

NEMÉNYI JUDIT

Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon

A 2004. májusi Európai Unióhoz való csatlakozás kapujában egyre több szó esik az euró bevezetésével járó lehetséges előnyökről és veszélyekről, valamint a közös valutaövezethez való csatlakozás időzítéséről. Ebben a cikkben azokat a feltételeket tárgyaljuk, amelyek teljesülése esetén a legnagyobb az esély arra, hogy a saját valuta és az önálló monetáris politika feladása ne jelentsen komoly veszteséget a gazdaságpolitika számára, hanem a kockázatok mérséklésén keresztül dinamizálja a magyar gazdaság felzárkózását, s tovább mélyítse az Európai Unió tagországaival már ma is magas szintű integrációt. A monetáris politikának korlátozottak a lehetőségei a tőkeáramlásokból eredő sokkok kezelésében, ami ösztönzi a mielőbbi euróvezetési csatlakozást. A tartós növekedési pálya és a magyar gazdaság szerkezeti jellemzői, az euró bevezetéséig várható sokkok jellege, valamint a kétezres évek elején bekövetkezett gazdaságpolitikai „kisiklás” – az egyensúlyi pályától való eltávolodás – elkerülhetetlenül szükséges korrekciója ugyanakkor meghatározza a gazdaságpolitika mozgásterét a monetáris unióhoz való csatlakozás maastrichti kritériumainak teljesítését, az euró bevezetésének időzítését illetően. E tényezőket áttekintve arra lehet következtetni, hogy Magyarországon az euró 2007–2008. évi bevezetésének feltételei megteremthetők.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E42, E48, F33

Az Európai Unióhoz (EU) való csatlakozás¹ az első szakasza annak a hosszabb távú felzárkózási folyamatnak, amely évtizedeken átívelően elvezethet ahhoz, hogy a magyar gazdaság elérje a mai uniós gazdaságok fejlettségi szívonát. Az elkövetkező tíz-húsz évben a magyar gazdaságpolitika fő célja az lesz, hogy az ország felzárkózását egy olyan gyors ütemű növekedési pálya mentén irányítsa, amely mentes a nagy kilengésektől.

A hosszú távú felzárkózási folyamatot várhatóan nagy volumenű tőkemozgások kísérik, amelyek egyfelől a globalizációval, másfelől az EU-csatlakozással állnak összefüggésben. A kelet-közép-európai országok EU-csatlakozása várhatóan a működőtőke beáramlásának a fellendülésével jár, ami ösztönzést adhat arra, hogy az új tagok² integráci-

¹ Az uniós csatlakozási folyamat több szakaszból áll. Az EU 2004. májusi keleti bővítésekor az új tagok a monetáris unióba való belépés iránt is elkötelezettséget vállalnak, azaz nem választhatják a „kívülmáradást”, mint korábban az Egyesült Királyság vagy Dánia. A közös valutaövezethez (euróövezet) való csatlakozásukra akkor kerülhet sor, amikor teljesítik a nominális konvergencia (maastrichti) kritériumait. Addig a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) a monetáris uniós kritériumok tekintetében derogációval rendelkező tagjainak státusában maradnak.

² A kelet-közép-európai társult országok közül nyolcan – Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Szlovákia, Szlovénia – csatlakozhatnak az „első körben”, 2004 májusában az EU-hoz. Ekkor veszik fel az unióba Ciprust és Máltát is.

ója a unióval tovább mélyüljön. A nagyobb stabilitás és a – belátható időtávon bekövetkező euróvezeti csatlakozást megelőző – kamatkonvergencia a rövidebb-hosszabb távra spekuláló pénzügyi befektetőket is a régióba vonzza. A tőkeáramlások iránya azonban nagyon könnyen változhat. A tőkeáramlásból fakadó külső sokkok a valutaárfolyam mozgásában csapódhatnak le, ami egészen az euró bevezetéséig alkalmazkodási többletköltséget ró az új, felzárkózó EU-tagok gazdasági szereplőire.

A magyar gazdaságpolitika fő kihívása a kétezres években – kormányoktól függetlenül – az ország növekedési képességének a megerősítése lesz, ami a versenyképesség további növelésén, a külső és belső finanszírozási szükséglet összhangján és a további dezinfláción alapulhat. Ezek a követelmények nem különböznek alapvetően mindattól, amit az európai monetáris unióhoz való csatlakozás igényel, ugyanakkor az euró „jól időzített” bevezetése támogathatja a gyorsabb felzárkózást.

Magyarország az EU-csatlakozással a monetáris unióba való belépés iránt is elkötelezettséget vállal. Az EU-n belül megkövetelt stabilitásorientált gazdaságpolitika és a monetáris unió iránti elkötelezettségük ellenére a leendő kelet-közép-európai tagok belépése az euróvezetbe nem lesz automatikus. Az előnyök, hátrányok és a kockázati tényezők alapján viszonylag szabadon dönthetnek az euróvezeti csatlakozás időzítéséről, mert ezekben a felzárkózó gazdaságokban a kiegyensúlyozott fejlődés követelményei nem feltétlenül állnak összhangban a maastrichti kritériumok mai értelmezés szerinti teljesítésével. Amennyiben az új tagok számára egyértelmű előnyökkel jár a mielőbbi euróvezeti csatlakozás, akkor ehhez valószínűleg átmeneti intézkedésekre is szükség lesz. Az euró bevezetése választóvonalat jelent mind a gazdaságpolitika megválasztását, mind pedig az ország szerkezeti átalakulását és felzárkózását kísérő alkalmazkodás módját illetően, amely nem csupán hosszabb felkészülést igényel, hanem komoly mozgósító erőt és hiteles gazdaságpolitikai célt is képviselhet az elkövetkező években. Az önálló valuta feladása a reálgazdasági és a nominális konvergencia összehangolására irányuló, körültekintő előkészítést igényel, hisz egy „túl korai” vagy „túlzottan kitolt” euróvezeti csatlakozás, illetve a gazdaság egyensúlyi pályáját – és az attól való eltérést – szem elől tévesztve megállapított véglegesen rögzített átváltási arány hosszabb távon is kedvezőtlenül hathat a gazdaság felzárkózásának ütemére, és hullámozást vihet a fejlődésbe.

Ebben a cikkben azokat a feltételeket tárgyaljuk, amelyek lehetővé teszik az euró bevezetésétől várható pozitív hatások minél teljesebb kibontakozását. A hosszú távú felzárkózás jellemzőinek és a gazdaságpolitikai kihívásoknak a bemutatása után – a nemzetközi tapasztalatok alapján – arra keresünk választ, hogy mire használható a saját árfolyam és az önálló monetáris politika a kis, nyitott és a EU-val intenzíven integrálódott gazdaságokban akkor, ha a konvergencia időszakában mindvégig számolni kell a tőke-mozgások változékonyságával. Ezt követően az euróvezeti csatlakozás (maastrichti) kritériumainak teljesíthetőségét értékeljük a középtávra kirajzolódó magyar fejlődési pálya sajátosságai és az elmúlt két év rugalmas árfolyamrendszerében szerzett tapasztalati alapján. Végül az országsajátosságok, a várható sokkok és kockázatok, valamint az monetáris unió követelményeinek áttekintéséből levonható következtetéseket fogalmazzuk meg az euró bevezetésének időzítésére vonatkozóan.

A hosszú távú felzárkózás jellemzői a csatlakozó országokban

Az EU keleti bővítése a korábbiakkal összehasonlítva két lényeges sajátossággal jellemezhető. Az első, hogy a leendő tagok többsége az EU tagjainak átlagához viszonyítva jóval fejletlenebb, mint a korábbi bővítésekben felvett országok voltak a csatlakozáskor. Piacgazdasági tapasztalatuk alig egy évtizedes. A bővítéssel tehát az EU-n belül megnő a

hosszabb távú felzárkózás elé néző gazdaságok száma, nő az unió heterogenitása, ami új szempontokat vet fel mind az unió szabályozásában, mind a működtetésében. A csatlakozó országok relatív fejletlensége fokozottan hívja fel a figyelmet a reál- és a nominális konvergencia közötti összhang megteremtésének fontosságára, aminek hiányában a felzárkózási folyamat megtorpanása következhet be.

A jelenlegi EU-bővítés másik fontos sajátossága az új tagok nagyobb védtelensége a tőkeáramlásokkal szemben. A kelet-közép-európai csatlakozó országok már az előcsatlakozási időszakban – az EU-tagság feltételeként – teljesen liberalizálták a tőkepiacikat, ami növeli a sérülékenységeket a globalizált, nagymértékű és változékony tőkeáramlások okozta sokkokkal szemben,³ s ezzel egészen az euró bevezetéséig számolniuk kell.

Jövedelemszint-különbségek és szerkezeti különbségek

Először kerül sor úgy az EU bővítésére, hogy már létezik a monetáris unió (az euróövezet), s az új tagok a belépéssel az euró bevezetése iránt is elkötelezik magukat. Az euróövezet egy hosszú, háromlépcsős konvergenciafolyamatnak az eredményeként jött létre 1999-ben. Addigra már a mai tagországok többsége jelentősen felzárkózott az egy főre jutó jövedelem tekintetében, noha a monetáris unió végül a nagyobb számú résztvevőt felölelő változat szerint valósult meg, s az alacsonyabb fejlettségi szint nem volt kizáró ok.⁴ A leendő új EU-tagok számára az jelenti az alapvető gazdaságpolitikai kérdést, hogy milyen kölcsönhatás érvényesülhet a reálgazdasági felzárkózás és az euró bevezetése között, figyelemmel az euróövezeti belépéshez szükséges nominális konvergenciakövetelményekre és az euró bevezetéséig tartó időszakban várható sokkokra. A viták közepontjában az áll, hogy vajon a közös valuta bevezetésére csak egy hosszabb előkészületi időszak után érdemes-e sort keríteni, amikor már a jelentős jövedelemszint-leszakadás számottevően mérséklődött, vagy épp ellenkezőleg, az euró mielőbbi bevezetése jelentheti a leendő kelet-közép-európai tagországok számára azt a gazdaságpolitikai fegyelmzőerőt és a külső sokkok elleni védőhálót, ami a fiatal piacgazdaságok megerősítésének és egy dinamikusabb növekedési pálya megvalósításának előfeltétele.

Az 2004. évi EU-bővítés minden eddiginél nagyobb méretű lesz a csatlakozók (tíz új tag) számát tekintve. Ez azonban az unió GDP-jét csupán 9 százalékkal emeli meg, miközben a lakosság 20 százalékkal növekszik. A bővítésben részt vevő kelet-közép-európai országokban az egy főre jutó hazai jövedelem lényegesen alacsonyabb, mint a mai uniós tagországokban. Szlovénia az egyetlen pályázó ország, amely vásárlóerő-paritáson mérve megközelíti a mai EU-átlagának 70 százalékát (*1. táblázat*). Ugyanakkor – a kilencvenes évek elejének tranzíciós sokkját követően – a piacgazdasággá átalakuló kelet-közép-európai országok csak úgy tudtak növekedési pályára állni, ha radikális termelési szerkezet-átalakítást, termék- és piacváltást hajtottak végre. Ennek köszönhetően a nyolc kelet-közép-európai ország már a csatlakozást megelőzően is igen magas szintű integráltságot ért el az unióval. Külkereskedelmük döntő része az unióval folyik, exportjukban egyre nagyobb teret nyertek a korszerűbb technológiával készülő és magasabb hozzáadott értékű termékek, valamint az ágazaton belüli kereskedelem részaránya (*Landesman* ([2003]). A termelési és értékesítési kapcsolatok mélyülése Nyugat-Európával azt eredményezte, hogy a leendő kelet-közép-európai EU-tagok üzleti ciklusa egyre

³ A mai EU-tagok a stabilizációs politikájuk támogatására a monetáris unió létrehozása előtt sokáig fenntartottak és aktívan alkalmaztak bizonyos tőkekorlátozásokat, amivel a leendő új tagok már nem élhetnek.

⁴ Portugália és Görögország esete tekintendő példaként. A leendő KKE-tagok és a mai euróövezeti tagok fejlettségi összehasonlításról lásd bővebben *Pelkmans és szerzőtársai* [2000].

I. táblázat
A kelet-közép-európai csatlakozó országok fejlettségének és integrációjának a jellemzői

Ország	GDP/fő (EU-15 = 100)		Export/ GDP	Az EU-ba export/teljes export	A mezőgazdaság részesedése		A bankok hiteliei a magán- szektornak (a GDP szá- zalékában)	Működő- tőke (milliárd euró)	A termelékenység változása	
	aktuális árfolyamon	vásárlóerő- paritáson			a GDP- ben	a foglal- koztá- tottságban			EU-átlag = 100	2000 2002-1993
	2001	1996	2001	2001	2001	2001	2000	(-2001)	2000	2002-1993
Csehország	24	65	71,3	68,9	4,2	4,6	48,3	23,4	53,9	3,2
Észtország	17	33	95,4	69,4	5,8	7,1	26,2	2,8	35,2	27,0
Lettország	15	26	44,9	61,2	4,7	15,1	18,6	2,3
Litvánia	15	29	45,5	47,8	7,0	16,5	11,6	2,5
Lengyelország*	20	36	29,8	59,2	3,4	19,2	26,0	37,0	42,5	34,1
Magyarország*	22	47	60,5	74,3	4,1	6,1	25,6	18,0	55,9	16,8
Szlovákia*	17	46	75,9	59,9	4,6	6,3	30,7	2,8
Szlovénia*	44	66	60,1	62,2	3,1	9,9	38,0	3,0	76,3	23,1

* A működőképessé vonatkozó adatok a kilencvenes évek kumulált beáramlását 2000-ig, Szlovákia esetében pedig csak 1999-ig tartalmazták. A számbavételben is vannak eltérések. Magyarországon a megadott állomány nem tartalmazza a külföldiek visszaforgatott profitját.

Forrás: European Commission Regular Reports [2002]. A termelékenység adatok forrása: *Barell és szerzőtársai* [2002].

inkább együtt mozog az unióval, amit empirikus elemzések is igazolnak. Mindezek a folyamatok azt támasztják alá, hogy az új tagok már a belépést megelőzően sok tekintetben teljesítik az optimális valutaövezet kritériumait, ami az euró bevezetésének alapjául szolgálhat (Fidrmuc (2001)). A mezőgazdasági szektor azonban több új tagországban is nagyobb szerepet játszik a gazdaság életében, mint a mai EU-tagok esetében, ami a közös agrártámogatási politika újraszabályozását teszi szükségessé, hiszen a megnőtt támogatásigény kielégítésére nincs pénz.

A kilencvenes évek második felétől – a makrogazdasági kiigazítás és a mikrogazdasági reformok eredményeképpen – a magyar gazdaság stabilizálódott, és az EU-hoz viszonyítva magas növekedéssel jellemezhető fejlődési pályára állt. A növekedés háttérében lényeges szerkezeti változások mentek végbe: a fellendülés húzóerejévé a beruházás és az export vált, a vállalati szektor termelékenységére és jövedelmezőségére kiemelkedő mértékben emelkedett a kilencvenes évek második felében, az ország versenyképessége javult. Az évtized végéig a kelet-közép-európai régió országai közül a magyar gazdaságban következett be a külföldi tulajdonú szektor legnagyobb mértékű térnyerése. A magyar gazdaság integrációjának mélyülését tükrözte az EU-val folyó export és az import részarányának növekedése, a külföldi tőke behatolása a fejlett technológiákat használó feldolgozóipari ágazatokba, az exportban és az importban végbement szerkezetváltás, amelyet a magasabb minőségi és árostályban, valamint a magas hozzáadott értékű termékek piacán való térnyerés jellemezett.

A pénzügyi rendszerek átalakítása és a finanszírozás piaci alapokra helyezése lassabb és ellentmondásosabb folyamat volt az első körben csatlakozó kelet-közép-európai országokban, mint a szerkezetváltás, de a kétezres évek elejére mindenütt előrehaladt a privatizáció, sor került a bankrendszer konszolidációjára, a prudenciális mutatók jelentősen javultak, és megindult tőkepiac fejlődése (Feldman–Watson [2002] 34–75. o.). A csatlakozó országokban a pénzügyi közvetítés szintje – nemzetközi összehasonlításban – alacsony (1. táblázat), ami a gyors euróövezeti belépés ellen sokszor elhangzik érvként. A pénzügyi közvetítés térnyerése azonban ebben a régióban az egyensúlyi felzárkózással párhuzamosan végbemenő hosszabb folyamat, ahogy a magánszektor finanszírozásában egyre nagyobb szerephez jutnak majd a kölcsönzött források. Mindent összevetve, az új EU-tagok pénzügyi rendszerének EU-csatlakozáskori jellemzői megfelelnek piacgazdaságaik fejlettségének; megfelelő feltételeket biztosítanak és vonzerőt jelentenek a befektetők számára.

Az új EU-tagok tehát sokkal „szegényebbek” ugyan, mint a mai tagállamok, de a jelentős jövedelemszint-különbség nem jelenti azt, hogy a szerkezeti jellemzők tekintetében is hasonló lenne a távolság. A piacgazdasági átalakulás évtizedében – részben a szocialista integráció összeomlásának kényszerítő hatására – a csatlakozó kelet-közép-európai országok magasabb szintű integrációt értek el az EU-val, mint a korábbi bővítések során belépők a tagságot megelőzően. Mindez számos következménnyel jár mind a nemzeti gazdaságpolitikát, mint pedig az EU főhatóságainak magatartását illetően. Az új tagoknak a fejlettségi lemaradás és a mezőgazdaság magas részesedése miatt elvileg sokkal tovább és nagyobb támogatásra lenne szükségük a felzárkózást támogató strukturális és kohéziós alapokból, mint amekkora támogatásban a mai tagok részesülnek. Az unió forrásai azonban a korábbiaknál korlátozottabbak, hiszen az unió fejlett, nagyméretű tagországainak is komoly gazdasági problémákat kell megoldaniuk a saját országukban. Feltételezhető tehát, hogy a 2004-es EU-bővítés reálgazdasági hatásai nem lesznek olyan erőteljesek a csatlakozó országokban, mint amilyenek némely mai tagországban a belépést követően voltak. Az integráció további mélyülésének nagyobb impulzust adhat majd – az árfolyamkockázat megszűnésével – az euró bevezetése. A bővítéssel jelentősen megnő az EU tagországainak heterogenitása, ami újra felerősíti a régi, a szabályalapú uniós

gazdaságpolitika alkalmasságát firtató vitát (*one size fits all*). A jövőre nézve fontos kérdés, hogy létezik-e olyan uniós szintű transzparens szabályozás, amely a nagyon különböző tulajdonságokkal jellemezhető tagok mindegyikének megfelelő keretet nyújt a kiegyensúlyozott fejlődéshez.

Az egyensúlyi reálárfolyam és az „optimális” infláció

A mai tagok tapasztalatai is bizonyítják, hogy az EU-csatlakozás az új tagok számára esélyt ad arra, hogy valamelyest gyorsítsák a felzárkózásukat a fejlett országokhoz. Amennyiben összehangolt és hiteles gazdaságpolitikával olyan fejlődési pályának a feltevéleit sikerül megteremteni, amelyet az exportra termelő szektor és a beruházások növekedése (háttérben a technológiaváltással és szerkezetátalakulással) vezérel, akkor az új tagországokban a termelékenységnövekedés az EU-átlagot jelentősen is meghaladhatja. A gazdaságon belül a különböző szektorok közötti termelékenységkülönbségek hatására a relatív árak átrendeződése megy végbe. Az exportszektorban, illetve ahol jelentős a technológiaváltás, a bérek növelésére fedezetül szolgál a termelékenység növekedése. A kevésbé termelékeny szektorok versenyeznek a (jól képzett) munkaerőért, de a versenyben kialakuló béreket csak akkor képesek a profitjuk elvesztése nélkül finanszírozni, ha közben az áraikat is ennek megfelelően emelik. Ezért a felzárkózási fázisban az EU leendő kelet-közép-európai tagországaiban az „optimális” fogyasztói infláció – amelyet az átalakuló gazdaság szerkezeti sajátosságai alapján határozhatunk meg, és amely ezekben a gazdaságokban árstabilitásként fogható fel – magasabb lehet, mint a stabilabb struktúrájú, fejlett gazdaságokban. A konvergencia reál- és nominális oldala tehát egymással szorosan összefügg, s ezt a kapcsolatot az egyensúlyi reálárfolyam felértékelődése tükrözi (Balassa–Samuelson-hatás).⁵

Az egyensúlyi reálárfolyam felértékelődése végigkíséri majd a felzárkózást. Amennyiben a fogyasztóiár-alapú reálárfolyam felértékelődése az egyensúlyi pályát követi, az nem jelent versenyképesség-romlást, sőt éppen a kiegyensúlyozott felzárkózás egyik fontos jellemzője az új tagországokban. Ezért minden olyan gazdaságpolitikai törekvés, ami az optimális szint alá akarja „letörni” az inflációt a felzárkózó tagországokban, a gazdasági aktivitás visszafogásával, „felesleges” outputvesztéssel járhat. Amíg van saját valuta, a rugalmas árfolyamrendszerben az egyensúlyi reálfelértékelődés végbemehet a nominális árfolyam felértékelődésével is, ami csökkentheti a fejlett országokhoz viszonyított többletinfláció mértékét. A felértékelődő árfolyam azonban nem veszélytelen és nehezen féken tartható eszköz egy olyan országban, amely túlzott le/felértékelődést kiváltó nagy volumenű tőkeáramással számolhat (ki- és beáramlással). A árfolyam nominális felértékelődése ugyanis (még ha nem haladja is meg az egyensúlyinak tekinthető mértéket) nehezíti a gazdaság szereplőinek alkalmazkodását, és a termelés visszafogásából eredő outputvesztéshez vezethet. Közvetlenül sújtja a felzárkózás motorjának tekintett exportszektor, s versenyképességi hatása attól függ, hogy milyen erősek a nominális merevségek a gazdaságban, azaz milyen rugalmas a vállalati szektor alkalmazkodása az árképzésben és a bérek alakításában. Ha a külkereskedelemben érintett vállalkozások árbevételük csökkenését nem képesek költségeik visszafogásával ellensúlyozni, akkor elkerülhetetlenül romlik az exportálók jövedelmezősége, beruházási hajlandósága és lehetőségei. A túlzott felértékelődés pedig, ami a hirtelen tőkebeáramlás hatására alakulhat ki, a gazdaság hatékony működését zavaró relatív árváltozásokat, feszültséget generálhat a vállalati szektor különböző szegmenseiben.

⁵ A Balassa–Samuelson-hatásról a kelet-közép-európai országokra lásd: Halpern–Wyplosz [1997], [2001].

Az egyensúlyi reálfelértékelődés erőssége az adott felzárkózó gazdaságban kialakuló kínálati és keresleti tényezők függvénye. A kelet-közép-európai országokra a kilencvenes évek átalakuló gazdaságának adatai alapján készített számítások szerint a reálárfolyamok alakulását a Balassa–Samuelson-hatás csak részben magyarázta. A múlt alapján azonban nehéz következtetni a konvergencia-időszakban kibontakozó folyamatokra. Gyorsabb növekedési pálya mentén valószínűleg a termelékenységekülönbségek is nagyobbak lehetnek, aminek alapján az euró bevezetése (a végleges árfolyamrögzítés) után akár jelentősen is magasabb lehet az optimális infláció az új tagországokban, mint az EU mai országainak átlaga. Jelen lesznek ugyanakkor ez ellen ható tényezők is, például a szolgáltatászférában is jelentős lehet a termelékenységnövekedés, oldódhatnak a munkaerőpiaci merevségek stb. A Balassa–Samuelson-hatás a csatlakozási időszakban a kelet-közép-európai leendő tagországok többségében – saját becslésük szerint – nem generálna akkora többletinflációt, ami lehetetlenné tenné a maastrichti árstabilitásnak való megfelelést, de ez azért sok tényező függvénye (Kovács [2002]). Magyarországon a reálárfolyam várható egyensúlyi felértékelődése – ami közel változatlan nominális árfolyam mellett megfelel a várható többletinflációnak – a csatlakozási időszakban az Magyar Nemzeti Bank szerint 0,8–2,2 százalékpontonra becsülhető éves átlagban.

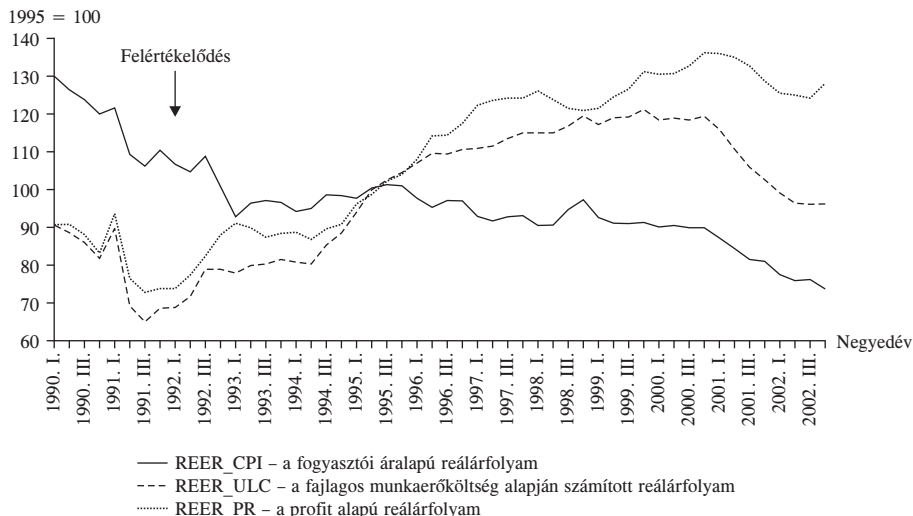
Az egyensúlyi reálfelértékelődés ténye mellett azzal is számolni kell, hogy üteme feltehetően nem lesz egyenletes sebességű a felzárkózás teljes időszakában. Számos elméleti érv és a piaccgazdasági évtized első évtizedének tényei szólnak amellelt, hogy minél alacsonyabb fejlettségi szinten áll egy gazdaság, eleinte annál nagyobb ütemű lehet a külkereskedelmi partnereihez viszonyított termelékenységnövekedése. Az országon belüli szektorális termelékenységekülönbségek is fordítottan arányosnak valószínűsíthetők a fejlettséggel. Ezt többé-kevésbé igazolják a régió országainak mutatói is (1. táblázat).

Mégha a várakozások szerint önmagában az EU-tagság elnyerése nem is jelent majd megrázó intenzitású reálgazdasági sokkot az új tagországokban, a tagsággal járó EU-s források és a külföldi befektetők számára áttekinthetőbbé váló gazdaságpolitikai viszonyok remélhetőleg elősegítik a növekedési pálya dinamizálódását. Ennek megfelelően valószínűsíthető, hogy a fundamentumokkal indokolható egyensúlyi reálfelértékelődés üteme az EU-csatlakozás idején magasabb lehet, majd az idő előrehaladtával és a fejlettségi szint felzárkózásával párhuzamosan mérséklődik.

Azokban az újonnan csatlakozó országokban, ahol még magasabb az infláció annál, mint ami a szerkezeti sajátosságokkal indokolható, az árstabilitás elérése/dezinfláció mint középtávú cél azt jelenti, hogy az inflációt úgy kell az optimális szintre csökkenteni, hogy a többi inflatorikus hatást (belföldi keresleti nyomást, torzult hatásági árrendszert, visszatekintő várakozásokat stb.) mielőbb fel kell számolni. Magyarországon is ez a helyzet, annak ellenére, hogy 2001–2002-ben az infláció jelentősen csökkent. E két év alatt a fogyasztói árak (CPI) alapján mintegy 15 százalékos, a fajlagos munkaerő költség (ULC) alapján pedig 20 százalékos reálfelértékelődés következett be, amelyben szerepet játszott a forint árfolyamának mintegy 10 százalékos felértékelődése (1. ábra).

A közelmúltban a reálárfolyamok pályájának az elemzésére a kelet-közép-európai régióra vonatkozóan számos empirikus elemzés született (Égert [2002], Smidkova és szerzőtársai [2002]). Az alapkérdés az, hogy 2002 végére hová jutottak – mennyire távolodtak vagy közeledtek – a reálárfolyamok az egyensúlyinak (a gazdaság alapvető folyamataival indokolható) tekinthető reálárfolyam-pályához viszonyítva. A kilencvenes évek idősorain alapuló empirikus elemzések alapján valószínűsíthető, hogy a magyar reálárfolyam (1. ábra) – akárcsak a régió szabad árfolyammozgást lehetővé tevő többi országának a valutája – az egyensúlyi árfolyamhoz viszonyítva jelentősen túlértékelte vált a kétezres évek elején. Ezt figyelembe kell venni az euró bevezetésének időzítéséről szóló döntéskor és a konvergencia-időszak monetáris és árfolyam-politikájának kialakításakor is.

1. ábra
A reálárfolyamok alakulása Magyarországon



Forrás: MNB-honlap statisztikai idősorai.

Az elméleti megfontolások és a mai euróövezeti tagok tapasztalatai egyaránt arra hívják fel a figyelmet, hogy az árfolyam végleges rögzítésére akkor érdemes sort keríteni, ha feltételezhető, hogy a tényleges reálárfolyam nem áll messze az egyensúlyi reálárfolyamtól. A nem egyensúlyi állapot kiigazítása ugyanis sokkal nehezebb és költségesebb (nagyobb terhet ró a fiskális politikára) akkor, amikor már nem vehető be az árfolyam- és a monetáris politika. Különösen a túlságosan erős valutával való csatlakozás okozhat olyan nehézségeket, ami az integrációs folyamat elmélyülését tartósan akadályozhatja. Az alulértékeltesség korrekciója sem egyszerűbb, nehezen fogadtatható el a közös valuta-övezetben, mert az „optimálisnál” magasabb inflációval érhető el az adott tagországban, aminek magasabb euróövezeti infláció lesz a következménye, s ez rontja a stabilabb szerkezetű, lassabban növekvő országok számára a kamatteltételeket. (Ez még akkor is igaz, ha az európai jegybank az unió egészére figyel is, és ha kicsi is az adott ország súlya.)

Makroökonómiai korlátok

A kelet-közép-európai régió már a piacgazdasági átalakulás időszakában is vonzotta a külföldi tőkebefektetéseket, amelyben a privatizációs kínálat, a jövedelmező beruházási lehetőségek és a pénzügyi befektetéseken realizálható kamatprémium egyaránt szerepet játszott. A szabályozás harmonizációja és a stabilitásorientált gazdaságpolitika követelménye az EU-csatlakozást követően csökkenti a kockázatokat, aminek hatására a régióba történő befektetések iránti kereslet várhatóan tovább nő. A leendő EU-tagoknak szükségük is lesz a külföldi tőkére ahhoz, hogy gazdaságukat relatíve magas növekedési pályára tereljék, hiszen a belföldi megtakarítások nem elégségesek a finanszírozási igények kielégítésére. A vállalati szektor hiteligénye jelentősen bővíülhet, ha a fejlődés dinamikus, miközben a lakosság megtakarítási hajlandóságának a növekedésével nem lehet reálisan

számolni, ugyanis a javuló perspektívák, a likviditási korlátok oldódása, a lakossági hitelek elérhetősége és a lakásépítés fellendülése a nettó lakossági megtakarítások csökkenését (stagnálását) idézi elő. Az államháztartás finanszírozási szükséglete a felzárkózó gazdaságokban ugyanakkor még tartósan is magas lehet addig, amíg a költségvetés kiadásainak számottevő része a felzárkózás infrastrukturális és közigazgatási háttérének a megteremtését szolgálja. Mindezek figyelembevételével a külső finanszírozási igény várhatóan növekedni fog az EU-hoz csatlakozó régióban, amennyiben a világgazdasági adottságok lehetővé teszik a viszonylag gyors ütemű felzárkózást. Amíg az új EU-tagok saját valutával rendelkeznek, addig az országhoz tartozó jelentős elem marad árfolyamkockázat, s ezért a folyó fizetési mérleg fenntarthatósága, valamint a külső eladósodás jelenti majd a legfontosabb pénzügyi korlátot, amire tekintettel kell lenni a gazdaságpolitika kialakításakor.

A csatlakozó nyolc közép- és kelet-európai országban az állam eladósodottsága (az államadósság aránya a GDP-hez viszonyítva) az unió mai tagországaihoz viszonyítva alacsony (2. táblázat 3. oszlop). Az EU-tagsággal járó és az euróövezeti konvergenciát megalapozó pénzügyi egyensúlyi követelmények mégsem teszik lehetővé számukra, hogy az állam hiteligénye a jövőben számottevően bővüljön. A külső eladósodásukat enyhítheti az, ha továbbra is jelentős működőtőke áramlik a régióba, de az eddigi trendek fennmaradását nem lehet extrapolálni, mert egyfelől a jobb jövedelmezőségi lehetőségeket kínáló távol-keleti régió a közép- és kelet-európai országok számára egyre növekvő versenyt támaszt a globalizált keretekben működő termelési és értékesítési hálózatok befektetéseiért, másfelől pedig számolni kell azzal, hogy a működőtőke kivitele is megnő. Az új EU-tagok befektetői a régióon belül a kevésbé fejlett, még nem EU-tag országok felé terjeszkednek. Ezt a folyamatot felgyorsíthatja az, ha az euróövezeti konvergencia gyorsítását célzó politika és a közeledésre számító intenzív tőkebefektetések együtt a versenyképesség romlásához vezető túlzott felértékelődést váltanak ki az EU-belépést követően az új tagországokban.

A pénzügyi eszközökbe történő befektetéseket az EU-, illetve az euróövezeti csatlakozás perspektívája már a piactudományi átmenet időszakában is ösztönözte. A nominális konvergenciát támogató szigorú monetáris politika nagyon könnyen adhat célpontot a rövid távra spekuláló befektetőknek, amire már a kétezres évek elején is volt példa. Fennáll a veszély, hogy a tőkeáramlások hatására a rugalmas árfolyam messze kerülhet attól, amely mellett az új tagok gazdaságainak kiegyensúlyozott fejlődése megvalósulhatna. Az árfolyam nagyobb kilengéseit nem csupán a spekulatív tőkemozgás válthatja ki, hanem az is, ha nagyobb hullámban érkezik az országba a működőtőke. Ebben az esetben a későbbi termelékenységnövekedés ugyan *ex post* indokoltá teheti a bekövetkező felértékelődést, de a hirtelen árfolyamváltozás ekkor is költséges alkalmazkodást kíván a gazdaság szereplőitől (a magánszekortól és a költségvetéstől egyaránt).

Magyarországon a fellendülést mindvégig támogatta a magas – a privatizációval összefüggő bevételek leszámításával is jelentékeny – külföldi működőtőke-beáramlás. A külföldi tőke számára kedvező feltételek megteremtése a gazdaságpolitika kiemelt, bár változó meggyőződéssel képviselt célja volt az elmúlt évtizedben, és a munkaerő-adottságok is jó alapot teremtettek a multinacionális cégek terjeszkedése számára. A környező kelet-közép-európai országokban (Csehországban és Lengyelországban) az EU-belépés közeledtével beindultak a privatizációs programok, s e mellett más működőtőke-befektetések is jelentősen megszorodtak, aminek következtében egyáltalán nem látszik könnyű feladatnak a régióbeli magyar vezető pozíció megőrzése a külföldi tőke vonzása tekintetében (1. táblázat).

A konvergenciafolyamat gazdaságpolitikai kezelésében fontos szempont lehet, hogy a

pénzügyi szektor sérülékenységet is nagyon megnövelheti a fundamentálisan indokolatlan árfolyammozgás, különösen, ha a nyitott devizapozíciók jelentősek, és a rövid lejáratú devizában denominált eszközök aránya növekvő. Nem csupán a külső tényezők által indukált tőkeáramlás hatásának a kivédése okozhat gondot, hanem az is körültekintő mérlegelést igényel, hogy az egyensúlyi reálfelértékelődést milyen mértékű nominális felértékelődés kísérje, és mennyire nyíljon tér a fejlett országokhoz viszonyított magasabb inflációnak. Ha a konvergencia időszakában viszonylag stabil a valutaárfolyam, akkor előfordulhat, hogy a kialakuló infláció tartósan magasabb lesz, mint amivel be lehetne lépni az euróövezetbe. Az árfolyam nominális felértékelődésével támogatható ugyan az infláció (a maastrichti kritériumoknak megfelelő átmeneti „leszorítása”, de ez akár tartós sérüléseket is okozhat a külkereskedelemben részt vevő szektorban. Különösen akkor, ha a végleges rögzítés ezen az árfolyamon történik, ami túl nagy áldozat lenne az euró bevezetésétől remélt stabilitásért.

A kiegyensúlyozott fejlődés tehát a kelet-közép-európai tagországokban azoknak a különböző alapvető átváltási hatásoknak az állandó körültekintő mérlegelését igényli, amelyek a többségében kis, nyitott gazdaságok reál- és nominális konvergenciáját végigkísérik: a gyors növekedés és a külső/belső egyensúly, a felzárkózás és stabilizáció, a külföldi és a belföldi eredetű feszültségek kezelése, valamint az ár- és az árfolyamstabilitás közötti választás.

A monetáris politika szabadsága és a várható sokkok

A felzárkózás és az euró bevezetéséhez megkövetelt nominális konvergencia közötti egyik alapvető feszültség abból származik, hogy miközben a magas növekedési pályát jellemző egyensúlyi reálfelértékelődés az egyensúlyi reálkamat csökkenését vonja maga után a fedezetlen kamatparitási feltétel szerint, a belföldi feltételek a központi bankokat arra készítik, hogy kamataikat kellően magasan tartva próbálják elérni az euróövezeti belépéshez szükséges inflációs csökkenést. Valahányszor a fiskális expanzió vagy a túlzott bérnövekedés hatására belföldi eredetű inflatorikus hatás veszélye fenyeget, a megfelelő válasz a monetáris szigorítás lenne. Ha azonban a kialakuló kamatszint magasabb, mint a külföldi kamat és a várt árfolyamváltozás, valamint a forintbefektetésektől követelt kamatprémium összege, akkor számolni lehet az arbitrázó külföldi befektetések megugráásával. A monetáris politika fő kérdése tehát az euróhoz vezető konvergencia időszakában az, hogy hogyan lehet összeegyeztetni a külső (kamatparitási) és a belső (monetáris kondíciós) korlátot a kamatdöntésekben, azaz hogyan segítheti az önálló monetáris politika a reál- és nominális konvergencia összehangolását. A befektetők által várt kamatprémium alakulása valamelyest oldja ezt a feszültséget. A globalizált tőkeáramlások világában azonban a várt kamatprémium változása csak részben tükrözi az adott ország egyensúlyi mutatóira, illetve teljesítményére vonatkozó várakozásokat, nagyon gyakran a belföldi körülményektől teljesen független tényezők hatására változik. Az EU-csatlakozás a várt prémium csökkentését váltja ki. Előfordulhat, hogy a nemzetközi tőkepiaci fejlemények és korlátozott befektetési lehetőségek miatt az új tagországok olyan erős tőkebeáramlással szembesülnek, ami teljesen aláássa a külső-belső egyensúlyt. A tőkemenekítés lehetőségével is számolni kell a konvergencia időszakában, noha ennek a valószínűségét az EU-tagság csökkenti.

A monetáris politika alapvető dilemmája a csatlakozó kelet-közép-európai országokban tehát a felzárkózás sajátosságaiból fakad. Ezen a problémán az árfolyamrendszer megválasztása nem sokat tud segíteni, legfeljebb csak azt befolyásolja, hogy a felzárkózást kísérő egyensúlyi reálfelértékelődés az árfolyamon vagy az infláción keresztül játszódik le.

A rugalmas árfolyamrendszer

A nyolc csatlakozó kelet-közép-európai ország nagyon különböző árfolyamrendszereket működtet, jöllehet a piacgazdasági átalakulást valamennyien az árfolyamot különböző erősséggel rögzítő árfolyamrezsimmal kezdték. A kilencvenes évek második felére a gyenge (csúszó vagy kiigazítható) árfolyamrögzítést alkalmazók⁶ mindegyike a nagyobb árfolyam-rugalmasság irányába nyitott, amit elméletileg négy tényező tett indokoltá.

– *A sérülékenység mérséklése.* A gyenge árfolyamrögzítések a világban mindenütt spekulatív célponttá váltak az egyre nagyobb, globalizált és változékony tőkeáramlások miatt. Erre az elmélet a „sarokmegoldásokra” – szigorú rögzítés vagy teljes flexibilitás – sarkallta a feltörekvő gazdaságokat (köztük a csatlakozó kelet-közép-európai országokat is), jöllehet ezek a kis, nyitott gazdaságok változatlanul nagyon érzékenyek maradtak az árfolyam változására.

– *Az egyensúlyi árfolyam azonosítása.* A korábbi kvázifix árfolyamrendszerekkel szemben visszatérően felmerült a kritika, hogy az árfolyamot a jegybankok intervenciója eltéríti az egyensúlyi pályától. A legtöbb kelet-közép-európai valuta esetén az alulértékelttség gyanúja merült fel. A kétezres évek elejére elérhető közelségbe került az EU-csatlakozás. A növekvő sérülékenység miatt az „első körös” kelet-közép-európai országok szinte mindegyike az euró mielőbbi bevezetését kezdte fontolgatni. Következésképpen belátható időn belülre került az európai árfolyam-mechanizmusba (ERM–2) való belépés. Ahhoz, hogy az ERM–2-tagság felvételekor megfelelő érvek álljanak a választandó sávközép mellett, szükségesnek látszott a szabad piaci folyamatok érvényesülésével tesztelni azt, hogy mi a megfelelő átváltási arány.

– *A dezinfláció elősegítése az önálló monetáris politikával.* A leendő EU-tagok a rugalmasabb árfolyamrezsimmel kínálta nagyobb kamatpolitikai szabadságot kívánták felhasználni a monetáris övezethez való csatlakozás dezinflációs követelményeinek a teljesítéséhez. A felértékelődő árfolyam támogathatja ezt a folyamatot.

– *Az árfolyam felhasználása a sokkok kezelésében.* A kilencvenes évek feltörekvő piaci válságainak (ázsiai, kiváltképpen az orosz, majd a brazil) hatását a kelet-közép-európai országok is megérezték. Az elméleteknek megfelelően az volt a várakozás, hogy a flexibilis árfolyam hasznos eszköz lehet a tőkeáramlások oldaláról érkező (fertőzéses, konvergencia, spekulatív) sokkok kivédésében.

Az elmúlt évtizedben megnőtt a lebegtető vagy irányított árfolyamú (*managed floating*) felzárkózó országok száma. A szabad árfolyamtól várt előnyök azonban nem igazolódtak be a feltörekvő piacokon. Az önbeteljesítő várakozások és a magas külföldi valutában denominált tartozásállomány miatt a teljesen szabad árfolyammozgást szinte sehol sem tettek lehetővé a hatóságok. A tőkeáramlási sokkok többször is azt kényszerítették ki, hogy a monetáris politika a belföldi folyamatokkal ellentétes, prociklikus kamatlépést hozzon. Ráadásul az is általános tapasztalattá vált, hogy a szabad és globalizált tőkemozgások miatt megnőtt a bizonytalanság, s a megalapozatlan várakozások megfordítása csak a korábban „megszokottnál” jóval drasztikusabb kamatemeléssel volt elérhető.⁷

⁶ Csehországban 1996-ra fenntarthatatlanná vált a „stabil” koronaárfolyam. Lengyelország és Magyarország az előre bejelentett, csúszó leértékeléses rendszerben visszatérően felértékelési spekulatív támadásokkal szembesült, és tartós intervencióra kényszerült. A kilencvenes évek közepén Szlovákia is a lebegtetésre tért át. A balti államok mindvégig valutatáblát vagy szigorúan rögzített árfolyamrendszert működtettek, Szlovéniában pedig az elvileg szabadon mozgó árfolyam alakulását mindmáig erőteljesen befolyásolják különböző jegybanki technikákkal.

⁷ A szakirodalom elsősorban a hirtelen megtorpanást (*sudden stop*) és a tőkemenekülés esetét vizsgálja ebben a témakörben. Az uniós csatlakozás kapcsán azonban a „konvergenciájáték”, illetve a kamatarbitrálo spekulatív tőkebeáramlás az, amire az optimista forgatókönyvben számolni kell. Sok országot felölelő min-

Hasonló tapasztalatokra tettek szert a kétezres évek elején a rugalmas árfolyammal a középtávon euróövezeti tagságra pályázó kelet-közép-európai országok is. Bebizonyosodott, hogy az önálló monetáris politika vitelében nem csupán azért kellett a piacgazdasági átalakulás első évtizedében korlátokkal szembesülniük, mert a (kvázi)fix árfolyamot részesítették előnyben. Az EU-csatlakozás bizonyossága erősítette a régió vonzerejét, ami a rugalmas árfolyamrendszerben a monetáris politikát még a korábbinál is nagyobb nyomás alá helyezte.

A kelet-közép-európai országok rugalmas árfolyam iránti pozitív várakozásai nem teljesültek.

– Az árfolyamkockázat és főleg az ingadozások megnöttek, de a sérülékenység nem csökkent, csak más formát öltött. A konvergencia-időszakban nem a feltörekvő piaci fertőzés, hanem a konvergenciaspekuláció, valamint a fejlett gazdaságok és tőkepiacok eseményeinek hatása vált ki nagy és változékony tőkemobilitást. A külföldi tőke anélkül is jól tudott „támadni”, hogy rögzített sávba ütközött volna (Csehország és Lengyelország, Szlovákia). Nem sok derülhetett ki arról, hogy az új EU-tagok esetében hol lehet az egyensúlyi árfolyampályához viszonyítva az árfolyam. Azt látjuk, hogy mindenütt jelentős volt a felértékelődés, és az árfolyamok nagy valószínűséggel felülértékeltté váltak.

– A kelet-közép-európai országok központi bankjai az új, rugalmas árfolyamrendszerben megpróbálták kamataikat kizárólag a belföldi inflációs nyomás alapján megszabni. Olykor még a kockázati prémium változását is csak késve vették figyelembe. A túlzottan magas kamatok és a régió vonzerejének növekedése miatt az árfolyamok erősödtek, az infláció csökkent, a növekedés visszazuhan.⁸ Az EU kapujában Csehország és Lengyelország egyaránt a túl alacsony infláció csapdájából szeretne kikerülni.

– A sokkok (támadások) kezelésében igazolódtak a más régióban szerzett tapasztalatok: a központi bankok nagy nehézségekkel szembesültek a felértékelő támadások megfékezésékor, devizapiaci intervencióra és/vagy nagymértékű kamatvágásra kényszerültek.

Magyarországon a kétezres évek elején az árfolyamrezsím változására mindenképpen szükség volt, hiszen az előre bejelentett csúszó leértékelés – öt év sikeres dezinflációs időszak után – már nem jelentett hatékony horgonyt, sőt bizonyos tehetetlenséget vitt a dezinflációs folyamatba. A magyar gazdaságpolitika (kormány és MNB) 2001-ben úgy döntött, hogy a szűk sávós árfolyamrezsimből egy rögzített sávközepű, (± 15 százalék) széles sávós árfolyamrezsímmre tér át. Ezzel egyedül áll a kelet-közép-európai régióban (a kilencvenes években kvázifix árfolyamrendszert működtető országok a szabad lebegtetést választották). A korábbinál rugalmasabb árfolyamrendszer⁹ a tőkemozgásokból fakadó veszélyek és az azokra szükségessé, hogy az EU-csatlakozás kapujában a piaci folyamatok alapján is tesztelődjön a valutaárfolyam. Az árfolyam sávós rögzítése a teljesen szabad lebegtetés helyett azt az üzenetet közvetítette a piaci szereplők számára, hogy a magyar monetáris politika a jövőben is kiemelt figyelmet szentel az árfolyam alakulásá-

tán végzett elemzést *Calvo-Reinhart* [2000], s azt találta, hogy a legtöbb szabad árfolyamú ország valószínűleg – és általában nem nyíltan – valamilyen technikával befolyásolja a valutaárfolyam alakulását. A kilencvenes évek végének feltörekvő piaci válságai hatására bekövetkező leértékelődés nem állította meg a menekülő tőkét Latin-Amerikában és Izraelben, hanem leértékelődési várakozást gerjesztett.

⁸ Csehország 2003-ban már kifelé tart a mélypontról, Lengyelországban még nem látszik a javulás. Magyarországon 2002–2003-ban kell számítani az elmúlt két éves túlzott felértékelődés reálgazdasági hatásaira.

⁹ A szűk sáv fenntartása a sávközép rögzítését követően felmerülhetett volna alternatívaként, sőt a kiszámítható, kevésbé ingadozó árfolyam a magyar gazdaság környezeti adottságait figyelembe véve egyértelműen kedvezőbb lett volna. A megváltozott nemzetközi körülmények azonban túl kockázatosá tették volna Magyarországot számára ezt a választást, amivel korábban Ausztria élt, illetve Dánia működik ma az EU-ban.

nak, egyrészt azért, mert a jövőben is építeni kíván arra a hitelességre, amit a kilencvenes években az árfolyam mint nominális horgony felhasználásával szerzett, másrészt azért, mert nem akar túl sok rezsimváltást az euróvezeti csatlakozásig. Ugyanakkor a széles sáv kijelölte az árfolyam-ingadozás elviselhető mértékét, kilátásba helyezve, hogy a sáv széleit a magyar központi bank akár intervencióval árán is megvédi, ami az EU-csatlakozással is összefüggő jelentős tőkeáramlások mögött álló várakozásokat befolyásolhatta volna. A sávnyitást követően azonban a forint árfolyama váratlanul nagymértékben értékelődött fel, amiről még két év eltelte után sem állítható, hogy a gazdaság alapvető folyamatai indokolták volna. Magyarország speciális esetté vált a régióban, a tőkebeáramlás nyomására igen rövid idő alatt visszaérkezett a szűk sávós árfolyamrendszerből jól ismert, „beszorított” helyzetbe. Az árfolyam vezérelte inflációletörés politikájáról bebizonyosodott, hogy nem célravezető.

Az inflációs célt követő monetáris rezsim működése

A valutaárfolyam lebegtetésére áttérő kelet-közép-európai országok az *inflációs cél* követésének különböző változatait vezették be, jóllehet ez a rendszer a transzmissziós mechanizmus sajátossága miatt nyilvánvalóan kevésbé felel meg e kis, nyitott és liberalizált országok számára, mint a korábbi, *árfolyamcél*t követő rendszerek. Magyarország is inflációs célt követő monetáris rendszerre váltotta a korábbi évtizedben működtetett árfolyamcél követő rendszerét 2001-ben, amikor áttért az ERM-2-kompatibilis árfolyamrendszerre.

Az inflációs célt követő rezsim abban különbözik a többi, jól ismert közbülső célt (árfolyamcél, monetáris célt, kamatcél) követő rendszertől, hogy közvetlenül a monetáris politika végső célváltozójára – az inflációra – összpontosít, s az inflációs előrejelzés tölti be a közbülső cél szerepét. A monetáris politikai döntések ezért széles körű indikátorrendszeren nyugszanak, s a döntéshozatalban kitüntetett szerepe van az inflációs cél és az inflációs előrejelzés közötti eltérés értékelésének. A rendszer hatékony működésének alapfeltétele az, hogy az inflációs cél igen erős támogatást kapjon a gazdaság szereplőitől és a társadalom széles rétegeitől, ami biztosíthatja, hogy a megnőtt árfolyam-változékonyság ne gyűrűzzön át közvetlenül az infláció volatilitásába.

Az EU-csatlakozásra váró kelet-közép-európai országokban az inflációs célt követő rezsim sikerességének egy sor országcsoport-specifikus tényező szab korlátokat. Ezek a gazdaságok csupán egy évtizeddel ezelőtt kezdték el átalakítani a központi irányítású rendszerüket piacgazdasággá, s ma valamennyien felzárkózó, közepes fejlettségű piacgazdaságnak tekinthetők. Ezért a gazdaság szereplőinek reakciói nehezebben jelezhetők előre. Az inflációs célt követő rezsim hatékony és hiteles működésének alapfeltétele a hiteles inflációs cél kijelölése és felülvizsgálata. A kelet-közép-európai országokban nem az árstabilitás fenntartása, hanem annak középtávú elérése a feladat. Mind az árstabilitás meghatározása, mind pedig az annak eléréséhez vezető ütemezés (pálya) egy sor körültekintő megfontolást igényel. Az inflációs cél: a középtávú dezinflációs célpálya. Az inflációs előrejelzéseket nem lehet megbízhatóan becsült empirikus modellekre alapozni. Az átalakuló és felzárkózó gazdaságokban a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa is átalakulóban van, a kamatváltozások viszonylag gyenge hatást gyakorolnak a magánszektor eladósodására és megtakarításaira, viszont nagyon erős az árfolyam-érzékenység az országok nyitottsága, a devizatartozások magas részaránya és a változékonny tőkeáramlás miatt. Mindez az inflációs célt követő rezsimben megnehezíti a kamatdöntéseket.

A cseh, lengyel és magyar tapasztalatokból lesűrhető, hogy az inflációs célt követő

rendszernek a „tisza” vagy direkt formája,¹⁰ amiben a monetáris hatóság nem fordít figyelmet az árfolyam alakulására („hiszen azt a piac határozza meg”), nehezen korrigálható egyensúlyi és inflációs torzulásokat, valamint növekedési áldozatot okozhat a tőkeáramlásoknak kiszolgáltatott gazdaságban. Ha a központi bank nem reagál időben – kamatléptéssel és/vagy devizapiaci intervencióval – a tőkeáramlást felgyorsító exogén tényezőkre, akkor olyan elementáris erejűvé váló spekuláció is kialakulhat, mint amit az EU-bővítés előtt utat nyitó ír referendumot követő konvergenciabefektetések (2002 őszén), valamint az árfolyamsáv felértékelésére irányuló nyomás (2003 januárjában) okoztak Magyarországon.

A sokkok természete a konvergencia időszakában

Elméletileg a rugalmas árfolyam és az önálló kamatpolitika hatásos lehet a reálgazdasági külső sokkok hatásának a kivédésében. Amikor azonban külső tényezőkből fakadó nominális sokk éri a gazdaságot (az ország valutája/belföldi kötvényei iránti kereslet megnő), akkor a rugalmas árfolyamrendszerben is éppen egy olyan központi banki reakció a leghatékonyabb, ami szimulálja a szigorúan rögzített árfolyamrendszert. A rugalmas árfolyam változása a hirtelen irányt váltó és/vagy erős tőkeáramlás hatására ugyanis olyan relatív árváltozást (külkereskedelem-képes/nem külkereskedelem-képes szektor) indukál, amely a hatékony gazdasági működést zavaró zajként értékelhető, s a központi bankoktól még prociklikus politika árán is beavatkozást igényel. A rezsimválasztás kapcsán ezért is szokásos azt tanácsolni, hogy a reálgazdasági sokkoknak kitett ország esetén a lebegtetés, a nominális sokkok elé néző gazdaságok esetén pedig a szigorú rögzítés (monetáris unió) a megfelelő választás.

A magyar gazdaság – a többi kelet-közép-európai országhoz hasonlóan – 2002 végére magas fokú integráltsági szintet ért el az EU-val. Az euróövezeti csatlakozásig előretételezve, magát az EU-csatlakozást kíséri majd egy jelentősebb reálgazdasági külső sokk. Ez azonban várhatóan kisebb erejű lesz – éppen a már elért integráltság miatt –, mint amekkora a mai tagországokat érte a csatlakozást követően. A dekonjunkturából való lassú kilábalás és az EU országainak gyengélkedése is azt vetíti előre, hogy a 2004. évi csatlakozás nem változtatja meg nagy mértékben a felzárkózás folyamatát. Ugyanakkor a megnyíló EU-fejlesztési források (ha felhasználják őket) dinamizálhatják a fejlődést. Az árfolyam reakciója erre a pozitív sokkra várható és természetes is, legfeljebb csak az a kérdés, hogy indokolt-e további erősödésre számítani akkor, ha a 2003 elejére kialakult forintárfolyam az egyensúlyi árfolyamhoz képest felülértékeltnek tekinthető.

Számolni kell ugyanakkor azzal, hogy a 2002 végén tapasztalhoz hasonló, tőkebeáramlásból származó sokkok végigkísérik majd az euró bevezetéséig tartó időszakot. Ezeket a konvergenciajáték, a globalizált pénzügyi tőkeáramlások és a hullámokban érkező működőtőke egyaránt okozhatják, kezelésük pedig a monetáris önállóság – legalábbis átmeneti – feladását igényelheti, az árfolyam túlzott fel- vagy leértékelődésének az elkerülése érdekében. Mindez még nagyon fegyelmezett gazdaság- és fiskális politika esetén is okozhat (nem jelentéktelen) turbulenciát és fejlődésigadozást az új EU-tagországokban.

Bár az új tagok már az EU-csatlakozással kötelezettséget vállalnak a stabilitásorientált

¹⁰ Az inflációs célt követő rendszereken belül szokásos megkülönböztetni a direkt (szigorú) és a rugalmas (laza) formát, amelyek abban különböznek, hogy a központi bank célfüggvényében kizárólag az infláció (annak a céltól való eltérésének a minimalizálása) szerepel, vagy más változók is szerepet kapnak, például a kibocsátási rés (*output gap*), amit még a direkt inflációs célt követő rendszerek is figyelemmel kísérnek, bár változó súllyal.

makropolitika folytatására, a választási ciklussal összefüggő fiskális expanzió veszélye nem zárható ki ebben a régióban. A szigorú árfolyamrögzítés, amit az euró bevezetése jelentene, csökkentené az országspecifikus fiskális sokkok előfordulásának valószínűségét a régióban, hiszen az árfolyam leértékelésének és a pénzkibocsátással való finanszírozásnak a lehetősége végleg megszűnne.

Az euróvezeti csatlakozás követelményeinek a teljesítése

A maastrichti kritériumok¹¹ és az „azonos elbírálás” elve nem áll összhangban a leendő új tagok fejlődési jellemzőivel. Az ár- és árfolyam-stabilitás nyilvánvalóan nem teljesülhet egyidejűleg az egyensúlyi reálfelértékelődéssel jellemezhető felzárkózó országokban. Ezt az ellentmondást azzal oldja fel a monetáris uniós csatlakozás szabályozása, hogy az árfolyam nominális felértékelődését az ERM-2-ben összhangban állónak nyilvánították az árfolyam-kritériummal. Az árstabilitás esetén az EU-hatóságok nem látnak lehetőséget arra, hogy megváltoztassák a referenciaértéket. Ez azt jelenti, hogy fennáll a veszélye annak, hogy az új EU-tagok csakis az egyensúlyi pályáról való átmeneti letérés – az optimálisnál alacsonyabb infláció – árán csatlakozhatnak az euróövezethez. Ez akár jelentős növekedési áldozatra is kényszerítheti azokat a gyorsan növekvő új kelet-közép-európai tagországokat, amelyek mielőbb szeretnék bevezetni az eurót. Az azonos elbírálás elvének a fentiek szerinti alkalmazása ugyanakkor hosszabb távú veszélyeket is jelenthet, ha egy adott ország túlzottan felértékelt árfolyamon csatlakozna az euróövezethez.

A maastrichti kritériumokat lehetne ugyan rugalmasabban is alkalmazni,¹² de ettől ma az uniós főhatóságok elzárkóznak. Ezért az látszik célszerűnek, ha a leendő EU-tagok olyan stratégiát és időzítést választanak az euró bevezetését illetően, hogy a csatlakozási kritériumokat a mai szabályok szerint a lehető legkisebb áldozat árán tudják teljesíteni.

Az új EU-tagok nem állnak messzebb az euróvezeti tagság követelményeinek teljesítésétől, mint a kevésbé fejlett mai tagországok álltak négy-öt évvel a belépés előtt (2. táblázat) (*Csajbók–Csermely* [2002]). Az ezredfordulón azonban a nyolc kelet-közép-európai ország közül többnek fiskális pozíciója – az ESA szerinti kimutatásra való áttérés és az EU-csatlakozás miatt felgyorsuló fiskális konszolidációs eljárások hatására – jelentős romlást mutatott a korábbi kimutatásokhoz viszonyítva. Az államháztartási deficitek megugrását csak részben lehet a dekonjunkúra elhúzóásával indokolni. A majdani EU-tagok egy része számára az árstabilitási cél elérése látszólag nem okoz gondot, de ebben szerepet játszik, hogy az elmúlt években nagyon beszükültek a növekedési lehetőségeik, amiben a hazai gazdaságpolitikai eszközök inkonzisztenciája is szerepet játszott (Cseh-

¹¹ Az euróvezeti tagság maastrichti kritériumai előírják, hogy a monetáris unióba való belépésre pályázó ország teljesíti a következőket:

– *árstabilitás*: az éves átlagos infláció (HICP) a vizsgálat időpontját megelőző egy évben nem haladja meg 1,5 százalékpontnál jobban a három legalacsonyabb inflációjú uniós (!) tagország átlagos áremelkedését;

– *árfolyam-stabilitás*: a vizsgálat időpontját megelőző két évben feszültségmentesen teljesíti az ERM-2 (európai árfolyam-mechanizmus) feltételeit;

– *kamatkritérium*: a vizsgálat időpontját megelőző egy évben az átlagos hosszú távú nominális kamatszint nem haladja meg 2 százalékpontnál jobban a három legalacsonyabb inflációjú tagország átlagát;

– *államháztartási deficit*: a GDP 3 százaléka alatti (fenntarthatóan);

– *államadósság*: a GDP 60 százaléka alatt van, vagy az államadósság/GDP arány tartósan csökkenő.

¹² Az ebben a kérdéskörben született javaslatok felsorolása nem fér bele egy cikkbe. Felmerült, hogy az inflációt lehetne a GMU-átlaghoz mérni (*Szapáry* [2000]), az ERM-2 teljesítését nem kellene mereven a rögzített közepű széles sávú rendszer vállalásához kötni (*Wyplosz* [2002]), valamint az is, hogy a fiskális kritériumnál figyelembe lehetne venni, hogy a felzárkózó országok egyensúlyi fejlődése nagyobb állami beruházást igényel (*Buiter–Grafe* [2002a]).

szág, Lengyelország). Ugyanakkor a kelet-közép-európai nyolcak másik csoportjában (Magyarország, Szlovákia, Szlovénia) a megfelelő dezinflációs politika kialakítása az egyik legnagyobb középtávú kihívás. A valutatáblát, illetve szigorú árfolyamrögzítést alkalmazó balti államokban az alacsony költségvetési deficit a rendszer fenntarthatóságának már eddig is fontos követelménye volt. A magasabb infláció ezekben a – saját valutájukat már ma is az euróhoz rögzítő – országokban összhangban állónak tekinthető a magas növekedés egyensúlyi jellemzőivel (például Észtország), mint ahogy a fejlett országoknál magasabb inflációra számíthatnak majd az euróvezeti belépést követően az kelet-közép-európai új tagok is, ha felzárkózásuk dinamikus.

2. táblázat

A csatlakozó kelet-közép-európai országok nominális konvergenciájának mutatói
(2002. évi előzetes adatok)

Ország	Fogyasztói infláció*	Állam- háztartási egyenleg/ GDP**	Állam- adósság/ GDP**	Árfolyam-változékonyság ⁺		Kamat ⁺⁺
				+	-	
Csehország	1,4	-6,5	25,0	6,4	-12,2	4,2
Észtország	3,6	1,3	4,5	0,9	-0,9	4,3
Lettország	1,9	-2,5	16,8	8,9	-7,0	9,3
Litvánia	0,3	-1,8	23,6	5,6	-5,0	6,6
Lengyelország	1,9	-4,2	43,3	8,2	-9,4	6,5
Magyarország	5,3	-9,2	54,2	5,2	-4,8	7,0
Szlovákia	3,3	-7,7	41,2	4,3	-3,8	7,4
Szlovénia	7,5	-1,8	28,6	4,5	-5,0	10,0
Referenciaérték (EU)	3,0	-3	60	15	-15	7,1

* Éves átlagos árnyekedés. *Forrás:* EU Commission Enlargement Papers No. 15. 2002. március.

** ESA'95 szerint. Az államháztartási egyenlegre a tényadatok szerepelnek. *Forrás:* EU Commission Enlargement Papers No. 15. 2002 március. Az államadósság adatok a 2002 tavaszán készített előrejelzéseknek felelnek meg.

⁺ A középárfolyamtól vett maximális eltérés. A lebegtető országokban a középárfolyamot a 2000–2002. júniusi időszak átlagával közelítették. Negatív (pozitív) előjel leértékelődést (felértékelődést) jelent. *Forrás:* von Hagen-Zhou [2003] 8. o.

⁺⁺ A hosszú lejáratú államapírok hozama. *Forrás:* Deutsche Bundesbank Research 2002.

Az euró bevezetéséről hozandó döntésnek Magyarország esetében határokat szab az, hogy 2002-ben kiugróan magas volt az államháztartási deficit, és a gazdaság versenyképessége is sérült. A gazdaság letért az egyensúlyi pályáról. A torzulás következtében komoly mértékű és kedvezőtlen szerkezeti adottságokkal kell számolni 2003–2004-re. A szükséges korrekciók ugyanakkor nem tűrnek halasztást, mert a külföldi befektetők értékítélete még az EU kapujában is könnyen megfordulhat, s nemcsak a belföldi folyamatok, hanem a külső kockázati tényezők változásának hatására is.

Fiskális kritériumok – államháztartási hiány és államadósság

A felzárkózást és az euróvezeti belépést megalapozó fiskális politika kialakításakor két fő feladatot kell világosan megkülönböztetni. Az első feladatkör makroökonómiai, és a növekedés tartosságának biztosításához kapcsolódik. Ebben az összefüggésben a költség-

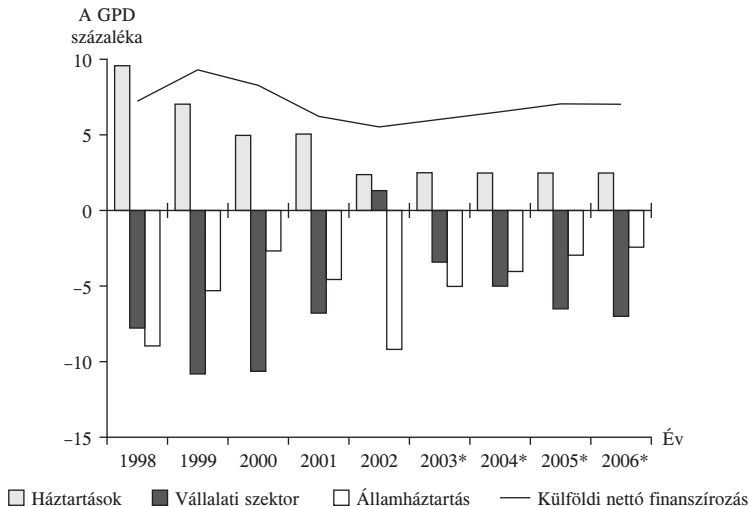
vetési deficit (nagysága és felbontása kamatkiadásra és elsődleges egyenlegre) és az államadósság GDP-hez mért aránya (adósságráta) az a két kulcsfontosságú, szintetikus mutató, amelyet többféle makrogazdasági korlát összevetésével kell kialakítani. A fiskális politika másik feladatköre a jövedelem-újraelosztással és a költségvetés szerkezetével kapcsolatos, figyelemmel a növekedést támogató fejlesztési célokra, valamint a jövedelem- és szociálpolitikai szempontokra.¹³

Az államháztartás finanszírozási igénye 2002-ben kiugróan magasra szökött, s elérte a GDP 9,2 százalékát. A fenntarthatatlan fiskális expanzió elsősorban a parlamenti választásokkal függött össze, s csak kisebb részben volt indokolható a kedvezőtlen üzleti ciklussal. A magas deficit mintegy 3 százaléka olyan egyedi korrekciókat tartalmazott, amelyek a korábbi években a hivatalos költségvetésen kívül bonyolított államháztartási kiadásokat tettek láthatóvá, és az ezeknek a konstrukcióknak a jövőbeli elkerülését célzó intézményi változásokat finanszírozták. Ezeket az „egyszerinek” tekinthető tételeket leszámítva mért, a GDP 6 százaléka körül alakuló hiány azonban még mindig fenntarthatatlanul magas, csökkentése az euróövezeti konvergenciától független követelménye a magyar gazdaság fejlődésének.

Az euró bevezetéséig tartó időszakban a külső finanszírozási igény (a folyó fizetési mérleg hiánya) kordában tartása jelenti a legszigorúbb pénzügyi korlátot a magyar fiskális politika számára. Az árfolyamkockázat miatt a felzárkózáshoz szükséges 4-5 százalékos GDP növekedést lehetővé tevő magánberuházás csak akkor valósulhat meg a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságának sérülése nélkül, ha a költségvetés szem előtt tartja az ebből következő korlátot. A piaci szereplők által középtávon finanszírozhatónak ítélt folyó fizetési mérleg nagysága változó lehet, és az EU-csatlakozással valamelyest nő-

2. ábra

Az egyes szektorok finanszírozási igénye (-)/képesége(+) Magyarországon



Forrás: MNB pénzügyi számlák 2003. április 1998–2002. A szerző saját számítása 4,5 százalék GDP növekedést feltételezve a 2003–2006 időszak átlagában.

¹³ Ebben a cikkben csak a makrokritériumokkal kapcsolatos kérdéskört tekintjük át, jóllehet a sikeres felzárkózásnak legalább ennyire feltétele az, hogy a költségvetés kiadási szerkezetének átalakítása és az adópolitika támogassa.

3. táblázat
A fiskális kritériumok, a növekedés és az infláció az EU-tagországokban

Államadósság /GDP (százalék)	A ciklus hatásával korrigált államháztartási egyenleg/GDP	A ciklus hatásával korrigált elsőleges államháztartási egyenleg/GDP	Harmonizált fogyasztói árindex	Potenciális/trend GDP éves növekedés*	GDP-növekedés (trend)
<i>Magas adósságrátíjú tagországok</i>					
Olaszország	-1,5	4,9	2,3	2,3	2,2
Belgium	-0,4	6,2	2,4	2,4	2,9
Görögország	-0,7	5,5	3,7	3,3	3,6
<i>A referenciaértékhez közeli adósságrátíjú tagországok</i>					
Ausztria	0,0	3,4	2,3	2,1	2,6
Németország	-2,1	0,7	2,1	1,9	2,0
Spanyolország	-0,4	5,5	2,8	3,3	3,4
Franciaország	-1,9	1,5	1,8	2,5	2,6
<i>Alacsony adósságrátíjú tagországok</i>					
Portugália	-2,8	-0,1	4,4	3,0	2,9
Hollandia	0,2	3,1	5,1	2,8	3,4
Finnország	3,2	6,3	2,7	3,4	4,2
Írország	-0,3	1,4	4,0	8,0	8,3
Luxemburg	3,6	3,8	2,4	5,8	6,0
Euróövezet	-1,5	2,4	2,8	2,4	2,6
Svédország	4,2	7,6	2,7	2,7	3,0
Dánia	2,6	6,7	2,6	2,2	2,5
Egyesült Királyság	0,6	4,0	1,2	2,8	2,7
EU-15	-0,9	3,1	2,6	2,6	2,6

* A termelési függvény alapján készített becslés. Ahol ez távol állt a trendszámítás alapján adódó növekedéstől (például Portugália), ott a két megközelítéssel kapott növekedés átlagát tüntettük fel.

Forrás: 2001-re vonatkozó adatok. EU Commission Public Finance, 2002.

het.¹⁴ Ezt és a magánszektor megtakarítói pozíciójának alakulását befolyásoló tényezőket számba véve, középtávrá az államháztartás finanszírozási igényét Magyarországon a GDP 3 százaléka alá kell csökkenteni ahhoz, hogy biztosítható legyen a kiegyensúlyozott fejlődés.

A középtávú pálya bázisául szolgáló 2002. év nagyon speciális arányokat tükröz, hiszen a vállalati szektor nettó megtakarítói pozícióba került, ami tartósan nem állhat fenn, hiszen nem áll összhangban a felzárkózás követelményeivel. A fellendülés beindulásával nő majd a vállalatok finanszírozási igénye, amit várhatóan nem ellensúlyoz a háztartások megtakarításainak a növekedése. A lakosság nettó megtakarításai 2001-ről 2002-re a GDP-hez viszonyítva mintegy felére csökkentek. Miközben a vállalatok beruházási és exportkapacitásának bővülését várhatóan komolyan befolyásolja majd, hogy mennyiben sikerül megfelelő intézkedésekkel javítaniuk a kétezres évek elején jelentősen sérült ár-és bérversenyképességen, a háztartások megtakarítási hajlandósága várhatóan nem nő, ha a konvergenciafolyamat kibontakozik (2. ábra).

A kilencvenes évek második felének az állami eladósodottság visszafogására irányuló sikeres politikája eredményeképpen az adósságráta (bruttó államadósság/GDP) Magyarországon a kilencvenes évek közepén még 80 százalék feletti, kiemelkedően magas szintről 2001-re 60 százalék alá csökkent. Ezért az euróövezeti konvergencia időszakában – az adósságrátára szabott követelmény miatt – nem kellene jobban szigorítani a költségvetési alkalmazkodási előírásokat, mint ami a fentiekben bemutatott folyó fizetésimérleg-korlátból adódik.¹⁵ Noha a 2002-ben bekövetkezett mintegy 3 százalékpontos megugrást megelőzően kialakult 54 százalék körüli adósságráta fenntartása – mint minimumkövetelmény – elérhető lenne a GDP-hez mért 4 százalék körüli államháztartási hiány mellett is, a növekedési képesség erősítése érdekében Magyarország érdekelt az állam finanszírozási igényének és eladósodottságának további mérséklésében. Magas ütemű növekedés esetén nem tekinthető semmilyen szempontból irányadónak a maastrichti 60 százalékos adósságkritérium. Átlagosan 4-5 százalékos GDP növekedéshez, „optimális” (3 százalék körüli) inflációt feltételezve 40 százalék körüli fenntartható eladósodottsági szint tartozna Magyarországon. A gyorsan növekvő euróövezeti tagok közül a sikeresek (Írország, Finnország) mind úgy alakították a fiskális politikájukat, hogy csökkenő állami eladósodási pálya alakuljon ki (3. táblázat).

A fiskális politika előtt tehát Magyarországon kettős cél áll az euróövezeti konvergencia időszakában. Rövid távon (2003–2004-ben) az államháztartási hiányt jelentősen le kell csökkenteni az elmúlt két év torzulásainak kiigazítására, valamint az egyensúlytalanság és az infláció megfékezésére. Hosszabb távon pedig a tartósan magas növekedés feltételeihez kell igazítani a fiskális alkalmazkodás folyamatát. Mindez az euróövezeti követelményektől függetlenül is feltétele Magyarország felzárkózásának. Miközben az vitatható, hogy az üzleti ciklus átlagában semleges költségvetési pozíció megfelelő középtávú cél-e egy felzárkózó gazdaságban¹⁶, hosszabb távon biztosan nem eredményez – a Magyarországhoz hasonló adottságú ország számára a gazdasági növekedés szempontjából – magasabb pályát az a gazdasági program, amely „kicsit nagyobb” államháztartási hiányt enged meg, de közben képtelen az inflációt a gazdaság tulajdonságainak megfelelő optimális szint közelébe csökkenteni.

¹⁴ Az uniós tagság ugyan megszüadítja az országot a mai országgokkázati prémium egy nagyon jelentős elemétől, a feltörekvő piaci kockázattól, de a tőkemozgások miatti változóony árfoyam növeli az árfoyamkockázatot, ami ellene hat a fizetésimérleg-korlát enyhülésének.

¹⁵ Az adósságráta alakulását bemutató tényezőket elemzi Halpern–Neményi [2000].

¹⁶ A GMU stabilitási és növekedési egyezménye (*Stability and Growth Pact*) a „zéro költségvetés vagy enyhe többlet” elérését jelöli meg célként. Az egyezmény előírásai már az EU-csatlakozástól érvényesek az új belépőkre, de mivel átmeneti felmentést élveznek a monetáris uniós követelmények alól, amíg be nem vezetik az eurót, addig az EU hatóságai a stabilitásorientált makropolitikát kéri számón az értékeléskor, nem viszonyítanak az egyezmény konkrét referenciaértékeihez.

Árstabilitás – a dezinfláció üteme

Magyarországon a fogyasztói infláció a 2001 közepén még 10 százalék feletti szintről 2002 őszére 5 százalék alá csökkent, amit az inflációs célt követő rezsimre való áttérésnek szoktak tulajdonítani. Közelebbről megvizsgálva azonban a bekövetkezett jelentős inflációcsökkenésben a külső tényezők (olajár, élelmiszerárak) szerepe meghatározó volt, s a jelentős nominális és reálárfolyam-felértékelődéssel operáló monetáris szigorításnak az árfolyamcsatornákon keresztül a feltételezettnél gyengébb és lassabb hatása érvényesült. Az árfolyam változását elvileg leggyorsabban közvetítő csatorna, az importcikkek átárazódása csak lassan követte a felértékelődést,¹⁷ ami arra utal, hogy annak mértékét a gazdaság szereplői még nem tekintették hosszabb távon is fennmaradónak. A felértékelődő reálárfolyam kereslet-visszafogó hatását pedig a fiskális expanzió és a minimálbérek emelésével is kikényszerített magas bérnövekedés kioltotta. Ezekből a tapasztalatokból fontos következtetések adódnak a konvergencia időszak dezinflációs politikájára nézve.

Az árstabilitási cél a leendő kelet-közép-európai tagországokban annak az „optimális” infláció elérését jelenti, amelyet a felzárkózó gazdaság szerkezeti jellemzői és egyensúlyi pályája határoz meg. Azt azonban, hogy az átalakuló gazdaságokban milyen ütemű dezinfláció valósítható meg, számos olyan tényező is befolyásolja, ami a kormány hatáskörébe tartozik. Ezért nagyon fontos, hogy az inflációs célt és a dezinfláció ütemezését a kormány és a központi bank együtt határozza meg. Az új EU-tagoknak nem az infláció „letörése”, hanem egy olyan dezinflációs pálya megvalósítása az érdeke, amely figyelembe veszi a pénzügyi stabilitás és a versenyképesség – tehát az ország törésektől mentes fejlődésének – a szempontjait.

Az euróövezeti belépést lehetővé tevő dezinfláció Magyarországon az inflációs különbség lecsökkentését igényli, amely a következő szempontok alapján valósítható meg.

– Az elmúlt öt évben az infláció alakulását leginkább az élelmiszer- és az olajárak változása befolyásolta, s ez várhatóan a jövőben is így lesz. Ezért az infláció csökkentéséhez be kell számítani, hogy ezek az exogén hatások jobban érintik-e a magyar gazdaságot, mint az euróövezet alacsony inflációs országait, amelyekhez majd viszonyítani kell az inflációs különbségünket.

– A piacosítás teljessé válásához szükséges hatósági árrendezések hatását már most a középtávra időzítéssel együtt kell megtervezni. A hatósági árak növelésének elmaradása költségvetési többletkiadást, így látens inflációs nyomást generálhat, aminek megszüntetése alapvető feltétel a sikeres konvergenciához.

– A 2001–2002. évi folyamatok azt mutatták, hogy az árfolyam begyűrűzése az árakba felértékelődés esetén lassabb és gyengébb, mint azt az inflációs célt követő rendszer bevezetésekor feltételezték. A tapasztalatokból leszűrhető, hogy nem igazán szerencsés a forintárfolyam-felértékelődés vezérelte antiinflációs politika, különösen akkor nem, ha a növekedési következményeket is mérleljük.

– A dezinflációs politika kiszámíthatóságának és hitelességének a növelésével kell elérni, hogy a piaci szolgáltatások árazásában tetten érhető visszatekintő várakozások hatása mérséklődjön, és a keresleti nyomás is csökkenjen a 2002. évi expanzív fiskális és bérpolitika hatására kialakulthoz képest. A szolgáltatások és iparcikkek áralakulása közötti rést – ami az euróövezetben átlagosan 1-2 százalékpont, Magyarországon pedig 2003 elején 6 százalékpont körüli – fokozatosan a szektorok közötti termelékenységek különbségeinek megfelelő szintre kell csökkenteni.

¹⁷ Miközben a tartós fogyasztási cikkek árindexe mintegy 2 százalékos csökkenést jelzett 2003 elején, a többi iparcikk változatlanul 3 százalék körüli árnövekedést mutatott. Ebbe a kategóriába olyan termékek tartoznak, amelyeket a szolgáltatások is felhasználnak. A költségoldalon tehát egyelőre korlátozott volt az árfolyam direkt csatornáján keresztüli inflációcsökkenés, amit a keresleti viszonyok tettek lehetővé.

Az EU főhatóságai egyelőre nem veszik figyelembe azt a tényt, hogy a soron következő bővítésben részt vevő országok felzárkózó gazdaságok, azaz előfordulhat, hogy a legjobb három EU-tagénál több mint 1,5 százalékponttal magasabb inflációt mutatnak akkor is (sőt éppen akkor), ha sikeresen működnek és egyensúlyi pályán fejlődnek. A maastrichti árstabilitási kritérium teljesítése tehát átmenetileg az optimálisnál alacsonyabb infláció elérését követelheti meg az új tagoktól. Magyarország is ezzel a problémával szembesülhet, ha az EU-csatlakozás felgyorsítja a gazdaság felzárkózását.

Az infláció mérséklése az euróövezeti konvergencia időszakában nem valósítható meg az inflációs célokkal összhangban álló fiskális és bérpolitika nélkül. A monetáris megszorítás–fiskális lazítás keveréke, ami 2001–2002-ben jellemezte a magyar gazdaságot, hosszabb távon semmiképpen sem szolgálhatja hatékonyan a tartós egyensúlyi pálya kibontakozását. A kamatok emelése legérzékenyebben a költségvetést érinti, a leggyorsabb reakcióra pedig a külföldi spekulánsok részéről lehet számítani. Ilyen körülmények között előfordulhat, hogy monetáris szigorítások a belföldi gazdasági folyamatok számára az árfolyam kedvezőtlen mértékben felértékelődik. Ezért az euróövezeti belépéshez vezető dezinflációt a szigorodó fiskális és a nem túl szigorú monetáris politika keverékével lenne célszerű megvalósítani.

Árfolyamstabilitás – az ERM–2 buktatói

A szabadon lebegő árfolyam nem ERM–2-kompatibilis.¹⁸ Ezért a rugalmas árfolyamrendszert működtető kelet-közép-európai országoknak az uniós csatlakozást követően egy alkalmas időpontban be kell lépniük az ERM–2-be, s amikor erre sor kerül, meg kell egyezniük a GMU főhatóságaival az ERM–2 sávközepének a rögzítésében és a sáv szélességben. Az ERM–2-be való belépést közvetlenül az EU-csatlakozás után is kezdeményezheti az új tagország, de az ezzel kapcsolatos sikeres tárgyalások még nem jelentik azt, hogy a GMU főhatóság szerint az adott ország készen áll az euróövezeti csatlakozásra, és az ország részéről sem jelent kötelezettséget. Az unió hatóságainak hivatalos álláspontja szerint „az euró bevezetésével nem kell sietni” az új tagoknak, de ugyanakkor úgy vélik, hogy az ERM–2 „flexibilis eszköz” a felzárkózás irányítására.¹⁹

Az ERM–2 rendszer a kiigazíthatóan rögzített és a flexibilis árfolyamrendszerek speciális keveréke. Megítélésekor fontos kérdés, hogy hová helyezzük a hangsúlyt: a rögzített sávközépre, vagy a széles sáv szabta rugalmasságra. Az ERM–2-nek a szabadon lebegtető rendszerekhez viszonyítva előnye lehet, hogy – az Európai Központi Bank támogatását is élvezve – világosan meghatározza az elviselhető árfolyam-kilengéseket, ami visszafogja a tagok valutája elleni spekulációt. A rendszernek ez a tulajdonsága azonban csak akkor érvényesülhet, ha a sáv hiteles, azaz a piac nem teszi valószínűvé a sávközép jelentősebb le/felértékelését. Ez azzal is jár, hogy a rögzített sávközép horgony szerepet tölt be a konvergenciafolyamatban.

A mai euróövezeti országok tapasztalatai bizonyították, hogy a sávközép az ERM-ben

¹⁸ Az ERM–2-vel, a mai szabályok szerint, csak a valutatábla kompatibilis, de a hiteles valutatáblát működtető országnak (például Észtország) is tárgyalni kell majd az euróövezeti belépés előtt a végleges rögzítésről. Az ERM–2 akkor sikeres, ha az euróövezeti értékelést megelőző két év során nem kerül sor a sávközép leértékelésére.

¹⁹ Tehát elképzelhetőnek tartják, hogy akár az EU-ba való belépéstől kezdve az új tagok – esetleg azok is, akik ma még lebegtetnek – ebben irányítsák a konvergenciafolyamatot. Az ERM–2-tagság a hivatalos álláspont szerint több cél elérését is segíti: 1. a maastrichti kritériumok teljesítését, 2. az árfolyam stabilitásának tesztelését a különböző piaci folyamatok közepette, 3. lehetővé teszi, hogy a majdani euróövezeti csatlakozáskor megalapozottan kerüljön sor a végleges rögzítésre, végül pedig 4. az új tagországok központi bankjai felkészülhetnek az euróövezeti működésre (Duisenberg [2001]).

a konvergencia végső szakaszában valóban mindenütt sikeresen töltötte be a feladatát. Azt azonban kétségek övezik, hogy az új tagországok számára az euróövezeti felvételt megelőző időszakban egy ERM-2 típusú rendszer alkalmas eszköz lehet a konvergencia elérésére. A rendszer kritikája arra hívja fel a figyelmet (*Begg és szerzőtársai* [2003]), hogy hosszabb távon a széles sáv is előbb-utóbb nyomás alá kerülhet, ha az egyensúlyi reálfelértékelődés nominális felértékelődésen keresztül megy végbe: ekkor a sávközép nem irányítja a gazdaság szereplőit, a sáv széle pedig előbb-utóbb spekulációs célponttá válhat. Az ERM-2-ben a tagok abban érdekeltek, hogy belépéskor a sávközép alulértékelt legyen.²⁰ Ezzel érhető el ugyanis az, hogy a valutaárfolyam még a belföldi folyamatoktól független fertőzőes leértékelődés esetén se lépje át a sáv közepét, azaz ne bontakozzon ki leértékelési spekuláció. Az árfolyam leértékelődése természetesen mindig megelőzhető magasan tartott rövid lejáratú kamatokkal, esetleg kamatemeléssel. A túl magas kamat azonban vonzza az arbitrálnó spekulánsokat, s a folyamat könnyen túlzott felértékelődésbe csaphat át. Mindebből az a következtetés vonható le, hogy az ERM-2 rendszerre legfeljebb csak az euróövezeti csatlakozást megelőző, szűk két évre érdemes áttérni, hisz akkor a paraméterek már megválaszthatók úgy, hogy a rendszer valóban horgony szerepet töltsön be a konvergenciában. Az ERM-2 merevségének oldására vannak olyan javaslatok, amelyek a tényleges (*ex post*) árfolyam-stabilitás alapján tennék lehetővé a szabadon lebegtető kelet-közép-európai országok számára a belépést az euróövezetbe.²¹

A Magyarországon 2001 októberétől működtetett árfolyamrezsिम gyakorlatilag ERM-2-kompatibilis, azzal a lényeges különbséggel, hogy ez egyoldalú vállalás, azaz az Európai Központi Banknak semmilyen kötelezettsége nincs, ha az árfolyam a sáv bármelyik szélét elnéri. A 2003. januári támadáskor a piaci szereplők feltételezték, hogy az árfolyamsáv elmozdítható, és az MNB-nek kellett két nap alatt megvásárolni az ötmilliárd eurót meghaladó – a GDP mintegy 7 százalékát kitevő – devizát. A magyar árfolyamrezsिम eddigi működése már tükrözte az ERM-2-vel kapcsolatban felmerülő, fentebb ismertetett, problémákat, s úgy tűnhet, mintha a magyar eset máris bebizonyította volna, hogy rövid idő alatt a széles sávú ERM-2-ben is ellentétbe kerülhet a dezinfláció és a sáv által behatárolt árfolyamcél. Abban azonban, hogy Magyarországon kevesebb mint két év alatt „szűkké vált” az ERM-2 szabta mozgástér, a rendszer paramétereinek megválasztása, a dezinflációt nem elég körültekintően értelmező monetáris politika és (e kettőből is következően) a sáv gyenge hitelessége játszott szerepet.

A magyar tapasztalatok azonban azt is jól példázzák, hogy amikor a külföldi pénzügyi befektetések ugrásszerűen megnövekednek, még a széles sávú ERM-2 is könnyen kerülhet nyomás alá. Az ekkor bekövetkező felértékelődés káros hatású, mert kényszeralkalmazkodást kíván meg a gazdaságtól, prociklikus politikát kényszeríthet ki a központi banktól. Ezen a problémán csupán enyhíthet az, ha majd az ERM-2-t a hivatalos vállalást követően az Európai Központi Bank is támogatja.

Felmerül a kérdés, hogy Magyarországnak érdemes-e a továbbiakban is kitartani az ERM-2-típusú árfolyamrendszer mellett, vagy az elmúlt két évben tapasztalt nehézségek és ellentmondások miatt jobb lenne mielőbb – kelet-közép-európai szomszédait követve – a teljesen szabadon lebegő árfolyamrendszerre áttérni. Amennyiben arra az álláspontra helyezkedünk, hogy a mai euróövezeti csatlakozási szabályok maradnak érvényben, akkor a szabad lebegtetésre való áttérés csak akkor lenne pártolható, ha az elmúlt két év

²⁰ Ez történt Görögország esetében.

²¹ A maastrichti árfolyam-stabilitási kritérium nem konkrétan rögzített sávközepű, széles sávú árfolyamrezsिम vállalását írja elő, hanem a kétéves ERM-2-nek megfelelő – feszültségmentes – árfolyam-alakulást. Ez a javaslat feltehetőleg precedensekre is támaszkodhat majd, ha az Egyesült Királyság és Svédország bevezeti az eurót, hiszen ezek az országok feltehetően formálisan vállalt ERM-2-tagság nélkül lépnek majd be a monetáris unióba.

alapján egyértelműen bebizonyítottunk látnánk azt, hogy a mai ERM-2 rendszer hátrálatja Magyarország konvergenciáját. Az eddigi tapasztalatok ezt nem bizonyítják.

Az új rezsimben a sáv erős oldalán közel 12 százalékgig erősödő forintárfolyam nem állt összhangban a magyar gazdaság teljesítményével, és a dezinflációhoz sem volt elengedhetetlen. A széles sáv még így is korlátot szabhatott volna a felértékelődési várakozásoknak, ha következetes kommunikáció támogatta volna a sáv hitelességét (azaz ha egyértelmű, hogy a bank a reálgazdasági teljesítményt sújtó túlzott felértékelődést el akarja kerülni). Az MNB viszont mintha nem igazán tudta volna, hogy miért is döntött a rögzített közepű, széles sávú rezsim mellett, és milyen jelentést szán (szán-e jelentést) az új rendszer paramétereinek. A „kívánatos” árfolyam és a hol közvetlennek, hol puhának deklarált inflációs célt követő rendszer kapcsolata a kommunikációban állandóan változott. A sáv közepe tehát már induláskor sem hordozott információt, később pedig a működés során teljesen elvesztette a jelentőségét. Mindezek alapján arra a következtetésre juthatunk, hogy a magyar ERM-2 rendszerre az első két évben nehezedő nyomás körütekintőbb monetáris és árfolyam-politika mellett és világosabb kommunikáció esetén elkerülhető lett volna.

Bár elméletileg szólnak érvek a mellett, mint azt az árfolyam-rendszerekkel foglalkozó részben tárgyaltuk, hogy a szabad lebegtetés hosszabb távon is előnyös lehetne a gyors felzárkózást megvalósító kelet-közép-európai tagországok számára, de a gyakorlati tapasztalatok azt erősítik, hogy ezekben az intenzív tőkeáramlásokkal szembesülő gazdaságokban a szigorú (hiteles) árfolyamrögzítés kedvezőbb alternatíva lehet, mint a flexibilitás. A szigorú rögzítésnek azonban az EU-kapujában csupán két, hivatalosan elismert formája létezik a leendő új tagok számára: a valutatábla, amihez a pályázó országok jó része „túlfejlett” és a monetáris unió, amihez a mai szabályok szerint csak a maastrichti kritériumok teljesítésén keresztül vezet az út.

Felmerülhetne elvileg még az úgynevezett konszenzusos euróizáció (*Begg és szerzőtársai* [2003]), *Buiter–Grafe* [2002b]), amelyet kutatói körökben javasolnak, az EU-főhatóságai pedig mereven ellenzik. Ekkor az euró bevezetésére nem a maastrichti kritériumok azonos elbírálás szerinti teljesítésekor kerülne sor, hanem akkor, amikor az erre pályázó, felzárkózó kelet-közép-európai tagország inflációja megfelel a strukturálisan indokolt (optimális) árnyvekedési ütemnek, fiskális politikája pedig az egyensúlyi felzárkózás követelményeinek. A monetáris unió csatlakozására csak egy későbbi időpontban kerülne sor, amikor az ország fejlettsége már közelebb került a mai euróvezető tagok átlagához. A konszenzusos euróizáció mérsékelhetné az EU-hatóságok mai félelmeit. Az új tagok korai euróvezetői belépése ugyanis kétségtelenül hozhat instabilitást az amúgy is még az összerázódás gondjaival küszködő monetáris unióba. Mivel ebben a változatban kitolódna az új tagok monetáris unió csatlakozása, az euróvezető döntéseibe nem játszaná bele a kevésbé fejlett régió teljesítménye. Az új EU-tagok külső kockázatai viszont jelentősen csökkennének, stabilitás iránti elkötelezettségük ugyanakkor nőne az euró bevezetésével, miközben a sajátosságaiknak megfelelően fejlődhetnének. Ekkor azonban a monetáris unióhoz való csatlakozás kritériumait újra kellene gondolni, hiszen a maastrichti árfolyam-kritérium értelmét vesztené.

Következtetések – az euró bevezetésének az időzítése

A kilencvenes évek tapasztalatainak hatására a monetáris unióhoz való csatlakozással kapcsolatos vita szempontjai között a kockázati megfontolások előtérbe kerültek a fejlettségi megfontolásokkal szemben. Bebizonyosodott, hogy a nagymértékű és volatilis tőke-mozgások miatt a rugalmas árfolyamrendszerben is csak viszonylagos a monetáris politika önállósága. A külföldi tényezők által generált hatásokat még annak árán is ki kell

védni, ha az a belföldi folyamatok alapján kívánatossal ellentétes irányú monetáris politikai lépéseket igényel. A saját valuta ily módon inkább a sérülékenység forrása, semmint a felzárkózási folyamat hatékony eszköze. A magyar széles sávú árfolyamrezsimmel és az inflációs célt követő monetáris rendszerrel 2001–2002-ben szerzett tapasztalatok is ezt igazolták: a kamatok megállapításakor az MNB alkalmazkodni kényszerült a külső fejlemények (kamatsökkentés az Egyesült Államokban és a környező országokban, ír referendum) által vezérelt tőkemozgások nyomására akkor is, amikor a belföldi inflatorikus (fiskális lazulás veszélye, nagymértékű bérkiaáramlás) hatások miatt a szigorítást tartotta megfelelőnek.

A magyar felzárkózási makrogazdasági feltételeinek vizsgálata arra vezet, hogy egy magas növekedési pálya egyensúlyi (fiskális) követelményei – a piaci és árfolyamkockázatok jelenléte miatt – talán még szigorúbbak is lehetnek, mint a monetáris uniós tagság követelményei. A felzárkózási időszakban az infláció fenntartható, optimális szintje a strukturális tényezők miatt valamivel magasabb lesz, mint a fejlett országokra definiált árstabilitás, de az erre a szintre való inflációscsökkentésnek – ami az GMU-csatlakozástól függetlenül haladéktalan feladat – ugyancsak szigorúak a fiskális feltételei. Amennyiben a fiskális pozíció visszatérése a 2000. évi megelőző pályához lassú, akkor elég nagy a fenntarthatatlanság kockázata. A nem kellően szigorú költségvetési politika az euróövezeti csatlakozáshoz vezető úton is könnyen eredményezhet nagymértékű, kiigazítást igénylő torzulásokat.

Az euró bevezetésével kapcsolatban rövidebb és hosszabb távon egyaránt járnak reálgazdasági költségek, és származnak belőle hasznok. A monetáris uniós tagsággal járó (hosszabb távon kibontakozó) előnyöket – amelyek az árfolyamkockázat megszűnésével és az átváltási költségek megtakarításával hozhatók összefüggésbe – egyrészt a kamat- és árfolyam-politika mint gazdaságpolitikai eszköz elvesztésével járó rugalmasságcsökkenéssel kell összevetni. A másik átváltási hatás az árfolyam megtartásából fakadó rugalmasság és a szabad tőkemozgásokkal szembeni sérülékenység között érvényesül, amit a döntéskor mérlegelni kell. Az inflációs kritérium teljesítéséhez szükség lehet több-kevesebb átmeneti, a fiskális és monetáris restriktió kombinációjával elért extramegszorításra, ami növekedési áldozattal járhat. Ennek felmérése azonban ma még meglehetősen bizonytalan, tekintve, hogy az EU-csatlakozás hatása csak nagy bizonytalansággal becsülhető meg. Az euró bevezetése konkrét költségmegtakarítást és (a valutakockázat eliminálásával) alacsonyabb kamatot, több beruházást és finanszírozási forrást jelenthet, ami a növekedési képesség erősödésében tükröződik.²² Ez utóbbi hosszabb távon megszereshető haszon, ami el is maradhat azonban, ha az euróövezeti csatlakozás feltételeinek teljesítése nem illeszkedik szervesen a magyar gazdaság felzárkózási folyamatába.

A közös valuta bevezetésével járó hasznokra csak akkor tehet szert a magyar gazdaság, ha közel egyensúlyi árfolyammal csatlakozik. Különösen a túl erős árfolyam gördíthet akadályokat az eurótól várt többletnövekedés elérése elé, ami szükségessé teszi, hogy a 2003-ra túlértékeltté vált reálárfolyam korrekciójára az euró bevezetése előtt sor kerüljön. Az euróövezeti belépés időzítését meghatározó további szempont, hogy miközben Magyarország esetén a maastrichti fiskális kritériumok teljesítése (3 százalékos alatti hiány) nem jelent lényegesen más követelményt, mint ami egy tartósan dinamikus növekedési pálya megvalósításához szükséges, a monetáris övezetben a gazdasági ciklus átlagában zéró költségvetési egyenleget vagy enyhe többletet kell elérni, ami nem áll az ország érdekében addig, amíg nagyobb állami beruházásokra van szükség az infrastrukturális fejlesztésekhez, illetve amíg az EU-s források felhasználásához szükséges társfinanszírozási igény jelentős. Az EU fiskális szabályai azonban a mai tagországok számára sem

²² Részletes elemzést ad *Csajbók–Csermely* [2002].

teljesen megfelelők. Ezért került sor 2002-ben egy átfogó felülvizsgálatra, amelynek eredményeként a középtávú deficitkritérium enyhülhet valamelyest, ha az állam eladósodottsága nem nő, és ha a nagyobb állami finanszírozás valóban a fiskális reformokat, illetve a felzárkózást szolgálja.

Magyarországon a felzárkózási folyamat és az euróvezeti csatlakozás csak akkor lehet sikeres, ha az ERM-2 típusú árfolyamrendszer és az inflációs célt követő rezsím hitelessége megerősödik. Az elmúlt két év tapasztalataiból tanulva, a reál- és nominális konvergenciát összehangolt fiskális és monetáris politikára kell alapozni, ami 2003–2004-ben mindkét oldalon kiigazítást, a korábbi gyakorlat – amikor a korlátlan költségvetési költségeket túlzott monetáris szigorítás próbálta ellensúlyozni, mindhiába – gyökeres megváltoztatását igényli. A stabilitás és a defláció sikere nem csupán a monetáris rezsimtől és politikától függ. Az infláció monetáris eszközökkel (túlzott felértékelődéssel) való letörése káros és fenntarthatatlan állapotot idézhet elő.

Az integráltság elért szintje és a gazdaság szerkezeti jellemzői alapján, valamint figyelemmel a tőkeáramlások kezelésben korlátozott monetáris politikai lehetőségekre, Magyarországon az euró mielőbbi bevezetése javasolható, ami az érvényes szabályok szerint legkorábban 2007–2008-ban következhetne be. Ez a „gyors” scenárió ma nem látszik megvalósíthatatlannak, hiszen négy-öt évet ad arra, hogy a gazdaság és a gazdaságpolitika felkészüljön. A felzárkózás jellemzőit jobban figyelembe vevő „konszenzusos euróizáció” sem tenné lehetővé az euró jelentősen gyorsabb bevezetését, mert a 2002-re kialakult feszültségek (költségvetési hiány, túlzott felértékelődés) korrekciója elengedhetetlen.

A magyar euróvezeti belépés elhalasztása az évtized végére több időt adna a 2004. évi EU-csatlakozás hatásainak kiteljesedéséhez, és egy fejlettebb szinten a maastrichti kritériumok teljesítése kisebb erőfeszítést igényelne. Ez ellen szól, hogy a konvergenciát megzavarhatják a tőkeáramlási sokkok, s csak az árfolyamkockázat megszűntével enyhül a folyó fizetési mérlegről származó pénzügyi korlát. Az, hogy a gazdaságpolitika ekkor megpróbálhatja tovább halogatni az egyébként az euró bevezetése nélkül is elengedhetetlen korrekciókat, csak látszólag jelent kevesebb áldozatot a magyar gazdaság számára, mert közben jelentősen megnöveli ennek a forgatókönyvnek a kockázatát.

Hivatkozások

- BARELL, R. – HOLLAND, D. – SMIDKOVA, K. [2002]: An empirical analysis of monetary policy choice in the pre-EMU period. NIESR Discussion Paper, No. 204.
- BEGG, D. – EICHENGREEN, B. – HALPERN, L. – HAGEN, J. VON – WYPLOSZ, C. [2003]: Sustainable regimes of capital movements in accession countries. Centre for Economic Policy Research, London.
- BUITER, W. H. – GRAFE, C. [2002a]: Anchor, float or abandon ship: exchange rate regimes for accession countries. A Monetary policy and currency substitution in the emerging markets című konferenciára benyújtott tanulmány. Dubrovnik, június.
- BUITER, W. H. – GRAFE, C. [2002b]: Patching up the Pact: some suggestion for enhancing fiscal sustainability and macroeconomic stability in an enlarged Europe. CEPR Discussion papers No. 3496.
- CALVO, G. A. – REINHART, C. M. [2000]: Fear of Floating. NBER Working Paper, No. 7993. www.uaf.umd.edu/papers/reinhart.htm
- CORICELLI, F. [2001]: Exchange rate arrangements in transition to EMU: some arguments in favor of early adoption of the euro. Megjelent: *Tumpel-Guggerell, G. – Wolfe L. – Mooslechner P.* (szerk.): Completing transition: the main challenges. Springer, Berlin, 203–215. o.
- CSAJBÓK ATTILA – CSERMELY ÁGNES (szerk.) [2002]: Az euró bevezetésének haszna, költségei és időzítése, MNB Műhelytanulmányok, 24. sz.

- DUISENBERG, W. F. [2001]: The ECB and the accession process, az Európai Központi Bank elnökének beszéde, Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt, november 23.
- ÉGERT, B. [2002]: Equilibrium exchange rates in Central European transition economies: how far is heaven? Előadás a European Conference in International Economics and Finance, IEFS és BEFS, Heraklion, Görögország, május 17–20.
- FELDMAN, A. R.–WATSON, C. M. (szerk.) [2002]: Into the EU, Policy framework in Central Europe, IMF, Washington, D.C.
- FIDRMUC, J. [2001]: The endogeneity of optimum currency area criteria, intraindustry trade and EMU enlargement, LICOS Discussion Papers No. 106, 2001, Katholieke Universiteit Leuven.
- HAGEN, J. VON –ZHOU, J. [2003]: Exchange rate strategies on the last stretch. Előadás a Monetary strategies for accession countries című MNB által szervezett konferencián, 2003. február 28.
- HALPERN LÁSZLÓ–NEMÉNYI JUDIT [2000]: A konvergencia fiskális feltételei és az Európai Unióhoz való csatlakozás. Közgazdasági Szemle, 1. sz. 116–135. o.
- HALPERN, L.–WYPLOSZ, C. [1997]: Equilibrium exchange rates in transition economies, International Monetary Fund Staff Papers, 44(4) 430–461. o.
- HALPERN, L.–WYPLOSZ, C. [2001]: Economic transformation and real exchange rates in the 2000s: the Balassa-Samuelson connection, UN Economic Survey of Europe 2001 No.1. Chapter 6. 227–239. o.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS (szerk.) [2002]: On the estimated size of the Balassa – Samuelson effect in five Central and Eastern European Countries, MNB Working Paper, 5. sz.
- LANDESMANN, M. A. [2003]: Structural features of economic integration in an enlarged Europe: pattern of catching-up an industrial specialisation, European Economy Economic Paper, No. 181
- SMIDKOVA, K.–BARREL, R.–HOLLAND, D. [2002]: Estimates of fundamental exchange rates for the five EU pre-accession countries. Czech National Bank, Working Paper, 3/02.
- PELKMANS, J.–GROS, D.–FERRER, J. [2000]: Long-run economic aspects of the European Union's Eastern enlargement. Scientific Council for Government Policy, Working Documents, 109. Hága.
- SZAPÁRY GYÖRGY [2000]: Maastricht and the choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU. MNB Working Paper, 7. sz.
- WYPLOSZ, C. [2002]: The path to the euro for enlargement countries. Megjegyzések az Európai Parlament gazdasági és monetáris bizottsága számára. 2002. második negyedév.