

Magyarország csatlakozása az euró-övezethez
Az EMU-csatlakozás előnyei és lehetséges hátrányai

Sorozatszerkesztő:

Pásztori Veronika

ISSN 0866-3653
ISBN 963 7275 91 6

KOPINT-DATORG
Konjunktúra-, Piackutató és
Számítástechnikai Rt.

Magyarország csatlakozása az euró-övezethez
Az EMU-csatlakozás előnyei és lehetséges hátrányai

A tanulmányt a KOPINT-DATORG Rt. kutatói munkacsoportja készítette.

Oblath Gábor (témavezető)
Bartha Attila
Matheika Zoltán
Pásztori Veronika

Budapest, 2003. március

A kutatást a Miniszterelnöki Hivatal és a Gazdasági és Közlekedési Minisztérium támogatta.

TARTALOM

<u>Bevezetés</u>	5
<u>1. A gyors, illetve a lassú EMU-csatlakozás kérdései</u>	8
<u>1.1. Hasznok (Az EMU-hoz való csatlakozás hozadéka)</u>	8
<u>1.2. A hasznok és az EMU-csatlakozás időzítése</u>	10
<u>1.3. A gyors EMU-csatlakozás: költségei és kockázatai</u>	11
<u>2. Vélemények és tapasztalatok az EMU-csatlakozással kapcsolatban</u>	14
<u>2.1. A pénzügyi válság kockázata</u>	14
<u>2.2. A maastrichti kritériumok teljesíthetősége, Balassa-Samuelson hatás</u>	16
<u>2.3. Az infláció csökkentésének tapasztalatai a kohéziós országokban</u>	22
<u>3. Az ár- és bérmegállapodások szerepe az EMU-csatlakozás költségeinek csökkentésében</u>	24
<u>4. Az euró hazai bevezetésének kérdései a januári spekulatív támadás fényében</u>	26
<u>4.1. A nemzeti valuta megtartása: veszélyek forrása, tartós előnyök nélkül</u>	28
<u>4.2. „Gyors” GMU-csatlakozás: érvek és ellenérvek</u>	31
<u>4.3. A GMU-s csatlakozás megalapozása és a dezinfláció költségeinek mérséklése középtávú társadalmi-gazdasági megállapodással</u>	32
<u>Irodalom</u>	35

Bevezetés

A jelenlegi hivatalos – az MNB által képviselt és a kormány által nem cáfolt – álláspont szerint Magyarországnak az az érdeke, hogy az érvényes szabályok szerinti legrövidebb időn belül csatlakozzék az euróövezethez, hivatalos nevén a Gazdasági és Monetáris Unióhoz (Economic and Monetary Union, EMU¹). Ez – a mai szabályok szerint – az Európai Unióba történő felvételünk után mintegy két évvel, tehát 2007-ben válna leghamarabb lehetővé. Természetesen csak abban az esetben, ha az ország gazdasági teljesítménye e két évben megfelel bizonyos – maastrichti konvergencia-kritériumok néven ismertté vált – makrogazdasági feltételeknek.²

Ahhoz, hogy a mielőbbi EMU-csatlakozás kívánatosságára vonatkozó kérdést kezelni tudjunk, a vonatkozó költségeket és hasznokat kell elemzés alá vonni. Nem véletlenül beszélünk e kérdéskörnek a *kezeléséről*, nem pedig annak megválaszolásáról. Nem ígérhetjük ugyanis, hogy az alábbi rövid elemzés alapján határozott választ adhatunk arra: a jelenlegi hivatalos álláspont szerinti „gyors”, vagy inkább egy (a bizonytalan tartalmú „gyorsnál”) lassúbb EMU-hoz való csatlakozási stratégia áll-e az ország érdekében. Az, amire a következőkben vállalkozunk, nem több egyfajta fogalmi keret felvázolásánál, amely segíthet az alternatívák költségeinek, hasznainak és kockázatainak végiggondolásában. Természetesen törekedni fogunk arra, hogy azonosítsuk az egyes alternatívákhoz tartozó költségek és hasznok *típusait*. Arra azonban nem vállalkozunk, hogy ezekhez konkrét értékeket rendeljünk, ezért arra sem, hogy a várható hatások nettó számszerű mérlegét megvonjuk.

A kutatás kezdeti stádiumában még azt sem lehetett teljes biztonsággal tudni, hogy mikor válik lehetővé csatlakozásunk az Európai Unióhoz. A csatlakozás időpontjának véglegesítését követően vált igazán időszerűvé a Gazdasági és Monetáris Unióba való belépésünk kérdésének, esélyének és megvalósíthatóságának a vizsgálata. Kezdetben úgy tűnt, hogy a belépés időzítésével kapcsolatos álláspontunkat a GMU-s tagsággal járó hasznok és költségek elméleti mérlegelése révén, illetve a kohéziós országok gyakorlati tapasztalatainak az egybevetésével képesek leszünk kialakítani. Korábbi tanulmányainkban azonban csak addig jutottunk el, hogy az euró-zónába való belépés előkészületeinek felgyorsítására, illetve annak szükségességére hívjuk fel a figyelmet. Az utóbbi hetekben, hónapokban bekövetkezett események, nevezetesen a forint árfolyamsávjának kiszélesítésére, eltolására, még konkrétan a forint felértékelésére irányuló januári spekulációs támadás azonban felhívta a figyelmet arra, hogy célszerű lenne mielőbb lépni. Nyilvánvalóvá vált, hogy a Magyarországhoz hasonló kis, nyitott gazdasággal rendelkező országok számára a nemzeti valuta megtartása nagyon súlyos kockázatok forrása.

¹ A továbbiakban az EMU, illetve GMU rövidítéseket, valamint „euró-zóna” kifejezést azonos értelemben használjuk.

² A maastrichti konvergencia-feltételek 1) az árfolyamrendszerre, illetve az árfolyam változására; 2) az infláció maximális ütemére; 3) az államháztartási hiányra és az államadósságra (illetve az utóbbi irányzatára), végül 4) a hosszú távú kamatok alakulására vonatkoznak. A kritériumokról részletesebben lásd keretes írásunkat.

Háttérinformációk az EMU-ról

Az 1991 január 1-től 11 ország részvételével elindított és 2001-től Görögországgal 12-re kibővült Gazdasági és Monetáris Uniót (Economic and Monetary Union, EMU) alkotó országok a pénzügypolitika két területén mondtak le autonómiájukról, amikor az Európai Központi Bankra ruházták át a monetáris és árfolyam-politika formálását. Az EMU-tagsághoz vezető úton az első lépés az uniós csatlakozásra való felkészülés, melynek során a koppenhágai kritériumok teljesítése, azaz az egységes piacba való teljes, maradéktalan beépülés a cél. A második szakaszban a már uniós tagországnak fel kell készülnie az EMU-tagságra, melynek során a maastrichti konvergencia-kritériumoknak való megfelelés a cél. A harmadik, végső szakaszban a közös pénzre való átállással kapcsolatos tennivalók kerülnek előtérbe.

Bár az uniós csatlakozásnak konkrétan nem feltétele a Gazdasági és Monetáris Unió konvergencia-kritériumainak a teljesítése, tény, hogy az EMU létrejötte jelentősen módosította a csatlakozás feltételeit. Miután az Európai Tanács 1993 évi koppenhágai döntése alapján, illetve szellemében a tagjelöltek, azzal, hogy bejelentették csatlakozási szándékukat, egyúttal elkötelezték magukat arra, hogy gazdaságpolitikájukban töreksenek az EMU-s kritériumok megközelítésére. Az EMU-hoz való csatlakozás tehát – kezdettől fogva – nem csupán lehetőség, hanem kötelezettség is számukra. *A cél(ok) tehát adott(ak), a jelöltek azonban maguk dönthetnek afelől, hogy milyen felzárkózási pályát választanak, illetve hogyan ütemezik a felzárkózást.*

Akárcsak a jelenlegi három euróövezeten kívüli EU-tagállam, az újonnan csatlakozó tagállamok az EU-hoz való csatlakozással közvetlenül részt fognak venni a Gazdasági és Monetáris Unióban. Ez a részvétel, tekintve, hogy az országok nem tagjai az euróövezetnek (azaz a monetáris uniós tagságot illetően derogációval rendelkeznek), az EU gazdasági egyeztetési mechanizmusában való részvételre szorítkozik. Ez a kötelezettség lényegében a gazdaságpolitika több területén a közösségi érdekek és követelmények figyelembe vételének szükségességét jelenti.

Az európai közös valuta bevezetésének idején a magyar jegybank monetáris politikája deklarálta az infláció csökkentésére és *a kiviteli versenyképességének* – a forint csúszó leértékelésén alapuló – *megőrzésére törekedett*. 2001-ben előbb kiszélesítették az árfolyamsávot, majd a még fennálló tőkekorlátozások eltörlésével egyidejűleg a jegybank meghirdette az inflációs célkitűzés rendszerét, s végül, októbertől – formálisan is – megszüntette a forint csúszó leértékelését. Ezen intézkedésekkel olyan árfolyamrendszer bevezetésére került sor, amely elemeiben megegyezik – az EMU-tagságot megelőző időszakban az uniós részéről ajánlott – ERM2 árfolyamrendszerrel. A gazdasági (és politikai) vezetés tehát ily módon is nyomatékosította szándékát, miszerint Magyarország a hagyományos (normális) úton kíván csatlakozni az EMU-hoz. Másfelől több ízben azt is kinyilvánította, hogy az EU-hoz való csatlakozást követően a lehető leggyorsabban szeretne belépni a monetáris unióba is, mivel a tagság nyilvánvaló előnyeiből, ezen belül is *a közös pénz bevezetésének hasznából* mihamarabb szeretne Magyarország is részesülni.

A maastrichti konvergencia-kritériumok

Árstabilitás

„Az...árstabilitási kritérium azt jelenti, hogy egy tagállam fenntartható árstabilitással és a vizsgálatot megelőző egy éves időszakon keresztül az árstabilitást illetően legjobb eredményt felmutató legfeljebb három tagállam átlagos inflációs rátáját legfeljebb 1,5 százalékponttal meghaladó inflációs rátával rendelkezik. ...”

Költségvetési fegyelem

„Az...állami költségvetési helyzetre vonatkozó kritérium azt jelenti, hogy a vizsgálat időpontjában a tagállam nem áll a [Gazdasági és Pénzügyminiszterek] Tanács[a] által a túlzott hiány fennállásáról...hozott határozat hatálya alatt.”

A túlzott hiány fennállását megállapító határozat meghozatala során két mutató, az államháztartási hiány, illetve az államadósság GDP-hez viszonyított alakulását vizsgálják. A közösségi előírások mindkettőre ún. referenciaértéket határoztak meg: az előbbire 3, az utóbbira 60 százalékot. Az ezeket meghaladó értékek esetében a Gazdasági és Pénzügyminiszterek Tanácsa – minősített többséggel – dönt arról, hogy fennáll-e az adott tagállamban az ún. túlzott hiány. A döntés során figyelembe vehetik, hogy

- az államháztartási hiány ugyan meghaladja a referenciaértéket, de jelentős mértékben és folyamatosan csökkent, és elért egy, a referenciaértékhez közeli szintet, illetve a referenciaérték túllépése csak kivételes és átmeneti, és az arány közel marad a referenciaértékhez;
- az államadósság ugyan meghaladja a referenciaértéket, de elegendő mértékben csökken, és kielégítő ütemben közelít a referenciaértékhez.

Árfolyam-stabilitás

„Az...Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusában történő részvételre vonatkozó kritérium azt jelenti, hogy egy tagállam a vizsgálatot megelőző legalább két éven keresztül komoly feszültségek nélkül az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusa által előírt normál ingadozási sávokon belül maradt. Így különösen azt, hogy ugyanezen időszak alatt a tagállam saját kezdeményezésére nem értékelte le valutájának bilaterális középárfolyamát valamely másik tagállam valutájával szemben.”

Kamat-konvergencia

„A ... kamatokra vonatkozó konvergencia kritérium azt jelenti, hogy egy tagállam a vizsgálatot megelőző egy éves időszakon keresztül az árstabilitást illetően legjobb eredményt felmutató legfeljebb három tagállam átlagos nominális hosszú távú kamatát legfeljebb 2 százalékponttal meghaladó kamattal rendelkezett. ...”

Forrás: A forint útja az euróhoz (MNB, 2001)

Jelen tanulmányunkban először bemutatjuk a költség-haszon elemzés fogalmi kereteit, majd az alternatívák makrogazdasági költségeit és hasznait vesszük számba.

Ezt követően röviden áttekintjük az EMU-csatlakozás hazai és nemzetközi szakirodalmát, különös tekintettel egyrészt a pénzügyi válság kockázatára, másrészt a maastricht-i kritériumok kapcsán a Balassa-Samuelsón-hatás miatt felmerülő dilemmákra. Megpróbálunk hasznosítható következtetéseket levonni a korábban Magyarországhoz többé-kevésbé hasonló körülmények között csatlakozott dél-európai országok (Portugália, Spanyolország, Görögország), valamint Írország tapasztalataiból. Felhívjuk a figyelmet az ár- és bérmegállapodások szerepére az EMU-csatlakozás potenciális költségeinek csökkentésében; már csak azért is, mivel megítélésünk szerint a maastricht-i kritériumok közül Magyarország számára jelenleg az infláció leszorítása tűnik a legproblematisabbnak, erre pedig a „hagyományos” monetáris dezinflációval szemben komoly gazdaságpolitikai alternatívát jelenthetnek az ilyen típusú társadalmi megállapodások. Végül pedig összegezzük az euró magyarországi bevezetésével kapcsolatban felmerülő kérdéseket, különös tekintettel a 2003. januári spekulatív támadás nyomán levonható tapasztalatokra.

1. A gyors, illetve a lassú EMU-csatlakozás kérdései

A hazai szakmai közvéleményben általános az egyetértés abban, hogy Magyarország alapvető érdeke, hogy mielőbb csatlakozzon az Európai Unióhoz. Abban viszont, hogy az EU-csatlakozást követően a legrövidebb időn belül egyszersmind az EMU-hoz is csatlakozni kell-e, már megoszlanak a vélemények. A jegybank jó ideje kinyilvánította, hogy a mielőbbi csatlakozás híve, amit – egyebek között – A forint útja az euróhoz (MNB, 2001) című kiadványában is megerősített. Erre vonatkozóan a monetáris politika vállalt bizonyos *belföldi* kötelezettségeket: az inflációs célkitűzés rendszerét, és az annak integráns részét képező inflációs célokat úgy tűzte ki, hogy azok összhangban legyenek az EMU-hoz való legrövidebb időn belüli csatlakozás követelményeivel. Konkrétan a csatlakozásra, illetve annak időzítésére vonatkozóan nem vállalt és nem is vállalhatott az MNB semmiféle kötelezettséget, így célszerűnek látszik, hogy az uniós tagság küszöbén, szigorúan szakmai alapon végiggondoljuk: milyen hasznokkal és költségekkel (illetve kockázatokkal) járhat számunkra az EMU-hoz való gyors, vagy lassú csatlakozás.

A továbbiakban tehát a következő kérdésekkel foglalkozunk:

- Milyen természetű hasznokkal jár az EMU-csatlakozás?
- Befolyásolja-e a hasznokat az EMU-csatlakozás időzítése?
- Milyen kockázatokkal jár a „gyors” EMU-csatlakozástól való tartózkodás?
- Melyek a gyors EMU-csatlakozás endogén költségei?
- Melyek a gyors EMU-csatlakozásra irányuló törekvés exogén kockázatai és költségei?

1.1. Hasznok (Az EMU-hoz való csatlakozás hozadéka)

Az euróövezethez való csatlakozás számos csatornán keresztül javíthatja a gazdasági növekedés feltételeit. Az egységes valuta használata következtében

- csökkennek a tranzakciós költségek,
- megszűnik a hazai valuta „támadhatósága”, így az árfolyamkockázat; ezzel együtt
- mérséklődnek a kamatfelárák, tehát olcsóbbá válnak a külföldi és belföldi hitelek;

- az euróövezeti tagság folytán lazul a gazdaság fizetésimérleg-korlátja (mivel megszűnik a nemzeti valuta, egyszersmind a devizapiac és a hazai fizetési mérleg közötti kapcsolat is megszűnik: a fizetési mérleg netán növekvő hiánya nem okozhatja a belföldi valuta leértékelődését);
- mindezekért tartósan megemelkedhet a gazdaság tőkevonzó képessége.

Az euró bevezetésének egyik közvetlen következménye a nemzeti valuta fenntartásával járó *tranzakciós költségek* mérséklődése. Jelentős megtakarítással jár a valutaátváltás költségének drasztikus csökkenése. Egyes becslések szerint a 90-es évek végén az átváltási költségek az eurózóna együttes GDP-jének legkevesebb 0,3%-ára, mások szerint megközelítőleg 0,5%-ára rúgtak. A valuták átváltásakor fől számolt konverziós díjak és jutalékok megtakarítása mellett az árfolyam-ingadozások megszűnése további megtakarításokkal jár együtt. Ha ugyanis nincs árfolyam-kockázat, akkor nincs szükség költséges fedezeti ügyletekre sem.³

További haszon, hogy a közös valuta bevezetésével megszűnik a magyarországi befektetések árfolyamkockázata. Más kockázati tényezők nem szűnnek meg, így a kölcsönök visszafizetésének kockázata (az ún. ország-, illetve ügyfélkockázat) fennmarad, de mindenképpen csökken a magyar hitelfelvevőknek felszámított *kamatfelár* (spread). A hazai pénz- és tőkepiac nyitottsága folytán (a kamatparitás miatt) ez a belföldi kamatokat is leszorítja. (A nominális, s ezzel együtt a reálkamatok csökkenéséhez az is hozzájárul, hogy a monetáris unióban érvényesülő szigorú költségvetési előírások betartása korlátozza az állam – belső és külső – hitelkeresletét.)

Az előbb említett hasznok – bizonyos feltevések mellett – hozzávetőlegesen megbecsülhetők. Az elsőről (a tranzakciós költségek csökkenéséről) azt gondoljuk, hogy bármilyen jelentősnek bizonyuljon is, természetét tekintve *egyszeri* megtakarítás, amely megemelheti a külkereskedelem, illetve a GDP *szintjét*, de nem befolyásolja a gazdaság hosszabb távú növekedési ütemét. Ezzel szemben a kamatfelár (vagyis a reálkamat) tartós csökkenése két csatornán keresztül is javíthatja a gazdasági *növekedés* feltételeit. Egyrészt mérséklődhetnek a tőkefelhalmozás költségei, így emelkedhet a beruházások növekedési üteme, amely utóbbi nagyobb tőkeállományhoz és a GDP gyorsabb növekedéséhez vezethet. Másrészt az államadósság reálkamatának tartós csökkenése az állami adósságráta mérséklődéséhez, illetve az adóbevételek egy részének a kamatfizetéseknél értelmesebb célokra (például beruházásokra) való felhasználására vezethet.

A fenti kettőtől eltérően, a nemzeti valuta támadhatóságának a megszűnéséből, illetve a fizetésimérleg-korlát lazulásából eredő hasznok akár hozzávetőleges számszerűsítése is alapvető nehézségekbe ütközik. A támadhatóság megszűnése ugyanis nem az előbb említettekhez hasonló hasznokkal, hanem bizonyos – esetleg bekövetkező események folytán netán felmerülő – *költségek elmaradásával* járna.⁴ Attól függően

³ Bár ez a költségmegtakarítás a pénzügyintézetek, bankok számára jelentős jövedelem-kieséssel jár, e jövedelmek más irányú banki tevékenységgel (például befektetési tanácsadás, közvetítés stb.) idővel pótolhatóak. Az ügyfelek széles körének, a lakosság és a vállalatok nagy részének viszont közvetlen előnye származik a költségcsökkenésből.

⁴ Abban különbözik egymástól az előzőekben, valamint itt tárgyalt hasznok kezelhetősége, hogy amíg az előbb vizsgált hasznokra biztosan számítani lehet (csupán a nagyságrendjük kérdéses), az itt tárgyalt hasznok (elmaradt költségek) *fajtai* maguk is valószínűségi változók, amelyeknek a makrogazdasági hatásairól – bekövetkezésük esetén – semmiféle prognózist nem tudunk adni. Arra tudunk csak hivatkozni, hogy voltak olyan országok, amelyek rendkívül erősen megszenvedték a valutáik elleni támadást (például a délkelet-ázsiai országok 1998-1999-ben), és voltak olyanok, amelyek viszonylag könnyen átvészelték azt (például az észak-európai országok 1992 után).

ugyanis, hogy milyen valószínűséget, illetve makrogazdasági költségeket tulajdonítunk egy, a forint ellen irányuló spekulatív támadásnak, a hazai valuta megszűnéséből származó hasznokat (elmaradt költségeket) bármekkora tehetjük. Hasonlóan igaz ez a fizetésimérleg-korlát lazulásából eredő hasznokra. Ha azt gondoljuk, hogy a fizetésimérleg-korlát számottevően leszoríthatja a hosszú távú gazdasági növekedést (az egyébként lehetségeshez viszonyítva), akkor számottevő dinamikus (a növekedési ütem tartós emelkedésében megmutatkozó) hasznokat remélhetünk az EMU-csatlakozástól. Ha a fizetési mérleg-korlátnak ebből a szempontból nem tulajdonítunk nagyobb jelentőséget, az itt tárgyalt dinamikus előnyöket sem értékelhetjük különösebben nagyra.

Ezzel természetesen sem a forint támadhatósága megszűnésének, sem a fizetésimérleg-korlát tágulásának a következményeit nem tekinthetjük elintézetnek.⁵ Csupán annyit állítunk: további elemzés nélkül majdhogynem hit kérdése, hogy a legutóbb említett hasznokról (meglétükről, illetve nagyságukról, időbeli eloszlásukról) mit gondolunk. Elemzésünk szempontjából elsősorban a lehetséges hasznok és az EMU-csatlakozás időzítése közötti kapcsolat a fontos.

1.2. A hasznok és az EMU-csatlakozás időzítése

A továbbiakban azt a kérdést vizsgáljuk, hogy a hasznok függenek-e attól, hogy „gyorsan” vagy „lassan” csatlakozunk az EMU-hoz. Természetesen nem arra a triviális összefüggésre gondolunk, hogy „minél előbb realizáljuk a hasznokat, annál jobban járunk”, továbbá „minden évvel, amellyel halasztjuk a belépést a GDP x%-ának megfelelő haszonról mondunk le”. Itt elsősorban arra vagyunk kíváncsiak, hogy a hasznok változnak-e az idő függvényében, egészen pontosan: csökkennek-e attól függően, hogy előbb vagy később válunk az euróövezet részévé.

Ahhoz, hogy a kérdésre válaszoljunk, az előzőekben áttekintett hasznokon belül különbséget kell tenni egyfelől a tényleges, másfelől az elmaradt költségek értelmében felfogott hasznok között.

Ami a *tényleges hasznokat* – a tranzakciós költségek és a kamatprémium csökkenését – illeti, ezek aligha mérséklődnek pusztán attól, hogy az EMU-csatlakozás előbb vagy később következik be. A *hosszabb távú* gazdasági növekedés fizetésimérleg-korlátjának tágulása már csak meghatározásából következően sem lehet különösebben érzékeny arra, hogy néhány évvel előbb vagy utóbb kapcsolódunk az eurózónához. Ezzel szemben a nemzeti valuta megszűnésével összefüggő, *elmaradt költségekként* értelmezett hasznok erősen függenek a csatlakozás időzítésétől. Minél előbb csatlakozunk az EMU-hoz, annál nagyobb *lehetséges* költségeket, veszteségeket és kockázatokat takarítunk meg (vagyis annál nagyobbak az implicit hasznok); a kockázatok/költségek pedig a csatlakozás kitolásával együtt nőnek (az implicit hasznok csökkennek), és az összefüggés valószínűleg nem lineáris (vagyis a csatlakozás bizonytalan időre való eltolása aránytalanul megemelné a kockázatokat és költségeket).

A közeli EMU-csatlakozás elmaradt költségekként felfogott implicit hasznok alapvetően azzal függ össze, hogy amíg létezik a nemzeti valuta és az árfolyamkockázatot is magába foglaló kamatkülönbség (s a pénzügyi piacok szereplői arra számítanak, hogy előbb-utóbb csatlakozunk az EMU-hoz), addig lesznek olyan

⁵ A fizetésimérleg-korláthoz kapcsolódó kérdéseket azért sem tekinthetjük lezártak, mert egyes hazai és nemzetközi kutatások szerint Magyarország (és más közép-kelet-európai országok) gazdasági növekedésének ingadozásait hosszabb távon a fizetésimérleg-korlátba történt ismétlődő beleütközés magyarázza. Lásd pl. Darvas-Simon (2000) és Landesmann – Pöschl (1995).

tőke mozgások is, amelyek ebből nyereségre igyekeznek szert tenni (erről szól az úgynevezett konvergencia-játék). Minél tovább húzzuk az EMU-hoz való csatlakozást, annál tovább tarthat, illetve jelentősebbé válhat a *nem kívánatos* tőkebeáramlás (amely vagy az árfolyamot erősíti túlzott mértékben, vagy – intervenció esetén – sterilizációs igényt támasztva, rontja az államháztartás egyenlegét). Az ilyen típusú tőkebeáramlás nemcsak az előbbi okokból nemkívánatos, hanem azért sem, mert rendkívül mobil: akár a hazai gazdaság esetleges rossz hírei, akár a közelünkben bekövetkező kedvezőtlen fejlemények hirtelen megfordíthatják az irányzatát, ami a valuta erős leértékelődését (ezáltal az infláció emelkedését) és/vagy a devizatartalékok hirtelen csökkenését, esetleg a monetáris politika szigorítását okozhatja. Mindezeketől a veszélyektől csak az eurózónához való mielőbbi csatlakozással szabadulhatunk meg.

Összefoglalva: az EMU-csatlakozás közvetlen hasznai nem függenek a csatlakozás időzítésétől (természetesen eltekintve a hasznok időzítésének triviális – „ha jó, annál jobb, minél előbb jó” típusú – értelmezésétől), ellenben az elmaradt/megtakarítható költségekként, illetve egyes kockázatok mérséklődéseként értelmezhető (implicit) hasznok annál nagyobbak, minél előbb válik Magyarország az euróövezet részévé.

1.3. A gyors EMU-csatlakozás: költségei és kockázatai

Az elemzés szempontjából célszerű a gyors EMU-csatlakozási stratégia költségeit, illetve kockázatait aszerint megkülönböztetni, hogy azok endogének (vagyis a hazai gazdaságpolitika lépéseire és/vagy a gazdaság reakcióihoz kapcsolódnak) vagy exogének-e (az EU-partnerek viselkedésétől függenek). Az elemzés túlbonyolítását elkerülendő, a gyors csatlakozás kiindulópontjaként a lehető legrövidebb időt (2007-et) értjük.

A gyors EMU-csatlakozás endogén költségei: rövidebb és hosszabb távú hatások

A gyors EMU-csatlakozás *rövidebb távú* endogén költségei alapvetően ahhoz kapcsolódnak, hogy a maastrichti kritériumoknak – elsősorban az árstabilitásra és az államháztartási hiányra vonatkozó előírásoknak – túlságosan gyorsan kellene megfelelni. Emellett abból is veszteség keletkezhet, hogy túl korán kellene lemondanunk az önálló pénz teremtéséből származó állami bevételről (az úgynevezett seigniorage-ról). Jóllehet az előbb említett költségek is több éven keresztül hathatnak, ezektől meg kell különböztetni a *hosszabb távú költségeket*, amelyek akkor merülnének fel, ha átváltási összefüggések léteznének a maastrichti nominális konvergencia-kritériumok gyors teljesítése és a hosszú távú gazdasági növekedés (vagyis a reálgazdasági konvergencia) között.

Rövidebb távú költségek

A rövidebb távú költségek főként abból erednek, hogy a belépést megelőzően, az inflációs teljesítmény vizsgálatának az időszakában az *inflációt* 2-3%-ra (esetleg – a legjobb „inflációs teljesítményt” felmutató három tagország átlagától függően – ez alá) kellene leszorítani. Ha az infláció leszorítása döntően monetáris politikai eszközökkel történne, az nagy valószínűséggel reálgazdasági áldozatot követelne (a növekedés üteme és a foglalkoztatottság szintje átmenetileg alacsonyabb lenne az egyébként lehetségesnél). Hangsúlyozzuk azonban, hogy e reálgazdasági áldozat nagyságáról,

illetve tartósságáról semmi biztosat nem állíthatunk. Akár igazolódhat is a vélekedés, amely szerint a kérdéses áldozat viszonylag csekély,⁶ sőt, az a lehetőség sem zárható ki, hogy a kamatkonvergencia folytán csökkenő kamatszínvonal – élénkítve a belföldi keresletet – ellensúlyozza a dezinfláció kedvezőtlen reálgazdasági hatásait.⁷ Amikor azonban egy olyan hatásról gondolkodunk, amelyről lényegében semmi biztosat nem tudunk, a prudencia azt kívánja, hogy a negatív hatást inkább becsüljük túl, semmint minimálisnak vagy nullának tekintsük. Itt jegyezzük meg, hogy egy társadalmi megállapodáson alapuló dezinflációs stratégia jelentősen mérsékelhetné az infláció gyors csökkentésének reálgazdasági kockázatait.⁸

A másik nagy – és várhatóan reálgazdasági költségekkel járó – kihívás az ESA-meghatározás szerinti államháztartási hiánynak rövid időn belül a GDP 3%-ára történő csökkentése. A cél technikai értelemben nem elérhetetlen, habár az előírt módon számított egyenleg 2002-ben a várt 6%-kal szemben a GDP 9%-a körül alakult és – jó esetben – 2003-ban kerülhet 6% alá. Ez egyben azt is jelenti, hogy a bővös 3% eléréséhez az elképzelnél, vártnál hosszabb időre lesz/lehet szükség. Az is vitathatatlan, hogy amennyiben az infláció leszorítására irányuló célok megvalósulnának, a fiskális korrekció egy része automatikusan, pusztán a nominális kamatok mérséklődésével is teljesülne. Ezzel szemben áll viszont az, hogy a már ma is rendkívül jelentős államháztartási elkötelezettségek az EU-csatlakozás közeledtével tovább nőhetnek; bizonyos – közvetlen és közvetett – átváltási összefüggések vannak a fiskális deficit, valamint az infláció leszorítása között; végül pedig az is, hogy a következő években nem a korábban megszokott *átmeneti*, hanem permanens (majd pedig – az EMU-csatlakozás után –folytatódó) fiskális korrekciót kellene végrehajtani. Méghozzá oly módon, hogy a fiskális korrekció eddig alkalmazott tipikus eszközei – így az infláció szándékos alábecslése, a nagyobb kiadási tételek *átmeneti* megkurtítása, illetve befagyasztása – nem állnak majd rendelkezésre. Könnyen elképzelhető, hogy e fiskális kiigazításnak főként a szűkebben és tágabban értelmezett infrastrukturális beruházások lesznek az áldozatai – de ez már a hosszabb távú költségeket érinti.

A szükséges fiskális kiigazítás kérdését más oldalról megközelítve: azt is figyelembe kell venni, hogy a várakozásokhoz képest késik a nemzetközi és a hazai konjunktúra megélénkülése, s a fellendülés valószínűleg lanyhább lesz a vártnál. Így azután az előbb tárgyalt fiskális korrekciót nem lehet az adóbevételek automatikus emelkedésére alapozni. Ha viszont a fellendülés később következik be, illetve „laposabb” lesz, akkor a maastrichti költségvetési kritérium teljesítésére irányuló igyekezet prociklikussá (a nehézkes fellendülést gátlóvá) teheti a fiskális politikát. A kockázat hosszabb távon sem lebecsülendő. Ha és amikor a fellendülés bekövetkezik, és erre támaszkodva sikerül elérni a 3%-os államháztartási deficitet, akkor a gazdaságpolitika és a gazdaság számára erős sokkot jelenthet az, hogy egy későbbi dekonjunktúra idején jóval alacsonyabbra kell az államháztartás hiányát leszállítani.

Végül rövidebb távú veszteség származhat a seigniorage elvesztéséből is. E tétel – az MNB becslése szerint – a GDP 1,4%-át tette ki 2000-ben; az összeg nagyobb része inflációs adó volt. A seigniorage nagy részét tehát a dezinflációval valószínűleg eleve elveszítjük (egy kisebb része pedig az euró-zóna seigniorage-bevételének elosztása révén visszakapjuk), ezért ezen a csatornán keresztül nem kell nagyobb veszteségekkel számolni.

⁶ Lásd Backé–Fidrmuc–Reininger–Schardax (2002), 36. old.

⁷ Az EU egyes dél-európai tagországaiban az EMU-csatlakozás közeledtével ilyen típusú hatás megfigyelhető volt (lásd a megfelelő pontot).

⁸ Ezzel a kérdéssel a későbbiekben részletesen is foglalkozunk.

Mindent egybevetve, a fiskális alkalmazkodáshoz tartozó reálgazdasági költségeket, csakúgy, mint a defláció költségeit, ma rendkívül nehéz lenne megjósolni. Ezek ugyanis túlságosan függnek a költségvetési kiigazítás és a defláció külső és belföldi feltételeitől.

Hosszabb távú költségek

Az előzőekben világossá vált, hogy a rövidebb és hosszabb távú költségeket nehéz megkülönböztetni. A következőkben egyetlen momentumot emelünk ki: azt a problémát, hogy a maastrichti kritériumok mielőbbi teljesítésére irányuló szándék olyan nominális árfolyamot eredményezhet a csatlakozás idejére, amely a gazdaság tényleges lehetőségeihez és képességeihez mérten túlértékeltnak bizonyul.

Mivel a külkereskedelemben kerülő javak átmeneti árcsökkenésére – lévén működik az úgynevezett Balassa-Samuelson hatás (a szolgáltatásoknak az iparcikkénél gyorsabb *egyensúlyi* áremelkedése)⁹ – a gazdaságpolitikának nincs más lehetősége, mint a belföldi valuta nominális felértékelése (a felértékelődés előmozdítása), ezért a valuta túlértékeltté válhat. Egy túlértékelt árfolyam költségei főként abban állnak, hogy gazdaság csak a bérek csökkenésén keresztül és/vagy az egyébként lehetségesnél alacsonyabb reálgazdasági aktivitással alkalmazkodhat a nominális árfolyam által megszabott feltételekhez.

Exogén tényezők okozta költségek

Az exogén tényezőkkel nagyon röviden foglalkozunk. Arról van szó, hogy az EU, illetve illetékes szervei a hazai gazdaságpolitika által elgondoltnál későbbre képzelhetik Magyarországnak az EMU-hoz való csatlakozását.

A hazai szándékok és a fogadó fél elképzelései közötti időbeli inkonzisztencia arra vezethet, hogy miközben Magyarország – az előzőekben felvázolt reálgazdasági áldozatokat is vállalva – felkészül az EMU-csatlakozásra, az EU erre nem bizonyul felkészültnek, illetve kifejezetten elhárítja az új tagoknak az EMU-hoz való csatlakozási szándékát. Ebben az esetben kiderülne: túlságosan korán teljesítettük a csatlakozás kritériumait (túl gyorsan, túl nagy költségeket vállaltunk). Ebből a szempontból különösen az bizonyulna súlyosnak, hogy az inflációt idő előtt csökkentettük nagy mértékben, s az infláció alacsony szinten való tartása (esetleg további mérséklésének kényszere) teljesen fölösleges deflációs gödörbe taszítja a kompetitív szektort. Hosszabb távon ugyanis a kompetitív szektor áremelkedése e szektor EU-beli áremelkedéséhez igazodik: e szektorban nem csökkenni, hanem kissé emelkedni fognak az árak.

⁹ A Balassa-Samuelson hatásról részletesebben lásd a következő fejezetet.

2. Vélemények és tapasztalatok az EMU-csatlakozással kapcsolatban

Az EMU-csatlakozás időzítésével, illetőleg az azt megelőzően követendő árfolyampolitikával foglalkozó összefoglaló tanulmányok alapján ezúttal két tematikus csomópontot kívánunk megvilágítani: a tőke mozgások liberalizációjával, a nagymértékű tőkebeáramlással kapcsolatos kihívások értékelését, illetve a dezinfláció problematikáján belül a Balassa-Samuelsón hatás következményeinek tárgyalását. Végül röviden összegezzük a kohéziós országok dezinflációs törekvéseivel összefüggő eredményeit és tapasztalatait.

2.1. A pénzügyi válság kockázata

A jelenleg csatlakozásra váró országok helyzete többek között abban is eltér a korábban felvett dél-európai országokétól, hogy a tőkeliberalizáció jóval előbbre tart, s emiatt a kelet-közép európai országok gazdasági jóval sérülékenyebbek. A tőkebeáramlás egyrészt a hazai valuta felértékelődésének az irányába hat, másrészt élénkíti a belső piaci keresletet és a pénzkínálatot, ezen keresztül hat az inflációra. A tőkeliberalizáció következtében elvész a tőkeáramlás feletti kontroll, ami egyszerre nehezíti meg az árfolyampolitikát és az antiinflációs politikát. Másfelől a liberalizáció következtében megnő a nagyarányú tőkeáramlás veszélye is, amely viszont árfolyamválságot, bankválságot, ezen keresztül recessziót stb. idézhet elő.

Begg-Eichengreen-Halpern-von Hagen-Wyplosz (2001) kiindulópontja a spekulációs válság megnövekedett kockázata. Mindenekelőtt az árfolyam elleni támadás perspektívája teszi kockázatosabbá az árfolyam rögzítését az EU-csatlakozás előtt és után. Amint a tagjelöltek beléptek az ERM II-be, a választási lehetőségük lényegében arra korlátozódik, hogy kihasználják-e a rendszerben biztosított +/-15%-os ingadozási sávot, vagy egyoldalúan kötelezettséget vállalnak egy egy szorosabb sáv fenntartására, esetleg az árfolyam teljes rögzítésére (ld. valutatanács). Az ERM II előtt lehetőség van a szabad vagy irányított lebegtetésre is (összekötve pl. az inflációs célkitűzéssel, mint "nominális horgonnyal"). A szerzők ezt a megoldást preferálják. A lebegő árfolyamból fakadó nagyobb árfolyamingadozás negatív hatásai legalább részben kivédhetőek a bankok eszköz- és forrásösszetételével kapcsolatos prudenciális szabályok és a bankfelügyelet szigorításával.

Mivel Begg és szerzőtársai igen komolyan veszik az önálló valuta meglétéből fakadó kockázatokat, nagy súllyal esik latba a monetáris unióhoz való csatlakozásnak az a közvetett előnye, hogy kiküszöböli az árfolyamválság veszélyét. Ezért a szerzők a *mielőbbi EMU-csatlakozást szorgalmazzák.*

Csakhogy ehhez a csatlakozáshoz a dolgok jelenlegi állása szerint elkerülhetetlen a legalább két évig tartó részvétel az ERM II-ben. A szerzők szerint ez a *lehetséges legkockázatosabb* megoldás. A tőke mozgások liberalizációja és a rögzített árfolyamrendszer veszélyes kombináció, mivel a rögzített árfolyam szinte kihívja maga ellen a spekulatív támadást, és ez a liberalizált tőkepiacok mellett igen könnyen bekövetkezik. Noha lehetséges az árfolyamválság veszélyét csökkenteni (mindenekelőtt nagyon szigorú költségvetési politikával), inkább érdemes abból kiindulni, hogy liberalizált tőkepiacok esetében nem előnyös erőltetni az árfolyam(centrum) rögzítését. Ezért, noha általában véve az EMU-csatlakozást érdemes minél előbbre hozni,

megfontolandó az ERM II-be való belépés bizonyos ideig való elhalasztása. Például abban az esetben, ha az infláció, a költségvetési deficit és a fizetési mérleg hiánya még nem került stabilan egy többé-kevésbé biztonságosnak mondható szint alá. Magas infláció mellett a rögzített (közép-) árfolyam versenyképességi problémákat okozhat.¹⁰

A szerzők (hasonlóan pl. mint Csajbók-Csermely (2002)) úgy vélik, hogy a tőkebeáramlás (a már említett destabilizáló mellékhatásokkal együtt) várhatóan épp az EU-csatlakozást *követően* fog felerősödni. Ez is amellet szólhat, hogy az EU-tagság előtt lebegtetéses árfolyampolitikát folytató új tagállamok ne siessék el az ERM II-höz való csatlakozást. Viszont az ERM II-be való belépést követően indokolt minél gyorsabban kikerülni belőle – a monetáris unióhoz való csatlakozás révén.

Nem utolsósorban a kellemetlen ERM II-es szakasz kötelezettsége alóli kibújás szándéka teheti vonzóvá az euró egyoldalú bevezetését még az EU-csatlakozás előtt. Begg és szerzőtársai szerint ez volna a legkevésbé kockázatos megoldás, ha az unió nem utasítaná el kategorikusan. Ha ez lehetetlen, érdemes néhány évig fenntartani az irányított lebegtetést és akkorra halasztani az ERM II-be való belépést, amikor az új EU-tagállam makroökonómiai egyensúlyi mutatói stabilizálódtak, és talán lecsengett a tőkebeáramlásnak az EU-csatlakozást követő megugrása.

Buiter-Grafe (2001) alapvető tézise, hogy az eurózónához való csatlakozást minél előbb, lehetőleg már az EU-csatlakozással egyidőben végre kellene hajtani. Ezt – Begghez és szerzőtársaihoz hasonlóan – azzal indokolják, hogy a tőkemozgások liberalizációja sebezhetővé teszi az ERM II-t.

A másik fő opció, a valuta *szabad lebegtetése* (plusz inflációs célkitűzés) tárgyalásakor a hangsúlyt az inflációs célkitűzéssel kapcsolatos speciális problémákra helyezik, mint a jegybank függetlensége, és a közvélemény felé történő kommunikálása stb. a monetáris politika átláthatósága. Am arra felhívják a figyelmet, hogy a szabad lebegtetés (“a nominális horgonyról” való lemondás) esetén a volatilisabb árfolyam destabilizáló hatású lehet a bankrendszerre nézve, különösen, ha a banki mérlegek jelentős részét teszik ki az idegen pénznemben tartott eszközök és források. Például a hazai valuta leértékelődése fizetési nehézségeket okozhat a bankok azon ügyfeleinél, akik külföldi pénznemben vettek fel hitelt.¹¹

Wagner (2001) Begg és szerzőtársai véleményéhez hasonlóan kifejti, hogy a tagjelölt országok meglehetősen labilis helyzetben vannak a tőkemozgások liberalizációja miatt. A rögzített árfolyamrendszerrel operáló országok könnyen támadhatóak. Az ERM II-ben időző új tagok pozíciója Wagner szerint is kiszolgáltatott lesz, ezért az érintettek igyekeznek majd minél előbb kijutni az ERM II-ből, be az EMU-ba.

Valójában a lebegő árfolyam sem okvetlenül véd meg a befektetői hangulat hirtelen megfordulásától, azonkívül a volatilis árfolyam költséges. Mindazonáltal az ERM II előtt hasznos a lebegő árfolyam, mert támpontot adhat, hogy milyen szinten rögzítsék az árfolyamközepeket az ERM II-be való belépéskor.

Wolf (2001) egészében kivételt képez a bemutatott szerzők között. Habár elismeri az árfolyamkockázat, a spekulációs válság létezését, két szempontból is

¹⁰ *Szapáry (2000)* is megjegyzi, hogy a rögzített árfolyam nehézségekbe ütközik jelentős (a Balassa-Samuelson hatással indokolhatóan sokkal gyorsabb) infláció esetén. Ekkor nem a felértékelődés, hanem a leértékelődés hiánya káros, hiszen az infláció gyors reálfelértékelődést von maga után, és csak leértékeléssel lehetne megelőzni az export-versenyképesség romlását. Miután több csatlakozásra váró országban az infláció már 5% közeli szintre mérséklődött, ez a probléma immár kevésbé korlátozza a lehetőségeket, mint akár 2-3 évvel ezelőtt.

¹¹ *Szapáry (2000)* megjegyzi, hogy az árfolyamingadozások elsősorban a hazai tulajdonú vállalatokat érinthetik érzékenyen.

másképp ítéli meg a kockázat nagyságát, mint az eddig említett tanulmányok szerzői. Egyrészt – a korábban csatlakozó országok tapasztalataira hivatkozva – úgy véli, a tőkebeáramlás a csatlakozást *megelőzően* ugrik meg, a csatlakozást követően még valamelyes mérséklődés is elképzelhető. Másrészt szerinte a csatlakozás után a forrásbeáramlás szerkezete is módosul: a spekulációs tőke részben átadja helyét a közös alapokból származó források beáramlásának. Ez pedig a tőkeáramlással kapcsolatos kockázatot *csökkenti*. Wolf tehát nem csak a tőkeáramlás volumenének, hanem összetételének várható alakulását is figyelembe veszi a kockázatok mérlegeléséhez.¹² Ugyanakkor a tőkebeáramlással kapcsolatos eltérő prognózis hasonló árfolyampolitikai konklúzióhoz vezet: a tőkebeáramlás mérséklődésének periódusában a korábbi árfolyam túlságosan *erősnek* bizonyulhat. Amennyiben a nominális árak lefelé merevek, nem képesek alkalmazkodni az új helyzethez, előnyösebb a rugalmas árfolyam.

Néhány további érvet is felhoz arra nézve, hogy a csatlakozás előtt a rugalmas árfolyam a biztonságosabb. Noha az egyensúlyi árfolyam trendje az erősödés irányába mutat, az egyensúlyi árfolyam jelentősen ingadozhat a trend körül. Ha az árfolyamot rögzítjük, az ingadozásnak az árakban kell érvényre jutnia, ez azonban a munkapiac rugalmasságát feltételezi. A tagjelölt országokban ez többnyire kevéssé áll fenn (kivételemként Észtország). Mindezt egybevéve, Wolf is úgy véli, hogy azok a tagjelölt országok, amelyek eddig még nem kötelezték el magukat valamilyen kötött árfolyamrendszer mellett, a *csatlakozásig* maradjanak meg az árfolyamlebegtetés valamely variációjánál.

Ami az EU-csatlakozást követő időszakot illeti, Beggel és szerzőtársaival ellentétben, akik az ERM II-be való belépést valóságos halálugrásként jellemezték, Wolf sokkal inkább a kockázatok csökkenését prognosztizálja. Mivel az ERM II-tagállamoknak szükség esetén az ECB segít az intervencióban, ezenkívül a beáramló tőke nagyrészt immár nem spekulatív tőke, hanem a közösségi alapokból származik, a spekulatív támadások esélye csökken. Ezért Wolf az ERM II-t nem purgatóriumként, hanem inkább az EMU lakályos előszobájaként ábrázolja. Az árfolyamközép végleges rögzítését érdemes elhalasztani arra az időre, amikor a strukturális reformok nagyrészt lezajlottak.

2.2. A maastrichti kritériumok teljesíthetősége, Balassa-Samuelson hatás

A dezinfláció hatása a növekedésre

A kérdést, hogy az inflációs ütem mérséklése, az árstabilitásra való törekvés mekkora növekedési áldozatot követel meg, természetesen csak akkor lehet megválaszolni, ha tudjuk, hogy mennyire makacs inflációval van dolgunk, milyen erők az infláció növekedése irányába ható erők, avagy – ilyen erők hiányában – mekkora az inflációs

¹² Ezzel kapcsolatban érdemes megemlíteni Buch és Lusinyan tanulmányát (Buch – Lusinyan, 2001), amely elvileg támpontot jelenthetett volna a kérdés eldöntéséhez. A szerzőpáros abból kiindulva, hogy a rövid távú hitelek alkotják a nemzetközi tőkeáramlás legvolatilisabb részét, felvetik azt a lehetőséget, hogy a tagjelölt országok annál inkább ki vannak téve a tőkeáramlás megfordulásának, a tőkemenekülésnek, minél nagyobb hányadot tesznek ki a tőkemérlegben a rövid távú hitelek. Kísérletet tesznek a rövid távú hitelek nagyságát és arányát determináló tényezők meghatározására. Végül a kapott eredmény némileg ellentmond a kiinduló feltevésnek: igaz ugyan, hogy a nagyobb országok kockázata arra ösztönzi a befektetőket, hogy a rövid távú hitelt válasszák befektetési formaként, de még inkább a rövidtávú hitelek növekedése irányába hat a gazdasági fejlődés és a kereskedelmi kapcsolatok bővülése. Így hát a szerzőknek az a konklúziója, hogy a rövidtávú hitelek aránya a befektetéseken belül *növekedni fog*, csupán a várható fejlődés folyamánya, nem jelenti azt, hogy a tőkemenekülés kockázata is nő.

folyamat tehetetlensége. A tehetetlenség egyrészt a beragadt várakozásoknak tulajdonítható, vagyis hogy a szereplők a korábbi inflációs rátákból következtetnek a jövőbeli inflációra, anélkül, hogy számottevő csökkenést feltételeznének. A másik tényező a visszatekintő indexáció, amely (pl. a keresetek, vagy a nyugdíjak esetében) a múltbeli, nem pedig a jövőben várható inflációért kompenzál. (Természetesen beragadt várakozások mellett a visszatekintő és előretekintő indexáció közti különbség elenyészik.)

Tisztán előretekintő várakozások mellett a dezinfláció elvileg teljesen költségmentes is lehet. Ez akkor is igaz, ha feltesszük, hogy az *árak* ragadósak.¹³ *Buiter és Grafe* (2001) ugyanakkor modell segítségével illusztrálja, hogy akár részben visszatekintő infláció mellett a dezinfláció már pozitív növekedési áldozattal jár. Minél inkább sikerül a dezinflációs várakozásokat erősíteni, annál kisebb lesz a dezinfláció várható reálgazdasági költsége. Valójában ez a közvetlen inflációs célkitűzésre való áttérések egyik fontos deklarált mozgatórugója, mivel úgy tűnik, az áttérés bizonyos idő elteltével kedvezően hat a várakozásokra.¹⁴

Az inflációs várakozások rugalmatlansága vagy változékonysága két különböző elméleti vonulatban is döntő szerephez jut, ha más-más módon is. A kibocsátás/dezinfláció téma *újklasszikus* feldolgozása szerint (*Lucas, 1973*) a szereplők minél inkább nominális változásokként kezelik akár a nominális, akár a reálváltozókban végbemenő módosulásokat, annál kisebb lesz a gazdaságpolitikai lépés reálgazdasági költsége. Így pl. ha a vállalatok a monetáris restriktio nyomán a kereslet csökkenését nem reálcsökkenésnek, hanem csupán a vélelmezett dezinfláció miatt bekövetkező nominális csökkenésnek fogják fel, kevésbé fogják vissza a termelés volumenét stb. Márpedig Lucas szerint minél nagyobb egy gazdaságban a nominális GDP varianciája, annál inkább hajlamosak lesznek a szereplők mindenben nominális változást látni.

Egy másik felfogás, az ún. *neo-keynesiánus* megközelítés szerint (*Ball-Mankiw-Romer 1988*) minél magasabb az infláció szintje, annál gyakrabban kerül sor nominális korrekcióra (árkorrekcióra). De ez a nominális korrekció lefelé is működik, azaz ha magas infláció mellett beindul a dezinfláció, a szereplők gyorsabban korrigálják nominális (inflációs) várakozásaikat, így a reálgazdasági hatás is kisebb lesz.

A növekedési áldozat nagysága¹⁵ több más tényezőtől is függ – igaz, ezek részben összefonódnak a várakozásokkal. A lehetséges tényezők között megemlíthető

¹³ Különbséget kell tenni az árak nominális rugalmatlansága és a beragadt infláció között. Az előbbi egyszerűen akkor áll elő, ha a szereplők sokkal nehezebben fogadják el nominális bevételeik csökkenését, mint a bevételek reálértékének csökkenését. (Erre már Keynes is felhívta a figyelmet a munkavállalókkal kapcsolatban.) Ez a fajta rugalmatlanság önmagában nem akadályozza a dezinflációt. Ugyanakkor jelentősen csökkenti a defláció valószínűségét. Az inflációt csak abban az esetben gerjeszti, ha jelentős eltolódások mennek végbe a *relatív árak* szerkezetében. Ebben az esetben nem lesz mód arra, hogy az egymást ellensúlyozó áremelkedések és árcsökkenések közepette az általános árszínvonal a helyén maradjon – ehelyett a szerkezeti átalakulás egyben az inflációs ütem fokozódását is előidézi. Mivel az áralkalmazkodás még nem fejeződött be a tagjelölt országokban, e tényező minden bizonnyal szerephez jut még a következő években. (Erről lásd Čihák – Holub, 2001.) Bizonyos értelemben a Balassa-Samuelsón-hatás is ennek a mechanizmusnak egy speciális esete, ám itt nem általában a nominális árak ragadósága okozza az árstruktúraváltással egybekötött inflációt, hanem az, hogy a versengő termékek külföldi és belföldi ára tendenciaszerűen kiegyenlítődik.

¹⁴ *Clifton-Leon-Wong* (2001) a releváns OECD-tagállamok adatainak ökonometriai elemzésével támasztja alá ezt a tételt. Ugyanakkor felhívja a figyelmet arra, hogy a kedvező hatás nem jelentkezik azonnal az inflációs célkitűzésre való áttérést követően.

¹⁵ Több szerző az ún. „áldozatrátát” (*sacrificeratio*) teszi meg mércének. Ez a mutató a munkanélküliség százalékos növekedését vagy a GDP százalékos csökkenését jelzi az inflációs ráta egy százalékpontos csökkenése mellett.

az árfolyampolitika, a dezinflációs folyamat sebessége, valamint az, hogy a folyamat alatt milyen szintre jutott a tőkeliberalizáció. További szempont lehet az is, hogy milyen szinten áll az infláció. Buiter-Grafe (2001) szerint a dezinflációs folyamat kezdetén a reálfelértékelődés növeli a folyamat költségeit. Ezenkívül a „gradualista” politika kisebb költséggel jár, mint az antiinflációs sokkterápia.

A dezinfláció kívánatos ütemén illetően ellentétes álláspontot foglal el *Ball* (1993). Ball elnagyoltnak tartja a Phillips-görbével való operálást, mert az az infláció szintjéhez és nem a változási tendenciához kapcsolja a GDP alakulását. Ezért nem egy adott időszak ár- és GDP-alakulását veti egybe, hanem 1960-tól kezdve kifejezetten a mérsékelt inflációjú OECD-országokban előforduló *dezinflációs periódusokat* vizsgálta. A havi és az éves adatok ökonometriai elemzése alapján arra a következtetésre jutott, hogy minél gyorsabb a dezinfláció lefutása, annál kisebb a kibocsátásban mért költség. A magyarázatot ő is a várakozásokban keresi: az antiinflációs sokkterápia gyorsan átrendezi a *nominális* várakozásokat, így az infláció tehetetlenségi ereje nem érvényesül. Meg kell jegyezni, hogy ezt az eredményt úgy érte el, hogy a dezinfláció folyamán a tényleges GDP-nek a trend-GDP-től való elmaradását mérte. A trendet a tényleges GDP-adatsor kiemelt adatainak összekötésével állította elő. Tehát elvileg nem foglalkozott azzal a lehetőséggel, hogy az ilyen vagy olyan dezinflációs politika magának a GDP-növekedésnek a trendjét is érinti.

Loungani – Razin – Yuen (1997) arra hívja fel a figyelmet, hogy a fejlődő országok közül azokban szenvedte meg a foglalkoztatottság és a GDP a dezinflációt a legkevésbé, ahol a tőkemozgásokat korlátozták. Mind a korábban emlegetett Lucas-féle modellt, mind pedig a neo-keynesiánus Ball-Mankiw-Romer-féle modellt kiegészítették egy tőkemozgások kontrollját jellemző mutatóval. Az ökonometriai vizsgálat mindkét esetben azt az eredményt hozta ki, hogy a tőkemozgások korlátozása enyhíti a dezinfláció reálgazdasági hatását.

Felmerül az a kérdés is, hogy az infláció aktuális szintje rövid távon miként befolyásolja a dezinflációs politika költségességét. A 90-es években teret nyert az az álláspont, hogy a Phillips-görbe – legalábbis az ipari országok körében – nem lineáris, konvex. Egy lehetséges értelmezés szerint (*Agénor 2000*) ez lényegében azt jelenti, hogy minél magasabb az infláció, illetve nagyobb a kibocsátás tényleges szintje a mindenkori tartósan fenntartható potenciális szinthez képest, annál kisebb áldozattal csökkenthető az infláció. A relatív kibocsátási szint és az infláció csökkenésével azonban a további dezinfláció egyre nagyobb áldozatot követel.¹⁶ Ez egyben azt is jelenti, hogy a boom inflációs hatása erősebb, mint a recesszió dezinflációs hatása. Agénor szerint tehát a dezinfláció nagyobb monetáris restriktiót követel meg, mint amekkora lazítás a túl alacsony inflációs szint elkerüléséhez szükséges. Agénor úgy találta, hogy egyes *fejlődő* országokban nem állítható egyértelműen az adatok alapján, hogy a Phillips-görbe nem lineáris (Törökországban éppenséggel a lineáris görbe tűnik plauzibilisebbnek.)

¹⁶ Valójában ez az elemzési keret a rövidtávú, konjunkturális tényezőkre koncentrált, hiszen nem foglalkozik a „potenciális” termelési szint időbeli növekedésével. Így az dezinfláció költségességével kapcsolatos összefüggés is csak egy adott pillanatra értelmezhető. Tehát ennek alapján nem lehet kijelenteni, hogy könnyebb most, kiegyensúlyozott konjunkturális helyzetben 10%-ról 7%-ra csökkenteni az inflációt, mint három év múlva, szintén kiegyensúlyozott konjunkturális helyzetben 5%-ról 2%-ra. Csupán annyi állítható, hogy pl. kevésbé költséges most, a gazdaság boom körülményei között 3%-ponttal csökkenteni az inflációt, mintha szintén most recesszió lenne, és *ennek megfelelően* inflációs szint is alacsonyabb volna.

Dezinfláció és a Balassa-Samuelson-hatás

A dezinfláció költségeit minden olyan tényező növelheti, amely az infláció tartós fennmaradása irányában hat. Az utóbbi években ezek közül kiemelt figyelmet kapott az ún. *Balassa-Samuelson hatás* (továbbiakban: BS-hatás). A BS-hatás azon alapszik, hogy az (amúgy a tőkebefektetésektől nem független) gazdasági felzárkózás folyamán a termelékenység gyorsabb ütemben javul a külkereskedelemben bekerülő javak (a továbbiakban: kompetitív javak) körében, mint a külkereskedelemben nem kerülő (a továbbiakban: nem kompetitív) javak esetében. Amennyiben az egyes ágazatok relatív bérszínvonalában nincsen számottevő eltolódás, és a bérek növekedését a kompetitív termékek béremelkedése szabja meg, a nem kompetitív javaknál a bérek gyorsabban növekednek, mint a termelékenység. Ennek következtében az egységköltséggel együtt a nem kompetitív javak relatív árának növekednie kell, vagyis a felzárkózó országok esetében *pusztán* a felzárkózás miatt is előáll egy bizonyos fokú inflációs nyomás, ami a hazai valuta reálfelértékelődését eredményezi. A másik lehetőség a hazai valuta nominális felértékelődése – a reálfelértékelődésnek ebben az esetben nem kell az infláción keresztül végbemennie.

Témánk szempontjából a BS-hatás azért bír jelentőséggel, mert az EMU-hoz való gyors csatlakozást megcélzó országok nem alakíthatják szabadon saját dezinflációs pályájukat: az EU-csatlakozást követő két év alatt el kell érniük a maastrichti szerződésben kikötött (dez)inflációs szintet. Amennyiben létezik olyan tényező, amely az EMU-átlagnál tartósan magasabb inflációs ütemet eredményez, akkor ez azzal fenyeget, hogy csak agresszív, a reálgazdasági költségeket számottevően növelő gazdaságpolitikával, lehet elérni a nominális kritériumok teljesülését. Az egyik ilyen lehetséges tényező a BS-hatás.

A Balassa-Samuelson hatással összefüggő többletinfláció nagyságára nézve többféle becslés van forgalomban. Egy részük eléri vagy meghaladja a 2%-ot. *Égert (2001)* az öt közép-európai tagjelölt ország (Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia, Szlovénia) vizsgálata során a (Németországgal szembeni) relatív termelékenység, a reálárfolyam, illetve versenyző és nem versenyző termékek relatív árai közti összefüggéseket vizsgálta egyfelől az egyes országok időszoros adataiból, illetve szóban forgó öt ország együttes adataiból (panelvizsgálat). Eszerint az 1991-2001 közötti időszakban, különösen pedig annak második felében jelentős mértékben csökkent a termelékenységbeli lemaradás Németországhoz képest. Ebből adódóan a BS-hatásból fakadó inflációtöbblet is számottevő volt. A kompetitív/nem kompetitív szektor súlyait szokásos módon a két szektor nemzeti számlák szerinti arányaiból számolva, az eredmény Magyarországon az évi átlag számítási módszertől függően 1,9%-pont és 3,6%-pont, Lengyelországban 1,4%-pont és 4,4%-pont között alakult. (Csehország esetében a hatás gyengébb volt, Szlovákia és Szlovénia esetében pedig a termelékenységi hátrány inkább nőtt, mint csökkent.)

Mikor azonban *Égert* az árstatisztika által az árindex-számításhoz használt súlyokat vette alapul, egészen más eredményhez jutott. Ebben az esetben a relatív termelékenység növekedésének az inflációra gyakorolt hatása jóval kisebbnek mutatkozott. Magyarország esetében az éves átlagos inflációs többlet 1%-pont és 1,5%-pont közti értéket vett fel, Lengyelország esetében 0,9%-pont és 1,8%-pont között alakult. Mármint valószínűsíthető, hogy a fejlődéssel párhuzamosan a nem kompetitív szektor súlya nőni fog az árindexben is, így a kimutatott BS-hatás is fokozódhat. Ám egyidejűleg a termelékenységbeli felzárkózás üteme is csökkenhet (a lemaradás mértékének csökkenésével párhuzamosan), tehát összességében a BS-hatás változatlan

is maradhat. E két országnak tehát (nem is beszélve a többről, ahol eleve kisebbnek mutatkozott a BS-hatás) aligha kell tartania attól, hogy a felzárkózási folyamat teszi majd lehetetlenné a maastrichti inflációs kritériumhoz való közeledést.

A nemrégiben 5 kelet-európai ország jegybankjai által közösen készített tanulmány, *Kovács (2002)* kiindulópontja, hogy a statisztika által jelzett különbség a versengő és nem versengő termékek áremelkedési üteme között nem tulajdonítható kizárólag a BS-hatásnak. A különbséghez hozzájárulhat a két szektor közti bérarányok elmozdulása¹⁷, a relatív haszonkulcsok módosulása¹⁸, vagy olyan egyéb ok, mint a közvetett adótartalom megváltozása egyes termékcsoportokban, vagy az intermedierek árában végbemenő változás. A tanulmány kísérletet tesz arra, hogy a közép-európai tagjelölt országokban szétválasszák ezeket a relatív árakra ható tényezőket. Az egyes tényezőkre számszerűen lebontott becslést a tanulmány Csehországra és Magyarországra ad.

Eszerint *Csehországban* a BS-hatás évi átlagban 1,6%-ponttal növelte meg az inflációs rátát 1994-2001-ben. Ezen belül azonban 1998 és 2001 között a BS-hatás *negatív* volt (a termelékenység jobban nőtt a nem kompetitív, mint a kompetitív szektorban). Ennek ellenére 1998 után is gyorsabban nőttek a nem-kompetitív javak fogyasztói árai, ez azonban más tényezőknek (főként a nem-kompetitív szektor közvetett adójának növekedésének) a következménye volt. Ugyanebbe az irányba hatott a relatív bérszint módosulása (vagyis a relatív bérek állandóságának feltevése Csehország esetében nem állta meg a helyét).

Magyarország esetében a helyzet másképp alakult. Itt 5,2%-kal volt gyorsabb a nem-kompetitív termékek árának évi átlagos növekedése, mint a kompetitívéké 1992-2001-ben. Ám a lehetséges tényezők közül itt egyedül a BS-hatás hatott ebben az irányban. A két szektor közti bérarányok lényegében változatlanok maradtak (a tankönyvi BS-hatásnak megfelelően), a relatív haszonkulcsok és az egyéb tényezők (közvetett adók, intermedierek) is csak minimálisan befolyásolták a két szektor relatív árait, méghozzá *ellentétes* irányban, a kompetitív szektor „javára”, vagyis a reálleértékelés irányában. Pusztán a termelékenység eltérő ütemű növekedésének tulajdoníthatóan a nem-kompetitív szektor árszínvonala évente 6,6%-kal nőtt gyorsabban, mint a kompetitív szektoré. Ez – a két szektor relatív súlyát figyelembe véve – 1,9%-os BS-hatást jelent (vagyis átlagosan 1,9%-ponttal lett magasabb az éves inflációs ráta a BS-hatás miatt). Érdeemes megemlíteni, hogy ez az eredmény a fogyasztói árindexben szereplő súlyok felhasználásával adódott, vagyis inkább a második Égert-féle számítással vehető egybe (ami 1-1,5%-ot jelzett). Ez nem mond ellent a különböző ökonometriai vizsgálatoknak, amelyek az 1-2%-os intervallumba helyezik a BS-hatást.

Fischer (2001) nem vonja kétségbe, hogy a termelékenységbeli felzárkózás számottevő mértékben hozzájárul az inflációs különbözethez, ám egy ökonometriai panelvizsgálat alapján becsült modell felhasználásával igyekszik alátámasztani azt az állítást, hogy a többletinfláció közel egyforma mértékben kínálati és keresleti eredetű. A

¹⁷ A BS-hatás tankönyvi változatában felteszik, hogy a két szektor bérarányai változatlanok maradnak. Épp a termelékenységi arányok elmozdulása és a bérarányok egyidejű változatlansága idézi elő a relatív *egység-béreköltség* változását, ami az eltérő ütemű áremelkedésben csapódik le.

¹⁸ Idővel várható, hogy a *fogyasztói keresleten* belül fokozatosan nő a nem-kompetitív termékek (piaci szolgáltatások) részesedése. Ennek hatása lecsapódhat a fent említett két tényező mindegyikében: a relatív bérekben és a relatív haszonkulcsokban is. Hozzátehetjük, hogy a nominális felértékelés ellentétes irányban, a kompetitív termékek haszonkulcsainak növekedése irányában hathat, hiszen látható, hogy a felértékelés (tehát az import olcsóbbá válása) nem nagyon megy át a fogyasztói árakba. Ebben az esetben vélelmezhető, hogy az érintett kompetitív termékek haszonkulcsa megnőtt.

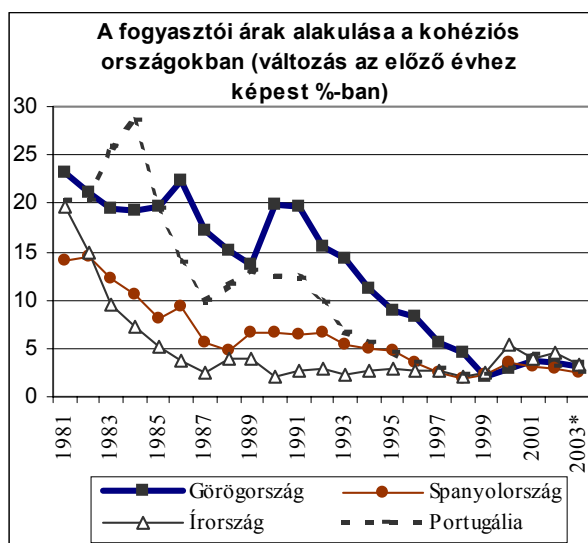
kínálati hatáson (BS-hatás) túl az infláció irányába hat a beruházási javak iránti megnövekedett kereslet is, amely viszont a BS-hatáshoz hasonlóan a termelékenység növekedéséből eredeztethető. Ehhez az eredményhez azonban Fischer egy meglehetősen sajátos modellt állított fel. A szokásos két termelési tényező mellé beállított kétféle szaktudást, mint önálló termelési tényezőt, és ezeket is beillesztette a Cobb-Douglas termelési függvénybe. Ugyanakkor ezek kínálatát rögzítette, így a kibocsátás növelésekor ezek tényezőárai a modellben nőnek, következésképpen (legalábbis a nem-versenyző termék esetében) az output egységára is nő. Másrészt Fischer azt is kikötötte a modellben, hogy a beruházási javak meghatározott hányada nem-versenyző jószág. Mivel a modell szerint bármely szektor növekedése esetén nő a beruházási kereslet, vagyis a nem-versenyző szektor kibocsátása iránti kereslet, nőni fog a nem-versenyző termék ára, tehát az infláció. Így sikerült Fischernek elérnie, hogy a modellben a relatív termelékenység növekedése nem csak kínálati, de keresleti oldalról is növelje az inflációt (szemben a hagyományos Balassa-Samuelson modellel). Az ökonometriai vizsgálat nem mondott ellent ennek a hipotézisnek.

Fischer korrekciója bizonyos értelemben szintén abba az irányba mutat, hogy a többletinfláció és a reálfelértékelődés csak egy része köthető a BS-hatáshoz. Ugyanakkor a Fischer által feltételezett keresleti hatás szintén a termelékenységi rés csökkenéséhez köthető, és szintén az inflációt erősíti. Fischer ebből arra következtet, hogy az inflációs többlet még a EMU-csatlakozást *követően* is fennmaradhat. Ebből pedig az következhet, amire Csajbók-Csermely (2002) is rámutatott: a maastrichti inflációs kritérium teljesítéséhez időlegesen egyensúlyi szint alá kell nyomni az inflációt.

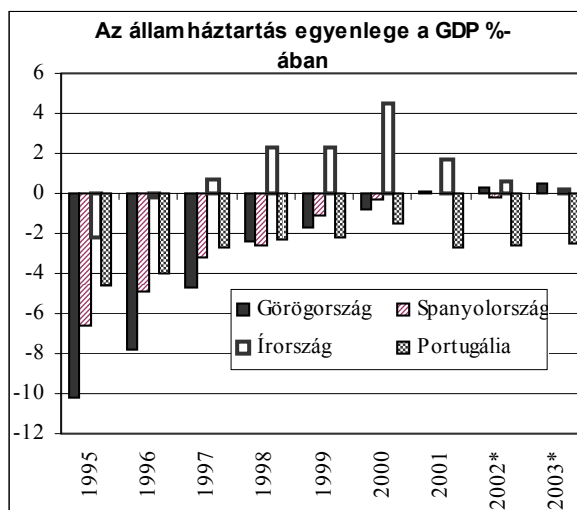
Összefoglalásként megállapítható, hogy nem csupán az országok kompetitív szektorai közti termelékenységi rés csökkenése, hanem egyéb tényezők is hozzájárulnak a magasabb inflációhoz. Az egyik a *kompetitív* szektorban végbement árszintemelkedés, pusztán a szektorban végbement szerkezetátalakulás (a magasabb hozzáadottérték-tartalmú termékek térnyerése) következtében. A második a nem-kompetitív szektorban végbement áremelkedés a BS-hatástól függetlenül, annak következtében, hogy a jövedelem növekedésével nő a szolgáltatások iránti kereslet. Olyan egyéb hatások is szóbajönnek, mint pl. az adózási szabályok módosítása. Főleg az első kettő olyan tényező, amely tartósan is fennmaradhat, és megnehezítheti a maastrichti kritériumok által diktált dezinflációs pálya realizálását. Ugyanakkor az is valószínű, hogy idővel a felzárkózás üteme mérséklődik, és ezáltal maga BS-hatás gyengül. A különböző irányú hatások egyenlege kétséges.

2.3. Az infláció csökkentésének tapasztalatai a kohéziós országokban

- Az utóbbi két évtizedben Írországon és három dél-európai országban, nevezetesen Spanyolországban, Portugáliában és Görögországban látványosan sikerült mérsékelni az áremelkedések ütemét. A fenti időszak két végpontja között a fogyasztói árakon mért infláció éves üteme 15-20%-ról mindenütt 5% alá mérséklődött. Görögországban és Portugáliában is, ahol a kilencvenes évek elején még kétszámjegyű volt az infláció.



- A dezinflációs szolgáló stabilizációs programok a hasonlóságok ellenére lényeges különbségeket is mutatnak. Az infláció visszaszorítása többnyire abban az időszakban és azokban az országokban volt a legsikeresebb, amikor és ahol a gazdaságpolitika különböző elemeit képesek voltak összehangoltan alkalmazni. Gondolunk itt arra, hogy a monetáris (kamat- és árfolyam-politika), a fiskális és a jövedelempolitika együttesen szolgálta a dezinflációt, demonstrálva a szándék komolyságát és megteremtve egyúttal a gazdaságpolitika hitelességét. Hatástalan, vagy legalább is gyenge hatékonyságú volt a gazdaságpolitikai fellépés, ha és amikor az egyes elemek között nem volt meg az összhang. Példaként említhetjük az árfolyam-politika kései bevetését Görögország esetében, avagy a laza, sőt expanzív fiskális politika fennmaradását, ami a kilencvenes évek első felében lefékezte a spanyol dezinflációs folyamatot.



- Kiemelésre érdemes viszont az, hogy a dél-európai országokban csakúgy, mint Írországon – a versenyképesség megtartása, illetve fejlesztése érdekében – a gazdasági és pénzügyi vezetés igyekezett elkerülni a belföldi valuták nominális felértékelődését. A termelékenység növekedési ütemében a vizsgált országok javára mutatkozó különbség (előny) azonban a négy valuta némi reálfelértékelődéséhez vezetett.

- A kilencvenes évek derekán a három dél-európai országban az államháztartás hiánya a GDP százalékában nagyon magas volt. Az infláció visszaszorítását szolgáló

fiskális reformok bevezetése, a szükség szerinti megszorításoknak a monetáris fegyvellemmel egyidejű alkalmazása az évtized második felében mindenütt, de főként Görögország esetében rendkívül hatékonyak bizonyult.

- A hatékony gazdaságpolitikai „mix” további fontos komponense a bér- és jövedelempolitika terén is sikerült jelentős eredményeket elérni. A bérkövetelések féken tartásának mindenütt fontos eleme volt a társadalmi párbeszéd, amely a kilencvenes években már nem egyszerű bérmegállapodásokban, hanem bérmegállapodásokat is tartalmazó szociális szerződésekből, sőt az előbbiekre is kiterjedő fejlesztési tervekben öltött testet. A korszerű bérmegállapodások lényege, hogy a versenyképességi szempontokat ötvözik az életszínvonal növelésére és az infláció egyidejű fékezésére irányuló törekvésekkel.¹⁹ A kilencvenes években tető alá hozott megállapodásokban a béremelés mértékét több tényezőhöz kötötték. Általában az infláció és a termelékenység növekedése (vagy az utóbbi egy része) szolgált kiindulási pontként.²⁰
- Érdemes azonban azt is megnézni, hogy az infláció visszaszorítása milyen következményekkel járt a gazdaság egészére nézve. A szakirodalomban meglehetősen nagy hangsúlyt kap az infláció leszorításával összefüggő „növekedési áldozat” kérdése.²¹ Számítások szerint a vizsgálat négy ország közül csak Portugália esetében nem mutatható ki számottevő eltérés a növekedési trend és a tényadat között a dezinflációnak sem a korai (1984-87), sem pedig a későbbi (1989-97) szakaszában. Írországban viszont 1981 és 1987 között, tehát 6 éven keresztül, Spanyolországban ugyancsak a korai (1977-85) szakaszban, Görögországban viszont a 90-es években 8-9 éven át mutatható ki fél-egy százalékos, illetve azt is meghaladó növekedés-lassulás, az infláció minden egyponos mérséklődésével.²² A dezinfláció költségeinek országonkénti alakulása elsősorban a gazdaságpolitika hitelességével, vagy annak hiányával, egyes elemeinek konzisztenciájával, ellentmondásos voltával függhet össze.
- A szakirodalomban sokat foglalkoznak azzal a kérdéssel is, hogy a monetáris feltételek lazulása a dél-európai országokban többé-kevésbé ellentételezte a dezinfláció növekedés-fékező hatását. Ezt látszanak alátámasztani a Horváth-Szalai szerzőpáros (2001) Ball módszer szerinti számításai is. Azokban az országokban – Portugáliában és Spanyolországban –, ahol a kamatszint mérséklődése a 90-es évek közepétől folyamatos volt, ezekben az években nem mutatható ki a gazdasági növekedésnek a lineáris trendtől való eltérése. Más a helyzet Görögország esetében, ahol a kamat-csökkenést közvetlenül a csatlakozás előtti időszakra időzítették. Az 1990-99-es időszakra vonatkozó számítások eredménye itt és ebben az időszakban a

¹⁹ Az uniós modell: a lehető legnagyobb reálbér-emelkedés elérése a lehetőség szerinti legkisebb nominálbér-emeléssel, ami egyúttal a lehető legalacsonyabbra szorítja vissza az inflációt.

²⁰ A dezinflációs folyamatot szolgáló tripartit megállapodások ideális szereposztása: a szakszervezetek a bérek, a munkáltatók az árak, az állam/helyhatóságok az adórendszer stabilitásáért vállalnak felelősséget.

²¹ Ball (1993) módszerének alkalmazásával nemrégiben Magyarországon is készültek olyan számítások (Horváth-Szalai, 2001), amelyek a három dél-európai ország, illetve Írország dezinflációs költségeit próbálták megbecsülni, mégpedig az infláció leszorításának különböző fázisaiban. A módszer lényege az, hogy Ball a növekedési áldozatot (sacrifice ratio) úgy értelmezi, mint a GDP tényleges növekedésének eltérését a lineáris trendtől a dezinflációs szakasz kezdő, illetve végpontja között

²² Görögországban – a kilencvenes évek elején – az árfolyam-politika hitelességének a hiánya, Spanyolországban pedig 1977 és 1985 között a monetáris és a fiskális politika összehangolásának a hiánya lehetett a fő oka jelentős növekedési áldozatnak.

legrosszabb, azaz a dezinfláció növekedési áldozata itt volt a legmagasabb. Minden egy százalékpontos infláció-csökkenés 1,36%-os növekedési áldozattal járt együtt.

- A dezinflációs folyamat megtorpanása, ami előbb-utóbb, hosszabb-rövidebb ideig mind a négy országban ugyancsak bekövetkezett, fölhívja a figyelmet arra is, hogy az infláció sikeres és tartós visszaszorításának elengedhetetlen feltétele a külső környezet, a gazdaságpolitika által nem kontrollálható és egyáltalán nem befolyásolható exogén tényezők kedvező alakulása. Rendkívül ciklus-függő a fiskális kiigazítás, konszolidáció is, így annak időzítése. A konjunkturális fellendülés időszakában nagyobb a fiskális kiigazítás lehetősége, míg a hanyatló szakaszban a bevételek csökkenése változatlan kiadások mellett is tovább rontja az egyensúlyt. A dezinflációs folyamat menetét és eredményét nagymértékben befolyásolja a nemzetközi inflációs környezet, a világpiaci árak alakulása is. A kevésbé fejlett gazdaságok sokkal kevésbé képesek alkalmazkodni az árárányok változásához, nincs, vagy alig van lehetőségük versenyképességi tartalékok mozgósítására. Elég arra gondolni, hogy a bérköltségek visszafogására – az alacsony jövedelmű országokban – nincs, vagy alig van lehetőség. Így azután hiába esnek egybe az üzleti (konjunkturális) ciklusok a fejlett és fejletlenebb országokban, az egyensúlyi mutatók nagyobb mértékben romlanak a fejletlenebb gazdaságokban, mint a kiigazodási pontként szolgáló fejlettebbekben.
- Végül pedig: a vizsgálódások azt is alátámasztják, hogy a dezinflációs folyamatot nem lehet olyan gazdaságpolitikai eszközökkel felgyorsítani, illetve olyan intézkedésekre alapozni, amelyek egyrészt eseti/egyszer ható tényezők, másfelől mesterséges beavatkozást igényelnek a piaci folyamatokba. Ezek a lépések – ha esetenként célszerűek is lehetnek – nem helyettesíthetik az összetett: árfolyam, illetve beralapú inflációellenes stratégiát.

3. Az ár- és bérmegállapodások szerepe az EMU-csatlakozás költségeinek csökkentésében

Az eddig elmondottakból világosan kiderül, hogy amikor makrogazdasági és társadalmi szinten az EMU-csatlakozás költségeit mérlegeljük, akkor az *infláció csökkentésének* kritériumát – mint a jelenlegi körülmények között legnehezebben, illetve potenciálisan legmagasabb társadalmi költségek árán teljesíthető kritériumot – célszerű a gazdaságpolitika középpontjába helyezni. Ez azonban nem jelenti feltétlenül azt, hogy az infláció csökkentésének egyértelmű prioritást kellene kapnia más makrogazdasági szempontokkal (pl. gazdasági növekedés, foglalkoztatottság növelése, államháztartás kiegyensúlyozása) összevetve. Az alábbiakban az inflációcsökkentés lehetséges módjai közül a véleményünk szerint *a makrogazdasági és társadalmi költségeket minimalizáló ár- és bérmegállapodások* lehetőségével foglalkozunk, utalva a relevánsabb nemzetközi tapasztalatokra és bizonyos alkalmazható technikákra is.

Bármilyen dezinflációs pálya, kormányzati elképzelés csak akkor lehet sikeres, ha azt megfelelő makrogazdasági fundamentumok támasztják alá. Nem lehet hiteles a kormányzat inflációs elképzelése, előrettekintő a bérmegállapítás, ha a makrogazdasági alapok – költségvetési hiány, monetáris finanszírozás tilalma, pénzmennyiség növekedése – nem támasztják alá a dezinflációt. A kormányzat csak akkor tudja hitelesen segíteni a dezinflációt, ha ehhez megteremti a szükséges makrogazdasági kereteket. A fiskális politika részéről ugyan nincs szükség a makrokereslet túlzott csökkentésére, de szükséges a költségvetési egyensúly hosszú távú biztosítása – a

gazdasági ciklus átlagában – annak érdekében, hogy a túlzott költségvetési deficit ne teremtsen pótlólagos keresletet a piacon. A monetáris politikának a pénzmennyiség szabályozásával kell elősegítenie a dezinflációt, szükség esetén sterilizálva a gazdaságban lévő felesleges likviditást. E két alapfeltétel teljesülése mellett képzelhető csak el egy hosszútávon is eredményes dezinfláció.

Az eddigiek alapján azonban megállapítható, hogy a dezinflációnak szükséges, de nem elégséges feltétele a konzisztens gazdaságpolitika. Szükséges a kormányzati hitelesség is, hogy megfelelően tudja befolyásolni a piaci várakozásokat. Kizárólag abban az esetben képzelhető el, hogy az infláció mérséklődésével (illetve a termelékenység-növekedéssel) azonos mértékben változnak a nominális bérek, illetve a nominális árfolyam, ha a gazdaság szereplői tökéletesen megbíznak a kormányzat inflációs programjában.

A gyakorlatban azonban számos esetben reálbéremelkedés és reálfelértékelődés kíséri a dezinflációt. A reálbér emelkedése abból fakad, hogy a bértárgyalások során a nominális béremelkedést egy olyan inflációs szinthez kötik a munkavállalók, mely magasabb, mint a kormányzat által bejelentett infláció, így ha valóban teljesül a kormányzat inflációs célkitűzése, akkor a lefelé merev nominális bérek magasabb reálbért jelentenek.

A fentiek miatt van kitüntetett jelentősége annak, hogy a kormányzat az összes gazdasági szereplővel el tudja hitetni, hogy képes az általa megígért szinten tartani az inflációt. Másképpen a piaci szereplők várakozásai nem elsősorban a jövőbeli folyamatoktól függnének, hanem visszatekintőek, azaz a korábbi tapasztalatokon alapulnak. Különösen igaz ez elhúzódó inflációs időszakban, amikor hozzászoknak a piacon a magas inflációhoz, és e tapasztalat alapján a következő időszakra is magas inflációval számolnak; ennek következtében hosszú távú inflációs tehetetlenség alakul ki a gazdaságban. Ha már kialakult az inflációs tehetetlenség, mely leggyakrabban a bérmegállapodások során érhető tetten, akkor az egyik legfontosabb feladat e tehetetlenség legyőzése. Mindaddig nem tudja a gazdaság elfogadni az alacsony kormányzati dezinflációs prognózist, amíg az árazási mechanizmusok és a várakozások a múltbeli tapasztalatokon alapulnak.

Közgazdaságilag megalapozott megközelítés, ha feltételezzük, hogy a gazdaság szereplői várakozásaik kialakításánál elsősorban a kérdéses változó múltbeli viselkedését veszik alapul, s ezen információra alapozzák várakozásaikat. Ez azt is magában foglalja, hogy figyelembe veszik a korábbi tervezési hibáikat is, tehát múltbeli tévedéseikből folyamatosan tanulnak.

Ezzel együtt nem könnyű a múltba tekintő, adaptív várakozásokat megtörni. A kormányzatnak csak akkor van esélye kitörni az ördöginek látszó körből, *ha létre tud hozni olyan társadalmi szintű konszenzust, melyben az összes releváns gazdasági szereplő egyszerre elfogadja a dezinflációs programot, és a kormányzat által vállalt inflációhoz alakítja a maga nominális ár- és béremelési igényét.*

A konszenzus megteremtésének éppen az a legfőbb nehézsége, hogy olyan helyzetet kellene elérni, amely hosszútávon ugyan mindenkinek a legkedvezőbb, de rövidtávon a résztvevőknek érdekében áll felrúgni a megállapodást. A gazdaságpolitikának tehát nem rövidtávra, hanem hosszabb periódusra szóló megállapodásra kell törekednie, megfelelő eltökéltséget mutatva egy hosszú távú dezinflációs pálya megvalósítására.

A megállapodás alapját a gazdaságban kialakult ár- és jövedelemarányok képezik. Mint láttuk, az összes gazdasági szereplőnek el kell hinnie, hogy senki nem akar az ő kárára a közös „tortából” nagyobb szeletet, senkinek nem áll érdekében a

megegyezésben rögzítetténél magasabb inflációt gerjeszteni. A sikeres megállapodás lehetővé teszi, hogy elkerülve a monetáris dezinfláció költségeit, súlyos költségvetési megszorításokon alapuló keresletkorlátozás nélkül tudja a hiteles – az előre tekintő piaci várakozásokat hatékonyan befolyásolni képes – gazdaságpolitika az alacsony inflációs tartományt elérni.

A közmegegyezésnek nyilvánvalóan lehet az az alapja, hogy az ország egészének érdeke Magyarország mielőbbi csatlakozása az Európai Unióhoz, illetve annak gazdasági és pénzügyi integrációjához, az EMU-hoz, de úgy, hogy közben Magyarország meg tudja őrizni *hosszú távú versenyképességét* és ne akadjon meg a felzárkózás folyamata (tehát a nominális konvergencia-kritériumok ne a reálkonvergencia rovására teljesüljenek). Vagyis egy ilyen közmegegyezéshez az infláció mérséklése, a viszonylag gyors gazdasági növekedés fenntartása és számos további cél is hozzátartozik. Például a gyorsabb növekedés a mainál magasabb beruházási rátát igényel, amelynek – a külső egyensúlyra vonatkozó korlátok mellett – a reálbérek emelkedésére nézve is vannak következményei.

A kormánynak világos, részletes számításokkal alátámasztott elképzeléseket kellene bemutatnia arról, hogy középtávú gazdaságpolitikai programja milyen mértékű reálbér-, reáljövedelem- és fogyasztás-növekedéssel van összhangban. A nominális bérek, a termelékenység és az árak alakulása közötti összefüggés előrejelzése alapján lehetne kijelölni azt a sávot, amelyen a nominális béremelkedésnek belül kell lennie ahhoz, hogy a kívánt mértékű infláció-csökkenés megvalósulhasson.

A kormányzat és a jegybank több dolgot is ígérhet a társadalmi partnereknek önmérsékletükért cserébe. Mindenekelőtt azt, hogy a hatósági és kvázi-hatósági árak körében szigorúan betartat bizonyos (a megállapodásban explicit módon megfogalmazandó) áremelési korlátokat. Másodszor (a jegybankkal együtt) a kormányzat vállalhatja az árfolyamrendszer stabilitásának fenntartását, illetve az árfolyamalakulás kiszámíthatatlanságának minimalizálását. Harmadszor, a jegybank arra vállalhat kötelezettséget, hogy a dezinfláció körülményei között nem szigorítja, hanem ellenkezőleg, fokozatosan lazítja a belföldi monetáris kondíciókat.

4. Az euró hazai bevezetésének kérdései a januári spekulatív támadás fényében

Bár ma még nyilván korai lenne a forint ingadozási sávjának a kiszélesítésére irányuló, a forint felértékelődését kikényszerítő 2003. januári spekulatív támadás végső tanulságait levonni, maga a támadás és annak következményei nyilvánvalóvá tették: *a mai feltételek mellett* egy kis, nyitott nemzetgazdaság számára az önálló valuta egyszerre nyűg és állandó, rendkívül súlyos kockázatok forrása.

A „mai feltételek” két dolgot jelentenek. Egyrészt a teljes konvertibilitást, vagyis azt, hogy a rövidlejáratú – spekulatív és nem spekulatív – tőkék korlátlanul és hatalmas összegekben áramolhatnak ki és be az országból. Ilyen körülmények között:

- a) elméletben lehetséges, gyakorlatilag azonban nem létezik olyan árfolyamrendszer, amely garanciát jelenthetne a spekulatív támadásokkal (illetve az árfolyam számottevő változékonyságával) szemben, továbbá,
- b) egyáltalán nem biztos, hogy létezik a fiskális és monetáris politikának olyan optimális kombinációja, amellyel megelőzhető a valuta fel-, illetve leértékelődésre játszó, destabilizáló spekuláció, avagy egy „fertőzéses” típusú – más, hasonló országok bajai által motivált – spekulatív támadás.

(Ezzel nincs ellentétben az a megállapítás, hogy az olyan típusú rossz gazdaságpolitikai keverék, ami Magyarországon 2002 második felében kialakult – sávós árfolyamrendszerrel kombinálva – kifejezetten bátoríthatja a valutaspekulációt.)

A „mai feltételek” másfelől azt jelentik, hogy noha nemrégiben még extrém megoldásnak számított a nemzeti valuta és a monetáris autonómia feladása, mára Európa nyugati felében azok az országok kerültek kisebbségbe, amelyek ragaszkodnak saját valutáikhoz. Ilyen körülmények között nagyon súlyos érvek szólnak amellett, hogy Magyarország az EU-csatlakozást követően a lehető leggyorsabban igyekezzen megfelelni a Gazdasági és Monetáris Unióhoz (a GMU-hoz, vagyis az euró-zónához) való csatlakozás feltételeinek²³, és mihamarabb térjen át a nemzeti valutáról az euró használatára. Kétségtől felhozhatók érvek a gyors GMU-csatlakozás ellen is, ezek többsége azonban a) olyan költségekre és kockázatokra hivatkozik, amelyek részben függetlenek az euró bevezetésének időzítésétől, részben alkalmas módszerekkel számottevően csökkenthetők, b) a GMU-n belüli jelenlegi korlátok merevségére hívják fel a figyelmet, amelyek azonban – éppen a jelenlegi kedvezőtlen tapasztalatok alapján – belépésünk várható időpontjáig minden bizonnyal oldódni fognak.

Ez az írás három állítást fogalmaz meg és igyekszik alátámasztani:

1. Magyarországnak nincs tartós szüksége a forintra, illetve az önálló monetáris politikára, mert mindkettő sok bajnak a forrása, és kevés jó származik belőlük.
2. Minél előbb be kellene vezetni az eurót Magyarországon, de higgadtan, értelmes módon, és nem túlértékelt reálárfolyamon – ehhez átgondolt program szükséges.
3. Az euró viszonylag gyors hazai bevezetése körül széleskörű társadalmi egyetértést kell létrehozni – ennek alapján kidolgozható egy középtávra szóló, átfogó társadalmi-gazdasági megállapodás, amely jelentősen mérsékelheti, szerencsés esetben minimálisra csökkentheti a GMU-csatlakozás költségeit.

A továbbiakban először a nemzeti valuta megtartásának veszélyeiről lesz szó, valamint arról, hogy sem az egyensúlyinál magasabb inflációból, sem az önálló monetáris politikából nem származnak tartós előnyeink. Ezt követően a GMU-ba való gyors belépés mellett és ellen szóló megfontolásokat szembesítjük egymással, s felhívjuk a figyelmet arra: ha a gyors csatlakozás mellett szóló érveket fogadja el a kormányzat, akkor **most** kell átfogó, konzisztens programot készítenie a csatlakozás előkészítésére. Végül a csatlakozás egyik fontos feltételét jelentő dezinfláció költségeinek csökkentési lehetőségeit tekintjük át, arra is kitérve: miképpen kerülhető el, hogy a forint túlságosan erős árfolyamon kapcsolódjék az euróhoz.

E rövid áttekintés azonban nem tér ki a csatlakozás másik fontos feltételére, a fiskális korrekció kérdésére. Ezzel kapcsolatban fel kell tennünk, hogy a kormány által készített, úgynevezett előcsatlakozási programot²⁴ – amely tartalmazza az államháztartási

²³ Az úgynevezett maastrichti konvergencia-feltételek 1) az árfolyamrendszerre, illetve az árfolyam változására; 2) az infláció maximális ütemére; 3) az államháztartási hiányra és az államadóságra (illetve az utóbbi irányzatára), végül 4) a hosszú távú kamatok alakulására vonatkoznak.

²⁴ Magyarország középtávú gazdaságpolitikai programja az uniós csatlakozás megalapozásához, 2002, augusztus.

deficitnek a viszonylag gyors EMU-csatlakozással összhangban álló csökkentését – ésszerű és megvalósítható terv egészíti majd ki az államháztartási kiigazítás tartalmáról és konkrét módjáról. Érdemes nyomatékosan hangsúlyozni: nem az euró-zónához való csatlakozás miatt kell az államháztartási hiányt csökkenteni, hanem azért, mert e nélkül a makrogazdasági egyensúly nem állítható helyre, s a forint – ezáltal pedig Magyarország gazdasága is – fokozott kockázatoknak van kitéve.

4.1. A nemzeti valuta megtartása: veszélyek forrása, tartós előnyök nélkül

Amikor amellet érvelünk, hogy mielőbb szabaduljunk meg a forinttól (s így az önálló monetáris politikától), nem elsősorban az euró bevezetésének hasznaira hivatkozunk, hanem arra: a mai világban – közelebről a mai Európában, amelyben már létezik a közös európai valuta – felesleges és kockázatos a nemzeti valuta megőrzése. Felesleges, mert *a monetáris autonómia megőrzése nem kínál érdemi, tartós előnyöket a nemzetgazdaság számára, de kockázatos* is, mert nem létezik olyan árfolyamrendszer, amely megóvhatná a nemzeti valutát a támadásokkal, a destabilizáló spekulációval, illetve az árfolyam káros kilengéseivel szemben. A józan, összehangolt makrogazdasági politika természetesen csökkentheti a támadások veszélyét, de nem szüntetheti meg – lényegében ez a tanulsága az 1997. évi ázsiai valutaválságok sorozatának, amelynek következtében több, igen prudens gazdaságpolitikát folytató ország (valutája) is spekulatív támadás áldozatává vált.

5.1.1. A mai világban egy kis, nyitott gazdaság számára nem létezik jó árfolyamrendszer

A teljesen szabaddá vált tőkeáramlások körülményei között egy kis nyitott gazdaság számára még optimális gazdaságpolitika mellett sem létezik optimális árfolyamrendszer. A lehetséges megoldások a következők:

- lebegő árfolyam (intervencióval vagy a nélkül);
- a ma Magyarországon működő („ERM-2” -típusú) árfolyamrendszer, amelyben a hivatalos (közép-) árfolyamot széles ($\pm 15\%$ -os) ingadozási sáv övezi (ez működhet sávon belüli intervencióval vagy a nélkül),
- szűk sávós árfolyamrendszer;
- rögzített árfolyamrendszer ingadozási sáv nélkül (ennek szélső esete a valutatanács bevezetése);
- egyoldalú „euróizálás”, vagyis az euró hazai bevezetése a GMU-hoz való csatlakozás előtt.

A felsorolt, összesen nyolcféle megoldás közül csak a legelső és a legutolsó jelentene garanciát a spekulatív támadásokkal szemben, csak hogy az elsőnek számos hátulütője van, a legutolsó pedig megvalósíthatatlan. Az utóbbival kezdve: ha az EU-csatlakozás előtt vezetnénk be itthon az eurót, akkor valószínűleg nem vennék fel Magyarországot az EU-ba, felvételünk után viszont e lehetőség megszűnik – csak a GMU-hoz való csatlakozás feltételeinek teljesítésével válhat Magyarország az euró-zóna részévé. (Korábban azt gondolták, hogy nagyon erős és hiteles árfolyamrögzítéssel – valutatanács bevezetésével – is megelőzhető a valuta elleni támadás, Argentína példája azonban világossá tette, hogy ez nem így van.) A szabad lebegtetést illetően Willem Buitert érdemes idézni, mert nehéz tömörebben megfogalmazni e rendszer hátulütőit:

„Szemben a valutatanács rendszerével, egy lebegő árfolyamrendszer nem dőlhet össze. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a makrogazdasági stabilitáshoz is hozzájárulna. Korlátozásmentes tőkeáramlás esetén a lebegő árfolyam nem pufferként működik – amely tompítja a külső vagy belső eredetű sokkok reálgazdasági hatásait – hanem éppen ellenkezőleg: sokkoknak, instabilitásnak, a valuta tartós túl-, illetve alulértékeltségének és túlzott árfolyam-ingadozásoknak a forrása.”²⁵

Ha a jegybank devizapiaci intervencióval igyekszik befolyásolni a lebegő árfolyam alakulását, akkor nemcsak csökkentheti, hanem akár növelheti is a piaci árfolyam kilengéseit. Ha pedig intervencióival valamely implicit sávot igyekszik fenntartani, akkor éppúgy számítania kell spekulatív pozíciók felépülésére, mint egy explicit sáv esetén.

A két szélső megoldás közötti árfolyamrendszerek kivétel nélkül sérülékenyek. Amint tapasztalhattuk, ez vonatkozik a nálunk jelenleg működő, ERM-2 típusú széles sávú megoldásra is – ennek tanulságait a csatlakozásra váró országok és az EU (illetve ECB) szakértőinek közösen kell majd feldolgozniuk. A közelmúlt hazai tapasztalatai alapján valószínűleg alaposan újra kell gondolni, hogy az ERM-2 csakugyan alkalmas előkészítése-e az euró-zónához való csatlakozásnak.

5.1.2. A magyar gazdaságnak sem inflálható valutára, sem pedig további reálgazdasági áldozatokkal járó, radikális dezinflációra nincs szüksége

Az euró-zónához való viszonylag gyors csatlakozás mellett szóló másik fontos megfontolás, hogy Magyarországnak semmiféle tartós haszna nem származna abból, ha – az önálló monetáris politika megtartása révén – huzamosan lehetősége lenne arra, hogy az „egyensúlyi inflációnál” (vagyis a pragmatikusan értelmezett árstabilitásnál) magasabb áremelkedési ütemmel éljen együtt. (A GMU-n belül már nincs szükség arra, hogy a hazai áremelkedés tényleges üteme az egyensúlyi infláció alá kerüljön, de a GMU-hoz való csatlakozásnak ez feltétele lehet – erre még visszatérünk.) Az egyensúlyi infláció ütemét a külföldi (importált) áremelkedésnek és a gazdaság szerkezeti változásai (főként az úgynevezett Balassa-Samuelsón hatás) által indokolt inflációnak az összege határozza meg – ez nálunk 3-4% körül lehet. Ennél gyorsabb infláció vagy – a továbbiakban mindenképpen kerülendő – túlzott költségvetési expanzió lehet a következménye, vagy pedig az inflációs tehetetlenségnek. Vagyis annak, hogy a gazdaság szereplői megszokták a magas inflációt, ezért arra számítanak, hogy az infláció továbbra is magas marad. Csakhogy sem az inflációs tehetetlenség fennmaradásából, sem pedig abból nem származik senkinek semmiféle tartós előnye, hogy a költségvetés nominális kiadásainak expanzióját rendszeresen a kiadások reálértékét erodáló pótlólagos inflációval ellensúlyozzák.²⁶ Ebből egyébként az államháztartásnak sem származik tartós haszna, mert e gyakorlat következtében emelkedhetnek az államadósság nominális és reálkamatai, jelentősen szűkítve a fiskális politika mozgásterét. A fentiekhez azonban három kiegészítést kell fűzni.

²⁵ W. Buitter: Exchange Rate Regimes for Accession Countries. EBDR, 2000.

²⁶ Az egyensúlyinál gyorsabb infláció nem csupán fölösleges, hanem ahhoz is hozzájárul, hogy igazságtalanul osztja el újra a nominális jövedelmek és a megtakarítások reálértékét a társadalom egyes csoportjai között – az MNB-nek tökéletesen igaza van abban, hogy erre ismételtlen és nyomatékosan felhívja mindenkinek a figyelmét.

- a) Először is: jóllehet az egyensúlyinál magasabb inflációból a társadalomnak nem származik haszna, az áremelkedés ütemének az egyensúlyi szintre történő mérséklése – vagyis az inflációs tehetetlenség megszüntetése – jelentős költségekkel járhat. Az, hogy ténylegesen mekkora költségekkel jár, döntő módon függ a dezinfláció módjától. Ha az infláció csökkentésének feladata csak a monetáris politikára hárul (ráadásul – amint Magyarországon 2001-2002-ben történt – a költségvetési és jövedelempolitika kifejezetten az infláció mérséklődése ellen hat), akkor 1) eredménytelen, vagy 2) rendkívül költséges, vagy 3) eredménytelen és rendkívül költséges lehet a monetáris politika *önálló* igyekezete az egyensúlyi infláció elérésére.²⁷

Ráadásul egy kis, nyitott gazdaság esetében még kooperatív fiskális és jövedelempolitika mellett is számolni kell azzal, hogy instabil makrogazdasági helyzet kialakulásához vezethet, ha a monetáris politika elsősorban a valuta nominális felértékelődésével (annak előmozdításával) igyekszik az általános árszínvonal emelkedését lassítani. (Természetesen az instabilitás veszélye sokszorosára nő, ha a gazdaságpolitika egyes ágai egymással ellentétes hatásúak.) Annak a fajta monetáris politikának, amely az általános árszínvonal emelkedését (a kamatok közvetítésével) a valutaárfolyam erősítésével kívánja lefékezni, az a lényeges belső problémája, hogy *nem szektor-semleges*. A dezinfláció terhét ugyanis egyértelműen a külkereskedelembé kerülő – exportált, illetve az importtal versenyző termékeket előállító – szektorokra hárítja át, miközben nem tudja számottevően befolyásolni a külkereskedelembé nem kerülő tevékenységek árának az alakulását.²⁸ Ezáltal – a kinyilvánított szándék ellenére – az *általános* árszínvonal emelkedésének korlátozását úgy éri el, hogy módosítja a belföldi *árarányokat*, és jövedelemátcsoportosítást hajt végre az egyes szektorok között. Az *árarány-változás* és *jövedelemátcsoportosítás* viszont befolyásolja a kibocsátás és a felhasználás terjedelmét és szerkezetét, az erőforrások allokációját – így a hosszabb távú növekedést –, valamint a folyó fizetési mérleget is.²⁹

A közelmúlt dezinflációs igyekezetének tanulságait valamennyi érintettnek mielőbb le kell vonnia. *A történelem alapvető félreértése lenne azonban, ha a fejleményekből³⁰ bárki is azt a következtetést vonná le, hogy Magyarországon nem érdemes (nem lehetséges) az inflációt az egyensúlyi szintre csökkenteni*, mert ez kezelhetetlen költségekkel járna. A költségek ugyanis – amint azt alább kifejtjük – társadalmi kooperáció és koordináció esetén jelentősen mérsékelhetők.

- b) Az árszerkezetben – főként egyes hatósági árak támogatottsága miatt – olyan feszültségek vannak, amelyeket idővel fel kell számolni. A mértékekről, csakúgy, mint a támogatás csökkentésének/felszámolásának indokolt időigényéről megoszlanak a szakértői vélemények. Két dolog azonban világos. Egyrészt az, hogy e tekintetben átváltási összefüggés lesz az EMU-csatlakozás inflációs, illetve

²⁷ Az árfolyam-alapú dezinfláció problémáira később visszatérek.

²⁸ Az ingadozási sáv szélesítésekor, 2001 májusában, a tizenkét havi fogyasztói árindex 110,8, az iparcikkek áremelkedése 5,4%, a piaci szolgáltatásoké 11,8% volt. 2002 decemberére a fogyasztói árindex 104,8-ra csökkent, úgy; hogy az iparcikkek áremelkedése 1,7%-ra, a piaci szolgáltatásoké pedig 8,7%-ra mérséklődött.

²⁹ Pontosabban: az árfolyam-alapú dezinflációs stratégia addig szektor-semleges, ameddig a nominális felértékelődést illetően figyelembe veszi a Balassa – Samuelson hatás (és a reálárfolyam egyensúlyi felértékelődését előidéző egyéb tényezők) által kijelölt – nehezen számszerűsíthető – korlátokat.

³⁰ Az MNB letett a 2003. év végére vonatkozó inflációs cél eléréséről, és kommunikációjában a 2004 végi célra helyezte át a hangsúlyt.

fiskális feltételeinek teljesíthetősége között. Másfelől abban az időszakban, amelyben e feszültségek felszámolására sor kerül, az infláció e tényező hatására is magasabb lehet az egyensúlyinál – ezt pedig nemcsak a monetáris politikának, hanem az általános gazdaságpolitikának, is figyelembe kell vennie. Ekképpen tehát választani kell: a gazdaságpolitika vagy viszonylag gyorsan felszámolja az említett árfeszültségeket (és ezzel is könnyíti a szükséges fiskális alkalmazkodást), vagy a hatósági árak rendezését sokkal későbbre (a GMU-csatlakozás utáni időszakra) tolja ki, vállalva azt, hogy emiatt egyéb – esetleg a gazdaság további fejlődését szolgáló – kiadásait kell megkurtítania. Egyet azonban nyilvánvalóan nem tehet: azt, hogy abban az időszakban próbálja felszámolni a kérdéses árfeszültségeket, amelyben az GMU-hoz való csatlakozás inflációra vonatkozó feltételeinek eleget kell tennünk. Ez közvetlenül átvezet a harmadik kérdéshez.

- c) A GMU-hoz való csatlakozás feltételeinek teljesítése szükségessé teheti (ha a gazdaság kellően gyorsan növekszik: szükségessé is teszi), hogy az infláció a megfigyelt 12 hónapban *átmenetileg* az egyensúlyi infláció alá bukjon. Ez a probléma elméletben (és némely csatlakozott országok gyakorlata szerint is) megoldható a belföldi valuta *nem egyensúlyi* felértékelődésével is, ennek azonban az a kockázata, hogy a belföldi valuta végül túlértékelt árfolyamon kapcsolódhat az euróhoz. Éppen ezért, nagyon alaposan meg kell fontolni egy alternatív stratégiát, amely konszenzust igyekszik létrehozni azzal kapcsolatban, hogy a vizsgált 12 hónapban közös *nemzeti* érdek az ár- és béremelési törekvések tekintetében tanúsított önmérséklet. Ez persze csak akkor lehetséges, ha a kívánatos/szükséges áremelkedésnél sokkal szélesebb társadalmi és gazdasági kérdések körül is sikerül közmegegyezésre jutni – erről a 3. pontban lesz szó.

4.2. „Gyors” GMU-csatlakozás: érvek és ellenérvek

A GMU-hoz való „gyors” (2007. évi) csatlakozás mellett szóló legfontosabb érvet már megfogalmaztuk: egy kis nyitott gazdaság folytonos veszélyeknek van kitéve, ameddig önálló – ezáltal támadható – valutával rendelkezik. Emellett számos pozitív megfontolás is alátámasztja az euró-övezethez való mielőbbi csatlakozást.³¹ Ezeknek az érveknek a többsége – így a tranzakciós költségek csökkenése, az árfolyam-kockázat megszűnése, a nominális és reálkamatok mérséklődése és a fizetési mérleg-korlát tágulása – nyilvánvaló, mert vagy tapasztalatokra, tényekre vagy pedig kézenfekvő lehetőségekre hivatkozik. Némely érv – így a gazdasági növekedésre gyakorolt kedvező hatás tartóssága – vitatható, de megismételjük: nem az a valódi kérdés, hogy az euró hazai bevezetése mennyiféle/mekkora valóságos és vélt haszonnal jár, hanem az, hogy milyen természetű veszélyektől kímélheti meg a hazai gazdaságot. Nos, *mivel az euró hazai bevezetése egyszer 's mindenkorra megszüntetné a hazai valuta elleni – bármely típusú – támadás kockázatát, e biztonságért akár jelentős árat is érdemes fizetni.* Ha pedig végül a biztonságért nem fizetnünk kell, hanem egyéb nettó hasznokhoz és előnyökhöz is juthatunk, akkor utóbb majd megállapíthatjuk: szerencsések voltunk.

Az euró mielőbbi hazai bevezetését illető legfontosabb kérdés tehát semmiben sem különbözik attól, amelyet az EU-hoz való mielőbbi csatlakozás vetett fel. Nehéz pontosan meghatározni, hogy milyen időtávon és mekkora nettó előnyeink származnak

³¹ Lásd Csajbók Attila - Csermely Ágnes (szerk): Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. MNB Műhelytanulmányok 24. sz., Budapest 2002. (105-139. old.)

a csatlakozásból, de meglehetősen biztonsággal körvonalazható, milyen veszélyektől és kockázatoktól szabadíthatja meg az országot az EU-csatlakozás. Hasonló megfontolások lehetnek perdöntőek a GMU-hoz való „gyors” (2007. évi!) csatlakozással kapcsolatban.

Érdemes azonban végiggondolni a viszonylag gyors GMU-csatlakozás ellen szóló érveket is. Az ellenvetések lényegében háromfélék:

- a) *Előtte*: nem lehetséges, illetve túlságosan költséges a csatlakozás inflációs, illetve fiskális feltételeinek teljesítése 2005-ig.
- b) *A csatlakozáskor*: féltő, hogy a forint a gazdaság teljesítőképességéhez mérten túlságosan erős – az ország versenyképességét tartósan lerontó – árfolyamon kapcsolódik majd az euróhoz.
- c) *Utána*: a GMU-n belüli túlságosan merev fiskális szabályok korlátozhatják a költségvetési egyenleg anticiklikus hatásának érvényesülését, illetve indokolt állami beruházásokat akadályozhatnak meg.

Az első ellenvetéssel szemben mindenek előtt arra kell felhívni a figyelmet, hogy 2005-2006-ig van még idő arra, hogy a GMU-csatlakozás feltételeit fokozatosan teljesítsük. Ha viszont e feltételeket nem teljesítjük, abból – mint arról már az előbbieken szóltunk – semmiféle hasznunk nem származik, miközben számos kockázattal kerülünk szembe. A viszonylagos fiskális egyensúlyt mindenképpen – az EU-tól és a GMU-tól teljesen függetlenül, gazdaságunk sebezhetőségének csökkentése végett – helyre kell állítani. A „fölösleges” inflációtól pedig – amely az *inflációs tehetetlenség*ből ered, tehát semmi köze nincs a gazdaság szerkezeti változásaihoz – minél előbb meg kell szabadulnunk.

A második ellenvetés/aggály messzemenően indokolt, ennek azonban nincs közvetlen köze a csatlakozás időzítéséhez. Akár előbb, akár később csatlakozunk a GMU-hoz, mindenképpen el kell végezni bizonyos számításokat, és ki kell dolgozni azokat a módszereket, amelyekkel megelőzhető/megakadályozható, hogy a forint túlértékelt árfolyamon kapcsolódjék az euróhoz.

A harmadik ellenvetés viszont, amely a GMU-n belüli jelenlegi fiskális szabályok merevségeiből eredő – a gazdasági ciklusok tompítását és a reálfelzárkózást esetleg korlátozó – veszélyekre hívja fel a figyelmet, csatlakozásunk várható időpontjára valószínűleg időszerűtlenné válik. A közgazdasági szakma kezdi gyakorlatba átültethető módon is megfogalmazni azokat a javaslatait, amelyek a jelenleginél rugalmasabbá és ésszerűbbé tehetik a GMU-t megalapozó „stabilitási paktum” fiskális követelményeit.³² Okkal számíthatunk arra, hogy – nem csupán a szakma nyomására, hanem a jelenlegi tapasztalatok feldolgozása alapján is – *a mainál élhetőbb és sokkal rugalmasabb szabályok szerint működő GMU-hoz fogunk majd csatlakozni*, amely sem az indokolt állami beruházásokat, sem pedig a költségvetés anticiklikus – stabilizáló hatású – változásait nem kívánja büntetni.

4.3. A GMU-s csatlakozás megalapozása és a dezinfláció költségeinek mérséklése középtávú társadalmi-gazdasági megállapodással

Ha a kormány elfogadja a GMU-hoz való gyors csatlakozás mellett szóló megfontolásokat, akkor az EU-ba való belépést támogató népszavazást követően,

³² Lásd például: W. Buiters– C. Grafe: Patchig up the Pact. Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union. EBRD, 2003, January.

mihamarabb elő kellene állnia egy széleskörű társadalmi-gazdasági megállapodás tervezetével (amelyet célszerű lenne társadalmi és szakmai vitára is bocsátania). E tervezet, túl azon, hogy bemutatná: Magyarország számára miért fontos, milyen előnyökkel jár (milyen hátrányokat szüntet meg) az euró-zónához való viszonylag gyors csatlakozás, elsősorban arról szólhatna, hogy az egyes társadalmi partnerek milyen módon járulhatnak hozzá az euró gyors hazai bevezetéséhez úgy, hogy az a lehető legkisebb reálgazdasági (elmaradt növekedésében, illetve munkahelyek elvesztésében kifejezhető) áldozatokkal járjon.

Nem ennek az írásnak a feladata, hogy egy ilyen paktum lehetséges tartalmát kifejtsse, annak néhány fontos elemét azonban érdemes kiemelni.³³

- A megállapodást nem egy évre, hanem középtávra – legalább 2007-ig – kellene megkötni.
- Világosan meg kell fogalmazni, hogy a megállapodás egyik alapvető célja a lehető legkisebb fájdalommal járó dezinfláció. Szólni kell arról, hogy a szükségesnél gyorsabb árszínvonal-emelkedést fenntartó *inflációs tehetetlenség* alapvetően nem gazdasági, hanem társadalomlélektani jelenség, amelyet társadalmi együttműködéssel és koordinációval meg lehet szüntetni. A megállapodás éppen ezt szolgálná.
- Fel lehetne hívni a figyelmet arra, hogy az inflációs tehetetlenség számos ország tapasztalata szerint gazdasági eszközökkel is – szigorú monetáris politikával – „megtörhető”, ez azonban rendkívül költségesnek bizonyulhat.
- Azokra a pozitív példákra is utalni lehetne, amelyek arról szólnak, hogy olyan országokban, amelyeket korábban kevésbé jellemzett a társadalmi együttműködésre irányuló szándék (pl. Írországban, Görögországban, Olaszországban), az euró-zónához való csatlakozás körül sikerült közmegegyezést létrehozni, ami jelentősen megkönnyítette a GMU-csatlakozás feltételeinek teljesítését.
- Magyarországon arra lenne szükség, hogy egyetértés szülessék a *nominális bruttó* béreknek a szükséges dezinflációval összhangban álló pályájáról. A *reál*bérekre nem szabad megállapodni, ez ugyanis hozzájárulhat az inflációs tehetetlenség fenntartásához. (A megállapodásba persze beilleszthetők olyan klauzulák, amelyek a várt/előrejelzett inflációtól való tartós eltérés esetén a nominális bérek kiigazítását is tartalmazzák.)
- Azt kell nagyon világossá tenni: az együttműködésen alapuló infláció-csökkentés alternatíváját jelentő árfolyam-alapú dezinfláció nem csupán rövidebb távon foghatja vissza a növekedést, hanem hosszabb távon is akadályozhatja a gazdaság reál-felzárkózását Európa nyugati részéhez.
- Ha sikerülne a dezinflációt és a versenyképességet egyszerre előmozdító program feltételeiben a munkavállalókkal és a munkáltatókkal megállapodni, akkor a létrehozott társadalmi megállapodásnak a közmegegyezés kifejezéseként való széleskörű *meghirdetése* a dezinflációt (az inflációs várakozások csillapításával) támogató, fontos kommunikációs eszközzé válhatna. A programtól és az arra épülő megállapodástól nem azt kell várni, hogy azt valamely szervezetek az árakra és a bérekre vonatkozó konkrét feladatokra bontják le. A megállapodás lényege ugyanis az az

³³ Részletesebben lásd: Oblath Gábor: Egy társadalmi-gazdasági megállapodás esélye. Világgazdaság, 2002. július 16. és 17., illetve Gazdaság, 2002/1-2.

üzenet lenne, hogy a közmegegyezés a mérsékelt béremelkedésen alapuló deflációt támogatja. Az egyik legfontosabb eredmény az lehetne, hogy a megállapodás erőteljes kommunikálása és kezdeti sikere nyomán a gazdaság szereplői előretökintő módon, nem pedig a múltbeli tapasztalatok alapján alakíthatnák ki elképzeléseiket a bérek és az árak jövőbeni alakulásáról.

Egy ilyen típusú programhoz a politikai ellenzék támogatását is célszerű lenne megnyerni. Ez azért nem tűnik megoldhatatlannak, mert az ellenzék egyértelműen elkötelezte magát az MNB deflációs igyekezetére, valamint – még kormányzása idején – a gyors GMU-csatlakozás mellett. Ezáltal kivételes, ritkán megismétlődő helyzet állt elő: a szakmai ésszerűség és a politikai ellenzék kinyilvánított törekvései ugyanabba az irányba mutatnak. Ezt a lehetőséget a kormánynak fel kellene használnia arra, hogy nemzeti konszenzust hozzon létre egy, a gazdaság jövőjét jelentősen befolyásoló kérdéssel – a viszonylag korai GMU-csatlakozással – kapcsolatban.

Irodalom

- Agénor, Pierre-Richard** (2000): Monetary Policy under Flexible Exchange Rates – World Bank Working Paper No.:2511
- Backé, P. – J. Fidrmuc – T. Reininger – F. Schardax**: Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries. Österreichische Nationalbank. Working Paper No. 61, 2002.
- Ball, Laurence – N. Gregory Mankiw – David Romer** (1988): The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Tradeoff, Brookings Papers on Economic Activity
- Ball, Laurence** (1993): What Determines the Sacrifice Ratio? – National Bureau of Economic Research Working Paper, No.4306
- Begg, David - Eichengreen, Barry – Halpern László – Hagen, Jürgen von – Wyplosz, Charles** (2001): Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries, Centre for Economic Policy Research
- Bohn, Frank** (1999): The Italian Case: A Parable for the Eastern Enlargement of the EMU – Universität Potsdam Discussion Paper 64
- Brüggman, Axel – Linne, Thomas** (2002): Are the Central and Eastern European Transition Countries still vulnerable to a financial crisis? Results from the signals approach. BOFIT Discussion Papers, No. 5.
- Buch, Claudia M. – Lusinyan, Lusine** (2001): Short-Term Capital, Economic Transformation and EU Accession, “EU Enlargement to Central Europe and Its Monetary Policy Implications”. Conference Paper (first draft)
- Buiter, Willem H. – Grafe, Clemens** (2001): Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries, SUERF Studies, No. 11.
- Cihák, Martin – Holub, Thomás** (2001): Convergence of relative prices and inflation in Central and Eastern Europe, IMF Working Paper
- Clifton, Eric V. – Leon, Hyginus L. –Wong, Chorng-Huey** (2001): Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off
- Csajbók Attila - Csermely Ágnes** (2002): Az Euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése, MNB Műhelytanulmányok, 24. sz.
- Darvas Zsolt** (2002): Exchange Rate Pass-Through and Real Exchange Rate in EU Candidate Countries. Conference Paper, Mimeo
- Égert Balázs** (2001): Investigating the Balassa-Samuelson Hypothesis in the Transition: a Panel Study, Conference Paper, Mimeo
- European Economy** (1994) No.7. – The Economic and Financial Situation in Spain
- European Economy** (1996) No.1. – The Economic and Financial Situation in Ireland in the Transition to EMU
- European Economy** (1997) No.1. – Portugal in the Transition to EMU
- European Economy** (2002) No.2. – Economic Forecasts. Spring 2002

- Fischer, Christoph** (2001): Real Currency Appreciation in EU Accession Countries: Balassa-Samuelson and Investment Demand. Conference Paper, Mimeo
- Gáspár Pál – Várhegyi Éva** (1999): Az euró bevezetésének a hatásai az EMU és Magyarország gazdaságára. Közgazdasági Szemle, június, 548-563. o.
- Habib, Maurizio Michael** (2002): Financial Contagion, Interest Rates and the Role of the Exchange Rate as Shock-Absorber in Central and Eastern Europe, Conference Paper, Mimeo
- Halpern László – Neményi Judit** (2001): Fiscal Foundation of Convergence to European Union in Pre-Accession Transition Countries, “How to Pave the Road to E(M)U”, Eltville, Conference Paper
- Hárs Ágnes** (szerk., 2000): Ár- és bérmegállapodások, valamint az inflációcsökkenés közötti összefüggése, elmélete és nemzetközi tapasztalatai. Kopint-Datorg
- Horváth Ágnes – Szalai Zoltán** (2001): A kevésbé fejlett EU-tagországok konvergenciájának tapasztalatai. Közgazdasági Szemle, július-augusztus
- Horváth Ágnes – Szapáry György** (1999): Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió – I-II. rész. Külgazdaság, február- március
- Jankovics, L.**(2002): Eurót – de ne most. Népszabadság, január 24.
- Kengyel Ákos** (2001): A Gazdasági és Monetáris Unió és a magyar csatlakozás feltételrendszere. Külgazdaság, április
- Komulainen, Tuomas** (2001): Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour, BOFIT Discussion Papers, No. 10.
- Kovács Mihály András** (ed) (2002): CEC5: On The Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in CEC5 Countries CEC5: On The Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in CEC5 Countries, MNB füzetek 5. sz.
- Landesmann, M. – J. Pöschl** (1995): Balance-of-Payments Constrained Growth in Central and Eastern Europe and Scenarios of East-West Integration. WIIW Research Reports No. 222.
- Loungani, Prakash – Razin, Assaf – Yuen, Chi-Wa** (1997): Capital Mobility and the Output-Inflation Tradeoff, IMF Working Papers
- Lucas, Robert** (1973): Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs, American Economic Review
- MNB** (2001): A forint útja az euróhoz. Magyar Nemzeti Bank.
- Mundell, R.A.** (2000): Exchange Rate Arrangements in Central and Eastern Europe – S. Arndt, H. Handler és D. Salvatore: Eastern Enlargement: the Sooner, the Better? – European Academy of Excellence, Bécs, 2000 július, 158-165. o.
- Nuti, D.M.** (2000): The Costs and Benefits of Euro-Isation in Central-Eastern Europe before or instead of EMU Membership – S.Arndt, H. Handler és D. Salvatore: Eastern Enlargement: the Sooner, the Better? – European Academy of Excellence, Bécs, 2000 július, 171-193. o.
- Oblath Gábor** (2002): EMU-csatlakozás és gazdaságpolitikai kompromisszumok. Kézirat

OECD-Economic Surveys – Greece, Spain, Portugal, 1998-2001

Orlowski, Lucjan T. (2001): Monetary Convergence of the EU Candidates to the Euro: A Theoretical Framework and Policy Implications, “How to Pave the Road to E(M)U”, Eltville, conference paper

Pásztori Veronika: Az EMS-válság hatása a keresztárfolyamok alakulására. Kopint-Datorg, 1994 október. Kézirat

Pásztori Veronika: Sikeres felzárkózás az Európai Unióhoz: Írország. Felzárkózás és EU-csatlakozás, A VII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia előadásai. Budapest, 2000. október 30-31.

Rosati, Dariusz K.: Managing Capital Flows in Poland – first draft, 2001. szeptember

Rostowski, Jacek: The Approach to EU and EMU – CASE-CEU Working Paper Series 26.

Simon András –Darvas Zsolt (2000): A potenciális kibocsátás becslése a gazdaság nyitottságának felhasználásával. MNB Füzetek 2000/9.

Szapáry György (2000): Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU, NBH Working Paper, No. 7.

Ursprung, J. (2002): Euró – most. Népszabadság, január 11.

Wagner, Helmut (2001): Pitfalls in the European Enlargement Process – Challenges for Monetary Policy, “How to Pave the Road to E(M)U”, Eltville, Conference Paper

Wolf, Holger (2001): Exchange Rate Regime Choice and Consequences.

ISSN 0866-3653

ISBN 963 7275 91 6

Készült a Konjunktúra-, Piackutató és Számítástechnikai Rt. háziyomdájában

E kiadvány a Konjunktúra-, Piackutató és Számítástechnikai Rt. engedélye nélkül nem sokszorosítható!

Cím: H-1081 Budapest, Csokonai u. 3.
Tel.: 459-4200 Fax: 303-9588