóna tagállamaiban	60
1-16. ábra: A GDP felbontása termelési (bal panel) és felhasználási oldalról (jobb panel)	62

1-17. ábra: Termelési (bal panel) és felhasználási (jobb panel) tételek súlyának szórása az eurozóna tagországaiban	63
1-18. ábra: GDP-arányos euroövezeten belüli és azon kívüli áru- (bal panel) és szolgáltatáskereskedelem (jobb panel)	64
1-19. ábra: Munkanélküliségi ráta az eurozónában, az USA-ban és Japánban	65
1-20. ábra: A munkanélküliségi ráta szórása az eurozóna tagállamaiban	66
1-21. ábra: Más EU tagországban élő euroövezeti állampolgárok populációs aránya országcsoportok (bal panel) és képzettség (jobb panel) szerint	67
1-22. ábra: A munkatermelékenység szintjének szórása az eurozóna tagállamaiban	69
1-23. ábra: Munkatermelékenység kezdeti szintje és változása országcsoportonként	70
1-24. ábra: A folyó fizetési mérlegek alakulása az eurozóna egyes országaiban (a GDP százalékában)	73
1-25. ábra: Az eurozóna országok nettó FDI beáramlása (a GDP arányában)	75
1-26. ábra: Az eurozóna országok nettó külső adóssága (a GDP arányában)	77
1-27. ábra: Az eurozóna országok lakossági nettó megtakarítása (a GDP arányában)	79
1-28. ábra: Az USA és az eurozóna gazdasági teljesítményének alakulása (bal panel), valamint a részesedésük a globális GDP-ből (jobb panel)	80
1-29. ábra: K+F kiadások a GDP arányában (bal panel) és a top 250 vállalat K+F kiadásainak megoszlása ágazatok szerint (jobb panel)	81
1-30. ábra: A Fortune Global 500 vállalat (bal panel), valamint a kockázati befektetések és az unikornisok (jobb panel) megoszlása	83
1-31. ábra: Az euro szerepének alakulása a globális devizapiaci forgalomban (bal panel), illetve a nemzetközi devizatartalékokban (jobb panel)	85
2-1. ábra: A magánszektor GDP-arányos adósságának alakulása egyes euroövezeti tagállamokban (2001-2018)	93
2-2. ábra: A fajlagos munkaerőköltségek kumulatív eltérése az EKB inflációs céljától (1999-2016)	95
2-3. ábra: A fajlagos bérköltség alapú reáleffektív árfolyamok alakulása (1999-2016)	99
2-4. ábra: Az euroövezeti tagországok exportteljesítményének volumenindexe (1999-2017)	100

2-5. ábra: Az euroövezeti tagországok importjának volumenindexe (1999=100) (1999-2016)	101
2-6. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegek alakulása egyes euroövezeti tagországokban (1999-2019)	102
2-7. ábra: A belföldi kereslet és a folyó fizetési mérleg átlagos változása (2000-2006)	103
2-8. ábra: Az Egyesült Államok és az eurozóna kumulált gazdasági növekedésének volumenindexe (2007=100) (2007-2018)	106
2-9. ábra: A GDP-arányos államadósság alakulása egyes euroövezeti tagországokban	108
2-10. ábra: Lehetséges pénzügyi egyensúlyok szektorális megközelítésben	115
2-11. ábra: Az egyes szektorok egyenlegeinek alakulása az euroövezetben	116
2-12. ábra: Makroökonómiai egyensúlytalansági eljárás - indikátorok	123
2-13. ábra: A bankunió pillérei	127
2-14. ábra: Ipari vállalatok Európában (bal panel) és az USA-ban (jobb panel): kiadások és bevételek a nettó értékesítés százalékában	138
2-15. ábra: Az alap kutatások finanszírozási forrása az USA-ban 2008-ban	139
2-16. ábra: Államkötvények felárainak alakulása a némethez képest	141
3-1. ábra: Az eurobevezetés Eurostat által becsült rövid távú inflációs hatása	171
3-2. ábra: Penn-hatás alakulása az euroövezeti tagországokban csatlakozás előtt és után	173
3-3. ábra: A dél-európai országok egy főre jutó reál GDP-je	194
3-4. ábra: Spanyolország nettó külső adósságának alakulása	197
3-5. ábra: A dél-európai országok államadósságának alakulása a GDP százalékában	201
3-6. ábra: Reálkamatok alakulása a balti államokban	212
3-7. ábra: Folyó fizetési mérlegek alakulása a balti országokban	213
3-8. ábra: Nominális bérek változása a belső leértékelés idején (2008–2010)	214
3-9. ábra: A balti államok konvergenciája az eurozónához	218
3-10. ábra: Infláció alakulása a kelet-közép-európai eurozóna tagországokban	223
3-11. ábra: A kelet-közép-európai országok konvergenciája az eurozónához	226

3-12. ábra: Termelékenység, bérek és munkanélküliség alakulása Szlovéniában	228
3-13. ábra: Termelékenység, bérek és munkanélküliség alakulása Szlovákiában	231
4-1. ábra: A fejlettség és az inflációs többlet kapcsolata	244
4-2. ábra: Fejlettség és az üzleti ciklusok szinkronizációjának kapcsolata	245
4-3. ábra: A Phillips-görbe meredekségének változása	247
4-4. ábra: Korrelációk az eurozóna kibocsátási rése és az adott ország kibocsátási rése között különböző negyedéves késleltetések mellett	249
4-5. ábra: Munkanélküliségi ráták korrelációja	250
4-6. ábra: Az ESRB által számított hitelrés Magyarországon és eurozónában, valamint a pénzügyi ciklusok közötti hosszú távú korreláció	251
4-7. ábra: Kkv-k termelékenysége a nagyvállalatokhoz viszonyítva	255
4-8. ábra: Kkv-k termelékenysége és a nemzetgazdasági inflációs többlet közötti kapcsolat	256
4-9. ábra: Magyarország áruexport értékesítéseinek megoszlása	257
4-10. ábra: A magyar kivitel (bal panel) és behozatal (jobb panel) áruszerkezet szerinti bontása	258
4-11. ábra: Munkanélküliségi ráta (bal panel) és az aktivitási ráta (jobb panel) alakulása a potenciálisan eurozónához csatlakozó országok körében	260
4-12. ábra: Nettó kamateredmény és a működési költségek a mérlegfőösszeg arányában (2018)	265
4-13. ábra: A magánszektor hitelintézeti szektor felé fennálló adóssága az éves GDP arányában (2019 harmadik negyedév)	268
4-14. ábra: Mikro-, makroprudenciális és szanalási jogkörök az Európai Unió országaiban (2019. december)	273
4-15. ábra: Az európai uniós tagállamokban a 3 százalékos hiány eléréséhez szükséges elsődleges egyenleg mértéke 2000-ben és 2018-ban, illetve az adósság nagysága alapján képzett országcsoportok átlaga ugyanezen években	278

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: ULC változása az eurozóna tagországaiban és az Egyesült Államok államaiban a régiós ULC változásának arányában	27
1-2. táblázat: Az euroövezeti csatlakozás feltételei: konvergenciakritériumok	42
1-3. táblázat: Éves átlagos GDP-növekedés az euroövezet tagországaiban	58
3-1. táblázat: Az eurobevezetés szempontjainak megítélése és a jövőbeli kilátások	176
3-2. táblázat: Különböző típusú hitelsokkok és azok kezelése	182
4-1. táblázat: Hiánycél javaslat különböző államadósság-szintek mellett	275
4-2. táblázat: A módosított és kibővített kritériumrendszer (Maastricht 2.0)	283
4-3. táblázat: A maastrichti kritériumok teljesülése (Maastricht 1.0)	289
4-4. táblázat: Az MNB által javasolt kritériumok teljesülése (Maastricht 2.0)	294

FENNTARTHATÓ FELZÁRKÓZÁS EURÓVAL

Hogyan újítsuk meg a maastrichti kritériumokat?

Az euro Európa gazdaságtörténetének leggrandiózusabb projektje. Egy eszköz és az amögött lévő intézményrendszer, amelynek sikere vagy épp hiányosságai egy egész kontinens fejlődését alapjaiban határozzák meg. A 2019-es év jelentette az euro bevezetésének 20. évfordulóját. Két évtized már kellően hosszú, gazdaságtörténeti szempontból is értelmezhető időszak ahhoz, hogy a közös valuta használatából adódó tapasztalatokat mélyebben megértsük és értékeljük. Abban szinte teljes egyetértés mutatkozik, hogy a maastrichti kritériumok teljes újragondolására van szükség. Közös meg kell alkotnunk a maastrichti kritériumok 2.0 rendszerét. Egy erős, a párbeszédre és a belső kohézióra építő Európa megvalósításához fontos, hogy egy olyan, a közös jövőnkét alapjaiban meghatározó döntésről, mint az euro bevezetése a régiós országok is kifejthessék véleményüket.