

Lehmann Kristóf

Biztonságos eurobevezetésre kell törekedni!

Az elmúlt hónapokban újra napirendre került a hazai eurobevezetés kérdése. Ennek kapcsán fontosnak tartjuk, hogy nagyobb részletességgel is bemutathassuk a jegybanki műhely legfontosabb kutatási-elemzési eredményeit, ami alapján tények mentén válhat érthetővé, hogy miért a biztonságot hangsúlyozza a [Magyar Nemzeti Bank elemzéseiben és megközelítésében a hazai eurobevezetés időzítése](#) kapcsán.

Véleményünk szerint közgazdaságilag más volt euro-pártinak lenni 2005-ben és más annak lenni 2021-ben. Hazai oldalon az eurobevezetés a 2000-es évek gazdaságpolitikája, majd a 2008-as válság következményei miatt nem volt realitás, euroövezeti oldalon pedig a 2021-ben látható közgazdasági kilátások érdemben eltérő képet mutatnak, mint amit 2005-ben láthattunk.

A 2004-es hazai EU-csatlakozást követő mámor után az integráció következő lépcsőfokát, az euro bevezetését is természetesen elérendő célnak gondolhattuk az évtized közepén. A 2000-es évek hazai költségvetési instabilitása, a maastrichti kritériumokat jelentősen meghaladó költségvetési hiányok (2002-2006 során minden évben GDP-arányosan 6 százalék felett volt a hiány a kritérium szerinti 3 százalék alatti hiány helyett), a devizahitelezés magyar monetáris politikát beszorító hatása (a devizahitel állomány nagysága miatt a jegybanki lazítás a törlesztőrészek emelkedése miatt nem élénkítő, hanem gazdaságfékező hatású volt) és az emiatt magasan ragadt inflációs ráta ellehetetlenítették a közös fizetőeszköz bevezetését. A 2008-as globális pénzügyi válság hazai lefutása, az államcsőd elkerülése érdekében felvett EU-IMF hitel, a drasztikusan megugró államadósság ráta miatt Magyarország tartósan eltávolodott az euro bevezetésétől. A válság hazánkat többszörösen sújtotta, elhúzódó válságkezelés indult, amely során a legsúlyosabb makrogazdasági problémákat hatékonyan lehetett célzott, a válságjelenség megoldására fókuszáló eszközökkel kezelni, amihez szükség volt az önálló monetáris politikára (például: kkv hitelezés helyreállítása, önfinanszírozás).

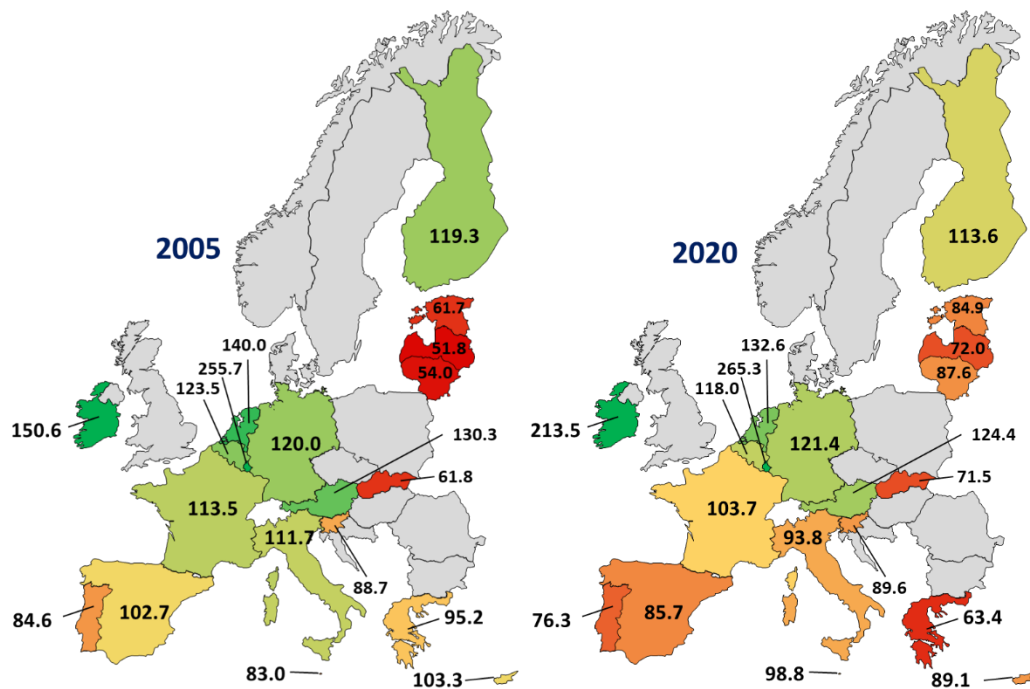
A kezdeti nyugodt évek után a 2008-as válság az euroövezetben tartós károkat okozott, majd a 2020-as covid válság egy új euroövezetet eredményezett. A 2010-2012-es dél-európai adósságválság és annak a bankszektorra gyakorolt hatása nyilvánvalóvá tette, hogy az euroövezet tagországai nem válságállóak. Az akkori válságkezelés fiskális megszorításon és belső leértékelésen alapult, de a társadalmi-politikai

költségei ellenére sem érte el azt a célt, hogy az adósságrátákat stabilizálja és a gazdasági aktivitást felélénkítse a periférián. Sőt, a végeredmény éppen ellentétes lett: az adósságráták jelentősen emelkedtek és az egy főre jutó GDP-ben az euroövezeti tagok közötti különbség tartósan nőtt. A 2020-as covid válság ennél is fontosabb fordulópontra, mert az adósságráták még jelentősebben elszakadtak a maastrichti értékektől, sőt a korábbi legfőbb közgazdasági rémet, a jegybanki adósságfinanszírozást is alkalmazni kellett és kell napjainkban is a zóna egyben tartása érdekében. A 2021-es eurozóna gazdaságpolitikai gyakorlata eltávolodott attól, mint amilyen szabályokkal törvényben rögzítve megalkották és megtervezték az Európai Uniót és az euroövezetet. Az adósságfinanszírozás azért nagyon súlyos közgazdasági-gazdaságpolitikai kérdés, mert ahogy hazánkban a devizahitelezés lehetetlenné tette sokáig a monetáris politika működését, most a dél-európai országok adósságállománya szorítja be az Európai Központi Bankot működésében.

Írásomban 10 fontos közgazdasági érvet mutatunk be, amelyek azt jelzik, hogy szűken makrogazdasági szemüvegen keresztül mennyit változott az euroövezettel kapcsolatos tudásunk és az euroövezet helyzete az EU csatlakozásunk óta.

- 1. Az euroövezeten belüli országok gazdasági teljesítménye széttartó.** Az euroövezethez újonnan csatlakozó ország gazdasági struktúrájától függően súlyos makrogazdasági költségekkel szembesülhet. Az országok egy része az EU27 egy főre jutó GDP átlagától leszakadt, míg mások az átlaghoz képest javultak a vizsgált időszakban. A déli periféria országcsoport (Görögország, Olaszország, Portugália és Spanyolország) makroszinten vesztese az eurobevezetésnek és a legfejlettebb északi, ún. magországok (Ausztria, Belgium, Hollandia, Finnország, Luxemburg és Németország) tekinthetők nyertesnek. A kelet-európai csatlakozók közül a balti országok tudták euróval is folytatni a felzárkózásukat, Szlovákia a csatlakozást követő években eleinte igen, majd megtört és leállt a felzárkózási folyamata (részletesen lásd a 10. pontban). A makroteljesítmény alapja, hogy mennyire fejlett, milyen export versenyképességű egy ország gazdasága a belépéskor. Éppen ezért kulcskérdés, hogy az MNB által évek óta hangoztatott fejlettségi és versenyképességi kritériumokban hogyan teljesít a magyar gazdaság, mert ez az alapozhatja meg azt, hogy gazdasági értelemben sikeresen tudjuk bevezetni az eurót és azt követően a versenyben helyt állni az euroövezeten belül.

1.ábra: A tagállamok vásárlóerőparitáson mért GDP-jének alakulása 2005-



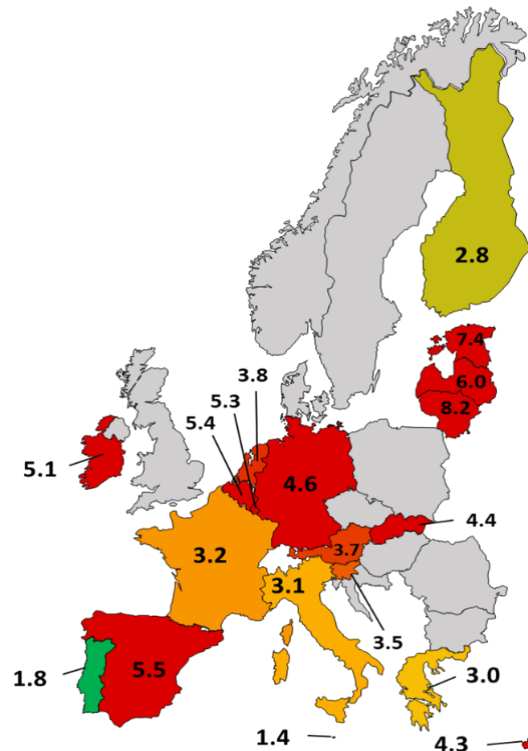
ben és 2020-ban az Európai Unió GDP-jének átlagához képest

Forrás: Eurostat

Megjegyzés: Az ábrán jól látható, hogy míg az Európai Unió átlag GDP-hez képest az északi országok egy főre jutó GDP-je jellemzően javult, addig a déli periferia országai relatíve lemaradtak az Európai Unión belül.

- Az eurozónán belül nincs önálló monetáris politika, csak közös.** Ez azt jelenti, hogy ha a tagországok közötti inflációs különbségek indokolnák az eltérő monetáris kondíciókat (kamatszintet), az euroövezet közös kondíciói lesznek érvényesek minden résztvevő országra. Ez egyben azt is jelenti, hogy az euroövezeti monetáris politikai döntéshozatal nem a nemzeti szintekre, hanem az övezet egészére fókuszál, az átlagos övezeti inflációnak kell az inflációs célt elérni. (2021 nyarától az EKB szimmetrikus 2 százalékos inflációs célt hirdetett meg.) Ezért, ha egyes a déli országokban cél alatti infláció van, míg a legdinamikusabban növekvő országokban cél fölötti az infláció, akkor is az eurozóna átlagos inflációja lesz a meghatározó a döntéshozók mérlegelése során. Jelenleg az inflációs különbségek a tagországok között megnöttek. A nagyon eltérő nemzeti inflációs trendek bonyolítják a döntéshozatalt és a jelenleg látható inflációs megosztottság kapcsán a közeljövőben jön el az igazi teszt, hogy fennmaradnak-e a tagországok közötti különbségek.

2.ábra: Az euroövezeti országok éves inflációjának (az EKB által használt HICP szerinti) alakulása 2021. október során



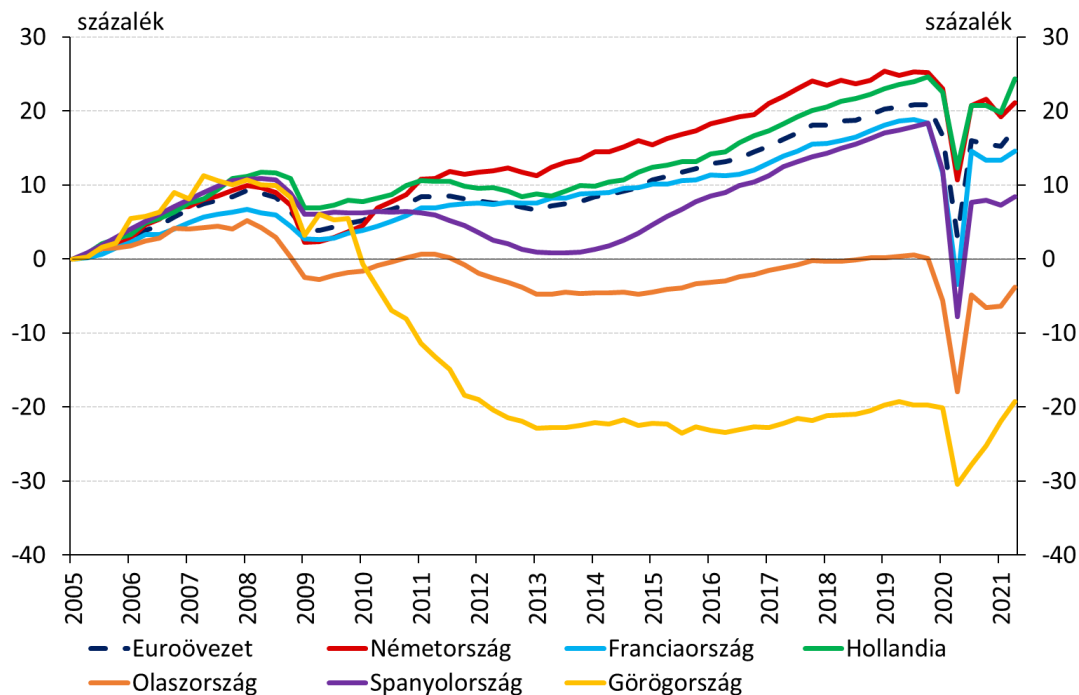
Forrás: Eurostat

Megjegyzés: Az euroövezet egészének átlagos inflációja 4,05 százalék volt 2021. októberben, a hőtérkép skáláját az Európai Központi Bank 2 százalékos inflációs céljához igazítottuk.

3. **Az önálló monetáris politika és a saját nemzeti fizetőeszköz hiánya miatt válsághelyzetben a belső leértékelés a főeszköz az egyensúly helyreállítására.** A belső leértékelés azt jelenti, hogy a költségvetési politika megszorít, visszafogja a kiadásait, szélsőséges esetben nominálisan csökkentik a béreket, nyugdíjakat, szociális juttatásokat. Ez bármely válság társadalmi nehézségei mellett gazdaságilag is fájdalmas recept. 2011-2014 között a déli országok kibocsátása 7-11 egymást követő negyedévben csökkent, gazdasági teljesítményük így évről évre zsugorodott, sőt Görögországban a nemzetgazdasági átlagbérek is csökkentek. A balti országokban a 2008-as válság következményei, a drámaian emelkedő munkanélküliség és a háztartások csökkenő jövedelme a válság előtti évekhez képest jelentős nettó elvándorlást eredményezett. Lettországban és Litvániában [a nettó elvándorlás önmagában a 6 százalékkal csökkentette az összelakosságot](#) 2009-2013 között. Ezzel önmagában jelentős

társadalmi költséget szenvedtek el, amiben a belső leértékelés közvetlen hatásának nagyszerepe volt.

3. ábra: Egyes euroövezeti országok reál GDP szintjének alakulása (2007-2021)

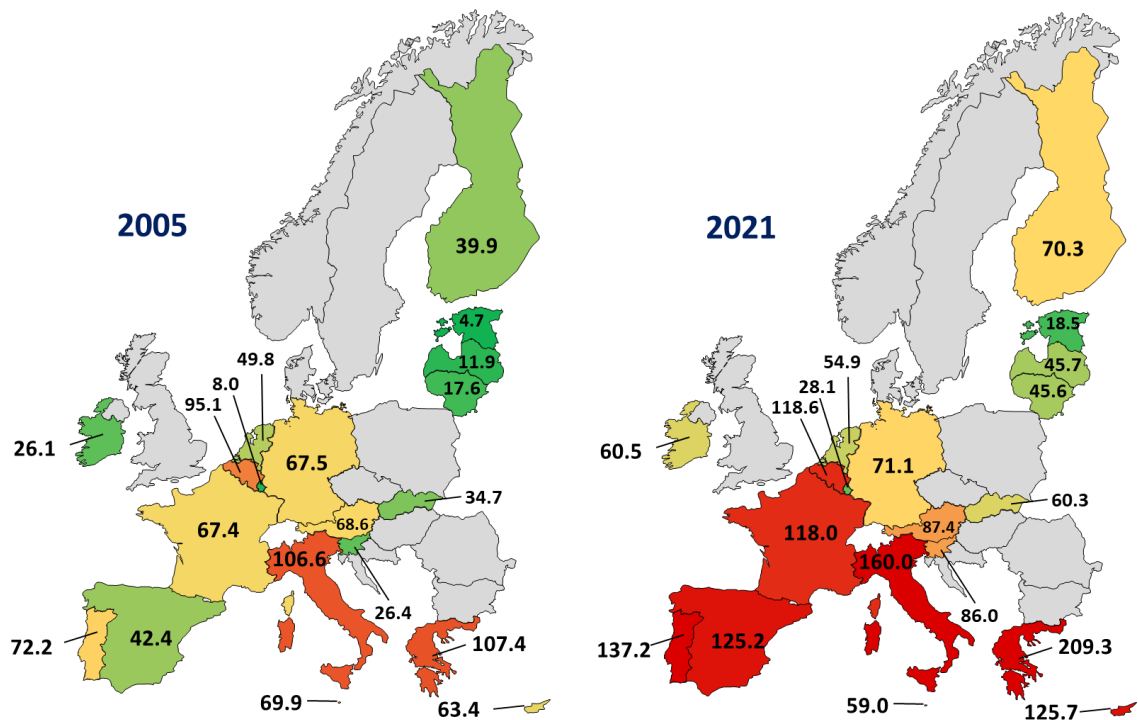


Forrás: Eurostat

4. **Az euroövezet déli és északi része kettétört az államadósságráták mentén.** Az eurozóna közgazdasági modellje (maastrichti kritériumok) egy [makrogazdasági egyenleten alapul](#), amely a nominális növekedési ráta, az infláció, a GDP-arányos költségvetési hiány és a GDP-arányos államadósság közötti kapcsolatot írja le időben dinamikusan. A közgazdasági megfontolás az volt, hogy az árstabilitás akkor érhető el, ha az államadósság fenntartható pályára áll. Eszerint alkották meg a maastrichti kritériumok számait, amelyben a GDP-arányos 3 százalékos költségvetési hiány és 60 százalékos adósságrátát volt a min-taszám, ami 2 százalékos inflációval és 3 százalékos reálgazdasági növekedéssel fenntartható lett volna. Sajnos ez a gazdasági dinamika nem volt tartható sem az eurozóna, sem a tagországok szintjén. (Erről részletesebben: [itt](#) található leírás.) A 60 százalékos maastrichti adósság kritériummal összevetve

tisztán látszik, hogy 2021-re milyen súlyossá vált az euroövezet államadósság helyzete.

4. ábra: Az euroövezeti tagországok államadóssága a GDP százalékában 2005-ben és 2021-ben



Forrás: Európai Központi Bank

A tagországok két csoportra szakadtak az adósságráták nagysága alapján. A déli országok adósságrátájának fenntarthatósága az euro alkotói elveihez képest szélsőségesen eltérő gazdaságpolitikai megoldásokat igényel: államkötvényeiket az Európai Központi Banknak kell megvásárolnia, hogy a hozamokat alacsonyan tartsa. Ez azért súlyos probléma, mert az euroövezet egyben tartása (például egy olasz államcsőd elkerülése) összetűzésbe kerülhet az árstabilitási céllal, mert nincs tér kamatemelésre vagy a monetáris szigorításra, amit az alacsonyabb infláció elérése érdekében meg kellene lépni. A közgazdasági irodalom ezt fiskális dominanciának hívja, ami leegyszerűsítve azt jelenti, hogy az államadósság fenntarthatósága miatt a jegybanknak a költségvetést kell finanszíroznia, ami beszűkíti a monetáris politika mozgásterét, mert nem tud az inflációs cél elérése érdekében szükséges mértékben szigorítani, például kamatot emelni.

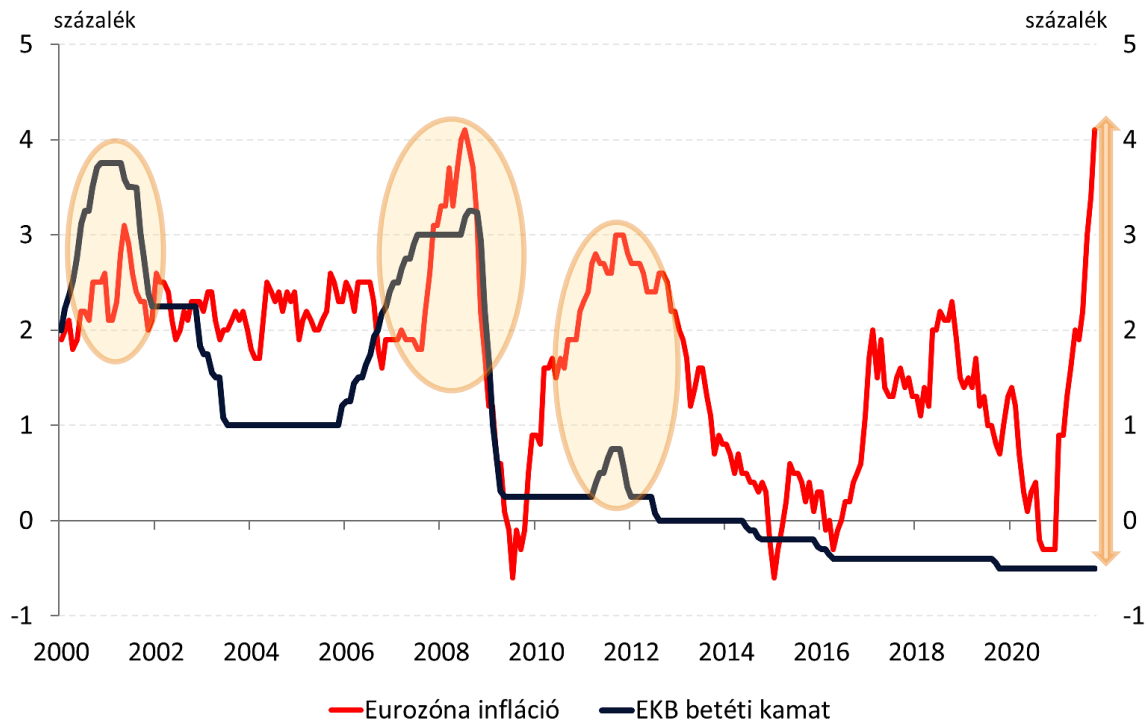
5. **Az euroövezeten belüli gazdaságpolitikai viták alapja, hogy az eurozóna tagországai nem monetáris szuverének, de szükségük lenne a jegybanki pénzteremtésre.** A monetáris szuverenitás esetükben azt jelenti, hogy a tagországok önállóan nem teremthetnek eurót, csak a közös jegybank, az Európai Központi Bank teheti ezt meg. Az Európai Központi Bank (és a nemzeti tagjegybankok) számára tiltott az adósságfinanszírozás az Európai Unióról szóló szerződés pontjai szerint. Ennek a szabálynak a betartását azonban a válságkezelési gyakorlat felülírta: 2020-ban az újonnan kibocsátott államkötvényeknél Olaszország esetében 17 százalékkal, Spanyolország esetében 13 százalékkal [több államkötvényt vásárolt](#) az EKB. Két súlyosan eladósodott ország esetében emiatt közgazdaságilag egyértelműen felmerül a költségvetés jegybanki finanszírozásának kérdése. Sarkosan fogalmazva a déli országok államadósság pályája mesterségesen van stabilizálva rövid-távon, mert az EKB-s állampapír-vásárlások leszorítják a kötvények hozamát, így csökkentve az adósságszolgálatot. Enélkül piaci alapon jóval magasabb hozamok alakulhatnak ki és megkérdőjeleződne az államadósságok fenntarthatósága.

A jegybanki állampapír-vásárláson alapuló megoldás azonban teljes mértékben szembe megy azzal a szigorúan őrzött és az Európai Unióról szóló szerződésben is rögzített gazdaságpolitikai alapelvvvel, hogy az államháztartást és az államadósságokat nem finanszírozhatják a jegybankok. Ennek a megoldásnak súlyos hosszú távú költségei lesznek, amelyeket az eurozóna tagállamainak kell megfizetnie.

6. **A déli országok súlyosan eladósodott helyzetének jegybanki támogatása beszűkíti a monetáris szigorítás lehetőségét.** Az infláció emelkedése ellen a jegybankok monetáris szigorítással (kamatemeléssel és a jelenleg alkalmazott állampapírvásárlások leállítással) tudnak küzdeni. Napjainkban az Európai Központi Bank hivatalos kommunikációja alapján átmenetinek látja az infláció emelkedését, ezért nem szigorít. Amennyiben az infláció emelkedése tartósan bizonyul a jövőben, akkor szükség lesz a monetáris politikai szigorításra. Ezzel azonban például a veszélyeztetettebb, például olasz és a spanyol kötvényhozamok emelkednének, ami elindíthatná az államadósság lavinát a déli periférián. Emiatt az Európai Központi Bank beszorított helyzetben van. Az alábbi ábrán látható, hogy az euro bevezetése óta sosem volt olyan nagy az infláció és az alapkamat közötti különbség mint napjainkban. Ez azt jelzi, hogy

máskor hasonló inflációs helyzetben az Európai Központi Bank már megindította a szigorítást.

5. ábra: Az EKB betéti kamat és az euroövezeti inflációs ráta alakulása



Forrás: EKB, Bloomberg

7. **Az eurozónába belépve nemzeti szintű gazdaságpolitikai támogatás nélkül a strukturális versenyképességi különbségek és a produktivitás számít a gazdasági teljesítményben.** Ha végigvesszük a történelmi-geológiai munkamegosztást, a tőkehelyzetben, a vállalati know-howban, a humán képzettségben, a nyelvtudásban, a technológiai készségekben lévő európai országok közötti különbségeket, akkor egyértelművé válik, hogy ez a gazdasági verseny nem azonos esélyű szereplők közötti mérkőzés. Több empirikus tanulmány is vizsgálta a kérdést az euroövezeten belül és [nemcsak az útfüggőséget támasztották alá](#) részletesen (vagyis, hogy az elmaradottabb gazdasági struktúrájú országok még elmaradottabbak lettek az euroövezeten belül), hanem azt is, hogy a folyamat a fejletlenebb euroövezeti országokban a magánszektor adóságának nagyobb mértékű növekedésével járt. Ennek oka, hogy két növekedési modellre oszthatóak az euroövezet országai: a magországok export vezérelt gazdaságok, míg az elmaradottabb gazdasági szerkezetű periféria

országok kereslet-vezérelt növekedésre álltak rá. Utóbbi azt jelenti, hogy a fejletlenebb országok az alacsonyabb export versenyképességüket nagyobb mértékű és kevésbé produktív magánszektorbeli eladósodással tudták kompenzálni. Mindez még inkább felerősítette a gazdasági polarizációt, mert a jelentős magánszektorbeli adósságok miatt a technológiai megújulásra szűkebb tér marad a jövőben a periféria országokban. Ebből is érzékelhető, hogy a zónán belül az eltérő gazdaságstruktúrájú országokra alkalmazott azonos gazdaságpolitika nem működik hatékonyan minden tagállamban. Az önálló monetáris politika vállalati szektort vagy a gazdaság egészét támogató hatása nélkül a fejlett magországokon kívül jóval nehezebb helyt állni a versenyben.

8. **Az euroövezeti tagországok eltérő növekedési modellje miatt a zónán belüli folyó fizetési mérleg pozíciók jelentősen eltérnek.** Az euroövezetben a megalkulástól fogva tartós különbségek jellemezték az országok külső egyensúlyi helyzetét. Jellemzően a dél-európai, illetve a később csatlakozott felzárkózó országok voltak deficitesek, míg az északi, „magországok” többletet értek el. A 2008-as pénzügyi válság során a külső pozíciók nagyobb jelentőséget kaptak, mert a piacon nőtt az euroövezet felbomlásával kapcsolatos aggodalom és a felbomlást elkezdtek árazni a befektetők. A kilátásokat rontották az akkori európai politikusi nyilatkozatok, mert a folyó fizetési mérleg többletet kizárólag az országok versenyképességének tulajdonították, a hiányt pedig annak hiányának. Nem vették figyelembe, hogy egyes országok rendszeresen export-többletre törekednek akár túlzott – tehát a termelékenységüktől messze elmaradó – bértárséklés árán is (pl.: Németország). Mások pedig versenyképesek ugyan, de mégis deficitesek, mert gyorsan akartak felzárkózni, de ehhez már külső hitelek is igénybe vettek (például: baltiak). A diagnózis miatt csak a deficites országokra kényszerítették rá az alkalmazkodást, belső leértékeléssel, ami ezek növekedését lelassította.
9. **A visszafogott bérdinamika, a magországok alacsony beruházási rátái, valamint az euroövezeti iparpolitika hiánya az innovatív technológiákban globális szintű lemaradáshoz vezetett.** Európa a digitális gazdaságban lemaradt mind az USA-tól, mind az ázsiai régiótól. A világ legnagyobb 20 tech cége között [egyetlen euroövezeti céget találunk](#), a Deutsche Telekomot, ami a hagyományosanabbnak tekinthető telekommunikációs szektorban tevékenykedik.

Egyelőre nem láthatóak jelei annak, hogy ez a gazdasági modell változna az euroövezetben, sőt az adósságállományok mértéke miatt még kevésbé várható infrastrukturális vagy iparpolitikai áttörés.

10. Szlovákia euro csatlakozása sem egyértelmű gazdasági sikersztori. A hazai vitákban jellemzően a szomszédos és történelmileg hasonló helyzetű Szlovákia példája szokott felmerülni az eurobevezetés kapcsán, mint támogató érv. Szlovákia a V4 régió egyetlen eurót bevezető országa, amely a 2005-ös reformokat követően csatlakozott az euroövezethez és a régió többi országával szemben súlyosabb adósságválság nélkül vészelte át a 2008-as pénzügyi válságot. Az euroövezeti csatlakozásakor, 2009-ben Szlovákia egy főre jutó vásárlóerő paritáson mért GDP-je az EU27 átlagának 72,1 százaléka, míg Csehországé 86,8 százaléka, Magyarországé 65,1 százaléka volt. 2009 után Szlovákia relatív előnyre tett szert például a válság által jóval mélyebben sújtott hazánkkal szemben és ideiglenesen Csehországhoz is közelített az egy főre jutó jövedelemben. 2021-ben azonban már távlatibb kép látható: Szlovákia csatlakozása óta relatív fejlettségében fokozatosan leszakadt Csehországtól és ami számunkra ennél is fontosabb, hogy a magyar gazdaság a makrogazdasági stabilitás helyreállítása után 2013-tól folyamatosan dolgozta le hátrányát, majd 2018-ban vissza is előzte az egy főre jutó vásárlóerő paritáson számolt GDP-ben Szlovákiát. Ezt az előnyt azóta is tartja a magyar gazdaság Szlovákiával szemben. A 2020-as évi egy főre jutó GDP Szlovákiában 71,6 százaléka, Csehország 94,1 százaléka, Magyarország 74,4 százaléka az EU27 átlagnak. Mindez alapján Szlovákia nemcsak, hogy nem kiugró a régión belül, hanem bő egy évtized távlatában nem került közelebb az EU átlaghoz, szemben az euróból kimaradó régiós országokkal. Természetesen ez utóbbi közel sem csak euro kérdés, ahogy a válság utáni relatíve jobb szlovák teljesítmény sem csak az volt. Mégis azt jól jelzi, hogy az euro közel sem csodafegyver és régióink egyetlen eurót használó országa sem tekinthető az euróból kimaradókkal szemben gazdasági nyertesnek.

Fontos megérteni, hogy az eurozónába csak belépni lehet, kilépésre még nem volt precedens. Ez vélhetően egy államadósságcsőd eseménnyel egybekötve tudna megtörténni, amit eddig igyekeztek minden eszközt bevetve elkerülni az európai döntéshozók. Napjainkra ez már csak olyan eszközök alkalmazásával érhető el, amit a megalkotók szerződésben rögzítve tiltottak. A résztvevő országok

gazdasági struktúrájukat, teljesítményüket és adóssághelyzetüket elemezve szét-tartóak. Éppen ezért fontos, hogy ha hazánk az eurozónához csatlakozás megindításának időzítéséről dönt – amire az EU-csatlakozásunkkor kötelezettséget vállaltunk – azt úgy érdemes megtenni, hogy a magyar gazdaság versenyképességét tekintve felkészülten csatlakozzunk, mert ez alapozza meg a hosszú távon sikeres és biztonságos hazai eurobevezetést.

„Szerkesztett formában megjelent a Telex.hu oldalon 2021. december 6-án.”