# A forint utóda az euró – A főcél: EMU-tagság (I. rész)

SÜKÖSD ATTILA

## I. Elöljáróban

Magyarország európai integrációjának egyik legjelentősebb állomása a Gazdasági és Monetáris Unióhoz (GMU-hoz) való csatlakozás, ami a nemzeti valuta (forint) feladásával, az euró fizetőeszközként való bevezetésével jár együtt. Magyarország, mint új EU-tagállam számára, az euró bevezetése nem lehetőség, hanem kötelezettség lesz. A közös valuta bevezetésének időzítésében azonban az új EU-tagországoknak lesz némi mozgásterük.

A nemrég *„Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése"* címmel megjelenő Magyar Nemzeti Bank által elvégzett műhelytanulmány elemzése szerint az euró bevezetése tartós hatással lesz a magyar gazdaság növekedésére. Ez a hatás különböző csatornákon jelentkezik. Az egyes csatornákon keresztül jelentkező hatások mértéke a továbbiakban számszerűsítésre kerül. Az elemzés az euró bevezetésének szigorúan csak a közgazdasági hasznait és költségeit veti össze, az esetleges egyéb – politikai, nemzetbiztonsági stb. – vonatkozások vizsgálatára nem vállalkozik.

A tanulmány kellő részletességgel elemzi az üzleti ciklusok ingadozásait az euró bevezetésének következtében; ugyanis a kulcskérdés az, hogy Magyarország és az euróövezet optimális valutaövezetet alkot-e, azaz az euróövezet monetáris politikája megfelelő módon helyettesíteni tudja-e az önálló magyar monetáris politikát a ciklikus ingadozások simításában. Az elemzés tanulsága szerint Magyarország számára az euróövezet a legtöbb szempontból legalább annyira optimális valutaövezetet jelent, mint a kevésbé fejlett euróövezeti tagországok számára.

A GDP szintje és növekedési üteme is e tanulmányban a vizsgálatok tárgyát képezi.

## Számszerűsített költségek és hasznok

Ha a monetáris uniós tagság potenciális költségeit és hasznait próbáljuk megbecsülni, nagyon fontos azt tisztázni, hogy milyen alternatív pályához képest értendők ezek a nyereségek és veszteségek. Az eurózónán kívül maradva a dezinfláció nagyobb reálgazdasági áldozattal jár, mint az euró bevezetése érdekében végrehajtott, és éppen emiatt automatikusan nagyobb hitelességet élvező dezinfláció. Az elemzés az euróövezeti tagságból származó három legjelentősebb hasznot számszerűsíti: a tranzakciós költségek csökkenését, a külkereskedelem bővülését, valamint a reálkamatok csökkenését illetve evvel párhuzamosan a folyó fizetésimérleg-korlát lazulása nyomán bekövetkező nyereségeket.

A saját valuta fenntartása felfogható adminisztratív korlátozásnak, amely a társadalom számára veszteséggel jár. Ez a veszteség tranzakciós költségek formájában jelentkezik, amelyeket a vállalatok és a háztartások szenvednek el. Ezek az átváltási és a "házon belüli" költségek. A tranzakciós költségek csökkenéséből származó nyereség ezáltal, a becslések szerint a GDP szintjében egyszeri 0,18–0,30 százalékpontos emelkedést eredményez (1.Tábla).

Az önálló valuta fenntartása a külkereskedelemre is negatívan hat. Ez alapján az euró bevezetése a külkereskedelem bővülésén keresztül hosszabb távon 0,55-0,76 százalékponttal magasabb GDP–növekedési ütemet is eredményezhet (2.Tábla).

A kamatok jelenleg még tartalmaznak egy kockázati prémiumnak nevezett összetevőt, ami a külföldi befektetőket a jövőbeli árfolyam bizonytalanságáért kompenzálja. Az euró bevezetésével ez a kockázati prémium eltűnik a nominális kamatokból, emiatt a reálkamatok is csökkennek. A közös valuta az alacsonyabb reálkamatokon keresztül hosszabb távon 0,08–0,13 százalékponttal emeli a GDP növekedési ütemét (2.Tábla).

Az önálló monetáris politika feladásának számszerűsíthető költsége a pénzteremtésből származó állami bevételek (seigniorage) egy részéről történő lemondás. A becslések szerint az alacsonyabb seigniorage bevételek évente a GDP szintjében 0,17–0,23 százalékpontot kitevő veszteséget okoznak (1.Tábla).

Fontos, hogy a rövid távon jelentkező, a GDP szintjére ható hasznokat és költségeket elkülönítsük a csak hosszabb távon jelentkező, a GDP növekedési ütemét befolyásoló tényezőktől. A rövid távon jelentkező számszerűsíthető hasznok és költségek (a tranzakciós költségek csökkenéséből származó nyereség, illetve a seigniorage csökkenés miatti veszteség) közel megegyező nagyságúak, így gyakorlatilag kioltják egymást. Az euróövezeti tagság a magyar GDP növekedési ütemét hosszabb táv (20 év) átlagában 0,6–0,9 százalékponttal emelheti (2.Tábla).

*1.Tábla*

A GDP-re rövid távon ható (szintet befolyásoló) tényezők ha-

| | Intervallum | |
|---|---|---|
| Tranzakciós költségek csökkenése (+) | 0,18 | 0,30 |
| Seigniorage bevétel változása (–) | –0,17 | –0,23 |
| Nettó hatás | **0,01** | **0,07** |

tása a GDP %-ában

2.Tábla

A GDP-re hosszú távon ható (növekedési ütemet befolyásoló) tényezők hatása a GDP %-ában

| | Intervallum | |
|---|---|---|
| Reálkamat csökkenése (+) | 0,08 | 0,13 |
| Külkereskedelem bővülése (+) | 0,55 | 0,76 |
| Nettó hatás | **0,63** | **0,89** |

*Forrás: MNB*

## A monetáris önállóság feladása és az üzleti ciklusok

A forint, mint saját valuta és az önálló monetáris politika feladásának jóléti költségét az határozza meg, hogy az üzleti ciklus ingadozása mennyivel lesz nagyobb az euró bevezetése után. Ez nagyban függ attól, hogy a magyar gazdaság mennyire van kitéve ún. aszimmetrikus sokkoknak, azaz a gazdasági környezet olyan hirtelen változásainak, amelyek Magyarországot és az eurózónát eltérő mértékben érintik. Az aszimmetrikus sokkok valószínűsége az elemzés szerint Magyarországon nem nagyobb, mint az euróövezet jelenlegi, kevésbé fejlett tagországaiban.

Az önálló monetáris politika feladása kevesebb jóléti veszteséggel jár, ha léteznek és jól működnek olyan piaci mechanizmusok, illetve gazdaságpolitikai eszközök, amelyek az esetleg bekövetkező aszimmetrikus sokkok kezelésében helyettesíteni tudják a monetáris politikát. A fiskális politika az aszimmetrikus sokkok hatásainak tompítására lehet alkalmas. A sokkokhoz való alkalmazkodásnak két módja van: az ún. automatikus stabilizátorok működése és az aktív, diszkrecionális fiskális intézkedések. Ma Magyarországon az automatikus stabilizátorok hatása nem túl nagy. Emiatt a diszkrecionális intézkedésekre, különösen a beruházási aktivitás simítására nagyobb szerep hárul. Meg kell jegyezni, hogy az EU az aggregált kereslet automatikus stabilizátorokon keresztüli menedzselését preferálja a diszkrecionális intézkedésekkel szemben.

A saját valuta fenntartása egy kis, nyitott és jelenleg még a "feltörekvő" befektetési kategóriába eső ország esetében pénzügyi fertőzéseket, a valuta elleni spekulatív támadásokat indukálhat, amihez a tőkeáramlás magasabb volatilitása is hozzájárul.

Az euró bevezetése a pénzügyi integrációra pozitív hatást fog gyakorolni. Az árfolyam-bizonytalanság megszűnésével a magyar háztartások feltehetően átrendezik befektetési portfóliójukat: megtakarításaik nagyobb részét fogják külföldi, eurózónabeli eszközökben tartani. A diverzifikáltabbá váló portfóliókkal a magyar és eurózónabeli háztartások közötti kockázatmegosztás mértéke nő, ami mindkét fél számára kedvező.

## Az euró bevezetésének időzítése

Mivel az ismert költség-haszon elemzések egyértelmű és számottevő növekedési többletet mutatnak ki a közös valuta bevezetése esetén, az optimális időzítés kérdésére egyszerűnek tűnik a válasz: minél hamarabb. Az eredmények alapján az ország az euróövezeti csatlakozás minden egyes évvel való halasztásával többletnövekedésről mond le.

A helyzet azonban nem ilyen egyszerű, hiszen az euróövezethez való csatlakozáshoz szükséges nominális konvergencia reálgazdasági költségekkel járhat, amelyek nem függetlenek attól, hogy milyen gyorsan zajlik le ez a folyamat. Jelenleg az inflációra és a költségvetési hiányra vonatkozó maastrichti kritériumok gyors teljesítése problematikus lehet. Fennáll a veszély, hogy a gyors (az euró 2007-es bevezetését célzó) dezinfláció és fiskális alkalmazkodás túlságosan nagy növekedési áldozattal jár.

A volatilis tőkeáramlás a forint árfolyamának alakulásában is szélsőséges ingadozásokat eredményezhet. A tartós tőkebeáramlás a forint árfolyamának folyamatos felértékelődéséhez vezethet, amit a tőkeáramlás irányának megfordulásakor gyors leértékelődés vált fel. A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a belépés időpontjának közeledtével az árfolyam-várakozások egyre jobban közelednek a várható konverziós rátához.

## II. Magyarország GMU-érettsége

Az Európai Központi Bank (EKB) és az Európai Bizottság hivatalos álláspontját tartalmazta a helsinki-szemináriumról kiadott sajtóközlemény. Ebben az áll, hogy a reálkonvergenciának párhuzamosan kell haladnia a nominális konvergenciával, amin az árstabilitást és az egészséges állampénzügyeket értik. Mivel a maastrichti kritériumoknak való megfelelés felé haladás nem gátolja a strukturális reformokat, azt is javasolják, hogy a monetáris politika irányuljon az árstabilitás elérésére, amit a fiskális politika is támogasson. Végül hozzáteszik, hogy minden ország maga dönti el, hogy milyen konvergenciapályát választ a valutaunióban való részvételhez vezető úton, feltéve hogy a cél a konvergencia.

Az EKB vezetőinek különböző fórumokon elmondott beszédeiben és az Európai Bizottság dokumentumai mindegyikében közös, hogy a reálkonvergencián a gazdasági szerkezet hasonlóságát és a gazdasági fejlettség szintjét értik, de a gazdasági integrációt, a privatizációt és a strukturális reformok terén történő előrehaladást fontosabbnak tekintik, mint az egy főre jutó GDP-ben történő felzárkózást.

A magyar gazdaság alacsonyabb fejlettsége nem befolyásolja, hogy a gazdaság alkalmas-e az euróövezetben való részvételre. Az alacsonyabb fejlettségi szintnek azonban van egy fontos makrogazdasági következménye: a felzárkózás folyamata az árfolyam rögzítése esetén magasabb strukturális vagy egyensúlyi inflációval fog együtt járni.

Tény, hogy Magyarország egy főre jutó GDP-je 2001-ben az EU átlagának 53%-át érte el. Az OECD és az Eurostat közös módszertana alapján 1997 és 2001 között 6 százalékponttal nőtt ez az arány, évente tehát átlagosan 1,5 százalékpontot sikerült ledolgozni a lemaradásból.

A gazdasági, azon belül is a külkereskedelmi integráció fokát kifejező főbb jelzőszámok összehasonlítása azt mutatja, hogy Magyarország magasabb fokon integrált az euróövezettel, mint a kevésbé fejlett EU-tagországok voltak 5 évvel az euró bevezetése előtt.

A főbb ágazatok GDP-hez való hozzájárulásának összehasonlítása alapján Magyarország gazdasági szerkezete nagyon hasonló Írországéhoz a monetáris uniós-tagságtól azonos időbeni távolságra. A többi országot tekintve azonban relatíve nagyobb az ipar és kisebb a szolgáltatások súlya a magyar hozzáadott értékben. A jövedelemszint emelkedésével ezeknek a szolgáltatásoknak az aránya nőni fog az ipar rovására, ahogy azt Írország példája is mutatja.

A hosszú távú kamatkonvergencia és a bruttó államadósság tekintetében jóval előnyösebb a kép. A fiskális kritérium tekintetében sem tapasztalhatunk jelentős eltérést. A bruttó adósságállomány elmúlt évekre jellemző folyamatos csökkenésének eredményeképpen a magyar mutatószám fenntarthatóan a 60%-os referenciaérték alá esett.

Az infláció egyensúlyi szintje alapján Magyarország optimális valutaövezetet alkot az euróövezettel, de a reálgazdasági felzárkózás eredményeként a közös valuta bevezetése után Magyarországon várhatóan magasabb lesz az infláció, mint az euróövezetben. Számítások szerint Magyarország inflációja az euróövezet tagjaként 0,8–2,2%-kal fogja meghaladni a fő kereskedelmi partnerekét. Ez a magasabb infláció viszont nem veszélyezteti sem a magyar gazdaság versenyképességét, sem az euróövezet árstabilitását. Az egyensúlyi reálfelértékelődés további következménye, hogy Magyarországon a monetáris kondíciók kevésbé lesznek szigorúak, mint a régió alacsonyabb inflációval jellemezhető országaiban.

## III. Az euróövezetben való részvétel költségei

A monetáris unióban való részvétel az önálló árfolyam- és monetáris politikáról való lemondást, az euróövezet egészének gazdasági fejleményeit figyelembe vevő monetáris politika importálását jelenti. Az önálló monetáris politika feladásának egyik kézzelfogható és jól számszerűsíthető költsége: a pénzteremtésből (kibocsátásából) származó állami bevételekről (seigniorage) történő lemondás. Az euróövezethez való csatlakozás esetén Magyarország részesedni fog az eurókészpénz használatából származó seigniorage bevételekből, de az elszámolási szabályok miatt alacsonyabb részesedésre számíthat, mintha az MNB megőrizné a készpénz kibocsátásának jogát. Az euróövezet monetáris jövedelmét felosztják a részt vevő jegybankok között, az EKB alaptőkéjéhez való hozzájárulás alapján. Az alaptőke-hozzájárulás mértékét 50%-ban a tagországnak az EU népességéből, 50%-ban pedig az EU GDP-jéből való részesedése határozza meg.

Amennyiben abból indulunk ki, hogy kizárólag Magyarország csatlakozna az EU-hoz, alaptőke-részesedése a monetáris unióba való belépéskor a 2000-es adatok alapján 1,6% lenne. Minél több ország csatlakozik az első körben az EU-hoz, annál inkább csökken a részesedés: 10 ország felvételekor pl. már csak 1,4% lenne. A Kormányzótanács döntése alapján a nettó profit bizonyos részét (de maximum 20%-át) egy úgynevezett Általános Tartalékalapba utalják a jövőbeli veszteségek fedezésére. Ebből kifolyólag a részt vevő országok a seigniorage jövedelemnek egy csökkentett részét kapják meg ténylegesen. Közgazdaságilag azonban az EKB-nál maradó seigniorage nem valódi veszteségnek, hanem egyszerűen csak nagyobb tőkerészesedésnek tekintendő.

Az eurórendszer piaci kamatot fizet a kötelező tartalékállományra. 1,6%-os alaptőke-hozzájárulás esetén a GDP 0,24%-a, 1,4%-os részesedés esetén a GDP 0,21%-a lenne a Magyarországnak visszaosztott seigniorage jövedelem (beleértve az Általános Tartalékalapba utalt részt is) 2006 és 2008 között (3.Tábla).

A készpénztartási hányad számottevő változása középtávon nem várható, bár a készpénz-helyettesítő formák terjedésével enyhén csökkenő pálya várható mind az euróövezeten kívül, mind pedig az euróövezeten belül. A számítások nyomán azt feltételezhetjük, hogy a készpénzhányad 2001-ben megfigyelt 7,6%-os aránya a jövőben is fennmarad.

A monetáris unióba való belépés miatti seigniorage veszteség évente várhatóan a GDP 0,17–0,23%-át teszi ki (3.Tábla). Kisebb lenne az euróövezeti csatlakozás miatti veszteség, ha a készpénzhányad alacsonyabb szint irányába mozdulna el. Másik oldalról a veszteséget közép- és hosszú távon ellensúlyozhatja az is, ha a harmadik országokban

*3. Tábla*

Kiinduló feltételezések és számítási eredmények

| | GMU-n kívül | GMU-n belül (visszaosztott) |
|---|---|---|
| Készpénz / GDP | 7,6% | – |
| Kamatkülönbség GMU-hoz képest | 150 –300 bp | – |
| Reál-GDP növekedése | 3,1% | – |
| Infláció | 3% | – |
| Seigniorage jövedelem a GDP %-ában | **0,41 –0,44%** | **0,21 –0,24%** |
| **Seigniorage veszteség (2006 –2010)** | | **0,17 –0,23%** |

*Forrás: MNB*

megnő az euró világvaluta szerepe, ami megnöveli a visszaosztott monetáris jövedelmet.

## A gazdaság ciklikus ingadozásaiból fakadó jóléti veszteség mérése

Az aszimmetrikus sokkok bekövetkezésének valószínűsége elsősorban a termelési szerkezetek hasonlóságától, integráltságától és diverzifikáltságától függ. Az elmúlt évtized során a magyar gazdaság szerkezete közeledett az euróövezetéhez. Az export diverzifikáltsága jelentősen nőtt, így az egy iparágat érintő változások csak kisebb mértékben érintik a GDP alakulását. Ugyanakkor a kivitel szerkezete is módosult, számottevően csökkent a magas árérzékenységű termékek kivitele, miközben nőtt a magas technológiai szintet és humán tőkét igénylő termékek súlya. A vizsgált csatlakozó országok közül Csehország tekinthető az 1990-es években aszimmetrikus sokkoknak legkevésbé kitett gazdaságnak. Magyarország keresleti sokkjai Olaszországgal, Csehországgal és Nagy-Britanniával nagyjából megegyező mértékben (0,4) korreláltak Európával. Kínálati ingadozásainak korrelációs együtthatója 0,2, ami Norvégia és Luxemburg szintjének felel meg, továbbá valamivel nagyobb fokú szimmetriát jelent, mint Ausztriáé és Görögországé, ugyanakkor kisebbet, mint Spanyolországé és Portugáliáé.

A múltban a bérek is gyors alkalmazkodást mutattak, de itt is számítani kell arra, hogy alacsonyabb inflációs környezetben a nominális bérmerevség növekedhet. Az EU-tagállamokhoz hasonlóan Magyarországon is alacsony a munkaerő mobilitása, és tartósak a regionális differenciák. A nemzetközi mobilitást gátolják a nyelvi és kulturális különbségek, a társadalombiztosítások, nyugdíjak és egyéb szociális juttatások korlátozott mobilitása. Ám még az országon belüli mobilitás is alacsony, ami számos más tényező mellett a lakhatási költségek regionális eltérésével is magyarázható. A mobilitást elsősorban strukturális politikai eszközökkel, képzéssel, nyelvi akadályok csökkentésével, a lakáspiac mobilitásának növelésével stb. lehet elősegíteni. A regionális munkanélküliségi különbségek mellett a viszonylag alacsony foglalkoztatási és aktivitási ráta jelent problémát a magyar munkapiacon. A viszonylag alacsonyabb magyarországi aktivitási és foglalkoztatási érték főleg a nagymértékű strukturális átalakulás következménye, mert az újonnan keletkezett munkahelyek térben is máshol helyezkednek el, mint a megszűntek, és nagymértékben másfajta képzettséget igényelnek. Ezért a munkapiaci kereslet és kínálat strukturális eltérése tartósnak tekinthető.

Az euróövezethez történő csatlakozásnak előfeltétele, hogy az államháztartás hosszú távon fenntartható és finanszírozható pozíciót érjen el. A ma meglévő tartós inflációs nyereség hiányát pedig ellensúlyozza a gazdaság várható gyorsabb növekedése és az államháztartás adósságára fizetett kamatok csökkenése.

Ha Magyarország belép az euróövezetbe, a fizetési mérleg jelentősége átértékelődik. Természetesen az országoknak törekedniük kell a hosszú távon fenntartható fizetési-mérleg pozícióra, de az euróövezet tagjaként már sokkal kisebb a veszélye, hogy a befektetői bizalom megingása gyors és radikális változást tegyen szükségessé a külső egyensúlyi pozícióban.

A közös valuta bevezetésének további következménye, hogy Magyarországon is a közös kamatpolitika fog érvényesülni. Ha a közös monetáris kondíciók nem állnak összhangban az ország gazdasági folyamataival, az többletköltséget róhat a gazdaságra. A monetáris politika és annak hatékony volta feltételezi, hogy a vizsgált gazdaságok ciklikusan összhangban legyenek, mivel az EKB döntéseinél az eurózóna átlagos ciklikus pozícióját veszi figyelembe. Már említésre került, hogy az EU-val való nagyfokú ciklikus együttmozgás jellemzi a magyar gazdaságot. A termelési szerkezetek hasonlósága és az EU-országokból érkező import nagy súlya miatt az ársokkok tekintetében is jelentős az összhang. Ezért az EKB kamatpolitikája várhatóan összhangban lesz a magyar gazdaság igényeivel.

Az importált monetáris politika hatását befolyásolja a re-

álgazdasági felzárkózással együtt járó egyensúlyi reálfelértékelődés is. A magasabb infláció miatt a közös nominális kamatszint alacsonyabb reálkamatokat eredményez, mint a régió fejlettebb országaiban. A reálkamatok csökkenésének hatására a gazdaság más növekedési pályára fog átállni, amit várhatóan nagyobb külföldi forrás-bevonásból finanszírozott gyorsabb növekedés fog jellemezni. Rövid távon viszont arra kell számítani, hogy a belépéssel együtt járó kamatcsökkenés aszimmetrikus keresleti sokkot vált ki, míg a kamatcsökkenés kínálatra gyakorolt hatása csak lassabban jut érvényre. Az ebből fakadó egyensúlytalanságot a fiskális politikának kell ellensúlyoznia, a közös monetáris politika tehát többletterheket ró a fiskális politikára az aggregált kereslet szabályozásában.

## Alkalmazkodás az aszimmetrikus sokkokhoz

A ciklikus ingadozások simításában a fiskális politika tudja az árfolyam alkalmazkodását helyettesíteni.

## Áralkalmazkodás

Az OECD tanulmánya azt állapította meg, hogy 1998-ban a termékpiaci szabályozás mértékét mutató összetett indikátor Magyarország esetében 1,6 volt. Ez azt jelenti, hogy a termékpiacokon az áralakulás legalább olyan versengő, mint Spanyolországban (1,6), és versengőbb, mint Finnországban (1,7), Belgiumban (1,9), Franciaországban (2,1), Görögországban (2,2), Olaszországban (2,3) és Portugáliában (1,7). Azaz, csak négy euróövezeti ország áll jobban a termékpiaci szabályozás terén Magyarországnál. Bár a tanulmány a vállalatoknak csak egy szűk körét vizsgálta, talán megkockáztatható az a következtetés, hogy 1993 és 1998 között a magyar gazdaság viselkedésére a negyedévenkénti vagy annál gyakoribb árváltoztatás vagy legalábbis árfelülvizsgálat volt jellemző. Összehasonlításként érdemes megjegyezni, hogy az Egyesült Államokban kérdőíves felmérések alapján készült vizsgálatok szerint az árakat jellemzően évenként vizsgálják felül.

Tehát a magyar árképzési gyakorlat viszonylag rugalmas. Azonban az empirikus közgazdaságtani irodalomban jól dokumentált tény, hogy az árazási viselkedés egyik meghatározó tényezője az infláció nagysága: magasabb inflációjú környezetben az árazási viselkedés rugalmasabb, a gyakoribb árfelülvizsgálat a jellemző, míg alacsonyabb infláció mellett az árazás ragadósabb, ritkábban fordul elő árváltoztatás.

## Béralkalmazkodás

A munkapiac rugalmassága terén a monetáris unióban részt vevő országok között jelentős különbségek vannak. A kevésbé rugalmas munkapiacok magasabb munkanélküliséget és inflációt, alacsonyabb hosszú távú növekedést eredményezhetnek. A magyar munkapiacról elmondható, hogy nemzetközi összehasonlításban a rugalmasabbak közé tartozik, ha a fentebb már idézett OECD-elemzést vesszük alapul. Eszerint a munkapiaci merevségek egyik mutatószáma, az EPL (Employment Protection Legislation) index magyarországi értéke 1,4. Összehasonlításképpen az angolszász országokban ez 0,2, illetve 0,5, a fejlettebb EU-tagállamok közül Németország 2,8, Franciaország 3,1, Belgium 2,1-es értéket kapott. A számunkra az összehasonlítás szempontjából érdekes országok közül Spanyolország indexe 3,2, Portugáliáé 3,7, Görögországé 3,5, végül Írországé 1. A vállalati szintű alku játssza a döntő szerepet a bérek meghatározásában, ami kedvező a rugalmas béralkalmazkodás szempontjából.

## A fiskális politikán keresztül történő alkalmazkodás

A gazdaságpolitikai alkalmazkodás terén a legfontosabb a fiskális politika hatékony működése. A monetáris politikai önállóság feladásával a költségvetési politikára hárul az aszimmetrikus sokkok aggregált szinten megjelenő hatásainak tompítása. A fiskális alkalmazkodásnak két módja van: az automatikus stabilizátorok működése és a szándékolt, aktív fiskális intézkedések. Mindkettő működése előfeltételezi a fiskális politika kellő mozgásterét. A nominális konvergenciakritériumok közül kettő is a költségvetésre vonatkozik: a konszolidált államháztartás adóssága nem haladhatja meg a GDP 60%-át, és a folyó hiány a 3%-ot.

Az államháztartás automatikus stabilizáló hatása annak köszönhető, hogy a bevételek és kiadások a ciklusban eltérő előjellel változnak: fellendülés idején csökken egyes (pl. munkanélkülieknek járó) költségvetési juttatások mértéke, míg az adóbevételek növelik az államháztartási bevételeket. Mivel a két tétel a költségvetés ellenkező oldalán szerepel, ellentétes mozgásuk egy irányba hat: mérséklik a ciklikus fellendülés mértékét. Leszálló ciklikus mozgás esetén minden fordítva történik, és az automatikus stabilizátorok mérséklik a gazdasági lassulást.

Nem minden költségvetési tétel egyformán fontos a ciklikus stabilizáció szempontjából. A legérzékenyebb tételek a vállalati nyereségadók, a legkevésbé ciklusérzékenyek pedig a társadalombiztosítási hozzájárulások, mert ezek általában regresszívek. A személyi jövedelemadók és a forgalmi adók érzékenysége a két előbbi adónemé között van.

Mivel a magyar költségvetés adó-, illetve kiadási szerkezetét tekintve kevésbé ciklusérzékeny, az EU-n belül azokhoz

fog hasonlítani, amelyeknek kisebb az automatikus stabilizáló hatása.

## Az egységes monetáris politika hatása

Az euróövezethez történő csatlakozással Magyarországon a közös monetáris politika fog érvényesülni. A közös monetáris politika akkor lesz hatékony, ha az importált monetáris kondíciók összhangban állnak a gazdasági folyamatokkal. Ehhez több feltételegyüttes teljesülése szükséges. Egyrészt szükség van arra, hogy a kamatlépések iránya és nagysága megfeleljen a magyar gazdaság ciklikus pozíciójának. Ennek feltétele a magyar és az euróövezet gazdaságainak szoros együttmozgása. Másrészt, szükség van arra, hogy a fiskális politika aktív szerepet vállaljon az aggregált kereslet menedzselésében, helyettesítenie kell a monetáris politikát a közös kamatpolitika mellett esetleg kialakuló makrogazdasági egyensúlytalanságok kezelésében.

## Az egységes kamatpolitika és a magyar gazdasági folyamatok összhangja

A jegybank a végső hitelezői funkciót akkor gyakorolhatja, ha a bankrendszerben olyan átmeneti likviditáshiány alakul ki, ami privát eszközökkel nem orvosolható, és rendszerszintű kockázatot hordoz. A monetáris unióba történő belépéskor ez a jegybanki funkció az MNB hatásköréből a KBER* hatáskörébe kerül.

A KBER hozzájárul a kompetens hatóságok tevékenységéhez, és előmozdítja a fizetési rendszer zökkenőmentes működését. Válsághelyzetben a nemzeti hatóságok és a KBER ad hoc együttműködés keretében elháríthatja a rendszerproblémát.

A szűk sávos árfolyamrendszerben a kamatpolitika mozgástere korlátozott volt. A külföldi befektetők által elvárt kockázati prémiumok ezért megjelentek a forinthozamokban. Kisebb mértékben, de ugyanez érvényes a jelenlegi széles árfolyamsávos rendszerben is, ahol továbbra is az árfolyam játszik kulcsszerepet a dezinflációban.

Az euróövezethez való csatlakozás lényegében megszüntetné Magyarország feltörekvő státusát, így a kockázatosnak számító befektetések hozamait meghatározó tényezők hatása eltűnne. Másrészt közvetlenül hatna az EKB kamatpolitikája, ami vélhetően sokkal inkább megfelel a gazdaság mindenkori állapotának, ezért arra lehet számítani, hogy az önálló monetáris politika feladása előnyösebb kamatciklusokat eredményez.

A ciklikus összhang megbomlását több tényező is okozhatja. Egy lehetséges mechanizmus, ha a gyorsabb árnövekedés másodlagos hatásként beépül a várakozásokba, ami a strukturálisan indokoltnál magasabb inflációt eredményez. Ha a bérek meghaladják a termelékenység javulása által indokolt mértéket, mert a magasabb inflációs várakozások beépülnek a bérkövetelésekbe és a vállalatok árképzésébe, akkor az adott ország termelőinek versenyképessége romolhat.

Szintén eltérítheti az ország ciklikus pozícióját, ha az alacsonyabb reálkamat a gyorsan felzárkózó országban túlságosan laza monetáris környezetet eredményez, és így a kibocsátás gyorsabban nő a potenciálisnál. A másik veszély az alacsonyabb reálkamatok által lehetővé tett hitelexpanzió miatt kialakuló eszközár-infláció (értékpapírok és ingatlanok). Az eszközárak inflációja gyakran nem mutat önkorrekciós képességet. Ha egy piacon eluralkodik az optimizmus, akkor buborékok alakulhatnak ki, amelyek egy idő múlva hirtelen árfolyamzuhanás keretében pukkannak ki. Az eszközár-buborékok kialakulásának veszélye nagyobb a gyorsan növekvő gazdaságokban, különösen azokban, amelyekben a növekedés nem ciklikusan, hanem a felzárkózás miatt strukturálisan gyorsabb. A fiskális politika alkalmazkodására van tehát szükség. Az alkalmazkodás optimális módja tehát a magasabb infláció tolerálása és a költségvetési visszafogás kombinációja lehet.

## A monetáris transzmisszió hatékonysága

A monetáris unió megfelelő működésének egyik alapvető feltétele, hogy a tagországok gazdaságai hasonló módon reagáljanak a közös monetáris politikai lépésekre, vagyis ne legyenek nagyfokú eltérések a különböző országok monetáris transzmissziós mechanizmusában. A közös monetáris politika ugyanis eltérő transzmissziós mechanizmusok esetén felerősítheti a meglévő ciklikus különbségeket.

Az euróövezet országait összehasonlító kutatások alapján elmondható, hogy a transzmisszió szempontjából az euróövezet távolról sem tekinthető homogénnek; Magyarországon a pénzügyi rendszerben olyan strukturális átalakulások zajlanak, amelyek középtávon a monetáris transzmisszió javulását vetítik előre.

A transzmissziót befolyásoló tényezők: a monetáris transzmisszió sebessége és erőssége mindenekelőtt függ attól, hogy a jegybanki kamatlábak változására milyen sebességgel és milyen mértékben reagálnak a piaci és a banki kamatok. A kamattranszmisszió erősségének meghatározásában döntőek a pénzügyi közvetítés szerkezeti sajátosságai, pl.: a nem banki finanszírozás jelentősége, a hitelek lejárata, a fix vagy változó kamatok, a piaci koncentráció és a verseny erőssége.

A fenti szempontok szerinti értékelésnél kiderül, hogy a magyar bankrendszerben gyors kamattranszmissziót feltételezhetünk, ugyanis kicsi a tőkepiaci finanszírozás szerepe, európai összehasonlításban rövid a hitelek, illetve betétek lejárata,

*KBER: Központi Bankok Európai Rendszere; az Európai Központi Bankból és az Európai Unió valamennyi tagországának jegybankjáaiból áll. A KBER keretet biztosít az eurórendszer és az euróövezeten kívüli jegybankok közötti monetáris és árfolyam-politikai együttműködéshez.