

BÉKÉS GÁBOR

Euróbevezetés és a válság – szigorúan ellenőrzött tagságok

„Vajon az elhúzódó külső és belső válság, valamint a jövőt illető ennyi bizonytalanság közepette érdemes-e egyáltalán arról elmélkedni, hogy milyen stratégiát kellene követni a közös valuta bevezetéséhez? A válasz egyértelműen igen...” (573. o.) – írja Neményi Judit és Oblath Gábor. A jelenlegi pénzügyi válság kimenetelétől függetlenül Magyarországnak érdeke a csatlakozás – ugyanis az euró bevezetését előkészítő költségvetési stabilizáció és a hosszú távú gazdasági stratégia kidolgozása önmagában is hasznos, az önálló valuta a válságban is rossz, és a magyar monetáris politika önállósága a piaci kitettség miatt már most is alig létezik.

A hatalmas kérdéskört feldolgozó munkában a szerzők alaposan foglalkoznak a válság tapasztalataival, túllépve azon a széles körben népszerű és rendkívül leegyszerűsített érvelésen, miszerint az euróövezetben még a Magyarországnál fejlettebb déli tagállamok is megrogytak, tehát Magyarországnak előnyös a kimaradás. Az itt következőkben a már három éve zajló euróövezeti válsághoz kapcsolódóan két témához fűzök néhány megjegyzést. Először a szerzők által is részletesen tárgyalt válság hatását gondolom tovább, hiszen a jelenlegi euróválság megváltoztatja a majdani magyar tagság előnyeit és hátrányait. A válság azonban nem hat mindenre, az európai cégek versenyképessége a makropénzügyi gondokon túlmutató hosszú távú kérdés. Így írásom második felében a válságról szóló irodalomban kevésbé tárgyalt témára, a közös piac és az euró szerepére igyekszem felhívni a figyelmet.

Az euró és a válság

A szerzők nagy érdeme, hogy alaposan elemzik az euróövezeten belüli és kívüli lét előnyeit és kockázatait a 2009-óta tartó európai pénzügyi válság előtt és után. A magyar euróbevezetés előnyei és költségei a válság előtti időszakhoz képest megváltoztak (lásd például *Csajbók–Csermely* [2002]). A válság előtt a tranzakciós költségek csökkentése mellett az volt az eurócsatlakozás célja, hogy a makrogazdasági gondokat és kockázatokat elkerülje az ország, illetve kihasználja a kamat-

konvergencia pozitív növekedési hatását. A válság után eltolódtak a hangsúlyok, megváltoztak az arányok.

Az előnyök egy része kevésbé fontos lett. Ahogy a szerzők is mondják, bár a válság előtt azt gondoltuk, hogy az euróövezeten belül lényegében megszűnik a külső egyensúlyi korlát, most azt látjuk, hogy „lényegesen enyhültek a külső finanszírozási korlátok, és lazult az effektív külső egyensúlyi korlát, miközben a piaci visszajelzések nem figyelmeztettek a külső egyensúly túl nagy hiányának a kialakulására” (674. o.). „A válság tette nyilvánvalóvá, hogy a külső egyensúlyi korlát a valutaunióban is számít. A legfontosabb felismerés pedig az, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya a magánadósság túlzott növekedése miatt is fenntarthatatlanná válhat.” (605–606. o.) Egyetértek azzal, hogy a szükséges alkalmazkodás hosszú és fájdalmas lesz,¹ és a valutaunió a következő évtizedben megváltozik.

A fenti gondolatok két fontos következménye, hogy a kamatkonvergencia jellege megváltozik, és a költségvetési uniónak erősödnie kell. Mindkét fejlemény lényeges Magyarország szempontjából.

A kilencvenes évek egyik legfontosabb pénzpiaci eseménye a dél-európai gazdaságok kamatainak zuhanása volt. A spanyol, olasz és görög kamatok az euró bevezetése előtt már a német kamatszinthez konvergáltak, hiszen egy valutához egy jegybanki kamat és ezért – árfolyamkockázat hiányában – egyféle kötvényhozam járul. Az olcsóbb kamatok felpörgették a hitelezést, gyorsították a realgazdasági konvergenciát is.

A válságban kiderült, hogy ez a folyamat nem csak előnyökkel jár. Neményi Judit és Oblath Gábor szerint fontos tapasztalat, hogy a csatlakozási folyamat során lezuhanó kamatok olyan hatásokat váltanak ki (például az ír ingatlanpiacon),² amelyek nem az egyensúlyi alkalmazkodást segítik, hanem eszközárbuborékokhoz és válsághoz vezetnek. Ez a valutaunió egyik nem szándékolt és nem várt hatása volt.

Valószínűsíthető ugyanakkor, hogy a múlthoz hasonló kamatkonvergencia soha többé nem ismétlődik meg. A cikkben a 17. ábra szépen mutatja a válságra adott kötvénypiaci reakciót; a CDS-árak a válság előtt alig függtek a belső makrotényezőktől, válság után a felárak szétszakadtak. A német–olasz vagy német–spanyol kamatkülönbözet jelenleg is 300 bázispont fölött van, és egyhamar nem csökken újra a válság előtti 30–50 bázispontos szintre, akkor sem, ha a spanyol vagy az olasz költségvetési pozíció és adósságpálya stabilizálódik.

Az euróövezetben a közös jegybanki kamat megmarad, de a nemfizetési kockázat nem tűnik el. Az árfolyam-kockázat a válság után már nem lesz (közel) nulla, hiszen a következő egy-két évtizedben nem lehet feltenni, hogy az euróövezet felbomlásának esélye nulla. Természetesen kisebb az esélye, mint a rögzített keresztárfolyamokat létrehozó európai pénzügyi rendszer esetében volt a nyolcvanas években, de nagyobb, mint a válság előtt gondoltuk. Csak nagyon erős politikai unió esetén lehet biztos a valutaunió, de az EU a következő egy-két évtizedben

¹ Erről részletesen ír például: *Darvas és szerzőtársai* [2011].

² Lásd bővebben *Nowotny és szerzőtársai* [2011].

nem valószínű, hogy létre tud hozni egy 15-20 tagból álló politikai uniót. A kelet-európai történelem jól mutatja, hogy a politikai unió sem örök, gondoljunk a csehszlovák vagy a jugoszláv példára.

Ez azt jelenti, hogy a magyar csatlakozás haszna és kockázata is egyaránt kisebb lesz. A csatlakozás után a kamatok csökkenni fognak, de közel sem annyit, mint amennyit a spanyol vagy portugál hozamok estek tizenöt éve. Az olcsóbb finanszírozásból származó előnyök tehát kisebbek lesznek, de az alkalmazkodási kockázatok is mérséklődnek.

A másik nagy változás a válság után, hogy vége a nemzeti költségvetési politika önállóságának. A következő évtizedben csak akkor marad meg a valutaunió, ha a monetáris együttműködés mellett a költségvetési politikák koordinációja és felügyelete is megerősödik. A 2012. január végén 25 uniós tagország által jóváhagyott a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásról és irányításról szóló egyezmény megköti a nemzeti szuverenitást, és a közeljövőben számos új intézmény és szabályozás is keretek közé szorítja az euróövezeti tagországok gazdaságpolitikáját. Az euróövezeten belül 2012 márciusában már aláírták a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról szóló államközi szerződést is (*Szerződés...* [2012]), amely a nemzeti költségvetési tervezés és ellenőrzés számos elemét helyezi uniós szintre.

A költségvetési integráció része, hogy megakadályozzák a tagállamok túlköltekezését; 2012-től ezt szolgálja a sokkal szigorúbb ellenőrzési keret és a szankciók bevezetése. Erre azért van szükség, mert a válság során nemcsak a kamatkülönbözet mutatta a költségvetési pozíciók eltérő állapotát, de az is kiderült, hogy az egyik tagállam problémái hatással vannak a többi hasonló helyzetű ország megítélésére is. A görög csőd hatott a portugál kamatokra, és a portugál gondok meghatározták a spanyol és olasz hozamokat. A dél-európai problémák növelték a francia kötvényhozamokat. Vagyis a válság során kiderült, hogy a közös pénzügyi koordináció kevés, a gazdaságpolitika más területén is szükség van együttműködésre. A szerzőkkel egyetértve, én is azt gondolom, hogy ez olyan kihívás, amelynek orvoslása az euróövezet túlélésének záloga.

Az euró és a közös piac

A fentiek mellett szeretnék felvetni egy olyan szempontot, amely hiányzik az euró melletti érvek közül. Az euró bevezetésének legfontosabb mozgatórugója a tranzakciós költségek csökkentése és ezen keresztül a belső piac hatékonyságának növelése volt. Ez az érv ma is fontos.

Az elmúlt néhány évtizedes európai integráció egyik legsikeresebb programja (a béke mellett...) az egységes közös piac megteremtése volt. Az 1980-as évek végén, az 1990-es évek elején lebomlottak a belső kereskedelmi akadályok, és a közös piac csökkentette a kereskedelmi költségeket (ideértve sokféle szabályozási, adminisztrációs költséget). Így az euró bevezetése nemcsak makrogazdasági eszköz, de az üzleti környezetet javító és a vállalatok hatékonyságot elősegítő közös piaci program kitelje-

sedése is. Egy (közös) piachoz egy valuta dukál: „One market, one money” – ahogyan a közös valuta bevezetést alátámasztó tanulmánykötet címe is sugallta (*Emerson és szerzőtársai* [1992]). A közös pénz első számú célja ezért nem a kamatkonvergencia vagy a makroökonómiai stabilitás elősegítése volt, hanem a belső piaci működés hatékonyságának javítása.

A legtöbb külkereskedelmi elmélet szerint a közös piac növeli a társadalmi jólétet, hiszen a csökkenő tranzakciós költségek növelik a belső kereskedelmet. Az euró bevezetése ezt a hatást erősíti, hiszen az euróövezeten belül eltűnik az árfolyamkockázat, ami csökkenti az export és az import költségét. Rögzített árfolyam esetén a befektetőknek nem kell tartaniuk a termelési inputok árának és az exportbevételeknek hazai valutában mért ingadozásától.

Van egy további hatása is a belső piac kiteljesedésének. A közös piac ugyanis összességében hatékonyabb gazdasági környezetet teremt, ami pozitívan hat a vállalati termelékenységre, és így növeli a társadalmi jólétet.³ A vállalatok egy nagy és egységes belső piacon könnyebben el tudják érni a hatékony üzemméretet, amellyel nemcsak Európában, de a világban is versenyképesek. A közös európai belső piac, a vállalatok piacra lépésének és onnan való távozásának feltételei is növelik a hatékonyságot: egyrészt magasabb termelékenység kell a nagyobb versenyben a helytálláshoz, ezért gyorsabb a kevésbé hatékony cégek kilépése. Másrészt a nagyobb piac több értékesítési lehetőséget kínál, és ezért jobban megtérül a kutatásra, fejlesztésre – és általában az innováció érdekében – elköltött minden euró.⁴

E gondolatmenet szerint az euró továbbra is kulcsfontosságú, amin a válság egy csöppet sem változtat. Sőt a válságban lemaradó Európa számára még fontosabb lesz a növekedés és a versenyképesség, amelynek lényeges eleme a belső piac minél hatékonyabb működése. Ezt pedig segíti az euró. A magyar gazdaságnak is – részben az euróövezeti csatlakozástól függetlenül – javítania kell a vállalati növekedés lehetőségét. A gazdasági nyitottság jobb kihasználása, az európai piaci integrációban való erőteljesebb részvétel mind növelheti a magyar vállalatok méretét, és javíthatja európai és globális versenyképességüket.

Összességében a szerzőkkel egyetértésben elmondható: a válság után kiderült, hogy az euró nem megoldás a makrogazdasági gondokra. A szerzők gondolatai mellett még azt emelném ki, hogy a válságtól függetlenül az euró továbbra is a belső piac kiteljesedésének fontos eszköze, és a hosszú távú európai versenyképesség egyik lényeges eleme. A makrogazdasági stabilizációs előnyök egy része elveszett, és az eurócsatlakozás utáni gazdaságpolitikai játéktér is beszűkült. Az euróövezeten kívüli lét azonban nehezebb a magyarországi vállalatoknak, és ezért csak lassúbb növekedést tesz lehetővé. Az új típusú, szigorúan ellenőrzött tagság ezenkívül csökkenti a hazai „gyártású” válságok kockázatát is.

Az euróövezet szabályrendszere és működése rövid távon is sokat változik majd, és nem világos, hogy akár a következő években is milyen típusú gazdasági és pénzügyi (netán költségvetési) unióhoz lehet majd csatlakozni. Neményi Judit és Oblath

³ Erről bővebben lásd *Ottaviano és szerzőtársai* [2009].

⁴ A piacméret és innovációról lásd *Aw és szerzőtársai* [2008].

Gábor megmutatják, hogy az euróövezeti csatlakozás érdekében és attól függetlenül is javítani kell a makrogazdasági környezeten, és ugyanez igaz az üzleti környezetre is. Ez önmagában is fontos szakpolitikai ajánlás.

Hivatkozások

- AW, B. Y.–ROBERTS, M J.–YI XU, D. [2008]: R&D Investments, Exporting, and the Evolution of Firm Productivity. *American Economic Review*, Vol. 98. No. 2. 451–456. o.
- CSAJBÓK ATTILA–CSERMELY ÁGNES (szerk.) [2002]: Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése, Magyar Nemzeti Bank, Műhelytanulmányok, 24.
- DARVAS ZSOLT–SAPIR, A.–PISANI-FERRY, J. [2011]: A comprehensive approach to the Euro-area Crisis. Bruegel report, február 7. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/491-a-comprehensive-approach-to-the-euro-area-debt-crisis/>.
- EMERSON, M.–GROS, D.–ITALIANER, A. [1992]: *One Market, one Money: an Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. Oxford University Press.
- NOWOTNY, E.–MOOSLECHNER, P.–RITZBERGER-GRÜNWALD, D. [2010]: The Euro and Economic Stability. Focus on Central, Eastern and South-Eastern Europe, Österreichische Nationalbank, Bécs. http://www.oenb.at/de/img/ceei_09_tcm14-218149.pdf.
- OTTAVIANO, G. I. P.–TAGLIONI, D.–DI MAURO, F. [2009]: The Euro and the Competitiveness of European Firms. *Economic Policy*, Vol. 24. 5–53. o.
- SZERZŐDÉS ... [2012]: Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unió stabilitásáról, koordinálásáról és irányításáról. http://european-council.europa.eu/media/639176/13_-_tscg.hu.12.pdf.