

**A kelet-közép-európai új tagállamok
eurózónás csatlakozásának
pénzügypolitikai kérdései, különös
tekintettel Magyarországra**

Doktori értekezés

Készítette: Jankovics László

makrogazdasági elemző, egyetemi adjunktus

Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar

Doktori Iskola, H-4028 Debrecen, Kassai út. 26.

e-mail: laszlo.jankovics@ec.europa.eu

Témavezető: Prof. Dr. Csaba László

2006. szeptember

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E42, E58, E63, F33.

Kulcsszavak: pénzügypolitika; monetáris unió; európai integráció; Kelet-Közép-Európa; eurózóna keleti kibővítése.

Tartalomjegyzék

ÁBRÁK JEGYZÉKE	4
TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE	5
1. BEVEZETÉS.....	6
1.1. MOTIVÁCIÓ A KUTATÁSHOZ.....	8
1.2. METODOLÓGIA.....	11
1.3. A DISSZERTÁCIÓ SZERKEZETE	12
1.4. KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁSOK	15
2. NYITOTT GAZDASÁGOK MAKROÖKONÓMIAI ALAPJAI: SZELEKTÍV ÁTTEKINTÉS	17
2.1. A MODERN PÉNZÜGYPOLITIKA ELMÉLETI KIINDULÓPONTJAI.....	20
2.1.1. <i>A monetarizmus.....</i>	<i>21</i>
2.1.2. <i>Az újklasszikus iskola.....</i>	<i>24</i>
2.2. A MONETÁRIS POLITIKA INTÉZMÉNYI KÉRDÉSEI.....	32
2.2.1. <i>Az intézményi tényezők szerepe a gazdasági fejlődésben</i>	<i>32</i>
2.2.2. <i>Intézményi forradalom a monetáris politikában.....</i>	<i>34</i>
2.2.3. <i>Vita a jegybanki függetlenségről</i>	<i>41</i>
2.2.3.1. <i>Érvek a jegybanki függetlenség mellett.....</i>	<i>41</i>
2.2.3.2. <i>Ellenérvek a függetlenségi vitában</i>	<i>45</i>
2.2.4. <i>A jegybanki függetlenség mérése és a makrohatásai.....</i>	<i>48</i>
2.2.5. <i>Következtetések a kelet-közép-európai országok számára</i>	<i>51</i>
2.3. A GLOBALIZÁCIÓ NÉHÁNY KÖZGAZDASÁGI ASPEKTUSA	53
2.3.1. <i>A nemzetközi gazdaságpolitika hüvelykujj-szabályai, konvenciói.....</i>	<i>54</i>
2.3.1.1. <i>A Washingtoni konszenzus.....</i>	<i>54</i>
2.3.1.2. <i>Gazdaságpolitikai trilemma</i>	<i>59</i>
2.3.2. <i>A pénzügyi válságok közgazdaságtana</i>	<i>65</i>
2.3.2.1. <i>A válságok tipológiája</i>	<i>65</i>
2.3.2.2. <i>Az elméleti irodalom rövid áttekintése.....</i>	<i>68</i>
2.3.2.3. <i>Empirikus elemzések a pénzügyi válságokkal kapcsolatban.....</i>	<i>72</i>
2.3.2.4. <i>Védekezési eszközök és megelőzési javaslatok.....</i>	<i>76</i>
2.4. AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERE	80
2.4.1. <i>Az inflációs célkövetés alkalmazásának nemzetközi trendjei</i>	<i>80</i>
2.4.2. <i>A rendszer bevezetésének feltételei és az IT típusai.....</i>	<i>83</i>
2.4.3. <i>Az inflációs célkövetés rendszerének jellemzői.....</i>	<i>88</i>
2.4.4. <i>Az IT rezsím működési kérdései</i>	<i>92</i>
2.4.5. <i>Dilemmák az IT körül a feltörekvő gazdaságokban.....</i>	<i>97</i>
2.4.6. <i>Következtetések a magyar IT rezsím vonatkozásában</i>	<i>102</i>
2.5. KÖVETKEZTETÉSEK	108
3. AZ EMU LÉTREHOZÁSÁNAK ÉS MŰKÖDÉSÉNEK TAPASZTALATAI	111
3.1. TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉS.....	111
3.1.1. <i>A monetáris unió előzményei</i>	<i>112</i>
3.1.1.1. <i>Az Európai Monetáris Rendszer</i>	<i>116</i>
3.1.1.2. <i>A közös valuta megszületése</i>	<i>118</i>

3.1.2. <i>A monetáris unió és a politikai egységesülés Európában</i>	123
3.1.2.1. <i>A monetáris unió a klasszikus integrációs elméletek tükrében</i>	124
3.1.2.2. <i>Tanulságok az optimális valutaövezetek elmélete fényében</i>	126
3.1.2.3. <i>A gyakran elfelejtett gazdasági hatóerők</i>	134
3.2. <i>AZ EMU ELSŐ HAT ÉVÉNEK TANULSÁGAI</i>	137
3.2.1. <i>Felkészülés és konvergencia az 1990-es évek második felében</i>	138
3.2.2. <i>Az EKB monetáris stratégiája és kapcsolata a fiskális szabályokkal</i>	144
3.2.3. <i>Reális-e a monetáris unió szétesésének veszélye?</i>	151
3.3. <i>A MONETÁRIS UNIÓ HATÁSA A PÉNZÜGYI PIACOKRA</i>	154
3.3.1. <i>A pénzügyi közvetítő rendszer makrogazdasági szerepe</i>	154
3.3.2. <i>A pénzügyi közvetítés átalakulása Európában</i>	156
3.3.3. <i>Az európai pénzügyi piacok fejlődése</i>	159
3.4. <i>EURÓPAI TAPASZTALATOK AZ ÚJ TAGÁLLAMOK SZÁMÁRA</i>	161
4. KOMPARATÍV ELEMZÉS	165
4.1. <i>A MONETÁRIS ACQUIS ÉS A JOGHARMONIZÁCIÓ</i>	166
4.1.1. <i>A közös valuta átvételének jogi keretei</i>	167
4.1.2. <i>A jogharmonizáció folyamata Magyarországon</i>	172
4.2. <i>A RÉGIÓ GAZDASÁGI ÉRETTSÉGE A KÖZÖS VALUTÁRA</i>	174
4.2.1. <i>Makrogazdasági helyzetkép a tranzíció után</i>	174
4.2.2. <i>A KKE-országok a maastrichti tükörben</i>	176
4.2.3. <i>A pénzügyi szektor helyzete az euróaspiráns országokban</i>	181
4.2.3.1. <i>Régiós sajátosságok</i>	181
4.2.3.2. <i>A magyar pénzügyi közvetítő rendszer</i>	184
4.3. <i>A CSATLAKOZÓ ORSZÁGOK PÉNZÜGYPOLITIKAI PÁLYÁI</i>	187
4.3.1. <i>Globális trendek az árfolyampolitikában</i>	188
4.3.1.1. <i>Az árfolyamelméletek modern megközelítésben</i>	188
4.3.1.2. <i>Az árfolyamrezsimek globális átrendeződése</i>	192
4.3.2. <i>A kelet-közép-európai államok árfolyampolitikája</i>	197
4.3.2.1. <i>Régiós körkép az árfolyampolitikában</i>	198
4.3.2.2. <i>A Balassa-Samuelsont okozta dilemmák</i>	204
4.3.3. <i>Az egyoldalú, illetve a konszenzusos euróizáció opciója</i>	212
4.3.3.1. <i>Az euróizáció vita</i>	213
4.3.3.2. <i>Az euróizáció közgazdaságtana</i>	215
4.3.4. <i>A magyar árfolyampolitika</i>	217
4.3.4.1. <i>Történeti áttekintés az árfolyampolitikáról</i>	217
4.3.4.2. <i>A 2003-as év pénzügyi viharai</i>	221
4.3.5. <i>Következtetések</i>	225
4.4. <i>AZ EURÓZÓNÁS CSATLAKOZÁS IDŐZÍTÉSE</i>	227
4.4.1. <i>A bevezetési időpont meghatározása</i>	227
4.4.1.1. <i>Az euró átvételének előny-hátrány mérlege</i>	228
4.4.1.2. <i>Az időzítési vita érvei</i>	232
4.4.2. <i>Menetrendek az euró bevezetésére a KKE-régióban és Magyarországon</i> .	241
4.4.2.1. <i>A hitelesség szerepe az euró bevezetésében</i>	243
4.4.2.2. <i>Régiós tervek a közös valutára</i>	248
4.4.3. <i>Következtetések</i>	254
5. KONKLÚZIÓK	257
5.1. <i>A DOKTORI KUTATÁS TANULSÁGAI ÉS TÉZISEI</i>	258
6. HIVATKOZÁSI JEGYZÉK	268

Ábrák jegyzéke

1. ÁBRA: AZ OECD ORSZÁGOK INFLÁCIÓS RÁTÁI AZ ELMÚLT ÉVTIZEDEKBEN	40
2. ÁBRA: A GAZDASÁGPOLITIKAI TRILEMMA GRAFIKUS ÖSSZEFOGLALÁSA	61
3. ÁBRA: AZ ÁRFOLYAMRENDSZEREK ÁTALAKULÁSA 1970 ÉS 1999 KÖZÖTT TÖBB MINT 150 IMF TAGORSZÁG ADATAI ALAPJÁN.....	64
4. ÁBRA: VÁLSÁGOK GYAKORISÁGA A FELTÖREKVŐ PIACOKON A KÜLÖNFÉLE GAZDASÁGTÖRTÉNETI KORSZAKOKBAN (%-OS ELŐFORDULÁS ÉVENTE).....	67
5. ÁBRA: INFLÁCIÓS RÁTÁK AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉSES REZSIMEK BEVEZETÉSE ELŐTT ÉS UTÁN	81
6. ÁBRA: AZ IT MELLETTI MAGYAR INFLÁCIÓS TELJESÍTMÉNY 2001-2005 KÖZÖTT	103
7. ÁBRA: AZ EGYESÜLT KIRÁLYSÁG RÉSZESEDESE AZ ÍR KERESKEDELMI FORGALOMBÓL 1924-1998 KÖZÖTT	133
8. ÁBRA: A GÖRÖG INFLÁCIÓS RÁTA ÉS KAMATLÁBAK KONVERGENCIÁJA AZ EURÓZÓNÁS CSATLAKOZÁST MEGELŐZŐ ÉVEKBEN.....	139
9. ÁBRA: NOMINÁLIS FISKÁLIS EGYENLEGEK NÉHÁNY EU-ORSZÁGBAN	140
10. ÁBRA: CIKLIKUSAN KIIGAZÍTOTT ELSŐDLEGES FISKÁLIS EGYENLEGEK AZ 1990-ES ÉVEK KÖZEPÉN	140
11. ÁBRA: ALAPKAMATLÁBAK ALAKULÁSA AZ ATLANTI-ÓCEÁN KÉT PARTJÁN 1999- 2005 KÖZÖTT	146
12. ÁBRA: A DOLLÁR/EURÓ KERESZTÁRFOLYAM ALAKULÁSA 1999-2005 KÖZÖTT ..	149
13. ÁBRA: A BANKRENDSZER MÉRLEGFŐÖSSZEGE A GDP ARÁNYÁBAN NÉHÁNY ÚJ EU- TAGÁLLAMBAN 1998-2003 KÖZÖTT	182
14. ÁBRA: A PIACVEZETŐ 5 BANK PIACI RÉSZESEDESE AZ UNIÓS ORSZÁGOKBAN 2003- BAN.....	183
15. ÁBRA: A HÁZTARTÁSI ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON AZ UTÓBBI ÉVEKBEN	184
16. ÁBRA: HÁZTARTÁSOK HITELÁLLOMÁNYA A BANKI MÉRLEGFŐÖSSZEG ARÁNYÁBAN 2003 VÉGÉN	185
17. ÁBRA: ÁRFOLYAMRENDSZEREK ÁTRENDEZŐDÉSE A FEJLETT ÉS A FELTÖREKVŐ PIACOKON AZ 1990-ES ÉVTIZEDBEN	193
18. ÁBRA: A FORINT ÁRFOLYAMA 2003 NYARA ÉS 2004 FEBRUÁR KÖZÖTT.....	224
19. ÁBRA: MAGYARORSZÁG EURÓBAN KIBOCSÁTOTT SZUVERÉN ADÓSSÁGÁNAK KAMATFELÁRA A HASONLÓ FUTAMIDEJŰ NÉMET PAPIROKHOZ KÉPEST 2002-2003 FOLYAMÁN.....	224
20. ÁBRA: A LEGVALÓSZÍNŰBBNEK TARTOTT MAGYAR EURÓCSATLAKOZÁSI IDŐPONTOK ELOSZLÁSA 2004-BEN (REGIONÁLIS REUTERS FELMÉRÉS A PÉNZPIACI SZEREPLŐK KÖRÉBEN).....	242
21. ÁBRA: A MAGYAR NOMINÁLIS DEFICIT ÉS ÁLLAMADÓSSÁG PÁLYÁT ÉRINTŐ TERVEK AZ EGYMÁST KÖVETŐ KÖZÉPTÁVÚ GAZDASÁGPOLITIKAI PROGRAMOKBAN (A GDP %-OS ARÁNYÁBAN).....	243
22. ÁBRA: A SZLOVÉN TOLÁR ÁRFOLYAMA 2004-2005 KÖZÖTT	246
23. ÁBRA: FORWARD PRÉMIUMOK A RÉGIÓBAN AZ EURÓHOZ VISZONYÍTVÁ	251

Táblázatok jegyzéke

1. TÁBLÁZAT: JEGYBANKI FÜGGETLENSÉGI INDEXEK A TRANZÍCIÓS ORSZÁGOKBAN ÉS A PIACGAZDASÁGOKBAN (ZÁRÓJELBEN A JEGYBANKTÖRVÉNY ELFOGADÁSÁNAK ÉVE).....	50
2. TÁBLÁZAT: A TRILEMMA MEGOLDÁSA A KÜLÖNBÖZŐ TÖRTÉNETI KORSZAKOKBAN	62
3. TÁBLÁZAT: A VÁLSÁGOK ÁTLAGOS HOSSZÚSÁGA (ÉVEKBEN).....	68
4. TÁBLÁZAT: A VÁLSÁGOK OKOZTA ÁTLAGOS VESZTESÉGEK (A GDP %-OS ARÁNYÁBAN).....	68
5. TÁBLÁZAT: AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉST BEVEZETŐ ORSZÁGOK FŐBB JELLEMZŐI	83
6. TÁBLÁZAT: AZ IT REZSIM KÜLÖNFÉLE VÁLTOZATAINAK JELLEMZŐI	87
7. TÁBLÁZAT: AZ IT REZSIM MŰKÖDÉSI JELLEMZŐI NÉHÁNY KIVÁLASZTOTT ORSZÁGBAN 2005 VÉGÉN.....	92
8. TÁBLÁZAT: AZ INFLÁCIÓ, A KÖLTSÉGVETÉSI DEFICIT ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA A 15 EU-TAGORSZÁGBAN 1995-1998 KÖZÖTT (SZÁZALÉK).....	121
9. TÁBLÁZAT: A KÖLTSÉGVETÉSI KIADÁSOK MAKROHATÁSAIVAL KAPCSOLATOS KÖZGAZDASÁGI ELMÉLETEK	143
10. TÁBLÁZAT: A KKE-ORSZÁGOKRA A CSATLAKOZÁS PILLANATÁTÓL VONATKOZÓ PÉNZÜGY-POLITIKAI KÖTELEZETTSÉGEK ÉS FELMENTÉSEK	170
11. TÁBLÁZAT: A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOK GAZDASÁGI TELJESÍTMÉNYE A RENDSZERVÁLTÁS IDŐSZAKÁBAN (1989=100%)	175
12. TÁBLÁZAT: A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK GDP-ARÁNYOS ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEGE (%)	177
13. TÁBLÁZAT: A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK GDP-ARÁNYOS BRUTTÓ ADÓSSÁGRÁTÁJA (%).....	177
14. TÁBLÁZAT: A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK ÁTLAGOS ÉVES INFLÁCIÓS RÁTÁJA (%)	178
15. TÁBLÁZAT: A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK HOSSZÚ TÁVÚ KAMATLÁBA ..	178
16. TÁBLÁZAT: A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOK ÁRFOLYAMRENDSZERE A RENDSZERVÁLTÁS UTÁNI ÉVEKBEN	200
17. TÁBLÁZAT: EMPIRIKUS EREDMÉNYEK A BS-HATÁS RÉGIÓS MÉRTÉKÉRE VONATKOZÓAN	210
18. TÁBLÁZAT: A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOK EURÓZÓNÁS CSATLAKOZÁSI HELYZETE 2005-BEN	249

1. Bevezetés

Disszertációnk témájául azt a problémakört választottuk, hogy milyen jellegzetességek (hasonlóságok és különbségek) azonosíthatók az Európai Unióhoz frissen csatlakozott kelet-közép-európai országsoport pénzügypolitikai stratégiáiban a közös valutára történő felkészülés során. A pénzügypolitika kifejezés alatt az elterjedt szakirodalmi használatból összhangban végig a monetáris és az árfolyampolitika együttesét, valamint a pénzügyi szabályozás (pl. nemzetközi tőkeáramlások liberalizáltsági foka) összességét értjük, amelyek közös tárgyalását elsősorban az a tény indokolja, hogy ezen rezsimek meghatározása gyakran egyszerre, de mindenképpen egymás figyelembevételével történik. Gondoljunk csak arra például, hogy a különféle rögzített árfolyamrendszerek napjaink deregulált tőkepiacai mellett teljesen leszűkítik – ha formálisan nem is szüntetik meg – a monetáris politika autonómiáját, vagy míg a valutatanács¹ rendszere definíció szerint egyszerre rendelkezik az automatikusan követendő monetáris politikai (a likviditásmenedzsmentet érintő) és árfolyamszabályról.

A tanulmányunkban végigkövetjük az eurózónás csatlakozásra készülő országok gazdaságpolitikai gyakorlatát, elsősorban abból a szemszögből vizsgálva a fejleményeket, hogy az integráció milyen változtatásokat, reformokat kíván meg a monetáris, az árfolyam és ezekhez kapcsolódóan a fiskális politika területén. A kutatás fókuszába a 2004. májusi csatlakozási kör poszt-szocialista tagjai kerültek, vagyis Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország Szlovákia és Szlovénia. Ezen országokat a közös múltból fakadó sajátosságokon túlmenően, mint látni fogjuk, sok területen ugyan eltérő gazdaságpolitikai vonalvezetés jellemzi, mégis fontosnak tartjuk, hogy feltérképezzük és összehasonlítsuk az egyes nemzetgazdaságok reakcióit és lépéseit az európai integráció támasztotta kihívásokra. A gyökeresen elütő gazdasági és társadalmi fejlődési út és az ebből fakadó feloldhatatlan nehézségek miatt dolgozatunkban nem foglalkozunk részletesen a legutóbbi bővítési kör két kis mediterrán szigetországával, Ciprussal és Máltával.

¹ Szakértők egy része (pl. *Bokros Lajos*) visszatérően felveti a valutatanács (*currency board arrangement*) rendszerének helyesebb és kifejezőbb magyar fordításaként a *valutatábla* kifejezést, mert az általánosan elterjedt alakkal szemben a javasolt változat találójában érzékelteti, hogy ilyenkor az adott országnak gyakorlatilag nincs semmilyen döntési kompetenciája monetáris ügyekben (a rezsimek részletes értékeléséhez és a legutóbbi időszakban tapasztalható újjáéledésének hátteréhez lásd *Ghosh és társai* [2000] átfogó tanulmányát).

A tágabb értelemben vett térségi összehasonlítások mellett az értekezésünkben kiemelt figyelmet szentelünk a magyarországi folyamatoknak és fejleményeknek is. Egyrészt a dolgozat a nyelve miatt nyilvánvalóan a magyar szakmai közvéleményhez jut el elsősorban (bár néhány részfejezet korábbi verziója megjelent angolul különféle folyóiratokban és kiadványokban), másrészt a tudományos érdeklődésünk és a legaprólékosabb figyelmünk is jellemzően a hazai trendekre és intézményekre terjed ki. Ráadásul a kutatásunk témájának választott összefüggésben a magyar pénzügypolitika önmagában is sok tanulsággal és elemezni váró dilemmával kecsegteti az olvasót.

A legfontosabb pénzügypolitika eszközök mellett természetesen kitérünk a fiskális politika elemzésére is, amit egyrészt az indokol, hogy az európai országok már a Gazdasági és Monetáris Unióra való felkészülési fázis során, valamint a későbbiekben, az egységes monetáris politika bevezetése óta szintén korlátozzák a fiskális politikai szuverenitásukat, korlátokat állítva önmaguk és a későbbiekben csatlakozni kívánó országok számára is. Másrészt az is megalapozza az elemzés kiterjesztését, hogy a konzisztencia megteremtése alapvető kritériumává vált gazdaságpolitika sikerességének az utóbbi évtizedekben, így a különféle monetáris és árfolyampolitikai rezsimek működése, illetve a közös valutára vonatkozó stratégiák megvalósíthatósága nem értékelhető a költségvetési folyamatok számbavétele nélkül.

A disszertáció középpontjában tehát két, egymással szorosan összefüggő kutatási feladvány („*puzzle*”) megválaszolása áll. Egyrészt azt firtatja a munkánk, hogy a gazdaságpolitikai szuverenitásukat nemrégiben visszanyert posztszocialista országok miért töreksenek olyan elszántan a monetáris unióhoz való csatlakozásra, amely – kétségkívül más módon, mint a tervgazdaság és a KGST időszakában – azért erősen korlátozza a gazdaságirányítás mozgásterét. Ehhez szervesen kapcsolódó tisztázandó kérdésként merül fel másrészt az, hogy az előírt maastrichti konvergenciakritériumok teljesítéséhez és az ettől függetlenül szükséges reálkonvergencia biztosításához milyen pénzügypolitikai rezsim a legcélszerűbb, vagyis a közgazdaságilag legindokoltabb választás. Az értekezésünk ugyanakkor nem vállalja fel a felkészülési folyamatban követett gazdaságpolitikai stratégia egészének elemzését, ez ugyanis tartalmilag és terjedelmileg is szétfeszítené az ebben a műfajban szokásos kereteket, és sokkal inkább egy önálló szakmonográfia témája lehetne. Mindemellett, ahogy fentebb már utaltunk rá, az egyes fejezetek során rövidebb-hosszabb utalások és megjegyzések elkerülhetetlenül érintik a fiskális területet is, hiszen az államháztartási folyamatok

kiemelkedő szerepet játszanak mind a monetáris unióra való formális alkalmasság elbírálásánál, mind az európai valutaunió gyakorlati működése során.

1.1. Motiváció a kutatáshoz

Az Európai Unió keleti kibővülésével kapcsolatos gazdaságpolitikai kérdésekkel 1998 tavaszán kezdtünk komolyan foglalkozni, egy szemesztert hallgatva Tempus ösztöndíjasként az észak-dániai Aalborgi Egyetem Európai Tanulmányok Intézetében (*Master of European Studies Programme*). A választott kutatási témánk az európai monetáris integráció történeti elemzése volt, amelyből egy gazdaságtörténeti jellegű szakdolgozat is készült (*Jankovics [1998]*). A későbbiek folyamán mindkét szakunkon - közgazdaságtan (nemzetközi szakirány) és politológia - több integrációs kurzust is felvettünk, majd a különféle elemzési szempontokat választó, párhuzamosan elkészített diplomamunkáink is ebből a témakörből születtek (*Jankovics [1999a]* és *Jankovics [1999b]*).

A Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karán 1999 óta tanítjuk a Nemzetközi Szakirányon a Nemzetközi pénzügytan, illetve az Európai monetáris integráció elnevezésű speciálkollégiumokat, mely utóbbi tematikájának jelentős részét a kelet-közép-európai országok felkészülésével kapcsolatos kérdések teszik ki. 2004 tavasza óta gondozzuk a Nemzetközi pénzügyeket kötelező tantárgyként a szakmai alapképzésben, amely összefoglalóan ismerteti a disszertációnk elméleti részében részletesen bemutatott árfolyam- és monetáris politikai összefüggéseket és folyamatokat. A 2001 óta a szakajtóban és különféle periodikákban több-kevesebb rendszerességgel közölt publikációnk, valamint nyomtatásban is megjelent konferencia-előadásaink túlnyomó része ennek a kérdéskörnek az elemzését célozta, a szóban forgó munkákra természetesen a megfelelő helyeken utalni is fogunk majd fejtegetéseink során.

A személyes jellegű ösztönző hatásokon túlmenően nézzük, hogy milyen tudományos vonzerővel és elmélyült kutatómunkára hívogató sajátosságokkal rendelkezik maga a választott problematika! A kelet-közép-európai térség pénzügypolitikáinak összehasonlító elemzését különösen aktuálissá teszi, hogy részben ugyan hasonló stratégiák figyelhetők meg a régióban, részben azonban komoly különbségek is megfigyelhetők. Míg például a visegrádi országok mindegyike az

inflációs célkitűzéses² monetáris stratégia bevezetése mellett döntött, addig a balti országok a valutatanács rendszerét (illetve ahhoz kísértetiesen hasonló szigorúan rögzített rezsimeket) alkalmazták az európai integrálódás során.

Tudomásunk szerint a témában komparatív igénnyel meglehetősen kevés magyar nyelvű munka íródott az elmúlt évtized folyamán, és mindenképpen tanulságos lehet a hazai és a természetesen a térségbeli országok szakmai közvéleménye számára, hogy megismerkedjen a strukturálisan hasonló gazdaságokban folytatott gyakorlattal. Feltehetően azért is hasznos lehet egy ilyen kitekintés az érintettek számára, hogy elkerüljék azok felszínre került esetleges hibáit, adaptálhassák a sikeresnek bizonyult megoldásokat, illetve egyáltalán értesüljenek a sok mindenben analóg dilemmák és helyzetek kapcsán kialakult vitákról és folyamatokról.

A komparatív elemzésből leszűrhető konklúziók ugyanakkor nemcsak az említett országok számára lehetnek relevánsak, hanem talán még inkább a későbbi bővülések érintettjei számára is (például Bulgária, Horvátország, Románia és részben Törökország), akik ugyan a csatlakozási folyamat és a piacgazdasági átmenet egy korábbi fázisánál tartanak, de meghirdetett céljaik szerint ők is végig akarják járni ezt az utat. De reményeink szerint a megfogalmazott tanulságok és tudományos eredmények érdekesek és felhasználhatók lehetnek földrajzi elhelyezkedéstől függetlenül minden olyan ország makroelemzői és döntéshozói számára, akik valamilyen keményen rögzített pénzügypolitika (valutaunióhoz való csatlakozás, dollarizáció – euróizáció, valutatanács) bevezetését mérlegelik lehetséges opcióként.

A témakör relevanciája megítélésünk szerint a közeljövőben még növekedni is fog, tekintve, hogy az eurózóna prognosztizálható további bővülése mellett más térségek is valutauniós terveket szövögetnek, illetve valamely meghatározó súlyú világvaluta önkéntes átvételére készülnek³. Az egyik ismert példa erre a törekvésre az ázsiai monetáris unió terve, amelynek racionalitását megalapozza, hogy például a dél-kelet-ázsiai régió országainak intraregionális kereskedelmi forgalma hasonló nagyságrendű, mint az Európai Unió tagállamaié⁴. A valutáris egységesülés gondolata

² A magyar szakirodalomban két elnevezés is meghonosodott ezekre a rezsimekre: hívják inflációs célkitűzésnek és inflációs célkövetésnek. Mivel megítélésünk szerint mindkét változat jól érzékelteti a rendszer lényegét, ezért a továbbiakban a tanulmányban szinonimaként használjuk a kifejezéseket.

³ Az Európán kívüli gazdasági integrációs szervezetekről és monetáris együttműködési tervezetetről jó áttekintés ad *EKB* [2004c], valamint *De Lombaerde – Vinhas de Souza* [2006] tanulmánykötete.

⁴ Egy ilyen monetáris egységesülés kiindulópontja szakértők szerint a Dél-Kelet-Ázsiai Nemzetek Szövetsége (Association of Southeast Asian Nations, ASEAN) elnevezésű szervezet lehet, tudniillik különösen erős kereskedelmi integráltság figyelhető meg az öt alapító tagállam (Fülöp-szigetek, Indonézia, Malajzia, Szingapúr, valamint Thaiföld) viszonyrendszerében.

különösen a térségen 1997-ben végigsöprő pénzügyi válságot közvetlenül követő időszakban váltott ki élénk érdeklődést az érintett politikai-gazdasági elitek soraiban, de manapság sem került le teljesen a távlati kooperációs napirendről. Ennél konkrétabb tervvel rendelkezik egy közös valutaövezet 2010-es létrehozására az Öböl-menti Arab Államok Együttműködési Tanácsa (Gulf Cooperation Council, GCC). A politikai, gazdasági és katonai integrációra egyaránt törekvő, összesítve 35 milliós népességet képviselő szervezet hat, meghatározó részben a kőolajkincse kitermelésére épülő államot tömörít: Szaúd-Arábiát, Kuvaitot, az Egyesült Arab Emírségeket, Katart, Bahreint és Ománt. A jelenlegi átmeneti időszakban mindegyik tagállam azonos módon az amerikai dollárhoz kötött árfolyamrezsimit működtet.

Afrikában már jelenleg is három kisebb-nagyobb monetáris unió működik⁵, amelyek bővítése, illetve esetleges egybeolvadása szintén gyakorta napirendre kerül. A döntő részben a volt francia gyarmatokon még a függetlenség kialakulása előtt létrejött monetáris egyezmények évtizedek óta fennmaradtak és különösebb megrázkódtatás nélkül túléltek a kulcsvalutának számító francia frank eltűnését is. A világ másik részén, a karibi térségben már 1983 óta nyolc kis szigetországot fog össze a Kelet-Karibi Valutaunió (Eastern Caribbean Currency Union), amelynek bázisán az 1990-es évek eleje óta visszatérően felmerül egy pánkaribi monetáris unió létrehozása, többek között Barbados, Haiti, Jamaika, és Trinidad és Tobago bekapcsolódásával.

A fenti példákkal némileg ellentétben, Dél-Amerikában nem valószínű a szoros regionális valutáris kooperáció előtérbe kerülése a közeljövőben, habár rendre megfogalmazódtak egyelőre csekély átütő erővel bíró elképzelések, különösen az 1990-es évek második felében a Mercosur⁶ integrációs tömörülés bázisára építve. Ugyanakkor folyamatosan felvetődik a térség országaiban a dollarizáció, vagy a dollár alapú valutatanácsok felállításának javaslata, amely ráadásul gyakran bírja politikusok és akadémiai szereplők támogatását is. Szintén kevés gyakorlati eséllyel rendelkeznek, ugyanakkor önmagukban is jelzértékkel bírnak a kétszereplős monetáris partnerségi kapcsolatok kiépítésére vonatkozó javaslatok Kanada és az Egyesült Államok között („amero” fantázianevű új valutával), illetve Új-Zéland és Ausztrália között (az

⁵ A három említett tömörülés a következő: az együttesen a CFA-frank övezetet alkotó Nyugat-Afrikai Gazdasági és Monetáris Unió (Benin, Burkina Faso, Elefántcsontpart, Guinea-Bissau, Niger, Mali, Szenegál, Togó) és Közép-Afrikai Gazdasági és Monetáris Szövetség (Csád, Egyenlítői-Guinea, Gabon, Kamerun, Közép-Afrikai Köztársaság, Kongói Demokratikus Köztársaság), valamint a Dél-Afrikai Közös Valutaövezet (Dél-Afrika, Lesotho, Namíbia, Sváziföld).

⁶ Az 1991-ben alapított, közel 220 milliós Déli Közös Piac tagországai: Argentína, Brazília, Paraguay és Uruguay. (A Mercosur rövidítés kivételesen nem az angol, hanem az eredeti spanyol kifejezésből származik: *Mercado Común del Sur*).

úgynevezett „ANZAC” dollárral). Láthatjuk tehát, hogy szerte a világon érdekesek lehetnek a szervezett együttműködésben és intézményépítésben legmesszebb jutó integrációs tömörülés, az Európai Unió tapasztalatai a közös valutaövezet bővítésében, illetve fontos tanulságokkal szolgálhat az eurózónás csatlakozásra készülő tagországok gazdaságpolitikai pályáinak összehasonlító elemzése.

1.2. Metodológia

Értekezésünk módszertana döntően másodlagos források használatán alapul. A nyitott gazdaságok makroökonómiai alapjainak áttekintésénél, ahol az lehetséges volt, az eredeti klasszikus művekre támaszkodtunk. Az európai monetáris unió és a keleti kibővülés történeti, elméleti és politikai hátterének felderítése a releváns szakirodalom áttekintésén nyugszik. A megközelítésünk a következő volt: a munkánk jelentős részében a már létező empirikus és elméleti tanulmányokat használjuk következtetések levonására, átfogó önálló elemzést csak ott folytattunk, ahol a vonatkozó irodalomban különféle hiányosságokat és fehér foltokat találtunk.

A kiválasztott országok jelenlegi gazdaságpolitikai gyakorlatának feltárásánál, valamint a jogi és gazdaságpolitikai harmonizáció eddigi lépéseinek számbavételénél segítségül hívjuk a dokumentumelemzést is a következők révén: az érintett országok jegybanki jelentései, kormányzati dokumentumai, gazdaságkutató intézetek előrejelzései, az Európai Bizottság jelentései és a Konvergenciaprogramokról készült technikai elemzései, az OECD, az IMF és más nemzetközi szervezetek országtanulmányai. Hasonlóképpen az Európai Unió elvárásainak és a közösségi joganyag előírásainak csokorba gyűjtésekor, és az országok előtt lévő alternatívák feltérképezésekor forráselemzéssel is élünk kutatásunk során (a vonatkozó uniós joganyag és jogforrások (Maastrichti Szerződés, Amszterdami Szerződés, Stabilitási és Növekedési Egyezmény, Csatlakozási Szerződések etc.), az Európai Központi Bank (EKB) jelentései és állásfoglalásai).

A regionális összehasonlítás során, az egyes országok választotta gazdaságpolitikai pályák és pénzügypolitikai rezsimek alkalmasságának értékelésekor, valamint a tanulságok leszűrésekor a komparatiztika módszertanát követjük, nemcsak a főbb makroindikátorokra támaszkodva, vagyis szűken értelmezett kvantitatív módon, hanem sokkal inkább a kvalitatív jellemzők figyelembevételével (*Bara – Csaba – Gedeon* [2000] 3-5. o.). Önálló ökonometriai számításokat vagy modelleket nem

ismertetünk a kutatásunkban, ugyanakkor természetesen több helyütt felhasználjuk érvelésünkben az empirikus irodalom eredményeit a gazdasági jelenségek és folyamatok magyarázatához. Így járunk el például a felzárkózó gazdaságokban fontos jelentőséggel bíró Balassa-Samulson hatás, az inflációs célkövetés rendszerének eredményei, a jegybanki függetlenség makrogazdasági hatásai, továbbá az egyes országok euróérettsége tárgyalásánál.

Fontosnak tartjuk leszögezni, hogy a disszertációnk elsősorban interpretatív jellegű, következésképpen csak bizonyos esetekben, elsősorban a tanulások esetleges kiterjesztésének vizsgálatakor fogunk ajánlásokat megfogalmazni. Normatív állásfoglalások, politikai útmutatások helyett az egyes intézmények, gazdaságpolitikai szabályok működésének alapos, tudományos igényű feltárására koncentrálnak az erőinket. A választott kutatási téma aktualitása és a folyamatos gazdaságpolitikai hangsúlyváltások miatt szintén célszerű tisztáznunk, hogy az értekezésünk kéziratának lezárási ideje 2006 júniusa, vagyis a vonatkozó fejezetekben eddig az időpontig dolgozzuk fel és elemezzük a történéseket.

1.3. A disszertáció szerkezete

Értekezésünk felépítése a következőképpen alakul: a 2. fejezetben áttekintjük a közgazdaságtudomány választott témánk szemszögéből relevánsnak gondolt részeit és tételeit, hogy megfelelő elméleti keretbe helyezzük el fejtegetéseinket. Bár a munkánk jellegénél fogva a gyakorlati gazdaságpolitikai döntések megalapozásához próbál háttérrel nyújtani a nemzetközi tapasztalatok csokorba gyűjtésével, magunk is osztjuk *Heller Farkasnak* az álláspontját a teoretikus fundamentumok fontosságáról. A két világháború közötti időszak egyik kiemelkedő magyar közgazdásza a következőket írta székfoglalójában, amikor az 1920-as évek közepén átvette a Közgazdasági Szemle szerkesztését: „*Téved az, aki az elméletet azzal tolja félre, hogy az úgyis csak elmélet, és nincsen gyakorlati jelentősége. Az elmélet gyakorlati haszna nem mindig kézenfekvő, mert a mélységekbe világít be, de csak a komoly elméleti elmélyedés képesít a sekélyes és önállótlan ítéletek helyett az élet jelenségeinek komoly és alapos megítélésére.*” (Heller [1925] 208. o.)

Kiemelt területe természetesen ennek a szemlézésnek az árfolyampolitikával és a monetáris politikával kapcsolatos megfontolások összegzése, illetve elterjedt szóhasználat a nyitott gazdaság makroökonómiája, különös tekintettel az utóbbi

évtizedek paradigmaváltásaira. Az intézményi kérdések szabályozására, a független jegybankok általános normává válására is erőteljes hatást gyakoroltak a modern makroökonómiai iskolák és nézetek. A vizsgált témakör és a gazdaságpolitikáról szóló szakirodalom egyik kulcskérdése az úgynevezett „szabályok vagy egyedi intézkedések” („*rules versus discretion*”) vita. Az a tény, hogy disszertációmban több helyütt felbukkan ez a döntéshozói dilemma, valamint, hogy külön alfejezetet szentelünk ennek az ügynek hármaskorral magyarázható. Egyrészt maga az európai monetáris unióhoz való csatlakozás egésze felfogható úgy, mint a szabálykövetés vagy diszkrecionális politika egyik sajátos megjelenése. Az időzítésről szóló vitában elfoglalt álláspontot szinté erőteljesen befolyásolja, hogy mit gondolunk az optimális pénzügypolitika szabályalapúságáról, vagyis arról, hogy milyen hosszú távon érdemes megőrizni nemzetgazdasági szinten az autonóm döntési kompetenciákat a monetáris kondíciókról. Továbbá a felkészülési időszak, vagyis a nominális konvergencia-kritériumok teljesítése során alkalmazott gazdaságpolitikai mix kialakításához is hasznos tanulságokkal szolgálhat az elméleti megfontolások végiggondolása.

A makroökonómia megszületésénél és a mai értelemben vett gazdaságpolitikai eszköztár kialakulásánál még kikezdetlen érvénnyel bíró hagyományos keynesi nézetek sorra lecserélődtek a monetarizmus és az újklasszikus közgazdaságtan támadásai következtében. A jelenleg divatosnak tekinthető pénzügypolitikai rezsimek (például a részletesen elemzésre kerülő inflációs célkitűzéses politika) és gazdaságpolitikai dilemmák meggyőződésünk szerint nem is igazán érthetők meg a fentebb jelzett elméleti forradalom végigtekintése nélkül. A fentiekhez kapcsolódóan átnézzük azokat az alkalmazott közgazdaságtanban jelenleg honos konvenciókat, amelyek az elméleti alapokból kisarjadva *de facto* behatárolják a nemzeti gazdaságpolitikák mozgásterét (pl.: washingtoni konszenzus).

Disszertációm következő részében a Gazdasági és Monetáris Unióval kapcsolatos elméletek és az eddigi tapasztalatok összefoglalóját adjuk, végig arra koncentrálva, hogy milyen relevanciával bírnak a közös valuta övezetének keleti kiterjesztése vonatkozásában. Mind az európai monetáris egységesülés előzményei és közgazdaságtana, mind az EMU III. szakaszának 1999. január 1-ei indulása óta történtek, mind az európai pénzügyi piacok integrációjának a legfrissebb fejleményei rendelkeznek olyan tanulságokkal, amik hasznosak lehetnek a munkánk legelején feltett kutatási kérdések megválaszolása során. Bár tudatában vagyunk annak, hogy az eltérő fejlettségi és stabilitási szintből kifolyólag nem alkalmazhatók mechanikusan az

eurózóna jelenlegi államainak tapasztalatai a csatlakozók számára, mégis érdemes megvonni ebben a munkában egy „nyers” gyorsmérleget a monetáris unióról. Nem csak „a más kárán tanul az okos” népi közmondás bölcsességének megfelelően, hanem azért is, mert maga az eurózóna és némileg a régi tagok fogadókészsége is folyamatosan változik, vagyis nem egy statikus célpont felé kell megtervezni a konvergencia-folyamatot.

A 4. fejezetben jutunk majd egészen közel a felvállalt kutatási feladatunkhoz, amikor összehasonlítjuk a térségbeli országokat a választott gazdaságpolitikai pálya alapján. A kép teljességéhez az eurózónás csatlakozás jogi peremfeltételeinek összefoglalása éppúgy hozzátartozik, mint a különféle pénzügypolitikai rezsimek összehasonlító elemzése. Érdeklődésünk előterében a párhuzamosan futó tranzíciós és európai integráció folyamat részben azonos kihívásokra adott, részben eltérő, részben megegyező gazdaságpolitikai válaszok feltérképezése áll. Nagy hangsúlyt fektetünk a témakörrel kapcsolatos talán legizgalmasabb és legaktuálisabb kérdés, a közös valuta átvétele céldátumának kitűzésével kapcsolatos közgazdasági és politikai szempontok vizsgálatára is.

Az utolsó részben összefoglaljuk következtetéseinket és téziseinket, és megvizsgáljuk mennyire terjeszthetők ki megfigyeléseink más feltörekvő országok esetére is, amelyek egy külföldi kulcsvaluta átvételére (dollarizáció, euróizáció), illetve egy monetáris unióra való csatlakozásra készülnek. Az értekezés folyamán több helyütt is található következtető részek, a komparatív részben minden alfejezet végén, ezt megelőzően jellemzően az egyes nagyobb szerkezeti egységek befejezéseként. A zárófejezetben nem csak ezek összefoglalására, vagyis a leglényegesebb következtetéseink sorba rendezésére törekszünk, hanem az elemző fejezetekben megfogalmazott tanulságok, feltárt összefüggések mentén leszűrjük tézisek formájában az új vagy újszerűnek tekinthető tudományos eredményeinket is. Mindezt részben azzal a nem titkolt szándékkal tesszük, hogy néhol közvetlen, gyakrabban közvetett módon – például a korábbi pénzügypolitikai rezsimválasztások értékelésével, vagy az eurózónás csatlakozási stratégiák összehasonlító elemzésével – érdemben hozzájáruljunk a témakörben folyó gazdaságpolitikai diskurzushoz, vitatott problémakörökhöz.

1.4. Köszönetnyilvánítások

A disszertáció elkészítése alatt sok-sok ember nyújtott különféle mértékű segítséget és támogatást a munkánkhoz, amelyeket ezúton is szeretnénk részben viszonzni azzal, hogy nyilvánosan köszönetet mondunk. A következő felsorolás persze nem jelenti azt, hogy a munkánkban fennmaradó hibák esetében ne érvényesülne az a tudományos dolgozatoknál szokásos tétel, hogy a tévedések kizárólag a szerzőt terhelik.

A legnagyobb hálával természetesen a témavezetőnknek, *Csaba László* professzor úrnak tartozunk, aki a fejezetek első olvasójaként sok értékes kommentárt és ötletet adott az írás elkészítéséhez, illetve a kezdetektől egyengette elképzeléseinket a makrostruktúra kialakítása során. Emellett az első pillanattól kezdve folyamatosan biztatott bennünket, ami sokszor segített át az ilyen nagyobb lélegzetű munkák elkészítésekor szinte törvényszerűen jelentkező holtponatokon. A témakörben született és a szövegben is hivatkozott tanulmányaink elhelyezésében, továbbá a publikációs tevékenységünk, illetve a tágabban értelmezett tudományos pályánk menedzselésében is felbecsülhetetlen segítséget nyújtott.

Több résztanulmányt kommentálva sok hasznos megjegyzést fűzött a kutatásunkhoz *Bodnár Katalin*, illetve *Győrffy Dóra*. A közvetlen tanszéki kollégák részéről is sok bátorítást és segítséget kaptunk, külön kiemelnénk *Muraközy László* és *Kapás Judit* odaadó támogatását, értékes meglátásait és folyamatos ösztönzését a munkánk elkészítése során. Hálával tartozom a volt szakdolgozati témavezetőmnek, és egykori oktatómnak, *Pete Péternek* is, akinek az avatott és intellektuálisan ösztönző tolmácsolásában ismerkedtem meg sok, a disszertációban szereplő nézettel és elméleti koncepcióval. Az első publikációs szárnypróbálgatásaink során sok mindent tanultunk az írásos kommunikáció területén a szövegeinket gondozó kedves kollégánktól, *Láng Esztertől*, a *Competitio* volt főszerkesztőjétől is. A közgazdasági elméleti és az ökonometriai szakirodalommal kapcsolatban felmerült dilemmák esetén mindig számíthattunk kedves barátaink: *Czeglédi Pál*, *Gáll József* és *Lieli Róbert* tanácsaira és segítőkézségére.

Több olyan kolléga és más intézményekben dolgozó közgazdász kutató is van, akik a Doktori Iskola kutatási fórumain, illetve az értekezés munkahelyi vitáján, és más tudományos konferenciákon az egyes fejezetek korábbi verzióinak előadásakor, továbbá személyes beszélgetések során a kérdéseikkel és megalapozott bírálataikkal felhívták a figyelmünket olyan hiányosságokra az írásainkkal kapcsolatban, amelyet azóta

igyekeztünk több-kevesebb sikerrel kijavítani. A következő névsor valószínűleg még csak nem is teljes, és természetesen nem a fontossági, hanem csak az ABC sorrendet tükrözi. Köszönet jár tehát a fentebb mondottak szellemében *Ádám Zoltánnak, Bartha Attilának, Erdey Lászlónak, Égert Balázsnak, Földvári Péternek, Hámori Balázsnak, Gáspár Pálnak, Julius Horváthnak, Laki Mihálynak, Kirsten Lommatzsch-nak, Kővári Györgynek, Madár Istvánnak, Makó Csabának, Mustó Istvánnak, Polónyi Istvánnak, Pálosi-Németh Balázsnak, Piroska Dóranak, Lukasz Rawdanowicznak, Szabó Katalinnak, Szilágyi Katalinnak, Tóth Máté Barnabásnak, Trón Zsuzsannának* valamint *Cesary Wojciknak*.

Egy ilyen volumenű vállalkozás esetében mindig fontos a nem szakmai jellegű, hanem személyes-emberi támogatás megléte is. Ebből a szempontból is soha el nem múló hálával tartozom *szüleimnek*, akik több évtizedes, folyamatosan tanulásra és önképzésre ösztönző biztatása nélkül lehet, hogy nem kerültem volna az akadémiai-tudományos pálya közelébe se. A nyugodt érzelmi háttér megteremtésében a disszertáció megírásának végső, érdemi szakaszában kulcsszerepet játszott a feleségem, *Anikó* is, akinek ráadásul az egyetemi irodámban töltött hétvégék és a különféle szünetek miatt sokszor próbára tett türelméért is köszönettel tartozom. Mindig felüdülést jelentettek számomra a munka mellett a *nővérem* családja körében eltöltött kellemes időszakok, különösen a *unokaöcsém* és az *unokahúgom* dajkálásával eltöltött órák. Végül, de messze nem utolsósorban gyakran töltöttem fel energiával a debreceni és budapesti *barátaim*, illetve *volt évfolyamtársaim* körében, akik talán ezt a munkát látva utólag bizonyára megértik, miért mondtam le alkalmanként a közös kirándulásokat és sörözéseket.

2. Nyitott gazdaságok makroökonómiai alapjai: szelektív áttekintés

Kevésbé közismert, hogy a közgazdaságtan egyik napjainkban leggyakrabban használt kifejezése, a makroökonómia csak az 1940-es években került be a szakma terminus technikusai közé. A legrangosabb tudományos folyóiratok régebbi számait hiánytalanul és megbízhatóan tartalmazó JSTOR elektronikus rendszerben (www.jstor.org) az első olyan cikk, amelynek címében a makroökonómiai (*macro-economic*) aspektus szerepelt a 2. világháború idejéből való (*De Wolff* [1941]), míg a makroökonómia (*macroeconomics*) szó a háború után tűnt fel először egy tanulmány elején, az 1980-ban Nobel-díjban részesített *Lawrance Klein* [1946] jóvoltából. Természetesen a korábbi klasszikus szerzők is élénken foglalkoztak makrogazdasági problémákkal a mennyiségi pénzelmélet, illetve az üzleti ciklusok elmélete elnevezés alatt, elegendő talán csak ehelyütt *Irving Fisher* illetve *Knut Wicksell* jelentékeny munkásságára utalnunk a századforduló környékéről. De a makrogazdasági problémakör önálló és elkülönülő területté válásához meg kellett várni Keynes Általános elméletének 1936-os megjelenését, valamint annak tudományos recepcióját.

A fentiek fényében talán nem is meglepő *Baumol* [2000] azon értékelése, hogy míg elmélettörténeti léptékkal mérve a mikroökonómia szinte alig változott *Alfred Marshall* először 1890-ben megjelent klasszikus műve óta (*A közgazdaságtan alapelvei*), addig a makroökonómiai jellegű nézetek gyökeres transzformációkon estek át⁷. A viszonyítási pont azért is találó, mert az 1920-ig nyolc átdolgozott kiadást is megért „*Principles*” joggal tekinthető a századforduló környékének közgazdasági tudását reprezentatív módon összefoglaló „state of the art” jellegű enciklopédiának. A 20. század hozzájárulásában a két alapvető területen mutatkozó diszkrepancia különösen látványos egy bevezető tankönyvet megvizsgálva: míg a mikroökonómiai anyag nagy részét (fogyasztási és termelési elmélet, piacszerkezetek, jövedelemelosztási elmélet) egyszerűen át lehetne emelni a nyelvezetet és a szemléltető ábrákat felfrissítve *Marshall* korszakalkotó kötetéből, addig a makroökonómiai problémákkal foglalkozó

⁷ Érdekes és szokatlan nézet talán, hogy *Baumol* [2000] nem a gyakran emlegetett paradigmaváltásokat tartja a 20. század legjelentősebb hozzájárulásának a közgazdaságtudományhoz, hanem az empirikus tesztelés és adatgyűjtés módszertanának kifejlődését, illetve ezzel párhuzamosan azt a folyamatot, ahogy a diszciplína egy spekulatív jellegű elméleti konstrukcióhalmazból egészében alkalmazott tudományággá vált.

fejezeteket már csak elmélettörténeti érdekességként lenne érdemes forgatni. A teljesség kedvéért jegyezzük itt meg gyorsan, hogy egy haladó graduális, vagy doktori szintű mikroökonómia kurzus azért már döntően az elmúlt században kialakult elméleti struktúrákkal foglalkozna (intézményi közgazdaságtan, vállalatelméletek, tranzakciós költségek elmélete, információ gazdaságtana, játékelmélet, jogi közgazdaságtan stb.).

A makroökonómia tudománya, és vele természetesen szoros összefüggésben az alkalmazott gazdaságpolitika ráadásul egy újabb hatalmas átalakuláson ment keresztül az 1970-es évektől kezdődően is. Új iskolák és izgalmas gondolatok jelentek meg, nagy hatású teoretikusok kérdőjelezték meg azt a közgazdaságtani összefüggésrendszert, ami évtizedekig megbízhatóan és kikezdehetetlenül uralta a fejlett világot. A gazdasági folyamatok keynesi jellegű determinisztikus felfogása, aminek kétségkívül legismertebb manifesztációja *John Hicks* [1937] klasszikus IS-LM értelmezése, irányadónak bizonyult egészen stagfláció és az olajválságok bekövetkeztéig. Pontosabban az úgynevezett neoklasszikus szintézis⁸ (a klasszikus és keynesi tanok sajátos keveréke), amely sajátos munkamegosztást alkalmazott a közgazdasági folyamatok magyarázatára. Ezek szerint a keynesi ragadós árakon és lassú piaci alkalmazkodásokon alapuló modell jól írja le a gazdaságot rövid távon, míg a hagyományos klasszikus ihletésű súrlódásmentesen megtisztuló piacokat tételező paradigma a hosszú távú problémákra alkalmazható⁹.

A második világháború utáni neoklasszikus szintézisnek megfelelően hatalmas adatbázisra támaszkodó makroökonometriai modellek¹⁰ épültek fel, amelyek egyértelmű választ ígértek arra az alapvető kérdésre, hogy milyen gazdaságpolitikai mixet kell alkalmazni a gazdasági fluktuációk csillapítása és az alapvető célok elérése érdekében. A döntéshozók és tanácsadók viszonylag könnyű helyzetben voltak, hiszen abban a hitben határozhattak a különféle intézkedésekről (például nyílt piaci műveletek alkalmazása egy monetáris expanzió során), hogy nagy pontossággal képesek számszerűsítve előre jelezni a kibocsátásra, a kamatlábakra, az árszintre, valamint a foglalkoztatottságra gyakorolt hatásokat.

A következő pontokban kifejtem azokat az elgondolásokat, amik alapjaiban átírták a fent vázolt viszonylag idillikus képet a tudomány és a gazdaságpolitikai

⁸ A közgazdaságtan olyan nagy alakjai dogoztak ennek megalkotásán mint *Paul Samuelson*, *Franco Modigliani*, illetve *Don Patinkin*.

⁹ A jelenleg legsikeresebb középfokú (intermediate) egyetemi makroökonómia tankönyvek általában továbbra is követik ezt a struktúrát (lásd például *Mankiw* [1997]).

¹⁰ A legismertebbek a *Franco Modigliani* nevéhez fűződő MPS (MIT-Penn-SSRC), illetve az *Otto Eckstein* fémjelezte DRI (Data Resource Inc.) voltak.

gyakorlat viszonyrendszeréről. Az is hozzátartozik ugyanakkor a helyzet ismertetéséhez, hogy a főként a racionális várakozásokra építő újklasszikus közgazdászok vezérelte kritikai támadássorozat még nem teremtett új, átfogó konszenzust a tudományágunkban, és a rá épülő alkalmazott makroökonómiában. *Gregory Mankiw* [1988 és 1990] egy szellemes allegóriával az asztronómiában bekövetkezett kopernikuszi fordulattal hasonlította a változásokat. Az analógia szerint a *Kopernikusz* kigondolta heliocentrikus világbép sokkal elegánsabb és később pontosabb leírását adta a világegyetemnek, mint az addig uralkodó *ptolemaioszi* geocentrikus teória, de néhány évtizedig még praktikusabb volt a tengerészeknek a navigációhoz a régi ismereteket használniuk, hiszen nem épült ki az első időkben az új paradigmának megfelelő összes alkalmazás. Bár annyit feltételenül hozzá kell tennünk, hogy az elmúlt másfél-két évtizedben sokat lépett előre az az újklasszikus posztulátumokra épülő módszertan (dinamikusan optimalizáló szereplőket tételező szimulációs modellek, kapcsolódó empirikus kutatások), amely segítségével konkrét gazdaságpolitikai ajánlások is származtathatók a tradicionális közgazdasági vitákhoz.

Az alkalmazott közgazdaságtanban sem söpörte el teljesen a tradicionális megfontolásokat az elméleti fordulat, hiszen rendszeresen tapasztalhatjuk a hagyományos aktivista, költekező gazdaságpolitika újjáéledését a világ legkülönbélebb országaiban. Ugyanakkor főleg a pénzügypolitika alakítására, illetőleg monetáris és árfolyamrendszer megválasztására már komoly hatást gyakoroltak az itt szereplő nézetek¹¹. Példának okáért a későbbiekben a disszertációmban részletesen elemzésre kerülő, mind az Európai Központi Bank működésében, mind a kelet-közép-európai országokban komoly szerepet játszó inflációs célkövetés stratégiája nem igazán érthető az alábbiakban szereplő eredmények átgondolása nélkül. De a későbbiekben jelen fejezetben megtárgyalandó jegybanki függetlenségi elvnek a Maastrichti Szerződésben köbe vésett koncepciója is erősen támaszkodik a jelzett változásokra.

¹¹ Az akadémiai eredmények és a gyakorlati gazdaságirányítás viszonyrendszerét illetően persze léteznek ennél lényegesen pesszimistább megközelítések is szakmai berkekben: *Robinson* [1972] az amerikai közgazdászok krémje előtt tartott híres előadásában hevesen bírálta, hogy a tudományos élet sokszor csak azután fordult egy problémakör felé intenzíven, hogy az már évek óta az érdeklődés középpontjába került, így gyakran hosszú ideig „sarlatánoknak és bolondoknak” engedte át a közvélemény és a politikusok befolyásolásának hathatós lehetőségét.

2.1. A modern pénzügypolitika elméleti kiindulópontjai

Az uralkodó konszenzust több hullámban érték az elméleti kihívások¹², amelyek közös jellemzője, hogy mind visszanyúltak azokhoz a nézetekhez, amiket *Keynes* az Általános elméletben konzekvensen klasszikusoknak nevezett és kifigurázott. Az első csapásokat a földrajzilag és szellemileg is a Chicagói Egyetemhez kötődő monetarista iskola hajtotta végre az 1960-as években, majd később az újklasszikus paradigma indított újabb ostromot, amely egyébként több kérdésben éles vitában áll a monetaristákkal is. A hagyományos klasszikus elveket felelevenítő, és sok esetben még az alapító atyáknál is konzekvensebben kezelő új ideológia megkísérelte újra összeolvasztani a makro- és mikroökonómiát, legalábbis módszertani szempontból ugyanazon összefüggések és posztulátumok (tökéletesen racionális szereplők, rugalmasan alkalmazkodó nominális változók, megtisztuló piacok) alapján modellezni a gazdasági növekedés folyamatát, mint a termelő profitmaximalizáló döntését, vagy a fogyasztó optimális választását.

Általános jellegű, irányzatokhoz jellemzően nem köthető vonása volt az újabb nézeteknek, hogy nem elégedtek meg az addig szokásos statikus megközelítésekkel, hanem az egyes folyamatok időbeli lezajlásának vizsgálatára dinamikus modelleket alkottak. Ezt a fejlődést lehetővé tette a bonyolultabb formalizált eljárások szerves beépülése a közgazdaságtanba, különös tekintettel a differenciálegyenletek alkalmazására. Egy olyan gazdasági probléma esetén (pl.: növekedési vagy monetáris makromodellek) ugyanis, amelynek szempontjából az idő múlása releváns tényező, a tradicionális komparatív statikus elemzési módszer könnyen tévutakra, helytelen következtetésekre vezethet. Ráadásul abból is fakadhatnak zűrök, ha eltérő alkalmazkodási sebességű piacokat vizsgálunk egy statikus struktúrában belül (mint például a klasszikus IS-LM rendszer „flow” árupiacá és „stock” pénzpiacá), ilyenkor ugyanis egy exogén sokkhatásokhoz történő igazodás tényleges lefolyása nem nyilvánvaló, továbbá érdekes tanulságokat hordozhat, amit egy hagyományos logika elfed, de egy dinamizált modell feltárhatja előttünk.

¹² Bár a makroökonómia elmúlt évtizedeit ezen írásunkhoz hasonlóan szokásos a különféle, egymással is vitatkozó elméleti forradalmak és paradigmaváltások logikáján keresztül jellemezni, érdekes és tanulságos *Blanchard* [2000] szemléletmódja is, amelyben a diszciplína fejlődését, mint az eltérő szellemiségű gondolatok sajátos egymásra épülését mutatja be. Az új irányzatok ultraradikális állításai megdőlnék, az idő próbáját kiálló megfontolások pedig részeivé válva a folyamatosan finomodó konszenzusnak, rendre beemelődnek a tudományterület főáramába. Ennek a felfogásnak megfelelően a közgazdaságtant nem a rivalizáló elképzelések dialektikája, hanem a közös tudáskincs folyamatos felhalmozódása viszi előbbre.

Érzékletesen szemlélteti a „forradalmárok” hangulatát és álláspontját *Summers* [1986] analógiája, amelyben összefoglalta nézeteiket a korábbi konszenzussal kapcsolatban, miszerint a keynesi modell leginkább az asztrológiához hasonlít. Mindkettő nélkülözi a tudományos megalapozottságot; olyan változóknak tulajdonítanak jelentős szerepet, melyek valójában lényegtelenek; rosszul definiált koncepciókra épülnek; ajánlásaik pedig gyakran hatástalanok, ha netán mégsem, akkor egyenesen kártékonyak.

A közgazdasági paradigmaváltás háttérében az elméleti megfontolások mellett fontos szerepet játszott az 1970-es évek stagflációjának tapasztalata is, amikor a renyhe növekedési adatok mellett az átlagos inflációs ráta a fejlett országok esetében a 7-12%-os tartományban mozgott az évtized második felében. Ennek hatására ugyanis nemcsak a neoklasszikus szintézis logikai konzisztenciája, hanem annak gazdaságpolitikai használhatósága is látványosan megkérdőjeleződött a korszak vitáiban (*Mellár* [2003] 290-293. o.).

2.1.1. A monetarizmus

A főáramú (mainstream) szintézist megkérdőjelező elképzelések elsőként a „monetarista ellenforradalom” kapcsán jelentkeztek az 1960-es években a szélesebb szakmai nyilvánosság előtt. A chicagói iskolának a mennyiségi pénzelméletben megtestesülő hagyományait új életre keltő *Milton Friedman* bő egy évtizedig egy villámgyorsan teret nyerő friss paradigma atyjának tarthatta magát. „Megkoronázására” 1976-ban került sor, amikor Nobel-díjjal tüntették ki elméleti munkásságáért. Bár a monetarizmus talán legfontosabb elméleti újdonságát, miszerint a gazdasági folyamatok megragadásának legadekvátabb módja a pénzügyi piacok tanulmányozása, elsöpörték a pénzügyi innovációk és a dereguláció folyamata az 1980-as évekre, de néhány megállapítását azóta is érvényesnek gondoljuk a közgazdaságtanban. A pénz fogalmában és precíz definíciójában, a különféle pénzaggregátumok pontos mérésében ugyan elbizonytalanodott a világ a szédületes technológiai fejlődés hatására, aminek következményeként a monetarista logikát és a vizsgálati módszerek hasznosságát egyre erőteljesebb kételyek övezték. Ironikus módon a monetarizmus fennmaradó tanításait az újkeynesi közgazdaságtan olvasztotta magába (*DeLong* [2000]). Ez utóbbi persze tekinthető logikus fejleménynek is, ugyanis korunk másik domináns irányzatában, az általános egyensúlyelméletre épülő újklasszikus elméleti gondolkodásban nincs

„természetes helye” a pénznek. A modellekben a csere lebonyolítására a gazdasági szereplőknek nincs szüksége valamiféle általánosan elfogadott forgalmi eszközre, sőt még az értékmérő funkcióra sem, ugyanis nem az abszolút, hanem a relatív jószágárak (alternatívaköltségek) érdekesek az optimalizálás során. A pénzt általában úgy kell „becsempészni” ezekbe a modellekbe különféle trükkök segítségével. A fentiekben mondottak dacára bizonyos monetarista tételek relevanciája továbbra is megmaradt. Nézzük ezek közül a témánk szempontjából legfontosabbakat *Woodward* [1999] alapján!

- a) A monetáris politika hatásos fegyver a rövid távú keresletmenedzsment és a stabilizációs politika alkalmazására, amelyre a korábban jóval potensebbnek tartott fiskális politika nem megfelelő. Az adaptív várakozásokra építő modelljében *Friedman* [1968] a munkások téves helyzetértékelésével magyarázza a rövid távon sikeres keresletösztönzést. A reál- és nominálbérek időleges összekeveréséből ugyanakkor levonják a tanulságokat a munkavállalók (az inflációs várakozásaikat növelve korrigálják tévedéseiket), és hosszú távon visszaáll a kiinduló egyensúlyi állapot a munkanélküliség természetes rátája mellett. Erre épül a hagyományos negatív meredekségű Phillips-görbe (*Phillips* [1958]), és a hosszú távon függőleges monetarista változat közötti kapcsolatteremtés, vagyis egy értelmezési keretben tárgyalható a két elképzelés.
- b) A monetarizmus következtetései egyik sarokpontja, hogy nincs lehetőség gazdaságpolitikai finomhangolásra (fine-tuning) a kormányzati szervek részéről. Az onnipotens gazdaságirányításról alkotott elképzelésnek¹³, amelynek az aktivizmus és a diszkrecionális döntéshozatal felelt meg, komoly kihívója támadt a passzív és szabálykövető intézkedési rendszert propagáló chicagói iskola részéről. Ennek a szemléletmódnak természetesen az a mögöttes meggyőződés felelt meg, hogy normál időkben a magára hagyott gazdaság megfelelően működik és fejlődik, amelyre sok esetben negatív exogén sokként hatnak a mégoly jó szándékú állami akciók.

¹³ A keynesi eszmék determinisztikus elképzeléseinek szimbolikus megtestesülése és elhíresült sajátos jelzője is a II. világháború után *Phillips* [1950] alkotta fizikailag is létező gép, amely voltaképpen egy hidraulikus konstrukció, és arra szolgál, hogy nyomon követhessük a különféle pumpák és szelepek beállításakor tapasztalt változásokat. A keynesi világkép szemléltetésére tökéletesen alkalmas volt a szerkezet, hiszen a gazdaságpolitikai lépéseknek is hasonló, sebészi pontossággal kiszámítható és kiválóan előre jelezhető hatásokat tulajdonítottak a kortársak.

- c) A monetarista iskola érvelt elsőként az aktív gazdaságpolitika alkalmazása ellen az óhatatlan időbeli késlekedésekre (*time lags*) építkezve (lásd *Friedman* [1961]). A monetáris politikában a transzmissziós mechanizmus időigénye miatt (még akkor is, ha egy gazdaságban a kamattranszmisszió fejlett bankrendszerből és heves ágazati versenyből kifolyólag viszonylag gyors), a különféle expanzív illetve restriktív döntések hatásainak kiteljesedéséhez gyakran 12-18 hónapra van szükség. A fiskális politikában jellemzően még ennél is nagyobb késleltetés tapasztalható a probléma érzékelése (pl. egy kezdődő recesszió), a rá adott válasz megszületése (pl. a kormányzati vásárlások növeléséről szóló parlamenti döntés) és ezek hatásainak megjelenése (pl. a multiplikátorhatás végiggyűrűzése a gazdaságban) között¹⁴. Ez a demokratikus népképviselői gyakorlat mellett könnyen belátható összefüggés, ami újabb plauzibilis érvet jelent a passzív gazdaságpolitika mellett. A mind akadémiai kutatóként, mind gyakorló jegybankárként elismert *Alan Blinder* [1997] ehhez kapcsolódóan felhívja a figyelmet arra a jelenségre, hogy a különféle gazdaságpolitikai akciók hatásai össze is torlódhatnak az intézkedéseket közvetítő csatornában („*pipeline effect*”). Következésképpen, az időbeli csúszások olyan értelemben is alááshatják példának okáért egy monetáris expanzió hatékonyságát, hogy az üzleti és pénzügyi szereplők még egy esetleges korábbi restriktív szándékú lépéssorozathoz történő alkalmazkodással törődnek.
- d) A korábbi makromodellek egyik logikai problémája az volt, hogy a gazdasági szereplők várakozásait exogén tényezőkként kezelték, nem építették be explicit módon az aggregát piacokat leíró összefüggések rendszerébe. Maga *Keynes* ugyan fontos szerepet tulajdonított az emberek jövők érintő elképzeléseinek, gondoljunk csak a beruházások alakulását magyarázó elméletére, amelyben a vállalatok profitvárakozásai is jelentős magyarázóerővel bírnak. Ennek ellenére a várakozások endogenizálása (történetesen adaptív jellegű magatartások feltételezésével) a monetarista modellekben jelent meg, azóta viszont

¹⁴ A közgazdasági irodalomban meggyökeresedett szóhasználatból élve a monetáris politikában jellemzően a „külső” késés okoz problémát, vagyis az intézkedések hatásainak megjelenése időigényes, míg a fiskális politikában elsősorban a költségvetés átalakításának „belső” késése miatt húzódik el a gazdaságpolitikai akcióktól remélt eredmények realizálása.

elengedhetetlen feltételévé vált a közgazdasági elméleti konstrukciók alkotásának¹⁵.

A monetarizmus leglényegesebb tanításaként számon tartott mennyiségi célkövetés rendszere ugyanakkor hamar kifulladt, a mennyiségi pénzaggregátumokra építő monetáris politika zátonyra futott az 1980-as években. Az utóbbi időben már csak kiegészítő és egyre halványuló szerep jut a mennyiségi (jellemzően az M3 mutatóra megfogalmazott) értékeknek¹⁶. Az Európai Központi Bank (EKB) stratégiájának kialakításakor nem is konkrét célt (*monetary target*), hanem úgynevezett referenciapontot (*monetary reference value*) határoztak meg az M3 bővülési ütemére vonatkozóan, amely szóhasználat önmagában jelzi a mennyiségi szempontok háttérbe szorulását. Ráadásul *Svensson* [2000] érvelése jól érzékelteti a szakmai konszenzust a kérdésben: nemcsak, hogy felesleges az új európai monetáris hatóság stratégiájában a mennyiségi érték meghatározása, hanem egyenesen kontraproduktív, ugyanis megnehezíti az érintett szereplők számára az EKB monetáris stratégiájának értelmezését, zavarokat és bizonytalanságot okozva a pénzügyi piacok működésében. Az elmúlt bő fél évtized európai tapasztalatai alapján megállapítható, hogy a mennyiségi célkövetés szempontjai jelentéktelen szerepet játszottak a frankfurti kamatlétszám alakulásában, így valószínűsíthetően előbb-utóbb formálisan is kikerülnek az EKB meghirdetett irányelvei közül a pénzaggregátumok növekedési ütemének szabályozását előtérbe állító megfontolások. A 3.3 alfejezetben részletesebben szólok majd az EKB működési stratégiájáról.

2.1.2. Az újklasszikus iskola

Az uralkodó szintézissel szembefordulva lépett fel a magát újklasszikusnak nevező irányzat az 1995-ben Nobel-díjjal elismert *Robert E. Lucas* vezetésével az 1970-es években. Küldetésüknek érezték, hogy a makroökonomia ingtag módszertani alapjait helyrerakják, hiszen a *Keynes* munkássága óta önálló diszciplínaként kezelt

¹⁵ Példának okáért a várákozások jelentőségéről a pénzromlás folyamatában jó illusztrációt ad *Pete* [1998] tanulmánya, melyben megmutatja, hogy teljes azonos reálgazdasági feltételek, jövedelemszint és pénzkeresleti magatartás mellett önmagukban az eltérő várákozások óriási különbséget képesek okozni infláció dinamikájában.

¹⁶ Némely szaktekintélyek szerint a német szövetségi jegybank, a Bundesbank évtizedeken át sikeres mennyiségi célkitűzéses rendszere legalábbis részben az inflációs célkövetésre hasonlított, mint egy tiszta stratégiára (lásd erről *Bernanke és társai* [1999])

makroökonómia más magatartási mintákat tételezett fel az emberi viselkedésről, mint a bő évszázada bekövetkezett marginalista forradalom óta háborítatlanul és töretlenül fejlődő standard mikroökonómia. Nem igazán volt áthidalható az a probléma, hogy miképp válik a mikroökonómiában jövedelemkorlátok mellett még tökéletesen és árnyaltan optimalizáló egyén a makromodellekben irracionálisan sematikus gondolkodású szereplővé (v.ö.: a fogyasztás meghatározódása a keynesi abszolút jövedelem hipotézis alapján). Vagy miképp képes a fenti tulajdonságokkal rendelkezve szisztematikusan hibát elkövetni a várakozásai kialakításában, amint az például az adaptív várakozásokból következik¹⁷?

Az új iskola egyik kulcslépése volt a racionális várakozások feltételezése a modellekben, ami egyértelműen az irányzat legfőbb jellemzőjévé nőtte ki magát. Ugyanakkor félrevezető lehet a szintén forgalomban lévő „racionális várakozások iskolája” elnevezés, hiszen azóta gyakran előfordul, hogy újkeynesi közgazdászok is racionális fogyasztókat és termelőket szerepeltetnek a magyarázataikban. A várakozások képzésével, kialakításával kapcsolatos megfontolások strukturálása az elméleti modellépítés egyik elengedhetetlen feltételévé vált a modern közgazdaságtudományban. Az addig legfeljebb exogénnek tételezett magatartási paraméterek endogenizálása a racionalitási posztulátumnak megfelelően helyreállította az elmélet logikai konzisztenciáját, amely korábban gyakran megbicsaklott a várakozások szerepének tisztázatlansága eredményeképpen.

Egy további fontos metodológiai különbségre is ki kell térnünk ehelyütt, ami szembeállította az újklasszikusokat mind a keynesi, mind a monetarista iskolával. *Friedman* szellemes szóhasználatát felidézve úgy hívhatjuk ezt a sajátosságot, hogy a korábbi irányzatok a gazdasági elemzés jellegét illetően alapvetően „marshallisták”, míg a *Lucas* fémjelezte áramlat „walrasista” (*Hoover* [1988] 213-230. o.). A két felfogás mindegyike elismeri a „minden összefügg mindennel” tézisével, vagyis azt, hogy az egyik piacon történtek kihatással bírnak az összes többi piacon lejátszódó alkalmazkodási folyamatra. Ugyanakkor az újklasszikusok megjelenése előtti évtizedekben elfogadták *Marshall* logikáját, és úgy vélték, hogy az összes egymással kölcsönösen összefüggő hatás tisztázása ellehetetlenítené a közgazdászok számára a következtetések levonását, más szóval a parciális elemzés teszi csak elérhetővé a

¹⁷ Egy évről-évre folyamatosan, egyenletes rátával növekvő mértékű inflációt például örökké alul fog becsülni az adaptív módon gondolkodó egyén, hiszen mindig csak a múltbeli (előző évi) tévedés mértékével korrigálja a várakozását.

problémák átlátását, a többi hatástól kénytelenek vagyunk eltekinteni. Az újklasszikusok viszont vehemensen kitartanak amellett, hogy a walrasi általános egyensúlyi gondolkodásmód vezethet csak tudományosan korrekt eredményekre, vagyis egy tényező megváltozásának összes túlsordulását más piacokra kezelnie kell egy standard makromodellnek, különben bizonytalan konklúziók nyerhetők csak belőle, amik nem biztos, hogy kiállják az idők próbáját. Fontos hangsúlyoznunk, hogy az általános egyensúlyi szemléleten alapuló teóriákat nem az különbözteti meg a parciális megközelítéstől, hogy az előbbiben kellően sok piac van, míg az utóbbiban csak egy vagy nagyon kevés. A lényegi különbség az, hogy csak a részpiacokon zajló folyamatokat leíró modellek a rajta kívül álló gazdasági jelenségektől, az exogénnek tekintett paramétereiktől meghatározott alkalmazkodást „követelnek meg”, vagyis olyan tényezők biztosítják a gondolatmenet koherenciáját, amelyek nem szerepelnek az adott elméleti struktúrában. Ehhez kapcsolódóan rendkívül találónak érezzük *Pete Péter* ([1996] 438. o.) ebben a tárgykörben írt gondolatát: „Az általános modell akkor is általános, ha csak két piac van benne, de a benne szereplő változók körkörösen meghatározzák egymást, nincsenek benne „elkötetlen” logikák, a modell működése nem igényel segítséget a benne nem szereplő tényezőktől. Meggyőződésem szerint az általános jelző az ilyen modellekben nem a magyarázni kívánt világ lefedettségének fokára, hanem a logikai konzisztencia eme követelményére utal.” Az általános jelző magyarázata után az egyensúly szerepét is megvilágíthatjuk egy idézettel *Király Júlia* ([2000] 109-110. o.) szellemes írásából: „Az általános egyensúlyelméletben nem az egyensúly a lényeges, hanem a világ szemlélete: az egyensúly csak referenciapont, amelyhez minden viszonyítható.”

A konzekvens ragaszkodás a tökéletes racionalitáshoz, és a mindenkori jelen időszakon túlra is tekinteni képes intertemporálisan optimalizáló egyének tételezése provokatív eredményekre vezetett a korszakot jellemző szakmai vitákban. A tétel a gazdaságpolitika hatástalanságáról és még rövid távon is érvényesülő teljes impotenciájáról (*Sargent – Wallace* [1975] és [1976]) megbolygatta és legalábbis komolyan kétségbe vonta a hagyományos szemléletmódot¹⁸. A gazdaságpolitika

¹⁸ Az újklasszikus iskola talán legmeghatározóbb, de minenképpen legtöbbet emlegetett eredménye, az úgynevezett „tehetlenségi tétel” tehát nem Lucas nevéhez kötődik a közgazdasági szakirodalomban, noha ő is ehhez nagyon hasonló konklúziókra jutott korábbi írásaiban. *Király Júlia* [1998] (1090-1091. o.) a *Lucas* életműről megjelent méltatásában többek között azzal magyarázza ezt a furcsaságot, hogy az 1970-es években még szokatlan volt a szakmai közönségnek is az iskolateremtő kutató szigorúan mikroökónómiai alapokon álló általános egyensúlyi formalizált eszköztára, és sokkal emészthetőbb volt a *Sargent* és *Wallace* használta hagyományos IS-LM kiindulási keret egy kínálati függvénnyel kiegészítve.

tehetetlen a konjunkturális ingadozások csillapítása vonatkozásában, vagyis nincs kiaknázható Phillips-görbe, ami mentén a társadalmi-politikai preferenciáknak megfelelően lehetne mozgatni a gazdaságot. Ebbe a logikai sorba illeszkedik, hogy a fiskális politika közvetlen hatása a makrokeresletre alaposan megkérdőjeleződött a *ricardói ekvivalencia* (Barro [1974]) tézise kapcsán, amely érvényesülésekor a hagyományos költségvetési gazdaságélénkítő lépések (pl. egy adócsökkentési csomag) sem képesek – még rövid távon sem (!) – növelni a kibocsátási szintet. A jelen és a jövőbeli fogyasztásuk kisimítására törekvő szereplők ugyanis egy esetleges adócsökkentésnek a rendelkezésre álló jövedelmükben okozott bővülését akár teljes egészében megtakaríthatják, mivel arra számítanak, hogy a későbbiekben az államháztartás kialakuló hiányát ellensúlyozandó nőni fognak az adóterhek. Seater [1993] a klasszikus szemleciikkében a permanens- és életsiklus-jövedelem hipotézis, vagyis a nem-keynesi alapú fogyasztási elméletek egyenes következményeként, a kormányzati szerepvállalás különféle formáival (adók, kiadások, adósságfinanszírozás) is számoló általánosításaként értelmezi az ekvivalencia-koncepciót. Bár az említett tanulmány alapján az empirikus adatok nem mindenben igazolják vissza a ricardói ekvivalencia érvényesülését a költségvetési politika hatásaival kapcsolatban, fontos megjegyeznünk, hogy hasznos közelítésként elfogadható az elmélet, tekintve, hogy a tradicionális elképzelések az aggregált kereslet állami szabályozásának hatásosságáról sokkal kevésbé támaszthatók alá adatokkal az elmúlt évtizedek fejleményei alapján. A fiskális politikának, mint a mindenkori politikai elit kezében lévő, bármikor bevethető anticiklikus apparátusként történő kezelése következképpen jogosan és valószínűleg visszavonhatatlanul megkérdőjeleződött a közgazdászok körében.

Az újklasszikusok nem csak abban képviselnek radikálisabb nézeteket a monetaristáknál, hogy a monetáris politikát már bármilyen időtávon alkalmatlannak tartják a reálváltozók befolyásolására, vagyis teljes mértékben visszatérnek a klasszikus dichotómia ortodox koncepciójához. Ezen túlmenően Sargent és Wallace [1981] egy újabb híres cikkükben arra jutnak, hogy egy a monetarista feltételeknek megfelelően felépült gazdasági modellben sem képes a központi bank az eszköztára segítségével az infláció folyamatát kézben tartani és az árak szintjét pontosan beállítani. Ezek az eredmények persze nem vezettek oda, hogy testületileg lemondtak volna az országok a befolyásoló eszközök alkalmazásáról, de annyiban mindenképp átalakította a kérdéskör tárgyalását, hogy a szereplők alapvetően előre tekintő várakozásait azóta figyelembe

szokás venni a döntéshozatal és gazdaságpolitika vezérfonalának meghatározása során¹⁹.

Egy másik nagy hatású újklasszikus teória Lucas-kritika néven került be a tudományágunk panteonjába (*Lucas* [1976]). Eszerint a neoklasszikus szintézis keretében a gazdaságpolitikai akciók kvantitatív értékeléséhez használt makroökonometriai modellek (amelyekre a fejezet bevezetőjében már utaltunk) egy alapvető konstrukciós hibával rendelkeznek, ami aláássa a belőlük nyert információk megalapozottságát és megbízhatóságát. A tévedés forrása az, hogy a döntések hatásainak számszerűsítésénél változatlanul tételezik a gazdasági szereplők várakozásait, holott azok éppen a változó kormányzati magatartás miatt már maguk is átalakultak. Egy hiteles deflációs politika költségeit (áldozati rátáját) például durván felülbecsülhetik ezek az ökonometriai modellek, hiszen a bejelentett inflációcsökkentési cél a várakozások átállításán keresztül akár komolyabb restriktív lépések nélkül is elérhetővé válhat. Mindenesetre az állami beavatkozás hatásosságát illetően a korábban használnál sokkal bonyolultabb és nehezebben kezelhető eszközöket kell használni a végső eredmények megbecsléséhez.

Az érthetőség kedvéért tekintsük a következő szematikus példát a *Lucas* kritizálta eljárásra! Tegyük fel, hogy egy országban adott a gazdaságpolitikai rendszer, tovább ismerjük azt a szakértők kidolgozta átfogó makromodell, ami a gazdaságnak ezen rendszer melletti működését hivatott szimulálni. Ebben a modellben természetesen vannak mérhető változók és ismeretlen, konstansnak feltételezett „strukturális” paraméterek (pl. ilyen lehet a fogyasztási és a megtakarítási határhajlandóság egy keynesi konstrukcióban). Ezek a paraméterek azt is meghatározzák, hogy a gazdaságpolitikai eszközök megváltoztatása milyen választ indukál a célváltozóban. A paraméterek statisztikai-ökonometriai módszerekkel becsülhetők a múltbeli adatsorokból és ennek segítségével egy gazdaságpolitikai intézkedés célváltozókra gyakorolt hatása is megjósolható. A Lucas-kritika üzenete ennek kapcsán abban foglalható össze, hogy a konstansnak feltételezett paraméterek nem feltétlenül állandóak, mert „tartalmazzak” a gazdasági szereplőknek az éppen fennálló gazdaságpolitikára adott optimális választ. Ha a rendszer változik, az optimális válasz is könnyen megváltozhat (pl. mert a várakozások közben elmozdultak) és így az optimális

¹⁹ Ez a megjegyzés általában is jellemző az újklasszikus iskola hatására: sokkal egyértelműbb sikereket ért el az akadémiai intézetek és egyetemi tanszékek meghódításában, mint a kormányzati és jegybanki barikádok bevételében, bár azokon is erőteljesen rajtahagyta a névjegyét az elmúlt évtizedekben.

alkalmazkodást tükröző „konstans” paraméter is új értéket vesz fel. Tehát egy kormányzati illetve jegybanki rendelkezés hatásának prognosztizálásához nem elég az adott gazdaságpolitikai eszköz(ök) (pl. jegybanki kamatláb, államháztartási kiadások) értékét az új szintre beállítani, azt is figyelembe kell venni, hogy a korábbi rendszer alatt konstansnak vett paraméterek változnak-e, és ha igen, akkor hogyan. Ennek az alapvető módszertani problémának a felismerése súlyosan kikezdte az addig uralkodó közgazdasági gondolkodásmódot, hiszen a megoldásához nem elég a várakozások korrekt beépítése a modellbe, hanem a teljes makroökonómiát vissza kell helyezni azokra a mikroökonómiai alapokra, ahonnan Keynes szakította el a területet az aggregált függvényekre épülő rendszerének publikálásával. Ennek hatására a közgazdaságtudományi irodalomban mára szinte elengedhetlenné vált, hogy a makrogazdasági viselkedéseket is az egyéni döntéshozók korlátok melletti optimalizálásával modellezzék a kutatók.

A diszkrecionális döntéshozatalt több kritika érte az újklasszikusok megjelenése előtt a politikai konjunktúraciklusok létezésére alapozva (v.ö.: stop-go ciklusok a korszak piacgazdaságai történetében). Egy újabb, azóta nagy karriert befutott bíráló azt fogalmazza meg, hogy a korábban javasolt eseti jellegű gazdaságpolitika akkor is kedvezőtlen végeredményre vezethet, ha a döntéshozók pontosan tisztában vannak az emberek előre tekintő várakozásaival és még csak nem is a rövid távú választási érdekeknek rendelik alá az intézkedéseiket, hanem a jól definiált preferenciáiknak (ilyen lehet például egy munkanélküliségi és egy inflációs rátát is tartalmazó veszteségfüggvény, amelynek minimalizálásra törekednek). Az időinkonzisztenciának (dinamikus inkonzisztencia) nevezett jelenség (*Kydland - Prescott [1977]*) esetén a döntéshozó (a klasszikus példában a jegybank) megszegheti a zérus inflációra tett ígéretét pusztán amiatt, hogy új helyzetbe kerül azáltal, hogy a gazdasági szereplők a bejelentés hatására már kialakították a várakozásaikat. Ebben a szituációban vonzóvá válhat a rövid távú Phillips-görbét meglovagolva eljutni a központi banki veszteségfüggvény minimumértékét biztosító alacsonyabb munkanélküliség – pozitív infláció kombinációba. Persze a szereplőket pontosan azért ruházta fel a modell racionális várakozásokkal, hogy ezt felismerve már a bejelentés időpontjában se higgyenek a szigorú antiinflációs politikát meghirdető jegybankelnöknek. Az időinkonzisztencia problémája tehát a gazdaságpolitika hitelességéhez kapcsolódik: egy adott időpontban meghozott optimális döntés pusztán az idő múlásával, a folyamat

dinamikájából következően válhat szuboptimálissá, ugyanis a vezetők számára túlzottan erős kísértés lép fel a döntés megváltoztatása mellett²⁰.

Egy az élet másik területéről vett példa talán még érzékletesebben szemlélteti a jelenséget. Tegyük fel, hogy a helyi önkormányzat az ingatlanfejlesztések ösztönzése érdekében megígéri, hogy 100 évre eltörli az építményadót a vállalkozások számára, majd az ingatlanállomány dicséretesen gyors gyarapodása után mégis bevezeti, hiszen a már átadott épületek „nem menekülnek el”, és a pótlólagos adóbevételekből más irányú kiadások (pl. közösségi játszóterek építése, vagy akár a képviselői tiszteletdíj emelése) is finanszírozhatókká válnak. Fontos hangsúlyoznunk, hogy a szituáció kialakulásához nem szükséges semmiféle rossz szándékot, vagy alattomoságot feltételeznünk a hatóságokat megszemélyesítő emberekről: amikor a döntést meghozták adott esetben ők is őszintén gondolták az ingatlanadó hosszú távú eltörlését, de a beindított folyamat önmozgása okán számukra megváltozott az optimális szabály. A racionálisan gondolkodó és informált piaci szereplők persze látják és érzékelik ezt a potenciális problémát, és eleve nem fognak hinni az adó eltörlését bejelentő választott politikusoknak. Az időinkonzisztencia tehát az explicit becsapási, átverési szándék feltételezése nélkül is a gazdaságpolitikai döntéshozók hitelességének és szavahihetőségének megkérdőjelezéséhez vezethet. Ezért szokás a szabálykövető gazdaságpolitika melletti egyik legnagyobb hatású érvként hangoztatni a szakmai vitákban.

A diszkrecionális gazdaságpolitika korlátairól kiobbant vita következő klasszikus hozzájárulásában *Barro* és *Gordon* [1983a] megmutatja az anticiklikus szándékú monetáris politika gyenge hatékonyságát egy klasszikus természetes ráta modellben. Az aktivista pénzügypolitika folyamatosan, a mindenkori gazdasági viszonyoknak megfelelően optimalizál az inflációs-munkanélküliség átváltási probléma mentén, ami ellentmondásos eredményre vezet, tekintve, hogy a meghozott intézkedéseknek nincs tartós befolyása a reálváltozók alakulására. A jegybanki (gazdaságpolitikai) veszteségfüggvény minimalizálása csak akkor érhető el, ha valamilyen szerződéses kötelezettség a tágabb időhorizont alapján történő optimalizálásra kényszeríti a döntéshozókat. A modell eredménye, hogy a megfelelő jogi vagy intézményi elkötelezettség beépítése a rendszerbe, a hosszú távú szempontok

²⁰ A monetáris politikát tekintve az elmúlt évtizedek intézményi reformjai sokat oldottak a vázolt dilemma élességén a fejlett országokban, ugyanis a független státuszt elnyerő és az árstabilitási célkitűzést törvényileg kizárólagosan követni rendelt jegybankok nyilvánvalóan sokkal kisebb késztetést éreznek a meglepetés-infláció alkalmazására.

érvényre juttatása a társadalom egésze számára jólétnövelő hatású (eltekintve a szabályok felállításának és betartatásának költségeitől.)

Áttekintettük azokat a maguk korában kétségkívül forradalminak aposztrofált nézeteket, amelyek manapság kitüntetett szerepét játszanak a gazdaságpolitika formálásában. Egyfajta nézőpont szerint a történet úgy is interpretálható, hogy a közgazdaságtan visszakanyarodott azokhoz a klasszikus elvekhez a tökéletesen működő piaci mechanizmusról és a láthatatlan kéz felsőbbrendűségéről az állami beavatkozás felett, amelyek az önálló diszciplínát a megszületésekor jellemezték. Tudománytörténeti szemle cikkünkben *Horváth – Király* [2000] (115. o.) ezt a ciklikusan bejárt utat a közgazdaságtan „hosszú 20. századként” emlegetik, analóg módon azzal, ahogy a történészek szívesen beszélnek „a hosszú 19.” és „a rövid 20.” századról, annak érzékeltetéseként, hogy a tartalmi fordulópontok nemigen igazodnak a naptári korszakhatárokhoz.

Bár a mai mainstream kánonjában szinte kizárólagosnak tekinthető sztochasztikus-dinamikus általános egyensúlyelméleti modellekre építő kutatási irányok túlzott formalizáltságának és metodológiai ortodoxiájának hasznosságáról a tudományág képviselői között is heves vita folyik²¹, valószínűleg végképp átalakították a gazdasági folyamatokról való tudományos igényű gondolkodást. Másrészt egyet kell értenünk *Robert Lucassal*, aki egyik gyakran idézett gondolatában a következőképpen reagált az újklasszikus elméleti konstrukciók életidegenségét, a gazdasági élettől való túlzott elrugaskodottságát ostromozó kritikákra: „...*a ragaszkodás egy közgazdasági modell építése során a „realitásokhoz” lerontja a modell hasznosságát a valóságos problémákról való gondolkodás során. Bármely modell, amely kellően kifinomult ahhoz, hogy egyértelmű válaszokat adjon az előzetesen feltett kérdéseinkre szükségképpen mesterséges, absztrakt és nyilvánvalóan nem realisztikus lesz.*” (*Lucas* [1980] 696. o.)

A fejezet következő részeiben összefoglaljuk azokat a gazdaságpolitikában az elmúlt másfél-két évtizedben meggyökeresedett intézményi szabályokat és gazdaságpolitikai konvenciókat, amelyek az elmélet és a gyakorlat közötti egyfajta transzmissziós szíjként közvetítve szintén komoly befolyást gyakoroltak a kelet-közép-európai országok piacgazdasági átmenetére.

²¹ Érdekes adalék ehhez a diskurzushoz, hogy az általános egyensúlyelméleti megközelítés egyik neves teoretikusa, de egyben annak korlátainak is kitűnő ismerője, *Frank Hahn* [1991] (49. o.) a minden gazdasági problémára a főárammal konform formalizáltságot megoldásként javaslok szellemiségét az ókori Róma dekadens atmoszférájához hasonlította.

2.2. A monetáris politika intézményi kérdései

Munkánk jelen fázisában a monetáris politika intézményi kérdéseit tekintjük át az elmúlt három évtized elméleti koncepciói, valamint gazdaságpolitikai stratégiai tükrében. Napjainkban megfigyelhető, hogy a makroökonómiai vizsgálódáskor egyre nagyobb hangsúly jut az intézményi tényezők szerepének, amit jeleznek a növekedési elmélet új irányai, valamint a neoinstitutionalista iskola folyamatos térnyerése. Szűkebb témánkban, a monetáris politikában a legmeghatározóbb trend a jegybanki függetlenség megerősítése volt szerte a világon az árstabilitás biztosítása érdekében. A következőkben sorra vesszük a függetlenség mellett és ellen szóló teoretikus és empirikus érveket, valamint értékeljük az autonóm jegybanki konstrukció előnyeit, hátrányait és korlátait is. A jegybanki függetlenség konstrukciója a továbbiakban elemzésre kerül a “szabálykövetés vagy egyedi döntések” (*rules versus discretion*) vita szempontjából is. A monetáris politikai stabilitást és az erős gazdasági intézményrendszert elérni igyekvő feltörekvő országok számára megfogalmazható gazdaságpolitikai tanulságok zárják a gondolatmenetünket ezen a területen²².

2.2.1. Az intézményi tényezők szerepe a gazdasági fejlődésben

Az elmúlt évtizedek során folyamatosan megfigyelhető volt, hogy a közgazdasági elméletekben egyre nagyobb hangsúlyt kapnak az intézményi tényezők a makroökonómiai teljesítmények magyarázatakor. Elegendő talán ehelyütt a növekedéselmélet friss irányaira²³, illetve az új intézményi közgazdaságtani iskola Nobel-díjakban is megmutatkozó növekvő elismertségére utalni. A megközelítés klasszikus összefoglalása így hangzik *North* [1994] (359. o.) híres tanulmányában: „Az intézmények alkotják egy társadalom ösztönzési rendszerét, következésképpen a politikai és gazdasági környezet alapvető meghatározója a makroökonómiai teljesítménynek”.

A témakörben született empirikus felmérések egy jelentős része is hasonló konklúzióra jut. *Acemoglu és társai* [2003] számos fejlődő ország több évtizedes adatsorán elvégzett ökonometriai kutatásuk alapján azt a következtetést vonták le, hogy az ortodox felfogással szemben (v.ö.: Washingtoni konszenzus, a Nemzetközi

²² Az intézményi kérdésekkel részletesen foglalkoztunk egy korábbi írásunkban (*Jankovics* [2005a]), amely jelen alfejezet korábbi verzióját adja is egyben.

²³ A növekedéselmélet új intézményi területeiről kitűnő áttekintés olvasható *Czeglédi* [2004] tanulmányában.

Valutaalap standard stabilizációs csomagjai) nem a gazdaságpolitika minősége közvetlenül, hanem sokkal inkább az intézményi adottságok (erősségek és gyengeségek) magyarázzák a feltörekvő gazdaságok eltérő gazdasági helyzetét. A „rossz” gazdaságpolitikák (inflatorikus hatású, fenntarthatatlan reálárfolyamhoz vezető, túlköltségek) háttérében is gyakran az intézményi környezet fejletlensége, a jogi szabályozás kezdetlegessége, a jog uralmának és kikényszeríthetőségének esetlegessége húzódik meg. Elemzésükben kiemelik az intézményi struktúra azon szerepét, hogy megakadályozza a politikai elit korrupcióját, zsákmányszerző törekvéseit, valamint szavazatvásárló populizmusát, amely a gazdaságtörténet számtalan példája alapján a leghatékonyabban képes aláásni egy nemzetgazdaság hosszú távú növekedési kilátásait.

Árnyaltabb megvilágításba helyezi a fenti eredményeket *Havrylyshyn - van Rooden* [2003] írása, amelyben megpróbálták számszerűsíteni regresszióanalízis segítségével az intézmények fejlettségének hozzáadott-értékét a poszt-szocialista tranzíció növekedési teljesítményében. Ha a strukturális reformokkal és a liberalizációs politikával önálló tényezőként számolunk, akkor a politikai és jogi intézményrendszer hatása ugyan továbbra is szignifikáns marad statisztikailag, de jelentősége elhalványul a helyes makroökonómiai politikák alkalmazásával szemben. Vagyis az árstabilitást és a fegyelmezett költségvetési gazdálkodást középpontba helyező határozott gazdaságpolitikai vonalvezetés fontosságát nem helyettesítik a joguralom kiépültsége és az állami szabályozási tevékenység eredményessége.

Nem csak a fenti írásra igaz, hanem általában is elmondható, hogy kitüntetett figyelmet kap a kelet-közép-európai transzformációs folyamat az intézményi tényezők jelentőségének vizsgálatokor, hiszen egyfajta „laboratóriumi körülményeket” biztosít a kutatók számára. *Csaba* [1997] már viszonylag korán rámutatott, hogy a tranzíció első nagy feladatsorozatja (stabilizálás, liberalizálás, privatizálás) után az újraszabályozás és a szerkezeti reformok minősége fogja meghatározni a felzárkózás sikerét vagy kudarcát. A piacgazdaságba való átmenet első tíz évének tapasztalatait összegző tanulmányukban *Campos - Coricelli* [2002] igazolva látják, hogy az elhúzódó óriási recesszióknak kiemelten fontos oka volt a kommunizmus szétesése kiváltotta intézményi vákuum. Ráadásul a hatósági szabályozás drasztikus meggyengülésének trendje, az állam „dezertálása” a gazdaságból, nagyban hátráltatta a szükséges gazdaságpolitikai reformok megvalósítását. Az intézményi fejlettség mérésének módszertani tisztázatlanságai, valamint a túlzottan rövid idősorokból fakadó problémák dacára a

szerzőpáros a növekedéstudomány legszürgősebben elvégzendő kutatási programjai közé sorolja a politikai-társadalmi környezet szerepének feltárását. Egyrészt ki kell deríteni, hogy az intézményi faktorok milyen csatornákon, transzmissziós szíjakon keresztül gyakorolnak hatást a makromutatókra, különös tekintettel a pénzügyi közvetítés piacain lejátszódó folyamatokra. Másrészt nem csak az intézményi érettség (erősség) statikus szintjének következményeit célszerű elemezni makroteljesítmények kapcsán, hanem a társadalmi-gazdasági rendszerek átalakításának dinamikájából fakadó eredményeket is.

A fentebb tárgyalt összefüggések tovább finomíthatóak, ha teljes körűen figyelembe vesszük a lehetséges ok-okozati összefüggéseket. A növekedés és az intézményi tényezők viszonyrendszerének empirikus és elméleti irodalmát átfogóan szemlélő tanulmányában *Aron* [2000] arra hívja fel a figyelmet, hogy a kauzalitás mind a két irányba működhet: vagyis nemcsak a fejlett intézményi környezet járulhat hozzá a jobb makroteljesítményhez, hanem a gazdasági prosperitás is kedvezően hathat vissza az intézmények kiépülésére és megerősödésére. Különösen releváns lehet a növekedési ciklus pozitív hatása a politikai és szociális stabilitást biztosító intézményi sajátosságokra (demokratikus eljárások, erős civil szféra, alkotmányos pártverseny).

2.2.2. Intézményi forradalom a monetáris politikában

Túlzás nélkül állítható, hogy a monetáris politikában az elmúlt két évtizedben világszerte revolútív mértékű változások következtek be az intézményi szabályozás területén. Ennek kiindulópontja a korábbi fejezetben részletesen bemutatott elméleti megújulás volt²⁴, amelynek következményeképpen az árstabilitás a monetáris politika kitüntetett céljává vált. A monetarista és az újklasszikus közgazdászok tudományos alapokon igazolták azt az empirikusan is kézzelfogható tényt, hogy már középtávon sem létezik a negatív meredekségű, ereszkedő Phillips-görbe, vagyis a nominális változók (pl. egy monetáris expanzió) révén nem lehet befolyásolni egy viszonylag rövid időhorizonton túl a reálmutatókat²⁵. A klasszikus közgazdaságtan egyik fundamentuma,

²⁴ A makroökonómiai iskolák elméleti csatározásainak viharos évtizedeivel, és ezzel összefüggésben a tudományterület fejlődési logikájával már egy korábbi írásomban is részletesen foglalkoztam (*Jankovics* [2004c], emellett szellemes időutazásra ad lehetőséget ezekben az elmélettörténeti kérdésekben *Horváth – Szilágyi* [2004] tanulmánya is).

²⁵ Kis túlzással szólva elég egy pillantást vetni az empirikus irodalomban a pénzmenyiségi aggregátumok és a makroökonómiai változók hosszú távú viszonyát ábrázoló diagramokra, és azonnal szembetűnik a monetáris semlegesség törvényének érvényesülése. Az eredmény egyértelmű akár 100-nál több ország II. világháború utáni évtizedeit vizsgáljuk (*McCandless – Weber* [1995]), akár a makroadatok

a klasszikus dichotómia tehát meggyőző módon újrafogalmazásra került. Az ebben az elméleti visszakanyarodásban meghatározó szerepet játszó egyik közgazdász *Robert Lucas*, az 1995-ös Nobel-díj átvételekor tartott előadásában úgy értékelte, hogy végül is sikerült formális eszközökkel, konzisztens logikai rendszerben gondolkodva bizonyítani a pénz semlegességének elvét, amelyet a skót felvilágosodás kiemelkedő alakja *David Hume* még intuitív módon fogalmazott meg a XVIII. század közepén (*Lucas* [1996]). Tökéletes racionális várakozásokkal jellemezhető gazdasági alanyok esetén csak a nem anticipált monetáris sokkok (váratlan intézkedések, meglepetések) esetén van viszonylag rövid távon átváltás a munkanélküliség és az infláció között, amire azért semmiképpen nem szerencsés gazdaságpolitikát alapozni egy modern piacgazdaságban. Az infláció és a kibocsátás közötti időlegesen megfigyelhető pozitív korrelációt (a pozitív meredekségű rövid távú aggregált kínálati görbét) pedig az újklasszikus iskola szerint a szereplők aszimmetrikus informáltságából fakadó piaci súrlódások magyarázzák, vagyis az árak növekedésekor a termelő vállalatok nem tudják azonnal megállapítani, hogy a jelenség mögött a pénzkínálat bővülése, vagy a termékek és szolgáltatásaik iránti reálkereslet növekedése húzódik-e meg²⁶. A gazdaságot folyamatosan érő reál- és nominális sokkok hatásai nem különíthetők el könnyen, így aztán egy monetáris expanzióra is reagálhatnak rövid távon a téves helyzetértékelésükből következően a kibocsátásuk fokozásával az üzleti szervezetek. Ugyanakkor fontos leszögezni, hogy ez a modell sem teremt a kormányzatok számára kiaknázható lehetőséget a gazdasági változók szándékolt finomhangolására, és nem kínálja fel a munkanélküliség és az infláció szintje közötti függvényszerű átváltási kapcsolatot.

Ugyancsak konszenzus övezi azt a felismerést, hogy az infláció költségei jelentősek még a viszonylag mérsékelt tartományban (10-30%-os éves ütem) is, amelyek jellemzően az árszínvonal emelkedésének alkalmazkodási és bizonytalansági hatásaiból fakadnak²⁷. Az étlap- és cipőtalp-költségek, valamint az infláció immanens változékonyságának az üzleti kalkulációt aláásó jellege ahhoz vezetnek, hogy hosszabb

rendszeres gyűjtését a legrégebbi idő óta folytató néhány fejlett állam 120 évre visszatekintő idősorát elemezzük (*Haug – Dewald* [2004]).

²⁶ A közölt okfejtés *Lucas-féle* szigetmodellként (*Lucas* [1972]), vagy az aggregált kínálati görbét magyarázó elméleti konstrukciók közül az információhiány modelljeként is ismert a makroökonómiai szakirodalomban.

²⁷ Az empirikus irodalomról jó összefoglalást ad *Fischer* [1996] és *Issing és társai* [2001] (7-31. o.), továbbá húsz feltörekvő ország esettanulmányai alapján ugyanezre a következtetésre jut *Burton-Fischer* [1998] is.

távon egy ország idősorait tekintve empirikusan igazolható negatív korreláció áll fenn az árszint emelkedése és a növekedési ráta között (többek között *Fischer* [1993]). Nem hallgatható el ugyanakkor, hogy a kutatási terület ökonometriai elemzéseiben szokásos keresztmetszeti vizsgálatok rendszerint nem találnak semmilyen irányban szignifikáns kapcsolatot a növekedés és az infláció között, kivétel a vágató, illetve hiperinflációk esete, amikor egyértelműen kimutatható a negatív korreláció. Az imént jelzett empirikus paradoxon feloldására az egyik legmeggyőzőbb kísérletet *Bruno – Easterly* [1996 és 1998] tanulmányai tették, amelyekben az általuk definiált inflációs krízisek (40% feletti dinamikát elérő periódusok) gazdaságra gyakorolt sajátosságaival magyarázták a statisztikai kapcsolat hiányát a két változó között. Az inflációs kitörések stabilizálását követően ugyanis rendszerint nagyon gyors növekedés tapasztalható, nemcsak a korábbi időszakokhoz (pl. a válság előtti értékekhez), hanem a világgazdaságot jellemző számokhoz képest is, amely révén visszatér az érintett gazdaság a potenciális kibocsátási rátájához. A keresztmetszeti vizsgálatokban használt évtizedes átlagok ugyanakkor elfedik ezt a dinamikát, és a válságot követő még viszonylag magas áremelkedési szint mellett rapid output-bővülés eltorzítja az adatsorokat. Ráadásul az ilyen elemzések az alkalmazott átlagolási eljárások miatt nem veszik számba az infláció változékonyságának elméletileg alátámasztott negatív hatásait.

A fenti makroökonómiai célrendszer-hierarchiának megfelelő intézményi felállítás a jegybanki autonómia biztosítása²⁸. A fejlett és feltörekvő államok az 1980-as évek második felétől kezdve sorra léptek előre a jegybanki függetlenség törvényi garantálásában, amely alatt, követve *DeBelle – Fischer* [1994] klasszikus kategorizálását, elegendő az eszközfüggetlenség elérése. Ennek megfelelően a monetáris hatóság önállóan, semmilyen más politikai entitástól nem befolyásoltan dönthet az irányítása alatt álló eszköztár alkalmazásáról (refinanszírozási kamatlábak, devizapiaci intervenciók, sterilizáló tranzakciók stb.). A célfüggetlenség biztosítása, vagyis annak megengedése, hogy a központi bank maga határozhassa meg a célrendszerét voltaképpen ellentétes lenne a demokratikus intézményrendszer alapvető működési elvével, miszerint az intézmények kölcsönösen kiegyensúlyozzák egymást.

²⁸ Erről a gazdaságfilozófiai váltásról érzékletes képet fest Eddie George, az angol központi bank nagy nemzetközi tekintéllyel bíró elnöke egy nemrégiben vele készült interjújában: „*A független jegybankok mostanában tapasztalható növekvő szerepét a gazdasági stabilitás elsődlegességét tételező konszenzus alapozta meg. Néhány évtizeddel ezelőtt a gazdaságpolitika a keresletszabályozásról szólt, csekély figyelmet szentelve a kínálati oldalnak. Érvényesült egyfajta hit a makroökonómiai változók szabad átválthatóságában (trade-off mentality). A hangsúly napjainkra egyértelműen átkerült a makroökonómiai stabilitás megteremtésére.*” (*On the Record* [2000] 29. o.)

Ez áll a háttérben annak, hogy a modern monetáris rendszerekben a középtávú inflációs cél meghatározásánál a kormánynak gyakran egyetértési joga van, vagy netán önállóan megszabhatja annak mértékét a jegybank számára.

A függetlenség garantálása mellett a jegybanki működés jelentős átalakuláson ment át az elmúlt időszakban a nemzetközi pénzügyi életben (*Turján* [2001]). A fejlett és feltörekvő piacokon is – országonként ugyan eltérő mértékben – egyfajta profiltisztítás jellemzi a központi bankok tevékenységét, amely keretében egyre inkább a monetáris politikai alapfunkciók ellátására koncentrálnak az erőforrásaikat, és megszabadulnak az egyéb korábban hagyományosnak számító feladataiktól. Ezt a folyamatot illusztrálhatja a bankfelügyeleti hatáskörök leépítése több országban a közelmúltban (Ausztrália, Egyesült Királyság), illetve a közületi szféra (államháztartás, önkormányzatok) finanszírozásában és adósságállományának kezelésében nem csak a közvetlen hitelezés törvényi kizárása, hanem a jegybanki ügynöki tevékenység visszaszorulása²⁹. A nemzeti bankok szerepének fejlődési trendje tehát egy tiszta profilú, a mindenkori kormányzati többségtől és politikai akarattól független monetáris hatóság megteremtése felé mutat.

Fontosnak tartom leszögezni ezen a ponton, hogy a fentebb szereplő közgazdasági ajánlások az optimális rezsim alkalmazására nem egy életre szólnak, földrajzilag és koronként is eltérő társadalmi preferenciákkal kell összhangba hozni őket. Az árstabilitási cél kizárólagosságával kapcsolatban tanulságos eredményeket ismerttet *Shiller* [1997] (17-19. o.) egy kérdőíves felmérésről, amely az inflációval kapcsolatos érzéseket, véleményeket vizsgálta különféle országokban és demográfiai csoportokban. Azzal az állítással, hogy „Az infláció féken tartása a gazdaságpolitika egyik legfontosabb célja” a kutatásban szereplő országok közül Brazíliában és az Egyesült Államokban a megkérdezettek egyaránt 56%-a ért teljesen egyet, míg Németországban jóval több, 76%-a. Ugyanakkor a Németországon belüli kép is eléggé árnyalt, ugyanis az 1940 előtt születettek esetében (vagyis azok körében, akik a weimari hiperinfláció hatásait nagy valószínűséggel a saját bőrükön is megérezték) a teljesen egyetértők aránya 90%, míg az 1950 után születetteknél már csak 51%. Vagyis, bár jelenleg az infláció elleni elkötelezettség töretlennek mutatkozik a világgazdaságban, nagyon is elképzelhető, hogy a későbbi korokban módosulni fognak a makroökonómiai

²⁹ Egy jelenleg talán még szokatlanul mondható újabb példa a jegybanki tevékenység markáns átalakulására a svéd emissziós gyakorlat: 1999-ben kiszervezték egy önálló jegybanki leányvállalatba a készpénz valódiságvizsgálatával, tárolásával és szállításával kapcsolatos teendőket ellátását.

célokkal kapcsolatos társadalmi prioritások, ami természetesen meg is változtathatja a gazdasági intézményrendszer felépítése során alkalmazott alapelveket. Továbbá adódhatnak olyan elhúzódó válsághelyzetek, amikor a gazdaság „reflálása” tűnik a legfontosabb teendőnek, ami félresöpörheti a jegybanki önállósággal kapcsolatos jelenleg széles körben érvényesülő megfontolásokat.

Az is hozzátartozik a kép teljességéhez, hogy bár a jegybanki függetlenség általánossá válása valóban csak az 1990-es évekre lett kézzelfogható valósággá, a korábbi időszakban sem csak a kormányzati szándékok szimpla szolgálóleányai voltak a jegybankok, legalábbis a fejlett piacgazdaságok jelentős részében. A központi bankok vezetőinek filozófiáját, attitűdjét jól érzékelteti a Federal Reserve 1951-1970 között hivatalban lévő elnökének, Martin McChesney-nek tulajdonított szellemes szállóige, aki a következőképpen interpretálta a feladatát: *„A jegybanknak az a dolga, hogy eldugja a bárszekrény kulcsát, éppen amikor a parti a tetőfokára hág.”*

Talán meglepő lehet a fentebb elmondottak fényében, de sem az árstabilitás pontos definíciójáról, sem a konkrét mértékéről nincs átfogó egyetértés szakmai berkekben. A korábban jelzett empirikus eredményekből fakadó mainstream felfogás alapján árstabilitásnak nevezzük azt az inflációs szintet, amely mellett tartósan a legmagasabb gazdasági növekedés ütem érhető el. Emellett ugyanakkor gyakran említik az amerikai jegybank karizmatikus vezetőjéről, Alan Greenspanról elnevezett szabályt: az árstabilitás az az inflációs szint, amelyet a gazdasági szereplők elhanyagolgatónak tartanak, vagyis nem vesznek figyelembe az üzleti kalkulációik során, így nem befolyásolja, nem téríti el a magatartásukat. Mindenesetre a két megközelítés lényege egybeesik: az árstabilitás állapotának elérése szükséges feltétele annak, hogy a gazdaság a potenciáljának megfelelő teljesítményt tudja felmutatni.

Az árstabilitás céljának kvantitatív definiálását a rivalizáló elméleti koncepciók mellett megnehezítik egyéb, a számszerűsítéshez kapcsolódó problémák is, vagyis a kérdés nem egyszerűsíthető le arra, hogy mindig érvényes a „minél kisebb az inflációs ráta annál jobb a gazdaságnak” szabály. Egyrészt több hatásból eredőleg nem elhanyagolható a módszertani felfelé torzítás a fogyasztói árindexekben, amivel kalkulálni kell az optimális inflációs pálya megtervezésekor. Másrészt a nominális merevségek léte miatt bizonyos mértékű pozitív infláció kedvező hatással van a gazdasági fejlődésre. A monetáris politika hatékonyságának megőrzése is az enyhe infláció irányába mutat, hiszen nagyon alacsony, zérus körüli szint esetén nem lehet negatív reálkamatot előidézni a pénzügyi szférában, ami korlátozhatja a

gazdaságpolitika mozgásterét egyes esetekben. A deflációs spirál kialakulásának megelőzése érdekében is tanácsos lehet egyfajta „biztonsági puffert” beépíteni az inflációs tervekbe, ami szintén emelheti az árstabilitás számszerűsített értékét. Ugyanakkor a fentebb felsorolt tényezők beszámítása sem eredményez a köztudatban meggyökeresedett és a tudományos kutatók által javasolt árstabilitási értékeknek ellentmondó számokat. *Camba-Méndez és társai* [2003] tanulmánya konzisztensek találja az eurózóna harmonizált fogyasztói éves áremelkedési ütemére megfogalmazott 2%-ot alulról megközelítő hivatalos célkitűzést a szakirodalomban szereplő megfontolásokkal.

A felzárkózó országokban a Balassa-Samuelson hatás, a fokozatos árliberalizáció, valamint a közszolgáltatások egy részének piacosítása miatt az optimális inflációra vonatkozó becslés némileg magasabb³⁰. Magyarországra vonatkozóan *Kiss-Krekó* [2004] amellett érvel, hogy az összes fejlett és feltörekvő gazdaságra jellemző tényezőkkel együtt, 15-20 éves időhorizonton kalkulálva a 2,3-3,2%-os értéktartomány feleltethető meg az árstabilitásnak, amit egyben kiindulópontul javasoltak a monetáris politika számára az inflációs célok kijelölése során. Újabb fejlemény, hogy a közelmúltban a Magyar Nemzeti Bank a kormánnyal közösen kijelölte a 2007 utáni folyamatos inflációs célkitűzést egy 3 ± 1 %-os sávban (*MNB* [2005b]), amelyet a bejelentés szerint az ERM II-es belépéskor, de legkésőbb 3 év múlva felülvizsgálnak majd. Ez utóbbi szándék háttérében az áll, hogy elméletileg előadódhat olyan helyzet, amikor a középtávú célnak megjelölt sávnál alacsonyabb mértékű inflációs ráta lesz szükséges a maastrichti feltételek teljesítéséhez. A fenti számításhoz és értékekhez közel hasonlóan a lengyel jegybank 2003 februárjában elfogadott hosszú távú monetáris politikai irányelveiben szintén egyfajta folyamatos inflációs célkitűzésként a $2,5 \pm 1$ %-os tartományt jelölte ki a fogyasztói árindex számára az árstabilitási célnak és az eurózónás csatlakozási terveknek is megfelelő szabályként (*LNB* [2003] 12-13. o.). Egy további tranzíciós ország, a Cseh Köztársaság központi bankjának 2004 márciusában bejelentett hivatalos célsávja a 2006-tól az eurózónás csatlakozás bekövetkeztéig szóló időszakra, a 12 havi visszatekintő inflációs rátát illetően pedig szintén 3 ± 1 % (*CSNB* [2004]).

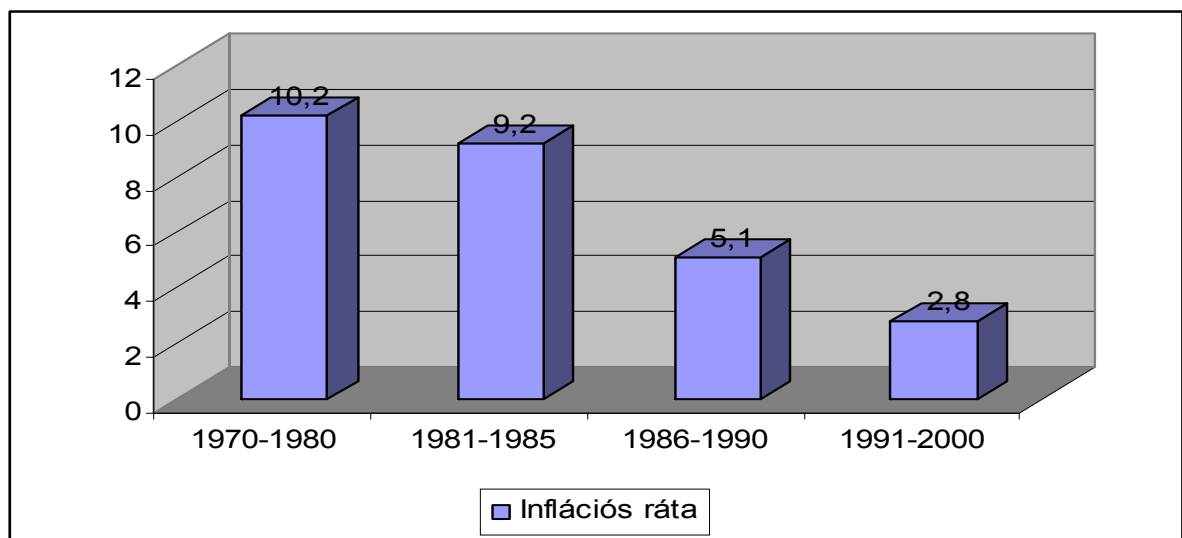
Az alacsony inflációs szint fenntartása fontosságának megkérdőjelezése nélkül kritikák is érik az árstabilitást ennyire kitüntetetten kezelő jegybanki célrendszert. *Smith*

³⁰ Ezekkel a strukturális jellegű többletinflációt okozó hatásokkal részletesen foglalkozunk majd a későbbiekben, az árfolyamrendszerek összehasonlításakor.

[2002] arra hívja fel a figyelmet írásában, hogy napjainkban a pénzpiacokon kialakuló eszközár-buborékok legalább olyan romboló hatással lehetnek egy gazdasági potenciális növekedési teljesítményére, mint az erős inflációs nyomással jellemezhető évtizedek voltak. Az ingatlan-, kötvény- és részvénytőzsi piacokon zajló események emiatt egyre gyakrabban kerülnek be a központi bankok kamatdöntéseinek mozgatórugói közé. A közelmúltból számos nemzetközi példa hozható arra, hogy a standard fogyasztói kosárban szereplő termék- és szolgáltatásárak stabilitása mellett méretes pénzügyi buborékok alakulhatnak ki még a legfejlettebb országokban is, amelyek kipukkanása egy súlyos, elhúzódó krízist is maga után vonhat, amely veszélyre folyamatosan emlékeztethet mindenkit az 1990-es évek japán pangása.

A fentebb jelzett módszertani tisztázatlanságoktól és bírálatoktól függetlenül, az inflációval szembeni paradigmaváltás látványos eredményeket hozott az elmúlt évtizedekben. A következő ábra az OECD országok átlagos inflációs rátáit jelzi 1970 és 2000 között.

1. ábra: Az OECD országok átlagos inflációs rátái az elmúlt évtizedekben



Forrás: Issing [2001] 180. o.

Bár természetesen túlzás lenne azt állítani, hogy az inflációs átlagok látványos csökkenései kizárólag a jegybankok független státuszának következményei lennének, ugyanakkor biztosan jutott szerep ennek a faktornak is. A globális inflációcsökkenésben emellett olyan, a gazdaság mélyrétegeiben zajló folyamatok is közrejátszottak, mint a robbanásszerű technikai-technológiai fejlődés kiváltotta költségcsökkenés több

ágazatban, illetve a termelékenységnövekedés felgyorsulása az 1980-as évek közepétől. A későbbiekben megvizsgáljuk közelebbről, hogy milyen számszerűsített makrohatások tudhatók be a függetlenségnek, de előbb sorra vesszük és bemutatjuk azokat az érveket és ellenérveket, amelyek a monetáris politika szabályozási forradalmával kapcsolatos vitákat jellemzik.

2.2.3. Vita a jegybanki függetlenségről

A soron következő fejezet részben összegyűjtöttük azokat a közgazdasági és politikai gazdaságtani megfontolásokat, amelyek az elmúlt évtizedekben fémjelezték a gazdasági intézményrendszer kulcsfontosságú szereplője, a központi bank jogállásának, státuszának mikéntjéről szóló polémiákat. Manapság ugyan már a nemzetközi egyezmények és gazdaságpolitikai illemszabályok elengedhetetlen része az autonómia megteremtésének kötelezettsége a monetáris politika gyakorlásához, de ennek ellenére is tanulságos végiggondolnunk, hogy milyen erők és érvek hatására alakult ilyen irányba a jegybankok törvényi szabályozása.

2.2.3.1. Érvek a jegybanki függetlenség mellett

A függetlenség melletti érvek szinte mindegyike azt próbálja magyarázni, hogyan vezet a jegybanki döntési autonómia biztosítása alacsonyabb és időben kiszámíthatóbb inflációs rátához, amely végső soron növekedésösztönző, stabil környezetet jelent a gazdasági szereplők számára. Az egyik klasszikus érv politikai gazdaságtani megközelítésen alapul, és arra mutat rá, hogy a központi bank folyamatosan ki van téve a politikai erők ostromának, ugyanis csábítóan „könnyű pénzszerzési lehetőséget” (*easy money*) jelent az inflációs adó felpörgetése az uralmon lévő erőknek (*Buchanan – Wagner [1977] 117-118. o.*). Egészen a közelmúltig gyakorta érvényesülő tapasztalat volt még az érettebb piacgazdaságokban is, hogy erős nyomás alá került a jegybank a regnáló politikusok részéről a seigniorage bevételek növelése érdekében, nem különösebben törődve az óhatatlanul jelentkező inflatorikus nyomással. Hasonló irányú befolyásolási szándékok jelentkeztek a politikai konjunktúraciklusok létéből adódóan (*Nordhaus [1975]*), vagyis a választások előtt a hivatalba lévő elit nem riadt vissza a gazdaság mesterséges felfűtésétől sem, amelynek szintén csak a szavazás lezajlása után jelentkeznek az elkerülhetetlen negatív hatásai. A nyomásgyakorlás eredményessége attól függ, hogy mennyire szabadon választhatják meg a kormányzó

pártok a jegybankárok személyét, hiszen például a politikai ciklusokkal egybeeső kinevezési rend nyilván a kormányzat egyik alárendelt szervévé fokozza le a monetáris hatóságot³¹.

Egy másik fontos érv a jegybanki függetlenség megteremtése mellett a dinamikus inkonzisztencia probléma miatt merül fel (*Kydland – Prescott [1977]*). Pontosabban fogalmazva a szerzőiket nem kis részben a 2004-es közgazdasági Nobel-díjhoz hozzásegítő felvetés arról szól, hogy egy az egyedi körülményeket mérlegelő tökéletes döntés pusztán az idő múlása miatt elvesztheti optimalitását. Például, ha egy jegybank céljai között valamilyen módon a foglalkoztatottság is szerepet kap, akkor jelentkezik az inflációs hajlam (*inflation bias*) a magatartásukban, vagyis a társadalom azonos munkanélküliségi szintet magasabb árszínvonal-dinamika mellett ér el, mint ideális esetben. Miközben az időinkonzisztencia csapdájának elkerülését célul kitűző szakirodalom könyvtáryira dagadt az elmúlt szűk három évtizedben³², annyi konvergencia megfigyelhető az elképzelésekben, hogy mindegyik a jegybanki működés önállóságának valamilyen fajta erősítésében látja a kiutat.

Az időinkonzisztencia elmélet monetáris politikai kiterjesztése megtalálható *Barro – Gordon [1983a]* leíró modelljében, amelyben elméleti magyarázatot adnak arra, hogy miért szenvednek az országok a magasabb inflációtól, ha a politikusok az egyensúlyi (természetes rátának megfelelő) munkanélküliségnél magasabb foglalkoztatottsági szintet szeretnének elérni. A meglepetés-infláció teremtéséből kézzelfogható előnyök származhatnak a kormányzat számára akár a növekedés ösztönzésének, akár a bruttó államadósság reálterheinek csökkenése formájában. Vagyis a fentebb említett szerzőpárosnak a témakörben született másik klasszikus írásának a szavaival „... a gazdaságpolitikusok hajlanak ígéreteik megszegésére. Nevezetesen, ha a gazdasági szereplők a kormányzat által előzetesen felvállalt zérus inflációra számítanak, akkor az inflációs meglepetés kihasználása érdekében a politikusok szeretnének magasabb inflációt elérni. Ráadásul a döntéshozók ezen igénye nem preferenciáik sajátosságából fakad, hanem az inflációs sokkot vonzóvá tevő piaci torzításokból következik.” (*Barro – Gordon [1983b]* 107. o.)

³¹ A jegybanki függetlenség politikai gazdaságtani elemzéséről átfogó igénytel ír *Maxfield [1997]* feltörekvő országok esettanulmányaival kiegészített kötetében.

³² A dinamikus inkonzisztencia és az inflációs hajlam irodalomról kitűnő áttekintést ad válogatáskötetük bevezetőjében *Persson – Tabellini [1994]* (1-31. o.), illetve magyarul *Rátfai [1993]*, valamint specifikusan a problémakör játékelméleti megközelítéséről *Kondor [2000]* (211-217. o.).

Az időinkonzisztencia feloldása remekül illeszkedik a gazdaságpolitika kialakításának egyik alapvető dilemmájának fogalmi keretébe, nevezetesen a szabálykövetés vagy egyedi döntések (*rules vs discretion*) dichotómia logikájába. A megoldási javaslatok ugyanis jellemzően a szabályokhoz kötött stratégia különféle variációi köré csoportosulnak. Az előre lefektetett elvek melletti hiteles elköteleződés ugyanakkor csak egy független státuszt élvező jegybank mellett képzelhető el. Az első időszakban a reputációba való befektetés fontosságát hangsúlyozta az irodalom (lásd például: *Barro – Gordon* [1983b], *Backus – Driffill* [1985]). Az ismétlődő típusú helyzetek játékelméleti megközelítésére alapozva a kutatók megmutatták, hogy a szilárd inflációellenesség imázsának felépítése kedvezően befolyásolja a jövőbeli árszintre vonatkozó várakozásokat, ami hozzájárul egy hosszú távon is optimális stabilizációs politika kialakításához. A dinamikus inkonzisztencia csapdája ezáltal elkerülhető, ugyanis a jegybanki vezető inflációs hajlamát ellensúlyozhatja az a tény, hogy egy rendszeresen visszatérő stratégiai játszma részeseként nem érdemes lerombolnia a reputációját a piaci szereplők szemében az inflációval szembeni megengedő magatartásával. Hasonló megfontolásokból egy jegybankár a kinevezése után a preferenciái ismeretlenségéből fakadó aszimmetrikus információs helyzetben ösztönözve van a hírneve felépítésébe történő befektetésre, ami szintén növeli az inflációs kísértésnek való sikeres ellenállás esélyét.

A dinamikus inkonzisztencia gazdaságpolitikai következményeinek kezelését illetően a következő csapásirány a monetáris döntési jogkörök delegálásának javaslata volt. *Rogoff* [1985] klasszikus tanulmánya bizonyította, hogy a társadalom jobban jár hosszabb távon, ha egy konzervatív jegybankárra bízta a pénzügypolitikai hatáskörök gyakorlását. A konzervatív jelző itt arra utal, hogy a kormányzói preferenciarendszerben nagyobb súly helyeződik az infláció csökkentésére, mint az öt kijelölők közösségében. Talán nem árt hangsúlyozni, hogy ennek a felállásnak is csak a jegybanki autonómia megléte esetén van értelme, hiszen ha nem a központi bank vezetői ülnek a kormánykeréknél, akkor természetesen irrelevánsak a döntéshozói szempontjaik. Ugyanakkor a modellből az is következik, hogy egy, csak és kizárólag az inflációra összpontosító jegybankár komoly jóléti veszteségeket okoz a társadalom számára, hiszen ebben az esetben a kínálati sokkok stabilizációja is elmarad a gazdasági életben, vagyis a kínálati oldali inflációs nyomás jelentkezésekor (v. ö.: stagfláció problematikája) nem törekedne a monetáris hatóság anticiklikus lépésekre. A tanulmány végkövetkeztetése szerint a hitelesség (antiinflációs elkötelezettség) és a rugalmasság

(stabilizációs politika) közötti kényes egyensúly biztosításának is a legoptimálisabb módja a monetáris felelősségi körök átruházása a független jegybankra.

A delegálási konstrukció egyfajta továbbfejlesztéseként interpretálható a kormányzat és a jegybank közötti szerződéskötést a középpontba helyező szakirodalmi vonulat (*Walsh [1995]*, *Svensson [1997a]*). A monetáris politikai kompetenciák átruházása a független jegybankra ebben a szisztémában az explicit inflációs cél specifikálásával és egy kapcsolódó ösztönzési sémával társul, ami írásos formában is rögzítésre kerül. A klasszikus gyakorlati példát a szerződési megoldásra az új-zélandi szabályozás szolgáltatja, ahol a nyilvános egyezményben rögzített inflációs teljesítmény-előírásoknak munkajogi következményei is vannak, ugyanis a központi banki vezetők jövedelme és egyben állása is függ az előzetesen meghatározott célok abszolválásától. A szerződéses modellek esetében talán még a korábbi irányoknál is találóbb megállapítás, hogy az elméleti irodalom fejlődése kéz a kézben halad az alkalmazott gazdaságpolitikai dilemmákkal, hiszen a manapság fejlett és felzárkózó országokban is viharos gyorsasággal terjedő inflációs célkövetéses rezsimek teljes joggal ebbe a csoportba a sorolhatók.

A dinamikus inkonzisztencia kialakulásának megelőzését célzó elméleti felvetésekkel párhuzamosan heves vita alakult ki a szakirodalomban³³, hogy mi magyarázta az 1970-es évek kirívóan laza monetáris politikáját, amelynek az inflációs konzekvenciáit korábban tárgyaltuk. A klasszikus érvelést támasztja alá *Ireland [1999]* tanulmánya, amely az Egyesült Államok 1960-és 1997 közötti statisztikai adatát vizsgálva igazolva látja azt a hipotézist, hogy az expanzív kamatpolitikát a diszkrecionális döntéseket hozó jegybanki vezetők inflációs hajlama okozza. Ennek alapján az időinkonzisztencia potenciális felmerülése az egyik legsúlyosabb probléma a gazdaságpolitikai intézményi kialakítása kapcsán. Az eltérő álláspontokat gyűjti csokorba *Collard – Dellas [2004]*, melyek szerint az 1970-es évek inflatorikus lépéseit a gazdaságpolitika meghatározásakor elkövetett szakmai tévedések és „őszinte hibák”

³³ Érdekes adalékként jegyezzük meg itt, hogy a közgazdaságtudomány történetének egyik talán legszemélyesebb cikkében *Joan Sweeney* és *Richard James Sweeney [1977]* egy közös gyermekfelügyeletre létrejött önszerveződő washingtoni civil társaság analógiáján keresztül mutatta be azt az akkoriban igen aktuális kérdéskört, hogy milyen feszültségeket okozhat az „infláció” egy társadalmi szervezetben. A „monetáris” eredetű problémát az okozta az egyesületben, hogy a gyermekek őrzéséért kapható (és egy másik alkalommal a saját gyermek más tagok általi őrzésére beváltható) belső vócserből túl sok került forgalomba, aminek hatására egy idő után hiány keletkezett felügyeletet vállaló tagokból. A szerzők saját élettapasztalatából merítő példa azért is tanulságos a monetáris makroökonómiával foglalkozók számára, mert a konkrét esetben a szervezők nem ismerték fel, hogy a civil tömörülés akadozó működését milyen fundamentális tényező okozza, és politikai jellegű (pl.: szigorúbb magatartási szabályok a tagság részére) megoldásokkal próbálták kiküszöbölni az anomáliákat.

(„*honest mistakes*”) alapozták meg. Ebben a szemléletben a központi bank nem tudatosan törekszik a magasabb inflációs szint elérésére, hanem utólag bizonyulnak a tervezettnél inflatorikusabbnak a lépései, például azért mert túlbecsülte a potenciális kibocsátás növekedési ütemét, vagy félreértette a gazdaságot érő kínálati sokkok természetét, nem számolva esetleg azok negatív hatásaival a tényezőtermelékenységre.

Az eddig említett megfontolások döntően zárt gazdaságra vonatkoznak, azonban közismert trend napjainkban, hogy a gazdaságpolitika megtervezését egyre inkább befolyásolják a globális környezetből érkező hatások. Erre is reflektálva érvel úgy *Maxfield* [1997] (35-49. o.), hogy a felzárkózó piacokon a jegybanki autonómia megadását gyakran a nemzetközi politikai gazdaságtani megközelítés magyarázza a legjobban. A masszív külső finanszírozásra szoruló kormányzatok ugyanis az ország hitelképességét, stabilitását jelzik a külföldi intézményi alapoknak a függetlenség törvényi megerősítésével. Különösen államkötvényekben testet öltő portfólióbefektetések esetén hatékony ez a „szignálózási” törekvés, hiszen ekkor az érintettek nem feltétlen ismerik behatóan a helyi piac sajátosságait és stabilitási jellemzőit, és különösen érzékenyek ezekre a jelzésekre. A nemzetközi investorok két okból is kedvezően értékelik a jegybanki önállóság szavatolását egy feltörekvő gazdaságban. Egyrészt konzisztensebb és felelősebb gazdaságpolitikai stratégiát, következésképpen kiszámíthatóbb hozamokat várnak ebben a helyzetben. Másrészt a központi bankok már kivívott függetlensége azt sugallja számukra, hogy az adott országban a pénzügyi stabilitás megőrzése szempontjából erős szövetségeseik vannak a társadalmi és gazdasági erőcsoportok között, vagyis kevesebb kockázattal jár a vagyonuk bizonyos részét erre pénzpiacra allokálni.

2.2.3.2. Ellenérvek a függetlenségi vitában

A kérdéskörben megfogalmazott ellenérvek jelentős része a jegybanki működés elszámoltathatóságára irányul. Az elszámoltathatóság és az átláthatóság (transzparencia) fogalmát gyakran együtt kezelik, rosszabb esetben összemoszák, pedig fontos különbség van köztük abban a tekintetben, hogy az előbbi visszafelé néző kötelezettséget jelent (a meghozott döntések számon kérése), míg az utóbbi előre tekintő elképzelés (az intézkedések előre jelezhetősége). A transzparencia megteremtése, a piacokkal való kommunikáció is fontos természetesen, de ennek inkább a monetáris politikai hatékonyságával kapcsolatban van jelentősége, míg az elszámoltathatóság

korlátozottsága a demokratikus elvek (fékek és ellensúlyok) sérülését vonja maga után³⁴.

A szakirodalomban visszatérően használatos a *Friedmantól* [1962] eredeztethető analógia, miszerint a jegybankok jogállása hasonló, mint az igazságszolgáltatás csúcsszerveié (Legfelsőbb Bíróság, Alkotmánybíróság), amelyek határozataival szemben már nincs jogorvoslati, felülvizsgálati lehetőség biztosítva az alkotmányos rendszerben. Ebből következően szinte ugyanazok a szervezetszociológiai, jogelméleti dilemmák jelennek meg a jegybanki függetlenség kapcsán, amiket korábban a „Ki őrzi az őrzőket?” kérdéskör alatt már extenzíven tárgyalt a politológiai szakma (*Elster* [1994]). A probléma úgy foglalható össze, hogy „...a kollektív önkorlátozást megtestesítő – törvényi vagy alkotmányos garanciákkal körülbástyázott – intézmények maguk is ki vannak téve azoknak a kísértéseknek és azoknak a korrozív hatásoknak, amelyek kiküszöbölése vagy enyhítése érdekében megszülettek” (*Csontos* [2000] 253. o.). A korlátozott elszámoltathatóság akkor jelent csak problémát, ha a független intézmény sajátos, vagy vezetőinek személyes jellegű hatalmi aspirációinak igézetében politikai ámokfutásba kezd. Igaz, ebben az esetben kevés eszköz marad a nem szándékolt, társadalmilag káros mellékhatások tompítására, ezért körültekintő szabályozásra van szükség, amikor egy állami szervet felruházunk azzal a nehezen felülbíráható mandátummal, hogy védje meg a társadalmat és különösképpen a politikai elitet önmagától.

A jegybank kitüntetett önállóságát ugyanis nem igazán lehet mással magyarázni, mint azzal a ténnyel, hogy kollektíven nem bízunk abban, hogy a választott politikusok a hosszú távú társadalmi optimumot tartják a szemük előtt döntéshozói pozícióban. *Forder* [2000] rámutat arra, hogy a jegybanki függetlenedés folyamatának az elmúlt két évtizedben világszerte töretlenül kibontakozó trendje a demokratikus berendezkedéssel kapcsolatos mély cinizmusunk manifesztációja. Az ellensúlyok nélküli jegybanki önállóság egyik legismertebb kritikusa *Stiglitz* [1998] ehhez kapcsolódóan felhívja a figyelmet arra a veszélyre, hogy a jegybankok a lehetőséget kihasználva fokozatosan függetleníthetik magukat a demokratikus ellenőrzés procedurális kötöttségeitől. Ezt

³⁴ Az egyik nagy vihart kavaráó, tanulságos eset a függetlenség és elszámoltathatóság konfliktusára az 1993 és 2005 között hivatalban lévő, ugyanakkor eredetileg élethossziglan megválasztott olasz jegybanki kormányzó körüli botránysorozat volt. A végül az elnök kényszerű lemondásához vezető skandalum akörül robbant ki, hogy *Antonio Fazio* a határozatlan idejű kinevezéséből fakadó világszerte egyedülálló autonómiát a saját preferenciái és személyes szimpátiái szerint használta fel a bankfelügyeleti tevékenység végzésekor, illetve a fúziók és felvásárlások engedélyezésekor (bővebben lásd *European Voice* [2005]).

megelőzendő a törvényi szabályozásnak rá kell szorítani őket, hogy bizonyos eljárásokon keresztül (parlamenti meghallgatások, a döntéshozatali folyamat átláthatósága, a jegybanki dokumentumok minél teljesebb nyilvánossága) érvényesülhessen a számonkérhetőség a pénzügypolitika működése során.

Az elszámoltathatóság és a transzparencia megvalósíthatóságának problémáján túlmenően, az alfejezet során megfogalmazott függetlenségi érvrendszer jellegzetes kritikáját adja *McCallum* [1995 és 1997] az írásaiban. Álláspontja szerint az az elméleti irodalomban közel konszenzusnak örvendő logikai összefüggés, hogy a dinamikus inkonzisztencia csapdájának elkerülése miatt mindenképpen szükség van a független jegybankra, két alapvető hiányossággal küszködik. Egyrészt nincs okunk elméletileg kizárni azt, hogy csak a politikai intézményektől hermetikusan elzárt jegybank fog hosszú távon is optimális gazdaságpolitikát folytatni, ugyanis egy kölcsönös tanulási folyamat révén a monetáris politika irányítói is rádöbbenhetnek az inflációs meglepetésekből származó előnyök efemer jellegére, ráadásul a szakmai presztízs védelme is távlatosabb gondolkodásra ösztönzi őket. Másrészt *McCallum* hangsúlyozza, hogy a jegybanki függetlenség biztosítása nem oldja fel az időinkonzisztencia problémáját, pusztán áthelyezi azt egy másik szintre, vagyis az a kormány és a jegybank szerződéses megállapodásáról, a viszonyuk jogi szabályozásáról, illetve a kompetenciák delegálásáról folytatott tárgyalások során fog jelentkezni. Ekkor ugyanis egy olyan apparátustól várjuk a delegált feladatok ellenőrzését, az inflációs elkötelezettség kikényszerítését, aki maga is küzdhet a diszkrecionális logikának megfelelő kísértésekkel. Ugyanakkor ez utóbbi felvetésnek a relevanciája komolyan csökken, ha a jegybanki függetlenség biztosításával kapcsolatos szabályok kardinális része az alkotmányban vagy egy csak minősített többséggel módosítható külön törvényben is rögzítésre kerül, hiszen ebben az esetben a mindenkori hatalmon lévő elit elfogultságai, inflációs hajlama kevésbé számít.

Érdekes eredményt közöl a fentiekhez kapcsolódóan *Blinder* [2000] egy, a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) tagságát teljes körűen felölelő 127 jegybanki kormányzónak 1998 folyamán kiküldött kérdőíves felmérését ismertetve. A gyakorló központi banki vezetők az intézményük hitelességének megteremtése érdekében mind a függetlenségnél (delegálási vagy szerződéses rezsimek), mind a szabályalapú gazdaságpolitikai megoldásoknál fontosabbnak ítélték a tradicionális eljárást: a hosszú időre visszanyúló antiinflációs múlt és a megbízhatóság kombinációját. Vagyis a kérdésben talán legilletékesebbek szerint nincs gyors út a szavahihetőséghez, nem lehet

az akár legdivatosabb elméleti ajánlás átvételével sem azonnal kiváltani a több évtizedes szisztematikus reputációépítés hatékonyságát.

Utoljára, de nem utolsósorban meg kell említenünk az ellenérvek között az úgynevezett koordinációs problémát, ami a jegybanki függetlenségből nyilvánvalóan következik, ugyanis két külön állami hatóság irányítja a gazdaságpolitika legfontosabb eszközeit: a fiskális és a monetáris politikát (*Eijffinger – De Haan [1996]*). Az eltérő célrendszert és időhorizontot szem előtt tartó kormányzati és központi banki logika könnyen inkonzisztens gazdaságpolitikai mix kialakulásához vezethet. Az expanzív és restriktív jegyeket együttesen tartalmazó költségvetési-monetáris keverék pedig nagy eséllyel bizonyulhat szuboptimálisnak a rendszeres konjunkturális hullámzások folyamán.

Miután áttekintettük a jegybanki autonómiához fűződő érvek és ellenérvek rendszerét, rátérhetünk a témakör egy következő izgalmas kérdésére, miszerint milyen hatások tulajdoníthatók a függetlenségi konstrukciónak az alapvető gazdasági indikátorok tükrében.

2.2.4. A jegybanki függetlenség mérése és a makrohatásai

Az 1980-es évek vége óta termékeny területe a közgazdasági empirikus elemzéseknek a jegybanki függetlenség makroökonómiai teljesítményre gyakorolt hatásának vizsgálata. Elsősorban *Alex Cukierman* munkái (*Cukierman [1992]* és *Cukierman és társai [1992]*) irányították a figyelmet erre a kérdéskörre, amelyek módszertana azóta is kiindulópontul szolgál a vonatkozó szakirodalomban. Az alkalmazott komplex függetlenségi indexek 16 tényező alapján kerültek kiszámításra, amelyek a következő 5 csoportba sorolhatók: a monetáris politikai kompetenciák elosztása; a jegybank-kormány konfliktusok feloldásának szabályozása; az árstabilitási cél fontossága a törvényben; a költségvetési deficit közvetlen finanszírozásának tilalma; a jegybanki elnökök kinevezésének és menesztésének rendje. Az összes tényező alapján kerülnek kiszámításra a függetlenséget jelző – a legtöbb esetben az említett szempontok relatív fontossága alapján súlyozott – indexek, amelyek értéke 0 és 1 közé esik, ahol a nagyobb érték jelzi a tökéletes autonómiát.

Az első felmérések megjelenésétől kezdődően időre-időre felmerül a jogi szabályozásban lefektetett (*de jure*) és gyakorlatban megvalósuló (*de facto*) függetlenség közötti diszkrépancia problémája, amely különösen a kevésbé érett

piacgazdaságokban lehet jelentős³⁵. Sok esetben tanulságos lehet a monetáris politika tényleges elkülönítését jól illusztráló mutató, a jegybanki kormányzók forgási mutatójának (*turnover rate of central bank governors*) a kiszámítása, ami a vezető pozícióban lévők stabilitását jelzi. A feltörekvő gazdaságokban valószínűleg hitelesebb képet ad ez a mutató, mint a gyakran csak papíron érvényes törvényi szabályozás értékelése. Az egyik gyakorta emlegetett példa az argentin ebben a tekintetben, ahol 1950-1989 között átlagosan 10 hónap volt a jegybanki kormányzó hivatalban eltöltött ideje³⁶, miközben az ország viszonylag előkelő helyen állt a rangsorban az írott paragrafusok alapján. Van ugyanakkor nemzetközi példa az ellenkező irányú eltérésre is a hivatalos szabályozás és a ténylegesen tapasztalható autonómia között. Kanadában a pénzügyi tárca vezetőjének jogában áll írásos direktívában kötelezni a jegybankot bizonyos lépések megtételére, adott esetben kamatcsökkentésre is utasíthatja a döntéshozó grémiumot, a Kormányzótanácsot. Az elvi lehetőség fennállása ellenére a monetáris hatóság évtizedek óta szuverén módon alakítja a kamatpolitikát Kanadában, közvetlen kormányzati beavatkozásra pedig az inflációs célkitűzéses rendszer bevezetése, 1991 óta semmilyen formában nem került sor.

Az alábbi, függetlenségi indexeket közlő táblázat is érzékelteti a jegybanki függetlenség gyakorlatának dinamikus terjedését, ugyanis jól látható a számokból, hogy a kelet-közép-európai rendszerváltások után pár évvel elfogadott törvények jellemzően már vagy nagyobb, vagy közel hasonló autonómiát biztosítottak a központi bankjaik számára, mint az akár az 1980-as években az a legfejlettebb államokban tapasztalható volt.

³⁵ Azt is fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a fejlett gazdaságokban is gyakorta változott a függetlenség tényleges érvényesülésének mértéke a politikai döntéshozóktól. Az Egyesült Államokban például már 1951 óta törvény garantálta a jegybanki kormányzók autonómiáját a kamatpolitika meghatározásában. Ezt a viszonyt árnyalják *Nixon* amerikai elnök sokat idézett szavai a korábbi gazdasági tanácsadójáról, *Arthur Burns*ről, 1970-es FED elnöki kinevezésének alkalmából: „*Én tiszteletben tartom a függetlenségét. Ugyanakkor azt remélem, hogy ő teljesen önállóan arra a következtetésre jut majd, hogy az én véleményemet kell monetáris politikai ügyekben elfogadnia.*” (*The Economist* [2001] 66. o.)

³⁶ Ez a példátlanul alacsony átlagos érték csak úgy jöhetett össze, hogy nemcsak kormányváltásokkor volt bevett gyakorlat a jegybank elnökének „önkéntes” távozása a dél-amerikai országban, hanem már a pénzügyminiszter lecserélésekor, illetve akár komolyabb gazdaságpolitikai viták, feszültségek kialakulásakor is rendszerint azonnal lemondott a szokásjog szerint a hivatalban lévő kormányzó a posztjáról.

1. táblázat: Jegybanki függetlenségi indexek a tranzíciós országokban és a piacgazdaságokban (zárójelben a jegybanktörvény elfogadásának éve)

	<i>Súlyozott függetlenségi index</i>
Tranzíciós országok	
Lengyelország (1997)	0,89
Észtország (1993)	0,88
Csehország (1991)	0,73
Magyarország (1991)	0,67
Szlovénia (1991)	0,63
Szlovákia (1992)	0,62
Piacgazdaságok az 1980-as években	
Németország	0,69
Svájc	0,64
Dánia	0,5
USA	0,48
Hollandia	0,42
Egyesült Királyság	0,27
Franciaország	0,24
Belgium	0,17

Forrás: Cukierman és társai [2002] 244. o.

A függetlenségi indexek és a makromutatók közötti korrelációt vizsgáló kutatások konszenzusos eredménye, hogy a jegybanki autonómia magasabb szintje alacsonyabb inflációs dinamikával párosul szinte minden időszakban. Fontos itt megjegyezni, hogy a statisztikailag szignifikáns negatív korreláció ugyanakkor nem jelent feltétlen oksági viszonyt mindegyik esetben. Az eredmény tehát úgy is interpretálható, hogy a stabil és fejlett országok jellemzően magas fokú intézményi önállóságot biztosítanak a jegybanknak, és egyébként a gazdasági fundamentumok jó állapota miatt alacsonyabb inflációval kell szembesülniük is. Vagyis az irodalom terminológiáját használva, adott esetben az is kiderülhet, hogy a jegybanki függetlenség mértéke nem az infláció ütemét magyarázó exogén paraméter, hanem a gazdaságtörténeti mozgatórugókat és az intézményi hagyományokat illusztráló endogén változó. Goodhart [1994] (112. o.) a németországi helyzetet hozza fel példaként, ahol a korábban ebben a fejezetben is említett történelmi tapasztalatokból kifolyólag az inflációellenességet széles körben osztott társadalmi konszenzus övezi, ami egyrésztől

érthetővé teszi a központi bank autonómiájának megteremtésében játszott úttörő szerepet. Másrészt ez a közmegegyezés az, ami különféle csatornákon keresztül magyarázza a II. világháborút követő évtizedek irigyrése méltó inflációs teljesítményét Németországban, amelynek csak egyik eszköze volt a sok közül a jegybanki mozgástér korábban példátlan mértékű kiszélesítése.

Abban is egyetértés látszik kibontakozni a szakértők között, hogy az árszint emelkedési ütemére gyakorolt hatáson kívül a többi makrováltozóra (pl. növekedési ráta, jólét szintje, munkanélküliség) nincs egyértelmű befolyásoló ereje a jegybanki szabályozás milyenségének³⁷. Persze ebből nemcsak az következik, hogy a jegybanktörvény átszabása nem gyógyír az összes gazdasági problémára, hanem az is, hogy az infláció csökkentésében hatékony intézményi megoldás számottevő makrogazdasági költségek nélkül alkalmazható. Ugyanakkor, bár nincs egyértelműen bizonyított a kapcsolat a függetlenség szintje és az áldozati ráta között sem, a tanulmányok egy része inkább enyhén pozitív korrelációt tárt fel, ami azzal magyarázható, hogy az önálló jegybank sokkal ütemesebb és feszítettebb dezinflációs pályát tűz ki maga elé, mint egy, a politikai szempontokat is mérlegelni kénytelen társintézmény.

Tovább árnyalja a monetáris politika autonómiájának makrohatásairól alkotott képünket *Cukierman és társai* [2002] tanulmánya, amelyben megvizsgálták ugyanezen kapcsolatokat a tranzíciós országokról összeállított adatbázison is. Az eredményekből azt szűrték le, hogy az átmenet első szakaszában, amikor az árak és valutaárfolyam liberalizálása megtörtént, olyan sokkhatások érték az infláció folyamatát, hogy teljesen irreleváns volt a jegybank jogállása. A törvényi szabályozás fontossága az átmenet második szakaszában érvényesült csak, amikor egyrészt a posztoszocialista országok elkezdtek piacgazdaságként működni, másrészt a joguralom és a jogkövetés megerősödött, tehát elkezdett számítani, hogy mi is szerepel egy intézményről szóló passzusokban.

2.2.5. Következtetések a kelet-közép-európai országok számára

Az utóbbi évtizedekben a közgazdaságtudományban fokozatosan rehabilitálásra kerültek az intézményi tényezők, egyre több kutatás tulajdonít fontos szerepet nekik a

³⁷ Érdekes fejlemény, hogy a témakörben született első mértékadó elemzések (*Alesina – Summers* [1993], *Cukierman* [1992] 415-431. o.) konklúzióit azóta csak megerősítették a később született tanulmányok, lényegileg új eredmények vagy megközelítések nem bukkantak fel a szakirodalomban.

gazdasági teljesítmény magyarázatában. Kitüntetett jelentősége van a gazdasági és politikai környezetnek a feltörekvő országokban, ahol az intézményi struktúra és a jogrend tradicionális gyengesége és csekély társadalmi beágyazottsága sajátos kihívásokat állít a fenntartható növekedési pálya biztosítása szempontjából. A fenti trend talán legszembetűnőbb illusztrációjaként a monetáris politika területe egy radikális intézményi átalakulás színtere volt a közelmúltban: a jegybanki függetlenség eszméje viharos gyorsasággal hódította meg a világ országainak jelentős részét összhangban az árstabilitási cél kiemelt makroökonómiai fontosságával. A szabályozási forradalom mögött meghúzódó mozgatóerők és érvrendszerek voltaképpen ráilleszthetők a szabálykövetés vagy egyedi döntések vitára, ami a gazdaságpolitika megtervezésének egyik kulcskérdésévé nőtte ki magát.

Ennek a dilemmának több tényezőtől kifolyólag különös aktualitása van a frissen taggá vált, vagy jelenleg is csatlakozási tárgyalásokat folytató posztszocialista országcsoporthoz számára. Egyrészt maga az európai monetáris unióhoz való csatlakozás egésze felfogható úgy, mint a szabálykövetés vagy diszkrecionális politika egyik sajátos megjelenése. Az euró átvételének időzítéséről szóló vitában elfoglalt álláspontot szintén erőteljesen befolyásolja, hogy mit gondolunk az optimális pénzügypolitika szabályalapúságáról, vagyis arról, hogy milyen hosszú távon érdemes megőrizni az autonóm döntési kompetenciákat a monetáris kondíciókról nemzetgazdasági szinten. Továbbá a felkészülési időszak, vagyis a nominális konvergencia-kritériumok teljesítése során alkalmazott gazdaságpolitikai mix kialakításához is hasznos tanulságokkal szolgálhat az elméleti megfontolások végiggondolása.

Az elméleti és empirikus bizonyítékok alapján a jegybanki függetlenség garantálása kedvező lehet az infláció féken tartásához, ami azért is fontos a kelet-közép-európai térségben, mert az árstabilitás elérése egybeesik a felzárkózási szándékokkal (tartós növekedési pályára állás), valamint a maastrichti kritériumok teljesítésével. A monetáris stabilitás elérése és megőrzése tehát nem a közös valuta átvételétől várható majd a posztszocialista blokkban, hanem bizonyos mértékig előzetesen, az euró előszobájában is biztosítani kell ezt, hiszen enélkül a monetáris unióba való belépéshez rendelt feltételrendszer nem is teljesíthető.

A jegybanki függetlenség törvényi szabályozása a régióban teljes összhangban van a globális trendekkel és az európai kötelezettségekkel, habár a jegybanki döntéshozói fórumok esetében még nem általános, hogy mindenki kitöltse a neki rendelt teljes mandátumot. Problémaként fogalmazható meg ugyanakkor, hogy a

függetlenség eszméje nem épült be szervesen a társadalmi és politikai közgondolkodásba, amit erősít az inflatorikus gazdaságpolitikákkal kapcsolatos fájdalmas tanulási tapasztalat hiánya. A monetáris stabilitás kultúráját még nem sajátították el a gazdasági szereplők, ez szűrhető le az azonnal bérfelzárkóztatást követelő munkavállalói szervezetek, valamint a versenyképességi problémákat a nemzeti valuta leértékelésével megoldani igyekvő vállalati lobbik magatartásából.

A monetáris hatóság függetlenségével kapcsolatos aggályokat és ellenérzéseket hatékonyan csillapíthatja, ha biztosított az intézmény elszámoltathatósága, illetve működésének átláthatósága. Ezen a területen a nyugat-európai országokkal összehasonlítva is sok még a tennivaló a térség államaiban, különösen azért, mert itt még szakmai körökben is előfordul, hogy a jegybankárok obskúrus összeesküvését sejtik a függetlenségi koncepció szorgalmazása mögött. Kiemelt figyelmet kell szentelni ennek a kérdéskörnek azon országokban, ahol inflációs célkitűzéses rezsim működik (Csehország, Magyarország, Lengyelország, Szlovákia és a közelmúltban Románia is csatlakozott a sorhoz), ugyanis ennek a monetáris stratégia sikerességének kulcseleme a széles közvélemény előtti hitelesség és szakmai reputáció. Ebből a megfontolásból is szorgalmazható a jegybanki tevékenység nyitottságának további erősítése olyan technikákkal, amelyek több fejlett piacgazdaságban már sikerrel alkalmaztak ezzel a céllal (aktív kommunikációs tevékenység, a döntéshozói ülések jegyzőkönyveinek publikálása, nyilvános elszámolás a parlament és a nagyközönség felé az inflációs céllal és teljesítménnyel stb.). Ez a politika megköveteli az aktívabb szakmai szerepvállalást a jegybankároktól, ami ugyanakkor csak akkor lehet eredményes, ha kizárják még a látszatát is annak, hogy a tevékenységük bármely pártpolitikai érdek szolgálatának rendelődik alá, illetve a hatalmon lévő erők sem akarják ellenvélemény esetén rendszeresen rohammal bevenni a központi bank állásait.

2.3. A globalizáció néhány közgazdasági aspektusa

Megítélésünk szerint a következőkben bemutatandó koncepciók és világgazdasági trendek egyrészt megfelelően érzékeltetik az elméleti átalakulás lecsapódását az alkalmazott gazdaságpolitikára, másrészt végiggondolásuk után teljesebb kép nyerhető a nemzetgazdaságok manőverező képességének jelenlegi korlátairól. A nemzetközi gyakorlatban bevett konvenciók áttekintése után a globalizációs folyamat egyik legtöbb vitát kiváltó vetületével a nemzetközi pénzügyi

válságok elemzésére térünk át, abból a szempontból vizsgálva a krízisepizódok közgazdasági és empirikus hátterét, illetve a megelőzésükre megfogalmazott javaslatokat, hogy milyen tanulságokkal szolgálhatnak a kis, nyitott gazdaságok számára.

2.3.1. A nemzetközi gazdaságpolitika hüvelykujj-szabályai, konvenciói

Ebben az alfejezetben ízelítőt adunk azokból a konvenciókból, vagy más szavakkal széles konszenzus övezte játékszabályokból, amelyek tevékenyen alakítják a fejlett és különösen a feltörekvő országok gazdaságpolitikai gyakorlatát, illetve magát azt az elképzelést is, hogy milyen mozgásteret tulajdonítunk a nemzeti kormányoknak a globalizáció korában. A korábban ismertetett elméleti és intézményi vonatkozások szinte kizárólag egy irányba mutatnak: a korábban üdvöztőnek tartott állami szerepvállalás visszaszorítása felé. Pontosabban fogalmazva főként az újklasszikus nézetek viharos térnyerésének következményeképpen erőteljesen megrendült a hit a hatóságok gazdaságirányító képességének hatékonyságában. Természetesen nem állítjuk, hogy a korábban bemutatott paradigmaváltások tételei egy az egyben megfeleltethetők lennének a kialakult gazdaságpolitikai hüvelykujj-szabályokkal, ugyanakkor a logikai-szellemi kapcsolat a legtöbb helyen kimutatható, amint az a következőkben is ki fog reményeink szerint derülni. A bemutatás messze nem a teljesség igényével készült, ebben az írásban arra van csak lehetőségünk, hogy a konvenciók közül két jelentős példát tárgyaljunk részletesen: az egyik az ideológia ajánláscsomagként elhíresült washingtoni konszenzus, a másik pedig a régóta jelen lévő nemzetközi gazdaságpolitikai trilemma áthidalásának aktuális problémái.

2.3.1.1. A Washingtoni konszenzus

John Williamson ([1990 és 1993]) elhíresült „tízparancsolata” a korszellem és latin-amerikai fejlődő országokkal kapcsolatos tapasztalatok alapján foglalja össze a feltörekvő piacoknak (emerging markets) ajánlható makroökonómiai viselkedést. A Washington kifejezés az amerikai fővárosban székelő politikai intézmények (Kongresszus, elnöki adminisztráció) és „technokrata” intézmények (Világbank, Nemzetközi Valutaalap, Federal Reserve Bank, gazdaságkutató intézetek, gazdaságpolitikai tudományos műhelyek (think tanks) összességére utal. Habár óriási az

intellektuális zavar a fogalom körül, hiszen míg az amerikai kutató saját szándékai szerint egy szellemi konvergencia-folyamatot akart megragadni, a közbeszédben azonban egyre inkább a piaci fundamentalizmus és a neoliberalizmus ars poeticájának tartják (*Williamson* [2000a]). A globalizáció ellenes mozgalmak és szerzők nagy része pedig egyenesen szitokszónak, és az ördögi gonoszság földi megtestesülésének tartja a 10 pontot³⁸. (Benyomásaink szerint sokkal kevesebben olvasták az itt is hivatkozott eredeti műveket, mint akiknek határozott és sarkos véleményük van róla.)

A Washingtoni konszenzus egyfajta eklektikus gazdaságpolitikai paradigma, vagyis nem köthető egyértelműen egyetlen a főáramon belüli közgazdasági iskolához sem, ugyanakkor koherens szellemiséget képvisel, amennyiben a prudens makropolitika, a gazdasági nyitottság és a szabad verseny kapitalizmus triászának közös méhében fogant. Az állami hatóságokkal szembeni elvárások meghatározására alaposan rányomták a bélyegüket a tanulmány első fejezetében részletesen felsorakoztatott megfontolások (pl. időbeli késések, dinamikus inkonzisztencia), amelyek csak a klasszikus piaci kudarcok esetén (externáliák kezelése, közjavak biztosítása, a verseny tisztaságának őrzése) látják szükségesnek a közpolitika határozott beavatkozását a gazdaság működésébe.

A posztoszocialista átmenet, a több mint évtizedes tapasztalatokra visszatekintő tranzíció értékelésekor is nagy hangsúlyt kap a fenti elvekhez fűződő viszony³⁹. Ebben a vonatkozásban a Washingtoni konszenzusra nem egy kívülről a térségre erőltetett ideológiai kényszerzubbonyként célszerű gondolnunk, hiszen a régió karakteres gazdaságpolitikai vezetőinek nagy része is ezzel nagyrészt megegyező elveket vallott és vall jelenleg is. A találó „williamsoni” szóhasználatot követve az alapos tudományos-akadémiai háttérrel rendelkező „technopolok” (*Williamson* [1994]), az elméleti szférából elinduló és oda később gyakran vissza is térő technokrata politikusok elképzeléseit erőteljesen áthatották a közgazdasági főirány disszertációinkban korábban tárgyalt eredményei, ajánlásai. Elég talán itt utalni a teljesség igénye nélkül a cseh közéletből *Josef Tosovskyra* és *Zdeněk Tuma*ra, a lengyel átmenet viharáiban meghatározó szerepet játszó *Hanna Gronkiewicz-Waltzra* és *Leszek Balcerowiczra*, szlovák részről a 2004 januárjában megkezdett bátor reformokat fémjelző *Ivan Miklos*

³⁸ Egy későbbi írásában *Williamson* [2003] a kifejezés elhagyása mellett érvel, mivel benyomása szerint annyira reménytelenül összekuszálódott az értelmezési tartomány a Washingtoni konszenzus körül, hogy szinte már lehetetlenné teszi a racionális eszmecsere, illetve a vitát az ajánlások valódi tartalmáról.

³⁹ Bővebben lásd erről az egyik nemzetközi szakfolyóiratban egy izgalmas pengeváltás keretében közölt vitacikket: *Dabrowski és társai* [2001a] és [2001b], valamint *Ellerman – Stiglitz* [2001].

pénzügyminiszterre és csapatára, és hazánkban pedig a nemzetközi szakajtóban is elismerést kivívott *Bokros Lajosra* és *Surányi Györgyre*.

Az átmenet első éveiről készült alapos elemzéseiben *Csaba* [1995] és [1998] (138-158. o.) részletesen bizonyítja, hogy a régió kormányzatai többször is eltértek az IMF ajánlásaitól, több alapvető gazdaságpolitikai kérdésben (pl. árfolyampolitika) folyamatos vita kísérette közöttük a transzformációs időszakot. Arra az azóta is érvényes tanulásra is felhívta a figyelmet a kutató, hogy a gyakran mumusként emlegetett nemzetközi pénzügyi intézmények rendszeresen visszatérő népszerűtlen javaslatai a költségvetési fegyelem helyreállításáról és az elosztó rendszerek reformjáról nem csak külső kényszerek a posztoszocialista térség számára, hanem önérdek is megfogadásuk a gazdasági felzárkózás eléréséhez. Hasonló következtetést fogalmaz meg *Báger* [2002] is egy tanulmányában, melyben sorra veszi, hogy a Bretton Woods-i ikreként aposztrofált nemzetközi pénzügyi intézmények miként és milyen mértékben befolyásolták a magyar gazdaságpolitikát az 1982-es csatlakozás óta eltelt időszakban. A lehetséges csatornák közül a kutató az átmenet első időszakában a Valutaalap készenléti hitelmegállapodásaihoz kapcsolódó teljesítménykritériumok révén megvalósuló „kemény befolyásolást” szerepét emeli ki, később azonban az IMF Alapokmány IV. cikkelye szerint konzultációk gazdaságpolitikai ajánlásai váltak a kitüntetett formájává a ráhatásnak.

A pontosabb áttekinthetőség kedvéért vegyük sorra röviden a 10 pontot, amely az elmúlt években beépült a nemzetközi kormányközi- és magánintézmények programjaiba és szakértői gárdájuk standard elképzelései közé.

1. Költségvetési fegyelem – kiegyensúlyozott államháztartás középtávon, a deficit közvetlen jegybanki finanszírozásának (monetizálásának) tilalma.
2. A kiadási prioritások racionalizálása – a járadékvadászat (pl.: exportszubszidiák, vállalati támogatások) lehetőségének megteremtése helyett a gazdasági célszerűség érvényesítése, közjavak előállítása az oktatás, egészségügy, és fizikai infrastruktúra területén.
3. Adóreform – közteherviselés érdekében az adóköteles jövedelmek bázisának szélesítése, alacsony marginális kulcsok alkalmazása, az adóbehajtás hatékonyságának javítása.

4. Kamatlábak meghatározódásának liberalizálása – zöld út a piaci hitelezési mechanizmusok érvényesüléséhez a mikroökonómiai értelemben vett allokációs hatékonyság érdekében.
5. Egységes, egyensúlyi paritásokat deklaráló és viszonylag rögzített árfolyam-politika – a külső egyensúly megbomlása nélkül fenntartható kompetitív árfolyam.
6. Kereskedelem-liberalizálás – a vámosítás (tarifikáció) ösztönzése, NTB-k (non-tariff barriers) felszámolása.
7. Közvetlen működőtőke áramlások ösztönzése – áttekinthető szabályozás, a nemzeti elbánás elvének érvényesítése.
8. Privatizáció – valódi tulajdonosok helyzetbe hozása, az ingyenes (kuponos, vócseres) osztogatás nem alkalmas erre.
9. Dereguláció – a túlzott kötöttségeket jelentő ágazati szabályozások felszámolása, a piacra lépés megkönnyítése az új szereplők számára.
10. Működőképes jogrendszer – tulajdonjogok érvényesíthetősége és kikényszeríthetősége, a szerződések betartásának és betarthatóságának alapelve.

Amint arra már utaltam, az elmúlt 15 évben az átalakuló országok egy része gazdaságpolitikájának vezérfonalául szolgált a fenti pontokba sűrített filozófia. Ugyanakkor nem hallgatható el, hogy gyakori és jogosnak tűnő kritika tárgya volt az érintett időszakban, hogy az ajánlások nem mindig vették (illetve a feladat egyedisége és precedens nélkülsége miatt talán nem is vehették) figyelembe a poszt-szocialista országok jellegzetes problémáit, újszerű kihívásait. Erre is reagálva változtak, módosultak a térség országaival kapcsolatos javaslatcsomagok, de az ezt szimbolikusan megtestesítő kiegészítő 10 pont, a „poszt-washingtoni” konszenzus továbbra is ugyanazon elvi alapállásról készült (*Williamson [1997], Srinivasan [2000]*).

1. A lakosság megtakarítási hajlandóságának ösztönzése – szigorú pénzügyi felügyelet a pilótajáték-szerű, zavarosban halászó befektetési intézmények visszaszorítására.
2. A szociális jellegű közkiadások esetén a rászorultsági elv érvényesítése – az univerzális jogosultságok a demográfiai trendekkel párhuzamosan finanszírozhatatlanná váltak (v.ö.: korfüggőségi ráta folyamatos emelkedése), ráadásul társadalmi igazságtalanságok melegágyai.
3. Ökológiai szempontok beépítése az adórendszerbe – ne legyenek a rendszerváltó országok a fejlett államok olcsó hulladéklerakói.

4. Pénzügyi szabályozó intézmények megerősítése (bank- és tőzsd felügyelet) – a hazai és külföldi intézményi befektetők bizalmának elnyerése.
5. Pragmatikus árfolyampolitika gyakorlása piszkos (menedzselt) lebegtetéssel – a tőkepiacok teljes liberalizációja nyomán a korábban javasolt kiigazíthatóan rögzített, köztes rendszerek szinte fenntarthatatlanokká váltak.
6. Regionális kereskedelmi övezetek/szövetségek létrehozása (pl.: CEFTA) – a nyitottság megfelelő előiskolái lehetnek a szomszédos országokkal kialakítandó szabadkereskedelmi övezetek.
7. A jogrend mindenki számára nyújtson védelmet és biztonságot – komoly szociális-politikai költségek és demoralizáció (szociális anómia) okozója, ha csak a gazdaságok és tehetősek reménykedhetnek a törvény védelmében.
8. A gazdasági intézmények autonómiájának garantálása – független jegybanki státusz kodifikálása, erős és tettekre kész versenyhivatal felállítása.
9. A szociális védőháló kifeszítése – a tömeges elszegényedés és a középrétegek lecsúszása veszélyezteti a politikai stabilitást, valamint a felzárkózáshoz elengedhetetlen szakképzett munkaerő-kínálat rendelkezésre állását is.
10. Erőteljesebb állami szerepvállalás az oktatás és képzés területén – a magánkezdemenyek csak bizonyos képzési területeken hatékonyak, de a tudástársadalomban szükséges alapvető készségek és kompetenciák elsajátítása átfogóan csak egy állami intézményrendszerben kezelhető.

A felvázolt 10+10 pont tehát általános kereteket jelöl ki az átmenet folyamatához, nem egy kötelező intézkedéscsomag. A Washingtoni konszenzus kiegészítése némely pontokon explicit módon felülírja az 1990-ben készült eredeti csomagot (pl. a javasolt árfolyamrendszer, az ökológiai és szociális dilemmák, illetve az intézményépítés fontossága esetében), más pontokon a tranzíció tapasztalatai alapján árnyalja és újabb szempontokkal egészíti ki a képet (ilyen a jogrendszer érvényesülése, az állami szerepvállalás kiterjedtsége, valamint a kereskedelem-politikai eszköztár kialakítása). Megfigyelhető tehát, hogy jól definiált területeken helyreállítja az állami szerepvállalás szükségességéről vallott korábbi felfogást, a poszt-szocialista tranzíció tanulságait levonva egy harmonikusabb állam-piac keveréket javasol a felzárkózó gazdaságoknak. Ebből következően hangsúlyoznom kell, hogy a gyakorta hangoztatott vádakkal ellentétben a konszenzus nem bigottan dogmatikus, ugyanis egyrészt megfigyelhető a korábbi reform-közgazdaságtan és a fejlett országok gazdaságpolitikai

gyakorlatának közeledése a szemléletében, másrészt az intézményi tényezők jelentőségének felismerése révén a neoinstitutionalizmus és a jelenleg az újklasszikus iskola dominálta főáramú (mainstream) közgazdaságtan szintéziseként is interpretálható.

Fontosnak érezzük ezen a ponton leszögezni, hogy a modern gazdaságpolitikai elvek térnyerését nem tekinthetjük egy kizárólag ideológia vezérelte folyamatnak. Noha Keynes óta tudjuk⁴⁰, hogy soha nem szabad lebecsülnünk a száraz elméletek valóságalkotó erejét, a világ nagy részében jelentkező trend úgy is értelmezhető, hogy a versenyképesség megőrzése a világpiacon szinte automatikusan rákényszerítette, és egyben önérdékké tette az országoknak a liberalizáció és dereguláció politikájának követését. Az állami szerepvállalás visszaszorulását bizonyos területeken célszerűbb is erőteljes exogén kényszerek hatásaként interpretálni, mintsem az „éjjeliőr állam” megközelítés modern kori győzelmeként. Ennek illusztrálása ehelyütt talán elegendő csak egy jelentékeny aspektusra felhívni a figyelmet: hogyan alakítja át a nemzetközi gazdaságpolitikai trilemma (vagy más néven Mundell-féle lehetetlenségi tétel⁴¹) a szuverén államok mozgásterét és választási lehetőségeit a pénzügypolitika tekintetében?

2.3.1.2. *Gazdaságpolitikai trilemma*

Az 1990-es éveket megelőző időszakban gyakran a hazai valuta árfolyamának aktív manipulálásával próbálták a kormányzatok versenyképességi előnyöket kicsikarni a világpiacon, vagy más esetekben rendszeres monetáris lazítással ösztönözték a gazdasági növekedést. Az aktivista pénzügypolitika térvesztéséhez napjainkra masszívan hozzájárultak a monetarista és újklasszikus közgazdaságtani irányzatok megjelenése mellett a globális pénzügyi rendszer kiépülése és a tőkeáramlások előtt álló akadályok lebontása, amely sok kisebb ország esetében a nemzetközi intézmények (IMF, OECD, WTO, EU) ajánlásainak megfelelő ütemezésben történt meg.

A nemzetközi gazdaságtani elvek gyakorlati érvényesülésének egyik nevezetes példája a szakirodalomban trilemmaként elhíresült (*Krugman – Obstfeld* [2003] 804-

⁴⁰ Legendások és találók az Általános elmélet zárógondolatai: „A közgazdászok és politikai filozófusok eszméi – akár igazuk van, akár tévednek – jóval erőteljesebb hatásúak, mint azt általában vélik. A világot jószerével ezek kormányozzák. Azok a gyakorlati emberek, akik úgy hiszik magukról, hogy semmiféle szellemi hatás nem befolyásolja őket, rendszerint néhány megboldogult közgazdász elképzeléseinek rabszolgái. Hatalmon lévő félkegyelműek, akik mindenféle hangot vélnek kihallani a levegőből, örültségeiket múltbeli akadémiai tollnokok írásaiból szűrik le.” (Idézi: *Samuelson-Nordhaus* [2000] 15. o.)

⁴¹ A közgazdaságtanban ismert lehetetlenségi tételekről, és azoknak az elméleti gondolkodásban játszott szerepéről kitűnő áttekintést ad *Csaba* [2000].

805. o.) lehetetlenségi tétel, amely a liberalizált tőkepiacok, a fix árfolyamrendszer és a monetáris autonómia (önálló kamatpolitika) egy célrendszeren (policy mix) belüli összeegyeztethetlenségét hirdeti. Az összefüggés illusztrálására a talán legismertebb keynesi szemléletű nyitott makrogazdasági elemzési apparátust, a *Mundell-Fleming*⁴² modellt használjuk fel. Az 1960-as évek elején született modell legfontosabb novumai voltak, hogy egyrészt elsőként elemezte, miként módosítja a hagyományos kormányzati és jegybanki eszköztár hatékonyságát a különféle árfolyamrezsimek választása, másrészt úttörőként mérte fel, miként változtatja meg a gazdaságpolitika hüvelykujj-szabályait a tőkeáramlások liberalizációja. Az ötletet egyébként részben az adhatta, hogy *Mundell* anyaországának, Kanadának, már a Bretton Woods-i rendszer fénykorában is (!) volt egy több mint egy évtizedre rúgó próbálkozása a lebegő árfolyamrendszerrel 1950-1962 között. Továbbá az a tény is inspirálhatta a kutatókat, hogy az európai integrációt illetően 1957-ben a Római Szerződésben lefektették a négy szabadság elvét, amely a tőkeáramlások előtt álló összes akadály lebontását is előírta.

Gondoljuk végig egy fix rezsimben a fenti feltételek mellett a monetáris expanzió esetét! A pénzkínálat növekedésének hatására lecsökkenő belföldi kamatláb pillanatok alatt óriási mértékű tőkekiáramlást okoz (a tőkemozgások akadálytalanul alkalmazkodnak a megváltozott hozamfeltételekhez), és ez természetesen elrongálja a teljes fizetési mérleg egyenlegét. A fizetési mérleg hiánya a devizapiacokon azt jelenti, hogy a külföldi valuta iránt túlkereslet mutatkozik, amely lebegő árfolyamrendszerben a hazai valuta leértékelődésével jár. Fix árfolyamrezsimekben azonban a jegybanknak deklarált interveniálási kötelezettsége van ilyen esetekben. A központi bank tehát a devizatartalékai terhére elkezd vásárolni a hazai valutát, vagyis szűkül a pénzkínálat. A folyamat nyilván addig tart, amíg a kiváltó ok, a világpiacon eltérő belföldi kamatláb vissza nem áll az eredeti szintre.

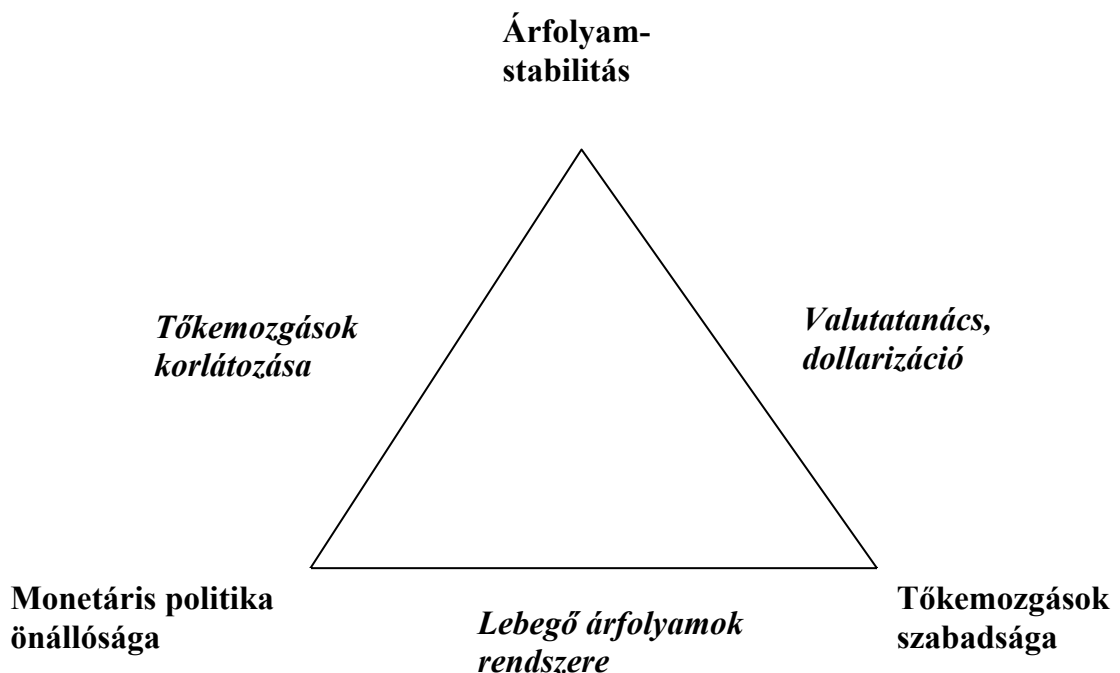
A korábban vázolt feltételrendszerben a monetáris restrikciónak, a pénzkínálat szűkítésének jövedelemcsökkenéssel és a belföldi kamatláb megnövekedésével jár. Az országba özönlenni kezd a tőke külföldről a vonzó hozamlehetőségek miatt, ami a

⁴² Az elmélet ismertetése megtalálható *Mundell* [1960, 1963] és *Fleming* [1962] klasszikus cikkeiben, valamint kritikákkal és alkalmazási lehetőségekkel is megtűzdelt átfogó áttekintés olvasható róla a következő kötetekben: *Södersten-Reed* [1994] (571-640. o.), valamint *Pilbeam* [1992] (75-106. o.). Bár a modellel szemben természetesen felhozhatók azok az ellenérvek és módszertani problémák (mikroökonómiai alapok hiánya, statikusság, várakozások ignorálása stb.), amiket részletesen elemeztünk korábban ebben a fejezetben a hagyományos makroökonómia bírálata kapcsán, főbb következtetései manapság is helytállóan bizonyulnak, ezért alkalmazása továbbra is érvényes tanulságokkal bír.

fizetési mérleg szaldóját szufficitessé teszi. A devizapiacon ennek megfelelően a hazai valuta túlkereslete lesz a jellemző, amely felértékelődést okoz. A rögzített árfolyamot védő jegybanki intervenció itt a devizavásárlás lesz, így biztosítva pótlólagos kínálatot hazai valutából. A jegybankból kikerülő pénzmennyiség tehát a restriktív politikával ellentétesen fogja mozgatni a likviditási helyzetet, mégpedig addig, amikor is az eredeti kamatláb helyreáll a gazdaságban.

A korlátozott tőkeáramlás esetén a jegybanknak lehetősége lenne sterilizált intervenciókat alkalmazni, vagyis a rögzített paritás védelme során bekövetkező szándékolatlan pénzmennyiségi változásokat ellenirányú lépésekkel semlegesíten⁴³. A korlátlanul szabad tőkemozgások azonban lehetetlenné teszik az intervenciók sterilizálását, hiszen a jegybanki tartalékoknál nagyságrendekkel nagyobb volumenű tőkék „repdesnek” a világ pénzpiacai között. A fentebb levezetett összefüggésrendszerből fakadó választási kényszereket illusztrálja a következő ábra.

2. ábra: A gazdaságpolitikai trilemma grafikus összefoglalása



⁴³ A Magyar Nemzeti Bank például a csúszó árfolyamrendszer 1995-2001 közötti történetében jellemzően a forint felértékelődése ellen interveniált, és a beavatkozásaihoz szorosan kapcsolódóan speciális MNB-kötvények kibocsátásával sterilizálta a devizapiaci műveletek révén a belföldi forintpiacra ömlő nemkívánatos többletlikviditást.

Az egyes országok szívesen választanák a háromszög csúcsain elhelyezkedő célokat, de az ebből következő inkonzisztencia arra kényszeríti őket, hogy a háromszög valamelyik oldala mellett döntsenek („lehetetlen hármasság”). Például szabad tőkeáramlások mellett a jegybanknak előbb-utóbb választania kell az árfolyamcélja és a kamatcélja (vagy ennek megfelelő inflációs célkitűzése) között, ha nem teszi, akkor az ellentmondásokat érzékelő fedezeti alapok spekulációja fogja erre kényszeríteni⁴⁴. A trilemma a nemzetközi pénzügyi rendszernek az 1870-es évekre tehető megszületése óta fennáll, csak más és más megoldások jelentkeztek a különböző korszakokban. A következő táblázat összefoglalja a trilemma feloldásának különböző változatait az elmúlt nagyjából 130 évben.

2. táblázat: A trilemma megoldása a különböző történeti korszakokban

Korszak	Az adott célról lemondó országok száma:			Megjegyzések
	Monetáris önállóság	Szabad tőkeáramlás	Fix árfolyamrezsím	
Aranystandard	legtöbb	kevés	kevés	Széleskörű konszenzus
Valutáris övezetek	kevés	számos	legtöbb	Tőkeellenőrzés főleg Közép-Európában, Latin-Amerikában
Bretton Woods	kevés	legtöbb	kevés	Széleskörű konszenzus
Lebegő árfolyamok	kevés	kevés	sok	Valutatanácsok, dollarizáció terjedése

Forrás: Obstfeld – Taylor [2002] 15. o.

Obstfeld és társai [2004] empirikusan is igazolták a lehetetlen hármasság érvényesülését a kitüntetett történeti korszakokban. Egy ilyen vizsgálat kapcsán az egyes minőségi jellemzők számszerűsítésekor elkerülhetetlenül jelentkező módszertani problémákat (hogyan mérjük a monetáris autonómiát?) azzal oldották fel, hogy konkrétan azt vizsgálták a kutatók az 1870-től kezdődő adatsorokon, miszerint az egyes országok rövid távú nominális kamatlábai milyen mértékben térnek el egy jól definiált világgpiaci (*benchmark*) kamatszinttől. Az eredeti hipotéziseiknek megfelelően azt találták

⁴⁴ Ennek a sajátos csapdahelyzetnek az illusztrálását mi is láthattuk 2003 januárjában hazánkban, amikor az árfolyamsáv eltolására játszó spekuláció egyik fő hajtóereje az volt, hogy az akkor érvényes számszerű inflációs célkitűzés teljesítéséhez a piac megítélése szerint a sáv aljánál erősebb forintra lett volna szükség. A probléma részletesebb elemzésre kerül majd az IT-t bemutató alfejezetben.

az aranystandard és a Bretton Woods-i időszak (két globális fix árfolyamrendszer) összevetésénél, hogy míg a korábbi periódusban a nemzetgazdasági kamatlábak alakulása gyorsan alkalmazkodott a meghatározó világpiaci trendekhez a korlátlan tőkeáramlások hatására, addig a dollárdeviza rendszerben számottevő divergenciát (vagyis a kamatlábak hozzáigazítását a hazai konjunktúraciklushoz) is lehetővé tettek a széles körben érvényesülő pénzügyi korlátozások.

A jelen sajátossága, hogy részben a korábban ismertetett dereguláció-párti elméleti iskolák hatására a tőkeáramlás akadályai leomlottak, így az országok előtt álló különféle opciók meglehetősen korlátozottakká váltak. Az állami gazdaságirányítás számára jól érzékelhetően elveszett az átmeneti árfolyamrendszerek (*soft illetve crawling peg*) választási lehetősége, és vagy az árfolyamukat engedik szabadon lebegni a monetáris politika önállóságának megőrzése mellett, vagy egy keményen rögzített pénzügyi rezsimeket vezetnek be, mintegy automatikusan importálva a horgonyvaluta kamatlábát és inflációs rátáját.

A fentieknek megfelelően az elmúlt évtizedek fejleményei az egész világon a „sarokmegoldások” térnyerésének irányába mutattak (*Fischer* [2001]), vagyis az akár még 10 éve számarányában uralkodó súlyt képviselő kiigazítható paritással vagy valamilyen csúszó árfolyammal jellemezhető „köztes” árfolyamrezsimek visszaszorultak. A következő ábrán található, az árfolyamrezsimek gyakoriságát jelző adatok primer forrását a különféle IMF jelentések és kiadványok jelentik⁴⁵. Viszont egy probléma rögtön az egyes országok besorolásánál jelentkezik, ugyanis a valóságban a tankönyvi klasszikus opcióknál sokkal tarkább rezsimek léteznek egymás mellett. Ráadásul gyakran előfordul, hogy az országok más rendszereket üzemeltetnek, mint amit hivatalosan deklarálnak. Például egy napi szinten menedzselt, és egy jól kivehető paritás érdekében karbantartott árfolyamot nehezen lehet besorolni a lebegő rezsimek közé, még akkor sem, ha pontosan ez szerepel az adott állam jelentéseiben⁴⁶. A szakirodalomban elsősorban az említett *de jure* csoportosítást használják alapértelmezésként, ugyanis a várakozások alakítása szempontjából ennek kitüntetett a jelentősége. A másik lehetőség a nominális árfolyampálya tényleges viselkedése alapján történő kategorizálás, ami a *de facto* helyzetet rögzíti, de általánosan is kijelenthető, hogy az itt közölt megállapításaink érvénye nem függ a követett csoportosítási

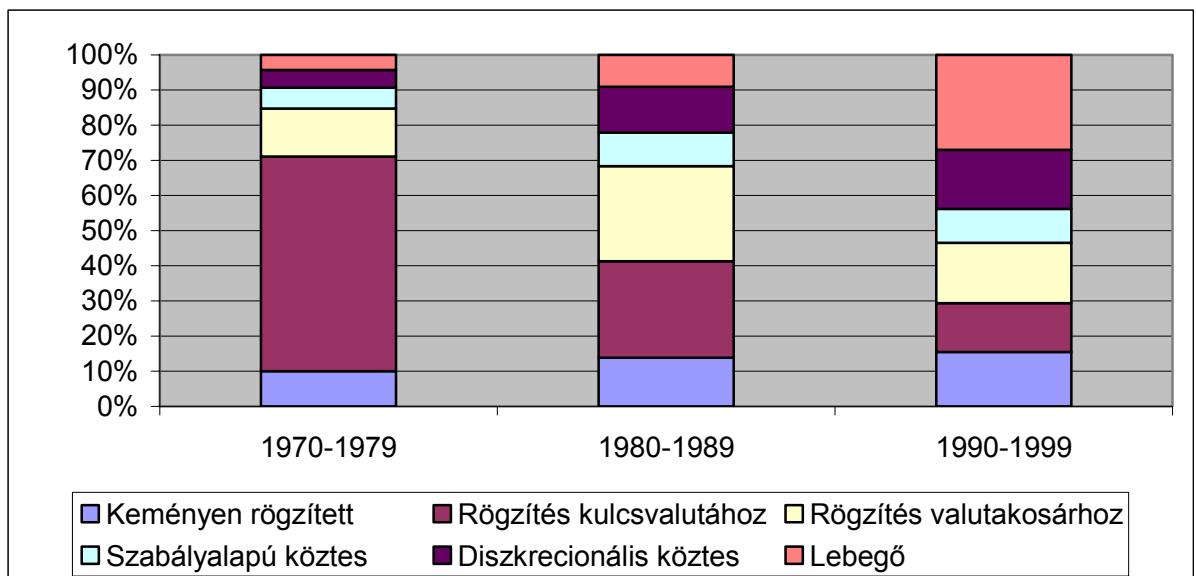
⁴⁵ A Nemzetközi Valutaalap szabálya értelmében minden tagországnak rendszeresen be kell számolnia az árfolyam- és devizapolitikája főbb jellemzőiről, amit az IMF összegyűjtve publikál éves jelentésében (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*).

⁴⁶ A példában szereplő jelenséget „lebegtetési félelem” elnevezéssel elemzi *Calvo – Reinhart* [2002].

szemponttól, vagyis a második módszer alapján is hozzávetőlegesen ugyanezeket a tanulságokat szűrhetnénk le elemzésünk során⁴⁷.

A bipoláris nézet szerint minden nemzetgazdaságnak valamelyik szélső árfolyam-politikai megoldást javasolt követni, vagyis megmarad bizonyos mértékig a választási szabadság az országok számára, de a kiigazítható rögzítésen alapuló rendszerek nem életképesek többé⁴⁸. Az érvelés szerint a puhán rögzített paritás a deregulált nemzetközi pénzpiacok korában csak akkor tartható fenn hitelesen, ha az adott kormányzat a monetáris politikának egyetlen és kizárólagos céljává a meghirdetett árfolyam védelmét teszi meg, ami egyre kevésbé elfogadható intézményi elkötelezettséget von maga után (*Obstfeld – Rogoff* [1995]).

3. ábra: Az árfolyamrendszerek átalakulása 1970 és 1999 között több mint 150 IMF tagország adatai alapján



Forrás: Ghosh és társai [2002] 45. o.

Látható tehát a fenti pénzügypolitikai példából, hogy a passzív gazdaságpolitikai gyakorlat kialakulása nemcsak valamiféle ideológiai paradigmaváltás következménye, hanem a gazdasági fejlődés diktálta kényszerek is gyakran ebbe az irányba hatnak.

⁴⁷ Nem hallgatható el, hogy a kérdéskörben vannak markánsan eltérő vélemények is az árfolyamrendszerek megoszlásáról és ennek megállapításának módszertanáról is, lásd például *Reinhart-Rogoff* [2004].

⁴⁸ A teljesség kedvéért jegyezzük meg, hogy néhányan nem fogadják el az említett álláspontot, a legismertebb kiállítás a köztes rezsimek mellett *Williamson* [2000b] nevéhez fűződik. A bipoláris nézet kialakulásának a nemzetközi pénzügyi rendszer történeti folyamatában felfedezhető előzményeihez lásd *Delong* [1999] (274-278. o.).

Hasonló motívumokkal találkozhatnánk véleményem szerint, ha a disszertációnk vizsgálati körén kívül eső területeket, pl. egyes országok társasági adópolitikáját, beruházás- és befektetés-támogatási intézkedéseit, vagy külgazdasági eszközrendszerét elemeznénk ugyanebből a szempontból.

2.3.2. A pénzügyi válságok közgazdaságtana

Az árfolyampolitikai rezsim megválasztását, illetve tágabb értelemben a pénzügypolitikai szuverenitás megőrzését vagy esetleges feladását szegélyező vitákban kulcsszerepet játszik a pénzügyi válságok jelentette veszélyek mérlegelése és elemzése. A dilemma megértéséhez elsőként bemutatjuk a pénzügyi válságokat leíró-magyarázó közgazdasági elméletek különféle generációit. A későbbiekben rátérünk annak a jellemzésére, hogy a tőkepiaci krízisek milyen hatásmechanizmuson keresztül terjedhetnek szét, hogyan fertőzhetnek meg más országokat és valutákat is. A következő részben megvilágítjuk a válságok megelőzését célzó javaslatokat és ajánlásokat, mind nemzeti, mind nemzetközi szinten megvizsgálva a kérdést. Az elemzés végén összefoglaljuk, hogy milyen tanulságok szűrhetők le az elméleti irodalom és a közelmúltban történt globális pénzügyi válságesemények alapján a kis, nyitott országok gazdaságpolitikai vezetése számára.

2.3.2.1. A válságok tipológiája

A pénzügyi válságesemények definiálása nem is olyan egyértelmű dolog, mint ahogy az talán következne a kérdés jelentőségéből, és az ezzel foglalkozó közgazdasági szakirodalom terjedelméből. A témakörben született empirikus felmérések legjellemzőbb módszere az, hogy a gazdaságra jellemző monetáris mutatószámokból (valutaárfolyam, kamatlábak, devizatartalékok szintje) konstruálnak egy összetett indexet, amelynek valamilyen extrém mértékét, vagy ingadozási sebességét jelölik ki a válsággá minősítés feltételének. Egy másik, kvalitatív jellegű felfogást követ például *Árvai-Vincze* [1998a] (11-38. o.), amikor a részletes esettanulmányaikhoz alapanyagot nyújtó 14 országot azt az elvet alkalmazva választják ki, hogy az esetükben a válságot a „vak is látja”. A szerzőpáros egyébként is osztja azt az álláspontot, hogy ha ilyen események bekövetkeznek, akkor az elemzők nem szoktak vitatkozni a létezésüket illetően.

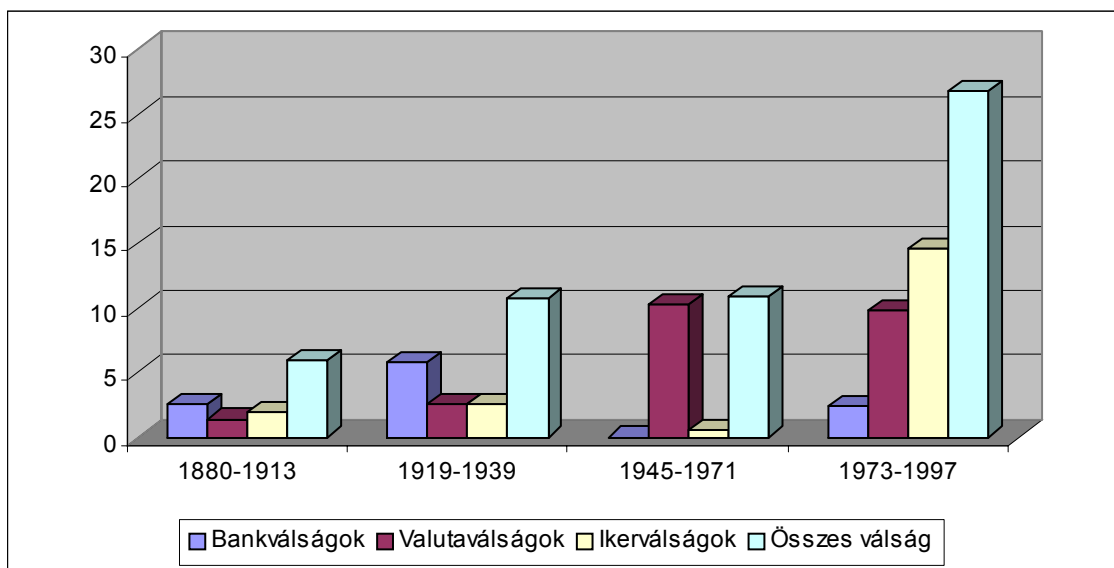
A pénzügyi válságokkal kapcsolatban szokásos néhány főbb típust elkülöníteni. Ez alapján beszélhetünk egyrészt valutaválságról, amikor a nemzeti valuta árfolyamváltozása túllép egy bizonyos értéket, jellemzően nagy mértékű leértékelődés következik be rövid idő leforgása alatt. Ennek az egyik jellegzetes eseteként határozhatjuk meg a fizetési mérleg válságot, amikor a folyamat kiváltó okaként a makrogazdasági egyensúlyi problémák felhalmozódása jelölhető meg. A másik gyakori típus a bankválság, amikor a pénzügyi közvetítő rendszer fizetőképessége és stabilitása rendül meg. Ez utóbbi esetben jellegzetesen eszközár-buborékok, illetve súlyos szabályozási problémák húzódnak meg a háttérben. A válságok legsúlyosabb válfaja az ikerváltozat (*twin crisis*), amikor a fenti típusok együttesen jelentkeznek. Ekkor a legvalószínűbb, hogy növekedési problémák (recesszió) is kíséri a pénzügyi piacokról kiinduló krízist, bizonyos esetekben a feltörekvő piacokon a válsághelyzet szanálásának összes fiskális és kvázi-fiskális költsége a GDP 25-30%-ra is rúghat (Móré [2000] 46-47. o.). Az egyes típusok precíz megkülönböztetését nem csak az esetleges összekapcsolódásuk miatt nehéz elvégezni, hanem amiatt is, mert egy válság gyakran az árfolyam leértékelődésében kulminál, a korábbi fix rendszer feladásával éri el a tetőpontját. A rögzített árfolyam ugyanis általában a fennálló gazdaságpolitikai mix megtámadható eleme, amelyet elsőként kezdenek ki a hitelességi problémák felmerülésekor. Továbbá azt is célszerű figyelembe venni, hogy a bármilyen okból meginduló tökemenedülés szükségszerű devizapiaci következménye a hazai valuta értékvesztése.

A fentebb elmondottak miatt a valutaválságok állnak elsősorban a közvélemény és a szakértők érdeklődésének előterében, holott a globalizációs trendek, kitüntetetten a pénzügyi dereguláció a „szimpla” bankválságok kirobbanásának a valószínűségét is erőteljesen megnövelték (Móré [2000] 54-56. o.). A pénzügyi közvetítési tevékenység liberalizálása új területeket is megnyit a hitelintézetek előtt, ahol még nincs elegendő tapasztalatuk és szakértelmük, így kevésbé tudják teljesíteni a mikroprudenciális előírásokat. A külföldi szereplők belépése miatt felerősödő verseny szintén túlzottan kockázatos pozíciók felvállalására ösztönzi a bankrendszert. Gyakran megfigyelhető továbbá, hogy a korábbi adminisztratív korlátozások (pl. hitellimitek, hitelkontingensek) felszámolása óriási boomot válthat ki a vállalatfinanszírozási piacon, amelynek a megalapozott felszívására még éretlen az üzleti szféra. Fontos tanulságként fogalmazható meg a felzárkózó gazdaságok számára, hogy megfelelő szabályozási környezet, erős felügyeleti intézmények és kontrollmechanizmusok hiányában a

meghozott liberalizációs lépések a bankszektor aktivitásának túlzottan gyors expanziójához, és így válsággal fenyegető aktívár-buborék előidézéséhez vezethetnek.

A válságesemények bekövetkezésének gyakorisága az utóbbi néhány évtizedben történelmi léptékkal mérve is megnőtt. A következő ábra megmutatja, hogy a Bretton Woods-i rendszer bukása (1971-1973) utáni időszak adatai a bankválságok kivételével felülmúlják a korábbi csúcspontként – illetve egyben a nemzetközi pénzügyi és makrogazdasági együttműködés mélypontjaként – szolgáló két világháború közötti korszakét is.

4. ábra: Válságok gyakorisága a feltörekvő piacokon a különféle gazdaságtörténeli korszakokban (%-os előfordulás évente)



Forrás: Bordo és társai [2001] 56. o.

A pénzügyi válságok súlyosságának megítélésekor már nem ilyen egyértelmű a kép. Az alábbi táblázatokból látható, hogy a krízisek lefolyásának az időtartama minimális mértékben nőtt csak meg a közelmúltban a historikus trendekhez képest, ráadásul az egyes epizódoknak tulajdonítható növekedési veszteségek még kisebbek is lettek, ami részben a válságkezelés hatékonyságának a növekedésére utal.

3. táblázat: A válságok átlagos hosszúsága (években)

	1880-1913	1919-1939	1945-1971	1973-1997
Valutaválságok	2,6	1,9	1,8	1,9
Bankválságok	2,3	2,4	nincs esemény	3,1
Ikerválságok	2,2	2,7	1,0	3,7
Összes válság	2,4	2,4	1,8	2,6

Forrás: Bordo és társai [2001] 59. o.

4. táblázat: A válságok okozta átlagos veszteségek (a GDP %-os arányában)

	1880-1913	1919-1939	1945-1971	1973-1997
Valutaválságok	8,3	14,2	5,2	3,8
Bankválságok	8,4	10,5	nincs esemény	7,0
Ikerválságok	14,5	15,8	1,7	15,7
Összes válság	9,8	13,4	5,2	7,8

Forrás: Bordo és társai [2001] 59. o.

A pénzügyi válságoknak nem mindegyike bizonyul destruktív hatásúnak, vagyis nem törvényszerű, hogy komoly kibocsátás-veszteséget okozzanak, sőt adott helyzetben az összehatásuk akár pozitív eredőjű is lehet. Vincze [2001] álláspontja szerint például a KKE-térségben az 1990-es évek második felében lezajlott pénzügyi válságok azokhoz az esetekhez sorolhatók, amikor egy krízis végeredményben kedvező egyenleggel értékelhető: egyrészt ösztönzést ad a politikai erőknek a régóta halogatott reformok végrehajtására, másrészt egy hosszú távon egyébként is fenntarthatatlan gazdasági helyzet kockázatait és terheit teríti szét a hazai és külföldi szereplők között.

2.3.2.2. Az elméleti irodalom rövid áttekintése

A pénzügyi válságokkal foglalkozó szakirodalmat szokásos tágabb osztályokba, úgynevezett generációkba csoportosítva tárgyalni. A modern elméleti irodalom elindítója Krugman [1979] klasszikus írása, amely egyben az első generációs elméletek alapmodelljét is lefektette. A cikk szerint a standard krízis lényege, hogy egy fix árfolyampolitikát alkalmazó országban a makrogazdasági feszültségek miatt megjelenhet a leértékelődési nyomás, ami ellen a jegybank a valutatartalékok folyamatosan csökkenésével járó rendszeres devizapiaci intervenciókkal védekezhet csak. Egy adott ponton azonban – fontos elem, hogy még mielőtt teljesen elfogynának a tartalékok – megindul a spekulatív támadás, amely gyorsan kimeríti a maradék

tartalékállományt is. A jegybank átmenetileg ugyan enyhítheti a devizapiaci nyomást a monetáris aranykészletek értékesítésével, vagy pénzügyi hitelfelvétellel, de ha a támadás elég masszív, akkor ezek a lépések mind csak időbeli haladékot jelentenek, és a válság előbb-utóbb elkerülhetetlenné válik. A hatósági úton rögzített árfolyam feladása tehát kikényszeríthető a tartalékok kimerítésével, illetve megfelelően alacsony szintre süllyesztésével.

Az első generációs családba tehát azok a modellek sorolhatók, amelyek a pénzügyi válságokat a fundamentális problémák, a felelőtlen gazdaságpolitika miatt bekövetkező racionális támadásokként interpretálják⁴⁹. A leggyakoribb ok a felzárkózó piacokon – különösen a latin-amerikai országokban – a populista megfontolások miatti államháztartási egyensúlytalanság, illetve krónikusabb helyzetben adósságspirál kialakulása, ami gyakran kapcsolódik össze az ikerdeficit jelenségével. Az idők folyamán a potenciálisan szerepet játszó fundamentális tényezők köre bővült az elméleti irodalomban: ide sorolhatók a különféle intézményi gyengeségek, hangsúlyosan a pénzügyi közvetítő rendszer szabályozatlanságának és gyenge felügyeleti ellenőrzésének kérdésköre is. Az egyik legismertebb példa ez utóbbira *Krugman* [1998a] magyarázata az 1997-es dél-kelet-ázsiai válságról, amely szintén az első generációs logikához illeszkedik. Az okfejtés szerint a válság hátterében az ázsiai ország gazdasági-társadalmi berendezkedésének minőségi jellemzői állnak: az erkölcsi kockázatot maguk után vonó implicit állami garanciák a vállalati és pénzügyi szektor tevékenységéhez kapcsolódóan, más szavakkal a „haveri kapitalizmus” (*crony capitalism*) kiépülése.

A második generációs elméletek közös fő tézise szerint a spekulatív támadásoknak nem feltétele a fundamentális gyengeség. Az első modellek ebben az irányban *Obstfeld* ([1984] és [1986]) nevéhez fűződnek, és már ezek is hangsúlyozzák a

⁴⁹ A krugmani alapmodellt továbbgondoló elméleti irodalomban a jegybank rendszerint már nem passzív szereplő a spekulációs támadás során (nem „alvó óriás”, mint *Gulliver* Liliputban a közkeletű és a vonatkozó szakirodalomban gyakran alkalmazott allegória szerint), hanem aktív magatartással védheti a rögzített paritást. A kamatemelési opció célszerűségének modellezése kapcsán *Lahiri – Végh* [2003] megmutatja, hogy a válság elhárítása a rövid távú hozamszint megemelésével csak egy bizonyos pontig tekinthető optimálisnak, még akkor is, ha ezzel a jegybank „időt vásárol” a gazdaságpolitika számára a jellemzően fiskális eredetű problémák rendezésére. A kamatemelés okozta költségek (az adósságszolgálati terhek növekedése, a beruházási tevékenység visszaesése, a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitásának megrendülése) egy bizonyos ponton túlmenően felülmúlják a válság eltolása révén realizálható hasznokat. Következésképpen számszerűen meghatározhatók azok a helyzetek, amikor a jegybank ellenállása a spekulatív rohammal szemben technikailag ugyan lehetséges, de semmiképpen nem javasolt, ugyanis a kamatemelések kiváltotta negatív hatások sokkal súlyosabb gazdasági válságot idézhetnek elő a későbbiekben.

pénzügyi krízisek pánikjellegét, amelyek mögött az önbeteljesítő jóslatok állnak⁵⁰. Ha bármilyen okból megváltozik a gazdasági szereplőknek egy adott valuta kockázatára vonatkozó megítélése, akkor azonnal roham indulhat a devizapiacokon a valuta ellen, ami a monetáris hatóságokat a rögzített árfolyam költséges védelmére kényszerítheti. A második generációs modellek a befektetői viselkedés kapcsán a nyájhatás szerepét is hangsúlyozzák. Ha a tőkepiaci aktorok kritikus tömege azt hiszi, hogy a többiek valamilyen okból ki fognak szállni az adott valutából, akkor ők is menekülni kezdenek, függetlenül attól, hogy ennek a lépésnek egyébként van-e ésszerű alapja, vagyis valódi elemzés és információgyűjtés nélkül hoznak gyors döntéseket a szereplők. Ráadásul a menekülés megindulása után már tényleg csak egyetlen racionális lehetőség marad: likvidálni a felvett pozíciókat még a teljes összeomlás előtt. Ebben az elméleti családban jelenik meg elsőként a pénzügyi fertőzés problémája, vagyis a krízisek továbbterjedése azon az alapon, hogy valamilyen szempontból hasonló helyzetű országokból is megindul a tőke kivonás. Összefoglalva a lényeges új elemet: a fentebb vázolt magatartási mechanizmusok alapján – az első generációs modellekkel szemben – olyan gazdaságokban is kialakulhat pénzügyi válság, amelyek a szokásosan vizsgált makromutatók tükrében rendben vannak.

A korábbi modelleket az 1990-es években számos kritika érte, leginkább azon az alapon, hogy a kormányzat gazdaságpolitikai tevékenységét rendkívül mechanikusnak tételezték fel. A kormányzat és a jegybank függetlenül a külső körülményektől, az alkalmazkodás legkisebb jele nélkül folytatja tevékenységét, úgy, hogy eközben meg sem próbál változtatni az alapstratégián. A központi bank például az árfolyam védelme érdekében kitartóan interveniál a valutatartalékaik erejéig, és szóba sem jöhet számára az árfolyamrendszer korai feladása, vagy akár a védekezés a kamatlábak emelésével, illetve más eszközökkel. Természetesen ezek az alternatív opciók is költségesek, de fontos újdonságot jelentett annak tételezése, hogy van választási lehetőség a hatóságok

⁵⁰ A 2002. év közgazdasági Nobel-díjasa *Daniel Kahneman*, és egyik korábbi állandó szerzőtársa *Amos Tversky* munkássága nyomán a gazdasági döntések anomáliáival foglalkozó, egyre terebélyesedő kutatások szerint a bizonytalanság körülményei közepette az emberek döntéseikben nem követik a várható hasznosság maximalizálását tételező hipotézisnek megfelelő előrejelzéseket (*Hámori* [2003]). Ehelyett ítéleteik meghozatalához néhány alapvető heurisztikus eljárást és hüvelykujjszabályt alkalmaznak. A döntések tényleges szabályosságainak a feltárását célzó pszichológiai kísérletek, illetve az azokhoz kapcsolódó elméletek napjainkra a közgazdaságtannak még olyan kritikus szekcióit is meghódították, mint a pénzügytan. A pénzügyi kutatások nem jelentéktelen hányada napjainkban már a hatékony piacok elméleténél nagyobb előrejelző erejű pénzügyi viselkedéstan (*behavioral finance*) körében zajlik. Az említett kutatások egyfajta magyarázatot adnak arra, hogy miképpen alakulhat ki egy jellegzetes emberi ítéletalkotási sajátosságból (a lehetőségek, a jövőbeni nyereségek túlértékelése) egy akár súlyos válságot is előidéző irracionális pénzügyi buborék.

előtt, vagyis az a koncepció, hogy a valuta védelme sokkal inkább az alternatívák közötti mérlegelés és választás eredménye, mint determinisztikus reakció.

A harmadik generációs modellek középpontjában tehát éppen ezért a kormány választási kényszere áll, amely szoros összefüggésbe hozható azzal a ténnyel, hogy az 1992-1993 ERM-válság hatására jelentek meg a szakirodalomban (lásd például *Bensaid – Jeanne* [1997]). A modell fontos eleme, hogy egy meginduló devizapiaci támadás esetén a hatóságok megpróbálják a nominális kamatláb felemelésével megvédeni a fix árfolyamrendszert, arra építve, hogy mindig létezik a gazdaságban a kamatlábaknak egy olyan kellően magas szintje, amely mellett már megéri a szereplőknek hazai valutában denominált pénzügyi eszközökben tartani vagyonukat, vagyis ezáltal megelőzhető az árfolyam összeomlása. Ugyanakkor a kamatlábaknak az egyensúlyinak tartott szint fölé való emelése igen nagy költségekkel járhat az egész gazdaság számára. A spekulánsok természetesen tudatában vannak, hogy ezek a súlyos terhek arra ösztönzik a döntéshozókat, hogy előbb-utóbb feladják a védekezést. Egy lehetséges valutatámadás esetén a gazdaságpolitika folyamatosan költség-haszon elemzést végez, vagyis megvizsgálja, hogy melyik előnyösebb számára: a védekezés folytatása vagy az árfolyam feladása. A modell fontos eleme tovább az információs aszimmetria, a spekulánsok ugyanis nem tudják, hogy a jegybank meddig áll majd ellen, vagyis mekkora az az áldozat, amit még hajlandó és képes felvállalni az árfolyamrendszer fenntartásáért. Hasonlóan a monetáris hatóság sem rendelkezik pontos információkkal abban a tekintetben, hogy a spekulánsok mennyit hajlandóak áldozni a leértékelés kikényszerítésére.

A játszma lényege, hogy a spekulánsok fenntartják a nyomást a hazai valután, arra építve a magatartásukat, hogy a gazdaságpolitika nem bírja sokáig elviselni a magas kamatok költségeit, míg a monetáris hatóság folyamatosan védi a hazai valutát, bízva abban, hogy a gazdaság kibírja a magas kamatlábak okozta károkat. A harmadik generációs elméletekben tehát a valuta leértékelése nem valamiféle fizikai kényszerként jelenik meg, hanem egy gondos kalkuláció eredménye a hatóságok részéről. A jegybank a piaci reputációja védelmében erőfeszítéseket tesz a deklarált kötelezettségei teljesítésére, ugyanakkor minél tovább kell védekeznie, annál kevésbé valószínű, hogy hihető marad az eltökéltség, hiszen egy ponton túl nem vállalhat fel már újabb hozhat áldozatokat a hatóság a társadalmi-politikai berendezkedés veszélyeztetése nélkül.

A röviden jellemzett három elméleti generáció ugyanakkor inkább kiegészíti egymást, mint rivalizálna az uralkodó felfogás státusáért. Közös jellemzőjük, hogy a

fenti csoportokba tartozó modellek ténylegesen bekövetkezett válságesemények utólagos racionalizálására tett kísérletként keletkeztek. Ebből a sajátosságból fakadóan valószínűsíthető, hogy ha a jövőben újabb és korábban nem tapasztalható minőségű krízisek jelentkeznek, akkor arra újabb elméleti családok kifejlesztésével reagál majd a közgazdaságtudomány, vagyis az elméleti sokszínűség még tovább növekedhet is ezen a téren.

2.3.2.3. Empirikus elemzések a pénzügyi válságokkal kapcsolatban

A pénzügyi válságokkal kapcsolatos empirikus irodalom egyik fő kérdése a korai vészcsengők (*early warning indicators*) azonosítása, vagyis annak a vizsgálata, hogy melyik makromutató (vagy éppenséggel makromutatók jól definiálható halmaza) jelzi a legjobban előre a válság bekövetkeztét? A hipotetikusán a leggyanúsabbnak tartott változók („*usual suspects*”) nem okozhatnak meglepetést azoknak, akik megismerkedtek már néhány közelmúltbeli krízisepizód részletes történetével: reálárfolyam-felértékelődés, külső pénzügyi mérlegek egyenlege, pénzmennyiségi mutatók alakulása, output visszaesése, külső adósság alakulása, államkincstári likviditási mutatók, költségvetési deficit mértéke⁵¹. A válság sújtotta gazdaságok adatsorait felhasználó ökonometriai kutatások egybecsengő konklúziója az, hogy nem határozható meg egyetlen kiemelkedő változó (szignál) sem, ami „csengetéssel” figyelmeztetné a hazai döntéshozókat és a nemzetközi szervezeteket a pénzügyi rendszerben felgyülemlett robbanásveszélyes feszültségekre. Kellő óvatossággal talán annyi mondható, hogy ebből a szempontból az egyensúlyi reálárfolyamtól való eltérés még a legszignifikánsabb változó, de mivel komoly módszertani problémák és egymással is versengő koncepciók szegélyezik az egyensúlyi reálárfolyam meghatározását, ezért ez a megállapítás sem kecsegtet könnyen hasznosítható gazdaságpolitikai tanulsággal. Az eredmények viszont abban a kérdésben összecsengenek, hogy a modern, deregulált pénzpiacok korszakában a szereplők jövőbetekintő várakozásainak a szerepe dominánssá vált a múltbeli teljesítménnyel szemben, vagyis a makromutatók terén az *ex ante* értékek jelentősége egyre nagyobb az *ex post* számoknál.

Bár az utóbbi évtizedben népszerű kérdése volt a nemzetközi pénzügyi kutatásoknak a korai vészcsengők megtalálása, két óvatosságra intő megjegyzés

⁵¹ Az empirikus vizsgálatokról jó összeggést ad *Kaminsky és társai* [1998] munkája.

feltétlenül ide kíváncsozik ennek a kísérletnek a hatókörét illetően. Egyrészt az előrejelzéseknél jól használható figyelmeztető trendek azonosítása már elviekben is akkor lehet csak általános érvényű, ha minden válságepizód kitűnően illeszkedne az első generációs elméleti keretbe. A spekulatív támadások ugyanakkor gyakran a piaci szereplőket is meglepik, illetve olyan előre nem modellezhető politikai-társadalmi események mozgatják, mint a népszavazási eredmények alakulása (a francia alig-igen és a dán nem a Maastrichti Szerződés ratifikációja során), vagy például a zapatista felkelés a dél-mexikói Chiapas tartományban.

A fenti megfontolás mellett egy sajátos csapdahelyzet akaratlan előidézése is elképzelhető következménye lehet egy nagyon jól operacionalizált „early warning” rendszernek. Ha egy ilyen szisztéma jól működne, és a szakmai közvélemény előtt is hitelesnek mutatkozna, akkor egy idő után, ha bármelyik ország mutatói közel érnének a veszélyzónához, akkor azonnal pánik törne az érintett deviza- és tőkepiacokon. Még az előfordulhat, hogy ha hatalmas szellemi erőfeszítések révén megtaláljuk a legjobban előrejelző változókat, akkor azzal válságokat generálunk a válságok megelőzése helyett, így az eredeti szándékokkal ellentétes módon a rendszer hozzájárulhatna a pénzügyi krízisek számának növekedéséhez. .

Az empirikus felmérések egy másik kedvelt csapásiránya a fertőzési hatások vizsgálatára, a válságok terjedési mintázatának elemzésére vonatkozó kutatások⁵². A keresztmetszeti regressziós elemzések alapján a fertőzési hatás szignifikánsnak tekinthető a kereskedelmi kapcsolatok mentén (*Eichengreen és társai [1996]*). A legtriviálisabb esete ennek, amikor egy nagy felvevő piacként funkcionáló államban kitörő pénzügyi válság továbbterjed a hagyományos beszállítók felé, és ennek nyomán megrendül az érintett országok pénzpiaci helyzete. Az európai árfolyammechanizmust ért 1992-1993-as spekulatív támadások nyomán több ilyen „túlcsordulást” regisztrálhattak a kutatók: a spanyol peseta elleni sikeres támadás megingatta a tradicionális ibériai interdependencia miatt a portugál escudót is; illetve a brit font elleni spekulációs roham után néhány hónappal a legfontosabb külkereskedelmi relációban a versenyképességét részben elvesztő ír gazdaságpolitika hitelessége is megbillent a piaci szereplők szemében.

A kereskedelmi kapcsolatok szerepe azonban többféleképpen érvényesülhet a gazdasági válságok továbbgyűrűzésekor. Egy másik egyik ilyen potenciális csatorna

⁵² A témakör közgazdaságtani szakirodalmában hemzsegnak az egészségügyi analógiák, különösen az epidemológiai (járványtani) szakkifejezések kedveltek a kutatók körében.

azon országok esetén jelentkezhet elsősorban, amelyek hasonló exportstruktúrával rendelkeznek, vagyis a kivitelük nagyon magas arányban ugyanazon országba vagy országcsoportba irányul (például, ahogy a kelet-közép-európai országok exportja Németországba), vagy ugyanazt a termékkört kínálják a világpiacon, mint például a dél-kelet-ázsiai országok. Ebben az esetben az okozza a gondot, hogy ha valamelyik ország valutája kirívó mértékben leértékelődik, akkor ez a paritásváltozás – bár kétségtelen nagyon komoly terheket jelenthet a hazai lakosságnak és a befektetőknek – kiváló lehetőséget teremthet az exportszektorban, amely rendkívül versenyképesé válik egycsapásra a többi térségbeli ország vállalati szférájával szemben. A nominális árfolyam ugrásszerű növekedéséből fakadó versenyelőny az eladási árak csökkenésében manifesztálódhat, ami azzal jár, hogy az elsőként összeomló gazdaság vállalatai elveszik a piacot az érintett országok elől, tehát a válság a reálszféra csökkenő jövedelme következtében terjed tovább. A fertőzési hatást erősítheti, hogy, amikor a szóban forgó országok realizálják, hogy valamelyik szomszédjuk valutája összeomlott, már nem is akarják olyan elkötelezetten megvédeni a fizetőeszközüket a devizapiacra, hanem viszonylag hamar engednek a piaci nyomásnak.

A fertőzés ráadásul bekövetkezhet közvetett kereskedelmi csatornákon is. Az 1998-as orosz válság kapcsán *Réthy* [2000] azt hangsúlyozza, hogy az 1997-es dél-kelet-ázsiai válságsorozat indirekt módon terjedt tovább a nagy nyersanyagexportőr gazdaság felé. A kivitelének majdnem 90%-át az energiahordozókból, az ásványkincsekből illetve más feldolgozatlan termékkörből realizáló Oroszország súlyosan megérezte a világpiacokon bekövetkezett óriási alapanyagár-zuhanást. Bár a dél-kelet-ázsiai régióval közvetlenül nem kereskedtek intenzíven az orosz vállalatok, a válság hatására elinduló drasztikus globális árcsökkenés súlyosan kikezdte a külső egyensúlyt, és az exportokhoz kötődő közterhek kimagasló aránya miatt az államháztartás stabilitását is. Ez a folyamat kulminált az adósságszolgálati terhekre vonatkozó moratórium kényszerű meghirdetésében, ami a krízis és a piaci pánik gyökeréül szolgált.

A fertőzés egy másik formája lehet az úgynevezett tequila- illetve szamba-effektus, vagyis ha valamelyik felzárkózó gazdaságban válság tör ki, akkor az érdekelt befektetési alapok nem csak az adott országból vonja ki a pénze egy részét, hanem globálisan a feltörekvő piacokról és áteszik például a fejlett országok államkötvényeibe. Az intézményi alapok együtt kezelik a feltörekvő piacokat, és a problémák jelentkezése esetén egyszerre fordítanak nekik hátat, függetlenül attól, hogy milyen gazdasági, pénzügyi és kereskedelmi összefonódottság érvényesül az egyes

országok között. Ilyen esetben könnyen áldozattá válhatnak olyan országok is, amelyekben nincsen ok fundamentális jellegű aggodalmakra, és egy globális válság nélkül valószínűleg nem támadták volna meg az adott időpontban.

A fertőzési hatásnak egy sajátos esete lehet a „proxy hedging”, ami szintén a fedezeti alapok magatartási szabályaira és viselkedésére vezethető vissza. Ekkor a megtámadott mellett az azzal erős pozitív makroökonómiai korrelációt felmutató országokba is beszállnak a spekulatív befektetők. Nagyon gyakran megfigyelhető jelenség a nemzetközi pénzpiacokon, hogy amennyiben egy valutát támadás ér, akkor ezzel párhuzamosan más hasonló helyzetű valuták is nyomás alá kerülnek. Ezen jelenség mögött részben a szóban forgó intézmények portfólió- diverzifikációs törekvése, részben az elsőként érkezők előnyének megszerzése áll. Ha egy fedezeti alap elsőként indít spekulatív támadást egy ország ellen, akkor valószínűsíthetően ő nyeri a legnagyobbat, ugyanis minél később száll be valaki, annál inkább igaz, hogy már olyan pénzpiaci instrumentumokba tud csak befektetni, amelyek árazásában a leértékelési várakozások már megjelentek.

A fertőzési hatás egyik sajátos esete lehet egy úgynevezett „angyali kör” (*vitous circle*) kialakulása, vagyis egy pénzügyi krízisből akár pozitív tovagyűrűzés is lehetséges, amely keretében a válság kirobbanása hatására menekülő portfóliótőke egy másik, stabilabbnak mutatózó piacon landolnak. Erre vonatkozó példával szolgálhat a Chilében és Kolumbiában kibontakozó tőkepiaci fellendülés 1995 első felében, amit a Mexikóból kivont többletlikviditás áthelyezése fűtött. Hasonló okokkal volt magyarázható 1997 nyarán a magyar kötvény- és részvényt piacon tapasztalható pár hetes minihossz is, amikor a cseh és lengyel gazdasági nehézségek miatt lezajlott egy hazánkat kedvezően érintő régió belüli tőkeátcsoportosítás.

Kaminsky és társai [2003] azt vizsgálták, hogy milyen jellemzők döntik azt el, hogy egy válság végül erőteljes fertőzési potenciállal bírva kiterjedt világgazdasági problémákat okoz. A dilemmát előzetesen az okozta, hogy olyan relatíve nagy, a világkereskedelemben szervesen integrálódott gazdaságok krízisei, mint Brazília, Argentína, és Törökország sokkal kisebb vihart kavartak, mint a világgazdasági szinten jelentéktelenebb thaiföldi és orosz válságok. A szerzők három tényezőt⁵³ azonosítanak, amely együttesen meghatározza, hogy egyes válságok „gyorssá és dühöngővé” válva továbbgyűrűznek a világ akár teljesen más területeire, míg mások alapvetően lokálisak

⁵³ A szerzők ezt a tényezőcsoportot egy szellemes szójátékkal „szentségtelen hármasságnak” (*Unholy Trinity*) nevezik, nyilvánvaló utalásként a Szentháromságra (*Holy Trinity*).

maradnak. Az első tényező a külföldi tőkebeáramlás hirtelen fordulatai (*sudden stops*), a második a válságok előre jelezhetősége, a harmadik a befolyásos közös hitelezők érintettsége. A kutatók ezen faktorok összekapcsolódásával magyarázzák a fertőzés kialakulását, és empirikusan is bizonyítják, hogy a számottevő nemzetközi megrázkódtatást kiváltó válságok hátterében mindegyik esetben tapasztalható volt a tőkeáramlás váratlan megfordulása; az események a meglepetés erejével hatottak a tőkepiacokon; és a támadásokban érintettek voltak ugyanazon pénzügyi intézmények (kereskedelmi bankok, fedezeti vagy befektetési alapok).

A fentebb elmondottak után fontosnak tartjuk leszögezni, hogy a válságok kirobbanását a második generációs modellek és az empirikus trendek fényében sem célszerű egyfajta külső tényezőktől hajtott, mechanikus folyamatként értelmezni, vagyis, hogy az érintett feltörekvő országoknak fatalista módon el kell fogadni a végzetüket. A pénzügyi fertőzések ugyanis kellően szelektívek (*Calomiris [2003]*), vagyis azokat az országok, amelyek felelős gazdaságpolitikát folytatnak és erős gazdasági-társadalmi intézményeket hoznak létre megőrzik az ellenőrzést a sorsuk felett, és jó eséllyel állhatnak ellen a spekulatív támadásoknak.

2.3.2.4. Védekezési eszközök és megelőzési javaslatok

A pénzügyi válság kirobbanását közvetlenül megelőző időszakban, illetve a befektetői pánik elindulását követően valójában csak egyetlen releváns eszköz marad a gazdaságpolitika kezében: az adott valutában denominált különféle instrumentumok hozamát megnövelő jegybanki alapkamatláb-emelés. A támadás elleni védekezés keretében gyakran ugásszerűen, akár több száz százalékos mértékben emelkednek meg a kamatok az érintett országban, amelyek természetesen csak átmenetileg tarthatók fenn, hiszen már középtávon is súlyos reálgazdasági költségekkel jár. A beruházási tevékenység depressziója, illetve az adósságszolgálati terhek túlzott megnövekedés olyan kombinációt alkot, ami komoly recessziót is vonhat maga után. Az említett negatív hatások tompítására jelentek meg válsághelyzetben a piacszegmentációra tett kísérletek a jegybanki működésben, amikor a monetáris hatóság valamilyen elv alapján igyekszik megkülönböztetni a reálszférát, illetve a spekulációs ügyleteket finanszírozó tranzakciókat, és eltérő kondíciókat határoznak meg számukra. Az ismertebb példák során Franciaországban 1992-ben a jegybank diszkrecionális jogköre volt az egyedi mérlegelés a refinanszírozási hitelkérelmeknél, míg Spanyolországban 1992-ben és

Csehországban 1997-ben a külföldi érdekeltségű pénzügyintézeteket sújtották kiemelt kamatlábbal, illetve számottevően magasabb kötelező tartalékolási előírásokkal. Ez a gyakorlat sem jelent tartós megoldást a gyakorlati nehézségek (adminisztratív bonyolultság, könnyű megkerülhetőség) miatt, ráadásul az eljárás természeténél fogva diszkriminatív, így könnyen ellentmondásba kerülhet a nemzetközi jogi vállalásokkal és szerződéses kötelezettségekkel.

Átmeneti megoldásként és általános preventív eszközként is alkalmazhatók a tőkekorlátozások, amelyek, illetve az ehhez szorosan kapcsolódó tőkepiaci dereguláció ütemezése körül folyó viták és érvekészletek több helyen is felbukkannak a disszertációmban. Ezen a ponton csak annyiban foglalkoznánk ezzel az opcióval, amennyiben megoldást jelenthetnek a pénzügyi válságokat kirobbantó spekulatív támadások ellen. Egyfajta optikai csalódás, hogy a liberalizált tőkepiacok jellemzően úgy jelennek meg a nyilvánosság előtt, mint az országokat romba döntő válságok forrása. Ehhez kapcsolódóan fogalmaz úgy szellemesen *Summers* [2000], hogy a globális pénzügyi rendszer szerepe hasonlatos a kereskedelmi repülőjáratokhoz: a szürke hétköznapokon nagyon sok hasznot termelnek, de a közfigyelem előterébe szinte kizárólag negatív színben, a légikatasztrófák kapcsán kerülnek. A tőkekorlátozások elterjedése bizonyára mérsékelné a látványos krízisek gyakoriságát, ugyanakkor a fejlődő piacoknak le kellene mondaniuk a nemzetközi léptékben koordinált erőforrás-elosztás hatékonyságnövelő és növekedésösztönző hatásáról (*Obstfeld* [1998]). A globális tőkeallokációba való bekapcsolódás hiánya számszerűsíthető fejlődési áldozatokat jelenthet, és akár évtizedekkel meghosszabbíthatja a felzárkózás időigényét. Ráadásul az elsősorban akadályozni kívánt portfóliótőke-áramlásokat gyakran szinte lehetetlennel határos feladat elhatárolni a hivatalosan is ösztönözni szándékozott közvetlen működőtőke-áramlásoktól. A helyzetet bonyolítja továbbá, hogy a pénzügyi tranzakciók szabadságának korlátozása elriaszthatja a magasabb technológiai színvonalat képviselő külföldi termelő cégeket, valamint a meghatározó szakmai befektetőket is az adott országtól, ugyanis egy multinacionális vállalat tulajdonosi köre előbb-utóbb igényt tart a keletkezett profit valamely részének repatriálására, vagy netán az árfolyam-kockázatának fedezésére származékos ügyletek révén. A veszélyek megelőzésére hivatkozó elzárkózási stratégia tehát sok nemkívánatos mellékhatással is járhat, ugyanakkor az óvatosság mindenképpen indokolt a fejlődő piacokon a tőkeáramlások liberalizálása terén.

A pénzügyi válságok strukturális, hosszú távú elhárítására vonatkozó szakmai ajánlások alapvetően két csoportba sorolható: globális reformjavaslatok, illetve nemzetgazdasági hatáskörben megteendő lépések. Az előbbi kategóriába jellemzően institutionális jellegű változások tartoznak, amelyek vagy új szervezetek létrehozását, vagy a meglévő nemzetközi pénzügyi intézményrendszer reformját célozzák. Az elsőként említettre például szolgálhatnak a globális pénzügyi felügyelet felállítására, illetve a fedezeti alapok, adóparadicsomok szabályozásának multilaterális szintre emelésére vonatkozó kezdeményezések. Utóbbi illusztrálására pedig a Bretton Woods-i ikreként emlegetett intézményi duó átalakítását, egyfajta profiltisztítást helyezik előtérbe, melynek keretében a Nemzetközi Valutaalap tisztán a végső hitelezői (*lender of last resort*) funkcióra koncentrálhatna a pénzügyi krízisek bekövetkezésekor, míg a Világbank valódi, depolitizált fejlesztési szervezatként határozná meg önmagát. A kiegészítés nyílt deklarációjával szemben ugyanakkor az az ellenvetés fogalmazható meg, hogy ez komoly erkölcsi kockázatok beépítését jelenti a rendszerbe. A megnyugtató megoldás keresése még várhatóan eltart egy ideig, a legéletképesebb javaslat megítélésünk szerint a szuverén államok csődjelzási rendjének kidolgozásának és precíz kodifikálásának irányába mutat, amely hasonló módon rendezett kiutat kínálna a hitelezőknek és az adósoknak, mint a nemzetgazdaságok csődtörvényei a likviditási gondokkal küzdő vállalatok számára.

A pénzügyi válságok során nem bizonyult hatékonyak a jelenleg érvényes architektúra, amelynek háttérében *Stiglitz* [1999] jól ismert közgazdasági dilemmákat fedezett fel. Egyrészt jelentkezik a nemzetközi pénzügyi intézmények működésénél az ügynök-megbízó (*principal-agent*) probléma, vagyis ezek a szervezetek gyakran nem a globális szempontokat, hanem sajátos csoportérdekeket (befektetési bankok, fejlett országok kormányzatai) képviselnek, sőt egyes esetekben az önérdelmeiket is követhetik⁵⁴. Másrészt a multilaterális szervezetek esetén is egyre fontosabbá válik az átláthatóság és elszámoltathatóság erősítése, hiszen ezek a nemzetek feletti intézmények kvázi-monopol szolgáltatásokat nyújtanak, vagyis a piaci mechanizmusok nem fogják szabályozni, illetve kontrollálni a tevékenységüket. A központi bankokéhoz hasonló kommunikációs nyitásra lenne szükség (pl. a döntéshozó testületi ülések jegyzőkönyveinek publikálása, rendszeres jelentések a kitűzött célok teljesüléséről),

⁵⁴ Ennek példája az eszkálozó elkötelezettség kialakulása lehet, amikor az intézmények irracionálisan ragaszkodnak egy meghirdetett politikához, hiszen annak elvetése a korábbi hibák és tévedések beismerésével lenne egyenértékű.

már csak amiatt is, mert, ahogy a korábbi fejezetekben is utaltunk rá, a transzparencia megteremtése nem hogy rontotta, hanem kifejezetten javította a monetáris politika hatékonyságát az elmúlt évtizedekben.

A témakör egyik gyakran félreértelmezett, és régóta napirenden lévő kérdése az úgynevezett Tobin-adó bevezetése. Az 1981-ben Nobel-díjjal kitüntetett közgazdász még 1972-ben, a pénzpiaci liberalizáció és integráció hajnalán fogalmazta meg az ötletét egy nemzetközileg egységes forgalom utáni adó kivetéséről (*Tobin [1972]*). A cél nem más volt, mint a tranzakciók költségeinek megemelésével „homokot szórni a rendkívül olajozottan működő pénzügyi piacok gépezetébe”, amire utal, hogy Tobin mindvégig marginális mértékű adóterhet javasolt, vagyis a túlzott volatilitás csökkentése az elsődleges feladat, nem a költségvetési bevételek növelése, és különösen nem a nemzetközi tőkepiacok megrendszabályozása, vagy a forgalom általános korlátozása⁵⁵.

A nemzetgazdasági szinten, különösen a feltörekvő piacokon javasolt intézkedések is elsősorban az intézményi gyengeségekből és a gazdaságpolitikai populizusból fakadó kockázatokat igyekeznek kiküszöbölni (*Summers [2000]*). Ennek megfelelően a leggyakrabban megfogalmazott ajánlások egyrészt a pénzügyi rendszer szigorú szabályozására, illetve a vállalati irányítás (*corporate governance*) átláthatóbbá és törvényesebbé tételére vonatkoznak, másrészt a fundamentumoknak megfelelő árfolyampolitika (adott esetben a szuverenitás feladásának vállalása), valamint a fegyelmezett gazdaságpolitika (kitüntetetten a konszolidált fiskális és jövedelempolitika) követésére hívják fel a figyelmet. A globális tőkepiacok liberalizációja új helyzetet teremtett napjainkra a nemzetgazdaságoknak: a költségvetési politikai lépések mozgástere jelentősen beszűkült minden ország, de különösen a kevésbé stabil, fiatal demokráciák számára. A feltörekvő piacokat rendszeresen sújtó pénzügyi krízisek korszakában a fiskális tényezők (pl.: az államháztartási hiány és az államadósság GDP-arányos szintje, az adósságszolgálati terhek finanszírozhatósága) különösen fontos szerepet játszanak a gazdaságpolitikai sebezhetőség kialakulásában és ezért a hitelesség és a szavahihetőség megteremtése ezen a területen alapvető feltétele a makroökonómiai válsághelyzetek megelőzésének.

⁵⁵ A Tobin-adó bevezetését az európai országok számára például gazdaságpolitikai okokból, a maastrichti előírások szerinti nominális konvergenciafolyamat biztosítása érdekében javasolták *Eichengreen és társai [1995]*.

2.4. Az inflációs célkitűzés rendszere

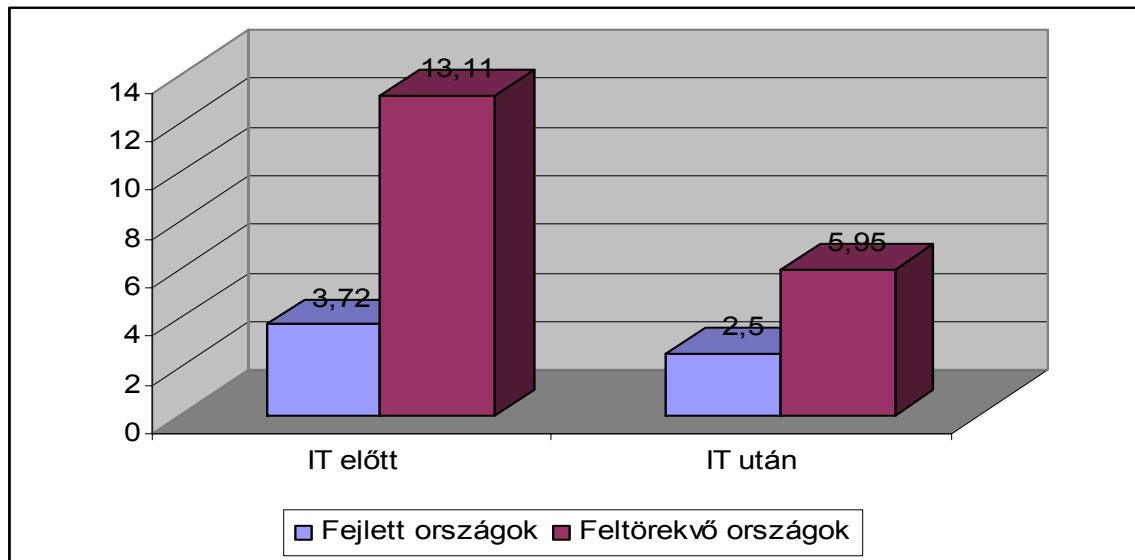
Az inflációs célkövetés (IT) rendszere egy viszonylag újnak számító monetáris politikai rezsím, de az 1990-es megjelenése óta már több mint 20 fejlett és felzárkózó gazdaság választotta pénzügypolitikájának vezérfonalául, köztünk hazánk is 2001-ben⁵⁶. Vonzerejét növelte, hogy a globalizálódó piacok kialakulása és a hozzájuk kapcsolódó pénzügyi válságok jelentkezésének idején is sikeres teljesítményt mutatott fel. A következőkben áttekintjük az inflációs célkövetés bevezetésével, megtervezésével és működtetésével kapcsolatban az elmúlt másfél évtizedben felgyülemlett nemzetközi tapasztalatokat, külön kitérve a felzárkózó gazdaságok sajátosságaira, valamint összegezzük a témakörben született empirikus vizsgálatok eredményeit. Az alfejezet végén a nemzetközi „best practice” alapján normatív ajánlásokat fogalmazunk meg a magyar inflációs célkövetéses rendszer javítása és finomítása érdekében.

2.4.1. Az inflációs célkövetés alkalmazásának nemzetközi trendjei

Az inflációs célkitűzés gyakorlata immár közel másfél évtizedes múltra tekinthet vissza. Az úttörő ország Új-Zéland volt, ahol 1990-ben vezették be a rendszert rendszert egy átfogó liberalizációs-deregulációs gazdaságpolitikai reformhullám záróakkordjaként. Mind fejlett, mind feltörekvő országok viszonylag sikeresen alkalmazták az IT-t az árstabilitás megteremtésére, illetve fenntartására. Az is árulkodik a rezsím előnyös fogadtatásáról, hogy ezidáig csak abban a két országban (Finnország és Spanyolország) hagytak fel kényszerűen 1998 végén vele, ahol az európai Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozás miatt egyébként is megszűnt a pénzügypolitikai szuverenitás. A következő ábra országcsoportonként mutatja a rezsím bevezetése előtti és utáni inflációs trendeket.

⁵⁶ Az inflációs célkövetés rendszerének és magyarországi adaptálásának dilemmáival részletesen foglalkoztunk egy korábbi írásunkban (*Jankovics [2005c]*), amely jelen alfejezet korábbi verzióját adja is egyben.

5. ábra: Inflációs ráták az inflációs célkövetéses rezsimek bevezetése előtt és után



Forrás: Fraga – Goldfajn – Minella [2004] 4. o.

A stilizált tények alapján képet alkothatunk az inflációs célkövetés kedvező teljesítményéről. Az első időszakban jellemzően fejlett, és stabil gazdasági fundamentumokkal jellemezhető országok választották az IT-t, míg főleg 1998-tól kezdődően feltörekvő (*emerging countries*), volatilisabb makromutatókkal rendelkező államok adaptálták a rendszert. A bevezetésének okai eléggé eltérőek voltak, amelyet jól szemléltethet az alábbi néhány példa. Az Egyesült Királyság és Svédország az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusa elleni sikeres spekulatív támadások után fordult az IT felé, amikor a rögzített rendszer összeomlása után szükségük volt egy másik nominális horgonyra a monetáris politikájuk hitelességének megőrzésére. A visegrádi országok is az árfolyamra alapozott dezinflációs gazdaságpolitika ellehetetlenülése után váltottak sorra az árszintjük emelkedésének direkt célzására⁵⁷. A térségben (így köztünk hazánkban) az 1990-es évek második feléig gyakorolt puha rögzítéses (*soft peg*) árfolyamrendszerek megritkulásának okait a korábbiakban már részleteztük értekezésünkben.

Más országok (például Kanada, illetve Svájc) a mennyiségi célkövetéses (*money targeting*, MT) rezsimek ellehetetlenülése folyamányaképpen léptek be a közvetlen

⁵⁷ A visegrádi országcsoportban most már „teljes a kép” ebben a vonatkozásban, ugyanis 2005-től kezdődően, az eurózónás felkészülés végső szakaszában Szlovákia is átállt az inflációs célkövetéses stratégiára (SZNB [2004]). A tágabb értelemben vett térségben Románia is úgy döntött hosszás előkészületek után, hogy bevezeti a rendszert 2005 augusztusától (RNB [2005]). (Ezen friss IT-országok releváns adatok hiányában értelemszerűen még hiányoznak a fejezetben később szerepeltetett áttekintő táblázatokból).

inflációs célkitűzéssel operáló gazdaságok közé. A mennyiségi célkövetésen alapuló monetáris stratégia alkalmazhatóságával kapcsolatban *Estrella és Mishkin* [1997] igazolta, hogy az 1979 és 1995 között a mennyiségi aggregátumok (M2, M3) és az inflációs ráta dinamikája között nem volt egyértelmű kapcsolat sem az Egyesült Államokban, sem Németországban. Ennek megfelelően a pénzaggregátumok mozgása nem biztosítja azt az információs szignált, ami pedig egy mennyiségi célzásra építő világos szabálykövető rendszerben elengedhetetlen lenne. A szerzők hipotézise szerint magas és volatilis inflációs környezetben sokkal determinisztikusabb statisztikai kapcsolat lenne az érintett változók között, de alacsony mértékű pénzromlás esetén a mennyiségi célkitűzés legfontosabb alapkövetelménye – a pénzkínálat és az áremelkedési dinamika közötti függvényszerű viszony – nem teljesül.

A feltörekvő latin-amerikai⁵⁸ illetve posztoszocialista államok jellemzően az árstabilitás eléréséhez kerestek olyan elfogadott intézményi megoldást, amely segít a piaci szereplők inflációs várakozásainak letörésében. *Lewin – Natalucci – Piger* [2004] (31-42. o.) esettanulmányaiból kiderül, hogy a felzárkózó gazdaságok többsége szintén a mennyiségi aggregátumokra és az árfolyamra épített monetáris politika kudarcai után fordult az explicit középtávú inflációs kijelölése felé. Az alábbiakban bemutatjuk a jelenleg inflációs célkövetést alkalmazó gazdaságoknak (12 feltörekvő és 8 fejlett ország) a rezsim bevezetéséhez kapcsolódó fontosabb adatait.

⁵⁸ Sajátos szempontként jelent meg Chile, az egyik legelső IT-rezsimet működtető feltörekvő piac esetében, hogy az ország gazdaságtörténete számon tart két korábbi, csúfosan megbukott átfogó stabilizációs kísérletet (1959-62 és 1979-82), amelyek mindegyike árfolyamra alapozott dezinflációs program volt. Emiatt aztán 1980-as évek végén az inflációs célkövetés választását megelőző vitákban döntő érvként jelent meg, hogy a keserű tapasztalatokból következően a gazdaságpolitikai hitelesség könnyebben megteremthető egy másik nominális horgony kijelölésével (*Morandé – Schmidt-Hebbel* [2000] 63-65. o.).

5. táblázat: Az inflációs célkövetést bevezető országok főbb jellemzői

Ország	IT bevezetése	Első célkitűzés	Infláció az IT előtt közvetlenül (%)	Infláció az IT bevezetése után egy évvel (%)
Ausztrália	1993. április	2-3%	1,22	1,74
Brazília	1999. június	8 % (± 2 %)	3,15	6,51
Csehország	1998. január	5,5-6,5 %	9,98	3,5
Chile	1991. január	15-20 %	27,31	19,47
Dél-Afrika	2000. február	3-6 %	2,65	7,77
Dél-Korea	1998. január	9 % (± 1 %)	6,57	1,46
Egyesült Királyság	1992. október	1-4 %	3,57	1,35
Izland	2001. március	2,5 % (-1,5%, +3,5%)	4,05	8,72
Izrael	1992. január	14-15 %	18,03	10,74
Kanada	1991. február	3-5 %	6,83	1,68
Kolumbia	1999. szeptember	15%	9,22	9,35
Lengyelország	1998. október	$\leq 9,5$ %	10,44	8,82
Magyarország	2001. június	7% (± 1 %)	10,78	4,87
Mexikó	1999. január	≤ 13 %	18,61	11,03
Norvégia	2001. március	2,50%	3,64	1,1
Peru	1994. január	15-20 %	39,49	13,71
Thaiföld	2000. április	0-3,5 %	1,04	2,47
Svájc	2000. január	≤ 2 %	1,63	0,9
Svédország	1993. január	2% (± 1 %)	1,76	1,7
Új-Zéland	1990. március	3-5 %	7,03	4,52

Forrás: Fraga – Goldfajn – Minella [2004] 7. o.

Néhány feltörekvő országban ugyan még nőtt is az infláció a rezsim bevezetése után, de ez döntő részben országspecifikus okokkal magyarázható (például Braziliában az 1999 eleji pénzügyi válság utáni drasztikus árfolyam-leértékelődés árszintnövelő hatásának begyűréséhez kellett némi átfutási idő). Ettől függetlenül látható a táblázat soraiból, hogy az IT sok esetben már rövid távon is jelentősen hozzá tudott járulni a dezinflációhoz, illetve a fejlett országok esetében az árstabilitás fenntartásához.

2.4.2. A rendszer bevezetésének feltételei és az IT típusai

Az IT bevezetésének feltételeit érdemes és szokásos elkülöníteni intézményi és gazdasági változókra (*Ábel – Siklos [2002] 311-315. o.*). Az első kategóriába tartozó tényezők közül kiemelendő a jegybanki függetlenség törvényi garantálása, amely, mint korábban utaltunk rá teljesül az eszközfüggetlenség elérésével. A célfüggetlenség biztosítása, vagyis annak megengedése, hogy a központi bank maga határozhassa meg a

követni rendelt inflációs pályát, túlzottan próbára tenné a demokratikus intézményrendszer kényes egyensúlyát. Ez a dilemma jellemzően úgy kerül feloldásra az IT rendszerekben, hogy a középtávú numerikus cél meghatározásánál a kormányzatnak egyetértési vagy konzultációs joga van⁵⁹. A függetlenség intézményi biztosításának gyakorlati fontosságára jó illusztrációval szolgál *King* [2004] (6-7. o.), aki az 1990-es évek angol tapasztalatait ismerteti tanulmányában. Mint korábban említettük, a Bank of England az 1992-es “fekete szeptember” után vezette be az inflációs célkövetés rendszerét, amely már 1993-tól sikeresen biztosította a 2,5%-os hivatalos célkitűzéshez közeli szinten a szigetország inflációs rátáját. Az államkötvények másodpiaci hozamaiból származtatott inflációs várakozások ugyanakkor csak 1997 májusa után csökkentek le erre a nagyságrendre, amikor a frissen hatalomra került Munkáspárti kormány pénzügyminisztere *Gordon Brown* négy évtized múltán helyreállította a jegybank függetlenségét. A lépés azt jelentette a piaci szereplőknek, hogy széles politikai konszenzus és elkötelezettség van az alacsony inflációs környezet mellett az Egyesült Királyságban.

Az intézményi előfeltételek közé sorolható még a jegybank elszámoltathatóságának és átláthatóságának biztosítása, amely alapvető a lakosság támogatásának megnyeréséhez, az alacsony inflációt preferáló stabilitási kultúra meggyökereztetéséhez. További kikötés lehet a hatékony monetáris transzmisszió megléte, vagyis, hogy a hatóságoknak legyen olyan eszköz a kezében, amellyel eredményesen tudja szabályozni a pénzügyi változókat.

A gazdasági feltételek az inflációs cél adekvát kitűzésének körülményeihez kapcsolódnak. Ide tartozik a megfelelő árindex kiválasztása célparaméternek, valamint a számszerű meghatározása során az aktuális környezethez illeszkedő időhorizont, toleranciasáv, illetve középérték kijelölése⁶⁰. Elengedhetetlen, hogy mind a jegybank, mind a gazdasági szereplők előretekintő várakozásokat fogalmazzanak meg, és érzékenyen reagáljanak az inflációs prognózisokra. Az elmúlt évtized tapasztalatai megerősítik azt a tényt, hogy ide sorolható a döntéshozók megfelelő informáltsága a

⁵⁹ Egy IT rezsím megtervezésének és működtetésének dilemmáiról (pl. döntési kompetenciák meghatározása, árindex kiválasztása) a fejezet egy későbbi részében részletesen szólnunk majd.

⁶⁰ A *Hornok – Jakab* [2002] szerkesztésében közölt esettanulmányokból jól nyomon követhető, hogy a jegybanki inflációs előrejelzések módszertani mintázata, az eljárások kialakítása, a prognózisok publikálási gyakorisága miként tér el a kelet-közép-európai régió központi bankjainál, attól függően, hogy az elemzett időszakban inflációs célkitűzéses vagy más rezsím alapján határozták meg a monetáris politikát.

monetáris transzmisszió sebességéről és korlátairól, ezzel elkerülhető lehet egy túlfeszítettnek bizonyuló dezinflációs pálya erőltetése.

A feltételek szerepét ugyanakkor nem célszerű kizárólagosan értelmeznünk, vagyis az említett intézményi és gazdasági tényezők részleges teljesítése esetén is vannak példák az IT sikeres alkalmazására. Svédország például 1992-ben úgy döntött az inflációs célkövetés bevezetése mellett, hogy ezt megelőzőleg közel 60 évig a rögzített árfolyamra építő monetáris rezsimmel voltak csak tapasztalatai. A célok meghatározásánál és a monetáris eszköztár kialakításánál tehát nem tudtak egy kiforrott ökonometriai modellre támaszkodni a jegybanki szakemberek. Ugyanakkor a disszertációnkban korábban részletesen bemutatott *Lucas-kritika* alapján elméletileg is megkérdőjelezhető, hogy egy radikális, a várakozásokat alapvetően befolyásoló rezsimváltás után mennyire lehet egyáltalán megbízni a jelenlegitől eltérő gazdaságpolitikai konstelláció adatait tükröző idősorok bármilyen jellegű extrapolálásában. Emellett *Amato – Gerlach* [2002] felhívja a figyelmet arra, hogy az IT bevezetéséhez a szakirodalomban rendszerint hangsúlyozott előfeltételek szinte mindegyike (különös tekintettel a jegybanki függetlenségre és a hatékony transzmisszióra) bármely más monetáris rezsim (pl.: mennyiségi célkövetés, vagy az árfolyamra mint nominális horgonyra alapozott politika) alkalmazása esetén is teljes joggal felsorolható lenne, következésképpen ezek nem specifikusan ennek a konkrét rendszernek a sikerkritériumait határozzák meg.

Az inflációs célkitűzéses rendszerek egyik klasszikus csoportosítása a témakör talán legismertebb teoretikusa, *Lars Svensson* (többek között [1999a] és [1999b]) nevéhez fűződik. A svéd kutató a minimalizálandó jegybanki veszteségfüggvény paramétereinek alapján szigorú (*strict*) és rugalmas (*flexible*) típusok megkülönböztetését javasolja. A rugalmatlan megközelítésben a monetáris hatóság döntéseit nem befolyásolják a növekedési szempontok, vagyis az aktuális és potenciális teljesítmény közötti kibocsátási rés (*output gap*) zérus súllyal szerepel a változók között⁶¹. A flexibilis változat pozitív paraméterrel tünteti fel mind a kibocsátási rést, mind a tényleges és a megcélzott inflációs ráta közötti különbséget, de értelemszerűen amíg az output relatív elmaradásának és változékonyságának növekedése a monetáris kondíciók lazítását, addig az áremelkedési ütem elszaladása a szigorítását vonja maga után. A gazdaságpolitikai gyakorlatban csak a rugalmas IT-nek van relevanciája, hiszen nincs a

⁶¹ Ebben az esetben *King* [1997] (89-90. o.) klasszikus kifejezésével élve a központi bank kormányzója rögeszmésen inflációellenes („*inflation nutter*”).

világon olyan központi bank, amely ne venné figyelembe munkája során a reálgazdasági változókat⁶². A monetáris politikai döntésekben ez úgy jelenik meg, hogy a jegybank csak fokozatosan és nem egy azonnali rohammal tereli vissza az inflációt az előzetesen megjelölt céltartományba, valamint ennek megfelelően tágabb időhorizontot választ az inflációs célértékek teljesítését illetően. A publikált pálya szigorú és minden körülmények közötti betartatása nyilvánvalóan csak vállalhatatlan magas áldozati ráta mellett lenne csak kivitelezhető egy gazdaságban.

Egy tágabb szemléletű megközelítést alkalmazva *Carare – Stone* [2003] a korábban is elemzett kiteljesedett inflációs célkövetéses rezsimek mellett (*full-fledged inflation targeting*, FFIT) megkülönböztet eklektikus és úgynevezett „diétás” változatokat is. Az eklektikus inflációs célkövetés (*eclectic inflation targeting*, EIT) csoportjába sorolják azokat a fejlett országokat (például az Egyesült Államok vagy Japán), amelyek képesek az árstabilitás fenntartására a monetáris politika teljes átláthatóságának és elszámoltathatóságának biztosítása nélkül is. Az alacsony inflációs múlt és a pénzügyi közvetítő rendszer szilárdsága megengedi, hogy ezek a központi bankok rugalmasabb célrendszert alkalmazzanak, és nagyobb súllyal szerepeljen döntéseik háttérében a kibocsátás stabilizálása is.

A kifejlett IT-től más irányban térnek el a könnyített rendszerek (*inflation targeting lite*⁶³, ITL). Ezt olyan rugalmas árfolyampolitikát gyakorló feltörekvő országok alkalmazzák, amelyben a jegybankok a hitelességi deficit miatt nem merik az inflációs célt elődleges érvényű stratégiai jelzőszámként meghirdetni. Egy IT rezsím felvállalásához ráadásul jellemzően nem teljesítik az intézményrendszer kiépültségére, illetve a pénzügyi szféra fejlettségére, stabilitására vonatkozó korábban tárgyalt feltételeket. Az ITL egy átmeneti rendszerként értelmezhető (*Stone* [2003]), amely folyamán az adott ország strukturális reformokkal felkészül valamilyen egyértelműen meghatározott nominális horgony követésére, ami értelemszerűen vagy továbblépés lehet a teljes IT adaptálása felé, vagy akár a másik irányba, az árfolyam rögzítése, szélsőséges esetben a pénzügypolitikai szuverenitás feladása felé való elmozdulás. A

⁶² Még a kiemelten az árstabilitás fenntartását mandátumul kapó Európai Központi Banknak a Maastrichti Szerződésben szabályozása is úgy rendelkezik, hogy az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül az intézménynek támogatni kell az EU általános gazdaságpolitikáját és integrációs célkitűzéseit, többek között a kiegyensúlyozott és harmonikus gazdasági növekedést, a magas foglalkoztatottságot és az életszínvonal javulását.

⁶³ A szellemes szójáték nyilvánvalóan a globálisan népszerű üdítőital-családok cukormentes tagjaira utal, amelyek könnyített kalóriáikkal csak majdnem olyanok, mint az igaziak.

következő összehasonlító táblázat csokorba gyűjti az említett három féle változat főbb jellemzőit.

6. táblázat: Az IT rezsím különféle változatainak jellemzői

Jellemzők	Teljes inflációs célkitűzés (FFIT)	Eklektikus inflációs célkitűzés (EIT)	Könnyített inflációs célkitűzés (ITL)
Alkalmazó országcsoport(ok)	Fejlett és feltörekvő országok	Csak nagyon fejlett országok	Csak felzárkózó országok
Monetáris hatóság hitelessége	Közepes és magas	Kiemelkedően magas	Alacsony
Monetáris cél egyértelműsége	Világosan kijelölt	Nem kínál állandó igazodási pontot	Kevés igazodási pontot kínál
Rugalmasság az árstabilitástól eltérő célok felé (pl.: növekedés)	Kicsi	Nagy	Nagy
Néhány ország-példa	Kanada, Kolumbia, Mexikó, Svédország	Egyesült Államok, Eurózóna (EKB), Japán, Szingapúr	Algéria, Guatemala, Horvátország, Venezuela

Forrás: Carare – Stone [2003] 21. o. a szerző kiegészítéseivel

Átjárhatóság is van a fent jellemzett rezsimek között, igaz, csak bizonyos irányokban lehetséges még elviekben is a mozgás, hiszen az ITL és az EIT között például értelemszerűen nem teremthető közvetlen kapcsolat. Ugyanakkor az ITL-t üzemeltető országok egy jelentős része éppen a teljes inflációs célkövetés átvételét jelöli ki magának közép illetve hosszú távú stratégiai gazdaságpolitikai törekvésként⁶⁴. Másrészt az eklektikus monetáris politikát követő fejlett államok esetében is egyre gyakrabban felmerül, hogy intézményesítsék, hivatalosan is rögzítsék az alacsony inflációra vonatkozó elkötelezettségüket, és vezessék be formálisan is az IT rendszert. Ezt a törekvést támasztja alá empirikusan *Fatás és társai* [2004] kutatása, amelyben 42 ország 1960-2000 közötti gazdasági adatsorait tartalmazó panel alapján vizsgálták a

⁶⁴ Az ITL rendszer névadójaként szolgáló *Carare – Stone* [2003] tanulmány Szlovákiát és Romániát még értelemszerűen a könnyített verzióhoz sorolja, de – ahogy már korábban is említettük – azóta mindkét ország megtette a szükséges intézkedéseket a csorbíthatlan inflációs célkövetés bevezetésére.

számszerűsített monetáris politikai célkitűzések hatását a makroteljesítményre. A felmérés nem tett különbséget az inflációra, az árfolyamra, vagy netán a pénzmennyiségre vonatkozó célok között, a kérdés csak az volt, hogy az érintett jegybank rendelkezik-e valamilyen mutatószámhoz köthető deklarált céllal. A szerzők statisztikailag szignifikáns pozitív kapcsolatot találtak már a kvantitatív célok pusztán megléte és a defláció, valamint a kibocsátási ingadozás csökkentésének sikeressége között is. Tovább javíthatja az összképet és a makromutatókat az az egyébként cseppet sem mellékes körülmény, ha még teljesülnek is a meghirdetett célok.

A fentiekhez kapcsolódik, hogy az EKB monetáris stratégiájában az elmúlt években folyamatos elmozdulás történt a 2% alatt meghatározott inflációs céltartomány meghatározóvá válása felé, amelyről a későbbi fejezetekben még részletesebben szólni fogunk. Az Egyesült Államokban az akadémiai szférából érkező ajánlások nyomán már a döntéshozókat is élénken foglalkoztatja⁶⁵ a közvetlen IT rezsim bevezetésének a perspektívája. Japán kapcsán pedig *Krugman* [1998b] szerint az inflációs célkövetés alkalmas lenne az egyre súlyosabb növekedési áldozatokat okozó deflációs spirál megtörésére, hitelesen az enyhe pozitív tartományba áttérni a gazdasági szereplők várakozásait⁶⁶. A jelenlegi trendek alapján a közeljövőben arra számíthatunk, hogy a fejlett és a felzárkózó országok csoportjából is egyre többen csatlakozhatnak a teljes inflációs célkövetést (FFIT) alkalmazó piacokhoz. A fejezet további részében már csak az IT klasszikus, minden, vagy majdnem minden elemet tartalmazó változatával foglalkozunk.

2.4.3. Az inflációs célkövetés rendszerének jellemzői

A szakirodalomban elfogadott álláspont szerint az inflációs célkövetés rendszere jóval többet jelent, mint a következő évi inflációs cél nyilvános meghirdetését. Az ismérvek *Mishkin* [2000] (105. o.) alapján a következőképpen foglalhatók össze:

⁶⁵ Az amerikai központi bank legfontosabb testülete, a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság már hivatalos ülésen is tárgyalta az IT rendszer átvétele melletti potenciális érveket és ellenérveket, egyelőre további tanulmányozásra utalva a kérdést (*Federal Reserve* [2005]). Az elemzők egy része mindenestre érdekes fejleményként értékeli a kialakult vitában, hogy 2005-től kezdődően a FED már két éves időhorizonton publikálja az inflációs előrejelzését a korábbi egy év helyett (*Balls* [2005]). Az inflációs célkövetés amerikai adaptálásának releváns ellenérveiről jó összefoglalót ad *Meyer* [2004].

⁶⁶ A gazdaságpolitikai javaslat hasznosíthatóságát illetően ugyanakkor *Ozsvald – Pete* [2003] (588-589. o.) rámutatnak arra, hogy egy hitelesen inflációs várakozásokat gerjesztő és hosszú távon magasabb áremelkedési ütemet ígérő jegybanki politika szinte minden elemében ellentmond az utóbbi időben a fejlett országokban a monetáris politikai gyakorlatot vezérlő paradigmáknak.

- a) Publikus numerikus célérték a középtávú inflációs számra.
- b) Intézményi elkötelezettség az árstabilitási cél elsődlegessége mellett, amelyhez képest a többi gazdaságpolitikai cél csak kiegészítő szerepkörrel bírhat.
- c) A makrováltozók és pénzügyi adatok kiterjedt vizsgálata a gazdaságpolitikai döntésekhez, amely nem csak a monetáris aggregátumok és a devizaárfolyam alakulásának figyelemmel kísérését követeli meg.
- d) Transzparens jegybanki működés a piacok és a közvélemény felé érvényesített aktív kommunikációs stratégiával, amely kiterjed a monetáris hatóság terveire, döntéseire és eszközeire is⁶⁷.
- e) A jegybank fokozott elszámoltathatósága az inflációs cél elérésével kapcsolatban.

Az IT rendszert a fejlett országokban gyakran egy aktussal, az összes jellemző egyidejű felvonultatásával vezetik be, ugyanakkor a feltörekvő gazdaságokban, különösen Latin-Amerikában gyakori a fokozatos, lépésenkénti meghonosítása a stratégiának. Ennek megfelelően Chilében, Kolumbiában és Peruban 7-9 év is eltelt, amíg a rendszer összes jellemzője a helyére került az IT stratégiának. Ugyanakkor az is megfigyelhető trend, hogy 1990-es évek végétől jellemzőbbé vált a revolútív, „egylépéses” megoldás választása az evolutív opcióval szemben, ami annak köszönhető, hogy a rendszerrel kapcsolatban addigra már kialakult egy viszonylag széles körű nemzetközi tapasztalat és gyakorlat. Így például Brazília az 1999-es pénzügyi válság után néhány hónappal egy átfogó intézkedéssorozattal egyidőben vezette be az IT fentebb ismertetett összes elemét. Az évtized elején már csak azért is indokoltabb volt a felzárkózó gazdaságok óvatosabb megközelítése, mert akkor még szinte csak a saját kárukon, illetve néhány sorstársuktól tanulhattak az országok a rendszer jellemzőiről, illetve még a dezinflációs potenciálja is kipróbálatlannak számított.

Bernanke – Mishkin [1997] klasszikus szemleciikkükben amellett érvelnek, hogy az IT nem egy ortodox szabályalapú megoldás, hanem sokkal inkább célszerű egy keretrendszerként interpretálnunk. Gondolatmenetük szerint az IT, mint monetáris stratégia “szabályszerű” (*rule-like*) csak, vagyis nem egy merev kényszerzubbony⁶⁸.

⁶⁷ A korábban már megidézett jeles szakértő, *Lars Svensson* [1997b] (1126. o.) klasszikus megfogalmazásában ez így hangzik: „*Nem tudok elképzelni egyszerűbb elveket, nem tudok elképzelni semmi olyan rendszert, amit egyszerűbb lenne megmagyarázni a nyilvánosságnak, vagy ami jobban megkönnyítené a közvéleménynek a monetáris politika megértését.*”

⁶⁸ *Palotai* [2000] egy olyan IT modellt ismertet, amelyben az explicit inflációs cél meghatározásával elkerülhető a diszkrecionális gazdaságpolitika esetén jelentkező inflációs hajlam (analóg módon a disszertációk korábbi részében ismertetett megoldási változatokkal).

Annyiban köti a monetáris hatóságot, hogy előretekintő módon megakadályozza, hogy a gazdaságpolitika a pillanatnyi előnyökért feláldozza a hosszú távú optimumot, de megadja a kellő mozgásteret a különféle sokkok és előre nem látható körülmények fellépése esetén. A “rules versus discretion” dichotómia bináris logikájában gondolkodva az IT egyfajta köztes helyzetet foglal el, korlátozottan diszkrecionális („*constrained discretion*”) rezsimek nevezhető. *Mishkin* [1999] áttekinti a napjainkban lehetséges monetáris politikai rezsimekkel kapcsolatos nemzetközi tapasztalatokat, és az IT ezen hibrid jellegét, egyensúlyozó képességét a merev és rugalmas rendszerek között a korábban említett kedvező eredmények egyik kulcstényezőjének tartja⁶⁹.

A sikeresség egy másik alapvető forrása, hogy az IT hatékonyan választja szét a múlt és a jövő inflációs tendenciáit (*Csermely* [1997]). A makacssá váló tehetetlenségi elemek több esetben gyorsan elpárologtak az inflációs dinamikából, továbbá az IT eredményesen volt alkalmazható kínálat-oldali sokkhatások, vagy nagy devizapiaci leértékelődések árszintemelő hatásának csillapítására. Az azonnali inflációs ugrás persze nem volt ilyenkor megelőzhető, és tegyük hozzá, nem is lett volna közgazdaságilag ésszerű vállalni az ehhez szükséges növekedési veszteséget. De még a kevésbé stabil rendszerekben is hatásosan akadályozták meg, hogy ezek az egyszeri sokkok beépüljenek a várakozásokba, megerősítsék az inflációs inerciát⁷⁰.

A fentiekén túlmenően *Bokor* [2003] azt hangsúlyozza a rendszer jellemzése kapcsán, hogy a hiteles inflációs célkitűzés megfelelő nominális horgonyt biztosít a gazdasági szereplőknek a várakozásaik kialakításakor, amely segítségével kisebb áldozati rátával érhető el a dezinfláció egy országban. Másrészt a publikált inflációs pálya védelmet jelenthet a jegybanki vezetésnek a kormányzat felől érkező nyomásgyakorlással szemben, ugyanis hivatkozási alapot nyújthat a gazdaságpolitika felpuhítását célzó szándékok elhárítására, az infláció növekedését is vállaló expanzív lépések megakadályozására.

⁶⁹ A feltörekvő piacokon bevezetett IT-k esetében az intézményi gyengeség és az inflációs múlt miatt a jegybankok érhetően hitelességi problémákkal küszködnek, amely *Eichengreen* [2005] szerint rugalmatlanabb magatartásra, merevebb szabálykövetésre készíti őket. Az amerikai szakértő részben erre alapozza szkepticizmusát az inflációs célkövetés széles körű elterjedésének kívánatosságával kapcsolatban. A feltörekvő piacokon tapasztalható specifikumokkal részletesen foglalkozunk még egy önálló alfejezetben a későbbiekben.

⁷⁰ A jelentős devizaárfolyam-gyengülés kezelésének illusztrálására *Fraga – Goldfajn – Minella* [2004] részletesen ismerteti a 2001-2003 közötti impresszív brazil példát. Magyarországon is sikerrel szabott határt az IT-rendszerrel a monetáris politika a 2004. év elején életbe lépett általános forgalmi adó emelés inflatorikus hatásainak, így az egyszeri ugrás után nem tapasztalható az érintett éven túlmutató továbbgyűrűzés.

A korábban ismertetett összefoglaló adatok mellett az utóbbi években komoly vita bontakozott ki az IT rezsimek empirikus eredményeit illetően. A témakörben az egyik markánsan szkeptikus álláspontot megfogalmazó *Ball – Sheridan* [2003] szerzőpáros regresszió-analízise nem talált szignifikáns kapcsolatot az IT üzemeltetése és az alacsonyabb inflációs ráta között. A bekövetkezett inflációcsökkenést nem az IT választása magyarázza álláspontjuk szerint, hanem két olyan tényező, amely a monetáris politikai vonalvezetéstől függetlenül a javulási folyamat háttérében áll. Egyrészt az 1990-es évek egy szinte mindenütt érvényesülő általános dezinflációt hoztak magukkal a fejlett és fejlődő országokban, függetlenül a követett monetáris politikai stratégiától. Másrészt az IT választására hajlamosabbak azok az országok, amelyek éppen a kelleténél-elvárhatónál magasabb inflációval rendelkeznek, de ezek valószínűleg a váltástól függetlenül csökkenő inflációval szembesülnének, ha szembenéznek a problémával. Vagyis a felfelé kilógó adatok amúgy is visszatérnének az átlagos értékekhez (*regression to the mean*), és ebben a folyamatban nincs specifikus szerepe a választott monetáris politikának.

Ezzel szemben *Wu* [2004] 22 OECD ország monetáris kondícióit ökonometriailag elemezve egy 1985-2002 közötti időszoron statisztikailag robusztus kapcsolatot talált az inflációs célkövetés alkalmazása és a fenntarthatóan alacsony inflációs ráta között. Cáfolta azt a hipotézist, amelynek értelmében a szembetűnően meglévő oksági viszonyt a monetáris politika túlzott keménysége magyarázná. Az érvelés szerint az IT rezsimben a központi bankok agresszívebb magatartást tanúsítanak, vagyis akár nagyobb áldozati rátát is vállalnak a dezinfláció érdekében. Ugyanakkor a vizsgált időszakban nem volt szisztematikus különbség a kérdéses monetáris politikát követő és nem követő országok között a reálkamatlábak szintjében, ami elfogadottan jól közelíti a monetáris politika szigorát. Továbbá, ha a reálkamatláb-tényezővel is kalkulálunk a regresszió-számítás során, az sem magyarázza a bekövetkezett inflációcsökkenést. *Hu* [2003] egy kicsivel nagyobb minta (8 IT-t üzemeltető állam és egy 29 gazdaságot tartalmazó kontrollcsoport) 1985 és 2000 közötti makroadatai alapján nemcsak az inflációcsökkenést hozza oksági kapcsolatba a direkt célkövetéses stratégiával, hanem további kedvező hatásokat is kimutat empirikus tanulmányában. Nevezetesen a gazdasági növekedés is kedvezőbben alakult a rendszer üzemeltetése alatt, illetve mind az inflációs ráta, mind a reál GDP változékonysága csökkent a

rendszer alkalmazásának időszakában. Összességében a rezsim bevezetésével a makromutatók konvergálása elindult a legjobban teljesítő piacok teljesítményéhez.

Ugyanakkor a témakörben jeleskedő közgazdász-ökonóméterek közül kivétel nélkül mindenki kiemelten hangsúlyozza, hogy az idősorok rövidege a legtöbb IT rendszert üzemeltető országban jelenleg még megakadályozza, hogy végérvényes ítéletet alkossunk a fiatal rezsim makromutatókban is mérhető eredményességéről. Az elmúlt másfél évtizedben jellemző alacsony inflációs környezet pedig még nem is tesztelte igazán a rendszer alappilléreit. Egy globálisan jelentkező hosszabb inflatorikus periódus után valószínűleg egyértelműbb eredmények állapíthatók majd meg az IT kihatásairól más alternatív rezsimekkel összevetésben.

2.4.4. Az IT rezsim működési kérdései

Az inflációs célkitűzéses rendszer megtervezése, és hosszabb időszakon keresztüli üzemeltetése során több olyan problémával kell megküzdeni a döntéshozóknak, amelyek alapjaiban befolyásolhatják az alkalmazott monetáris politika sikerességét. A szakirodalomban rendszeresen kiemelten elemzett tényezőkről ad egyfajta áttekintést a következő táblázat néhány általunk kiválasztott ország sajátos jellemzői alapján.

7. táblázat: Az IT rezsim működési jellemzői néhány kiválasztott országban 2005 végén

<i>Országnev</i>	<i>Célzott árinde</i>	<i>Kimentési klauzulák</i>	<i>Elszámoltathatóság a cél elvételével kapcsolatban</i>	<i>Cél kitűzése</i>
Brazília	Fogyasztói árinde	Nincs	Nyílt levél kiadása a pénzügyminiszternek magyarázatul az inflációs céltartománytól való eltérésre	A kormány a jegybank véleményének kikérésével
Csehország	Fogyasztói árinde (korábban a nettó infláció)	Természeti katasztrófák, mezőgazdasági termelési sokkok, globális nyersanyagpiaci ársokkok, exogén árfolyamsokkok	Nincs	Jegybank
Egyesült Királyság	Kiskereskedelmi árinde (jelzálog költségek nélkül)	Nincs	Nyílt levél kiadása a pénzügyminiszternek magyarázatul az inflációs céltartománytól való eltérésre	Kormány

Izrael	Fogyasztói árindex	Nincs	Az 1%-nál nagyobb eltérések nyilvános magyarázata	A kormány a jegybank véleményének kikérésével
Magyarország	Fogyasztói árindex	Nincs	Nincs	Közös döntés a kormány és a jegybank részéről
Lengyelország	Fogyasztói árindex	Nincs	Nincs	Jegybank
Új-Zéland	Fogyasztói árindex (hitelezési költségek nélkül számolt érték)	Tartós inflációs nyomással nem járó egyedi sokkok	Az eltérés nyilvános magyarázata. A pénzügyminiszter kezdeményezheti a jegybanki kormányzó leváltását.	Közös döntés a kormány és a jegybank részéről

Forrás: saját összeállítás jegybanki honlapok alapján

Mint már említettük az IT gazdasági előfeltételei között, az egyik legsarkalatosabb kérdés a rezsím kialakítása során a megfelelő árindex kiválasztása a célparaméter szerepére. A lényegi dilemma ebben az esetben az, hogy a monetáris politika közvetlenebb kontrollja alatt álló maginflációs mutatót, vagy a volatilisabb, kiszámíthatatlanabb áralakulású termékcsoportokat is tartalmazó fogyasztói árindexet (CPI) válasszák-e ki erre a funkcióra. Nyilván érvényesül egyfajta trade-off a két alternatíva között: ugyan a maginfláció jövőbeli pályáját hatékonyabban tudja befolyásolni a jegybank, de ez a mutatószám kevésbé átlátható és kommunikálható a szélesebben vett közvélemény felé. Az esetek többségében a várakozások alakításának a kulcsszerepe miatt ezért a CPI-re⁷¹ fogalmazza meg a gazdaságpolitika a célértékeket. Ezt a választást különösen indokolhatja, ha az ágazati és szakszervezeti kollektív tárgyalások szerepe jelentős a béremelések mértékének meghatározódásában, mert ezek a korporatív jellegű egyeztetések rendszerint a fogyasztói árindexből kiindulva fogalmazzák meg a bruttó ajánlásaikat. A KKE országok esetében még egy további fontos szempont a CPI-alapú IT rezsím felé mutat: a maastrichti kritériumok teljesítéséhez is a fogyasztói árakat kell megzaboláznia, ezért a rendszer megtervezésekor praktikusán adódik, hogy erre a mutatóra írják elő a középtávú inflációs pályát.

A hivatalos inflációs előrejelzés módszertanának lefektetése bár szimpla technikai kérdésnek tűnik, mégis komoly és a statisztikai-ökonometriai részleteken messze túlmutató megfontolásokat magában foglaló döntést igényel a gazdaságpolitikai

⁷¹ A fogyasztói árindex alakulása sokkal nagyobb figyelmet kap a médiában a többi inflációs mutatónál, ezért az angol szakirodalomban a CPI-re gyakran „headline inflation rate”-ként utalnak, ami kifejezi, hogy csak ennek a számnak a mozgása képes a különféle sajtótermékekben címdalra megjelenve elérni a tömegnyilvánosság ingerküszöbét.

vezetés részéről. Elterjedt megoldás, hogy a monetáris kondíciókat az előrejelzési horizonton változatlanul tekintő szimulációt alkalmaznak⁷², vagyis nem törekednek a legvalószínűbb jövőbeli inflációs pálya felrajzolására a jegybanki szakemberek, hiszen elhanyagolhatóan kicsiny csak annak az esélye, hogy mind a nominális árfolyam, mind a kamatszínvonal konstans marad egy másfél-két éves időszakban. A változatlan paramétereket tételező szimulációs prognózist ugyanakkor nehéz kommunikálni a közvélemény számára, ráadásul rendszerint egyívásúként kezelik és folyamatosan összevetik a nyilvánosságban a gazdaságkutató műhelyek és a piaci elemzők eltérő módszertannal készülő előrejelzéseivel, ami könnyen félreértésekhez és értelmezési zavarokhoz vezethet⁷³.

A másik lehetséges megoldás, a nem szabályalapú előrejelzések esetén is adódhatnak ugyanakkor problémák, amelyek abból fakadnak, hogy ekkor a hivatalos inflációs prognózissal együtt publikálnia kell a jegybanki számításokhoz felhasznált középtávú árfolyam- és kamatpályát (*Skorepa – Kotlán* [2003]). Egyrészt a piaci szereplők szemében ez egyfajta nem túl szerencsés elköteleződést jeleníthet meg a jövőre nézve a pusztán elemzési céllal előállított értékek mellett. Rosszabb esetben a valószínűsített pálya megköti a monetáris hatóság kezét, így később nehezebben tér el az időközben felmerült új fejlemények által egyébként indokolt irányba. Másrészt, ha a jegybank nagyfokú szakmai elismerésnek örvend, akkor a nominális makrováltozók alakulásáról publikált előrejelzési pályák azonnal elmozdíthatják a piaci várakozásokat egyfajta önbeteljesítő jóslatként működve, ami viszont túlzott ingadozást okozva destabilizálhatja a fontosabb pénzügyi piacokat. Némileg ironikus módon, minél nagyobb reputációval bír a központi bank, annál nagyobb az esély az ilyen nemkívánatos rángatózások előidéződésének.

Sok vita övezi az úgynevezett kimentési klauzulák (*escape clause*) explicit meghirdetésének lehetőségét is. Ez olyan tényezők előzetes megjelölését jelenti, amelyek a monetáris politika hatókörén kívül állnak, és egyfajta *vis maior* külső sokként eltérítik az inflációt a korábban valószínűsített pályájától. A kivételek felsorolásának az

⁷² Ilyen úgynevezett feltételes (*conditional*) előrejelzési metodikát alkalmaz az Inflációs jelentéseiben például Ausztrália, Norvégia és Magyarország központi bankja, valamint részlegesen – csak a jegybanki kamatlábra vonatkozóan – Chile, Svédország, valamint az Egyesült Királyság is.

⁷³ Sajnos ebben a tekintetben nem kell a szomszédba mennünk rossz példáért. Hazánkban hosszú évekkal az inflációs célkitűzés meghirdetése után is elő-előfordul, hogy szakmai fórumokon úgy tárgyalják a jegybanki inflációs prognózist, hogy egyáltalán nem vesznek tudomást annak feltételes jellegéről. Az is megesis a nyomtatott sajtótermékek gazdasági rovataiban, hogy kritizálják az előrejelzéshez „választott” árfolyamszintet, holott a szimuláció sajátos módszertanát követve ez az érték egy előzetesen meghirdetett szabályból mechanikusan adódik (jellemzően valamely múltbeli időszak átlaga).

a logikája, hogy egy ilyen háterű céltévesztés esetén a jegybank már nem vállal kötelezettséget az inflációs ráta befolyásolására, ugyanis nem képes ezeket a tényezőket korrigálni, és nincs is alkalmas eszköze erre a feladatra. Gondoljunk csak arra az esetre, ha egy országban a szélsőséges időjárási körülmények élelmiszerhiányt idéznek elő, és drasztikusan felhajtják a termékárakat. Egy ilyen inflációs ugrás esetén nyilvánvalóan nem lenne szerencsés monetáris restrikiót alkalmazva minden áron a kijelölt tartományba visszaterelni az áremelkedési ütemet, hiszen feleslegesnek és túlzottnak ítélnélő növekedési áldozatokat okozna gazdaságnak. A monetáris politikának csak arra kell ügyelnie, hogy az árszint egyszeri megemelkedése ne épüljön be a gazdasági szereplők várakozásaiba, vagyis ne adódjon hozzá az infláció tehetetlenségi elemeihez.

A mentő körülmények kijelölésénél is egy keskeny pallón kell egyensúlyoznia a gazdaságpolitikának, hiszen egy túl sok elemet tartalmazó, nagyon részletes lista publikálása megkérdőjelezheti a monetáris hatóság antiinflációs elkötelezettségét is. A legtöbb országban nem is specifikálnak a rezsím ilyen mentő körülményeket, ugyanis ezzel sérülhet az IT egyik legvonzóbb tulajdonsága, az egyszerűségéből fakadó átláthatóság elve (*Mishkin – Schmidt-Hebbel* [2001]).

A cél esetleges nem teljesítéséhez kapcsolódik a jegybanki vezetés elszámoltathatóságának kérdésköre is, vagyis annak kialakítása, hogy milyen eljárások lépnek életbe, ha a jegybank nem tudja az előre számszerűsített tartományba kormányozni az inflációt. A kétségkívül legismertebb példa az egyébként eddig még soha tényleges alkalmazásra nem kerülő új-zélandi visszahívhatósági szabály: a törvény lehetőséget ad arra, hogy a cél elvétése esetén a kormány azonnal, egyetlen tollvonással menesztesse a jegybank elnökét. Az inflációs célkövetés rendszerének egyik legismertebb teoretikusa, a svéd *Svensson* [2001] értékelése szerint ez rendkívül drasztikus megoldás, ami ráadásul meglehetősen kockázatos is, mert minden felelősséget és döntési kompetenciát egy konkrét szakemberhez delegál, ami túlzottan személyfüggővé teszi a monetáris politikát⁷⁴. A korábban közölt táblázatban szereplő egyéb megoldások az eltérések publikus magyarázatára ugyanakkor mindenképpen helyeselhetőek, ugyanis egyrészt informálják a közvéleményt a jegybank hivatalos álláspontjáról, másrészt kedvező esetben a nyilvánosságban vitát, eszmecsereét kiváltva

⁷⁴ Az eseményeket meglehetősen távolról szemlélve sem könnyű elhessegetni magunktól azt a gondolatot, hogy az új-zélandi szabályozást 1989-ben akaratlanul is a karizmatikus monetáris politikai szakember, a kormányzói posztot 14 éven át (1988-2002 között) folyamatosan betöltő *Donald Brash* személyére szabták.

javítják a rendszer átláthatóságát. Mindkét említett hatás az IT-vel szembeni közbizalom erősítésére alkalmas tényező lehet.

Ezen a ponton felmerül az inflációs célkitűzéses rendszerek szimmetriájának vagy aszimmetriájának kérdésköre is. Ez alatt azt értik a szakirodalomban, hogy ugyanolyan érzékenyen reagál-e a központi bank a cél esetleges alullövésére, mint a túllövésére. Vagyis, amennyiben az inflációs ráta várhatóan beesik a kijelölt értéktartomány alsó szélé alá, akkor tapasztalható-e egy agresszív lazítási periódus, amellyel a jegybank jelzi a gazdasági szereplőknek, hogy nem tartja kívánatosnak a hosszú távú inflációs célok radikálisan gyors teljesülését. Természetesen eltérő reakciók lehetnek indokoltak attól függően, hogy milyen eredetű sokk miatt gyorsul fel látványosan a dezinfláció üteme (*Jonás [2000] 32-34. o.*). Ha utólagosan visszatekintve az inflációs pálya bizonyul közgazdaságilag rosszul megtervezettnek (például azért, mert alábecsülték a jegybanki szakemberek a dereguláció és a kereskedelmi liberalizáció versenyélénkítő és árhűtő hatásait), akkor a központi banknak célszerű felülvizsgálnia a stratégiáját és a megváltozott körülményekhez igazítani a dezinfláció sebességét. Ha átmeneti külső sokkok (pl.: nyersanyagok világgpiaci árának mélyrepülése) hatására csökken le váratlanul az áremelkedési ütem, akkor könnyen elképzelhető, hogy nem tanácsos erre reagálnia a monetáris eszköztárral a döntéshozóknak, tekintve, hogy hónapokon belül akár ellentétes előjelű, inflatorikus hatású folyamatok is kibontakozhatnak a világgazdaságban.

A tartósnak ígérkező exogén sokkok esetén ugyanakkor lényegessé válik, hogy mennyire szimmetrikusan értelmezi a gazdaságpolitika a céltartomány két szélét. Bár ilyen esetben első megközelítésben attraktívnak tűnhet a jegybank számára, hogy alkalmazkodva az új helyzethez passzívan fogadja el az „ölebe eső”, növekedési áldozatok nélkül elért inflációcsökkenést (*opportunistic disinflation*), de a teljes képhez hozzátartozik, hogy egy ilyen aszimmetrikus reakciónak vannak komoly hátulütői is. Egyrészt várhatóan kielezi a hatalmon lévő politikai erővel a viszonyt az, ha ilyen helyzetben a jegybank nem használja ki a kamatcsökkentési mozgásteret, ami gyengítheti az IT rezsím közösségi elfogadottságát, a monetáris stratégia mögötti társadalmi konszenzust. Másrészt hitelességromboló hatása is lehet, hiszen a gazdasági szereplők egy része rosszul jár a váratlan dezinflációval, ha korábban a magasabb hivatalos előrejelzésekhez igazították hozzá a magatartásukat. A munkaadók például a szándékoltnál és termelékenységnövekedéssel alátámasztott szintnél magasabb reálbéreket fizetnek ki, a hitelfelvevők a kalkuláltnál nagyobb reálkamat-terhekkal

szembesülnek az adósságtörlesztés során. A gazdasági szereplők a későbbiekben érthetően sokkal hajlamosabbak lesznek szkeptikusan kezelni a meghirdetett inflációs célértékeket, ami alááshatja – a rendszer immanens lényegét jelentő – az előrettekintő várakozások hatékony befolyásolását.

Utoljára, de messze nem utolsó sorban, a működési kérdések egyik sarkalatos pontja a jogkörök meghatározása az inflációs cél kijelölésével kapcsolatban. *Ceteris paribus* a kormányzat és a jegybank együttdöntési eljárása a legszerencsésebb megoldás, hiszen a megosztott kompetencia mindkét gazdaságpolitikai döntéshozó centrumot érdekeltté és felelőssé teszi a kijelölt inflációs dinamika elérésében. A felzárkózó gazdaságokban még két további sajátos érv is szól a közös döntési megoldás mellett. Egyrészt a kevésbé stabil piacokon még gyakran csorbát szenvedhet a jegybank de facto függetlensége és gazdasági autonómiája, ezért az árstabilitás eléréséhez szükséges lehet a kormányzat tevékeny bevonása monetáris politika céljainak a kijelölésébe, ami intézményesítheti a két főhatóság közötti partnerségi viszonyt. Másrészt a kedvezőtlenebb kiinduló helyzet miatt ezekben az országokban elsőként a defláció ütemét és sebességét is meg kell határozni, ami szintén indokoltabbá teszi a az inflációs célok terén a nagyobb kormányzati befolyás biztosítását.

2.4.5. Dilemmák az IT körül a feltörekvő gazdaságokban

A korábban jelzetteknek megfelelően az IT a közelmúltban több felzárkózó gazdaságban is bevezetésre került, így a kelet-közép-európai térség országaiban is. *Ettl – Krzak* [1999] álláspontja szerint a rendszer viharos terjedése logikus következménye annak, hogy az alternatív monetáris politikai megoldások gyakorlatilag ellehetetlenültek a XX. század legvégére. A mennyiségi célkövetés és az árfolyamra alapozott stratégiák alkalmazásának általános nehézségeiről már esett szó a fejezet korábbi részében, a feltörekvő piacokon néhány sajátos tényező még tovább bonyolítja a helyzetüket (lásd még *Mishkin – Savastano* [2002]). Egyrészt a gyakori külső sokkok, valamint a gazdaság és ezen belül kiemelten a pénzügyi közvetítő rendszer strukturális átalakulása nagyban akadályozzák az említett rezsimek működtetéséhez elengedhetetlen célparaméterek (egyensúlyi reálárfolyam, a pénzmennyiség és az infláció dinamikája közötti átváltás) helyes beállítását. Ráadásul a tőkeszámla folyamatos liberalizálása, párosulva a globális pénzpiaci hatásokra masszívan hullámzó tőkeforgalommal könnyen spekulatív támadások célpontjává tehetik az érintett országot. A közvetlen inflációs

célkövetés instabil környezetben, turbulens gazdasági változások közepette alkalmasabb eszköz a monetáris politika vezérlésére⁷⁵.

A feltörekvő gazdaságok ugyanakkor a fejlett országoktól valamelyest eltérő, karakterisztikus problémákkal szembesülnek a rendszer üzemeltetése során. Az egyik legfontosabb feszültségforrássá az válhat inflációs célkövetés esetén, ha a gazdaságpolitika más nominális célokat is követ párhuzamosan. Leggyakrabban a nominális árfolyamra vállalt kötelezettség kerülhet konfliktusba az inflációs célértékkel, vagyis azok a kombinációk, amikor az IT rezsimhez valamilyen sávosan fix vagy csúszó árfolyampolitika kapcsolódik. Ennek egyik formája lehet, ha a meghirdetett inflációs pálya elérése más kamatszínvonalat követel meg, mint az árfolyamrendszer fenntartása. Az infláció leszorítása érdekében magasra emelt kamatok mágnesként vonzzák a spekulatív portfóliótőkét a hazai valutában denominált pénzpiaci instrumentumokba, amely folyamat könnyen elvezethet az erős sávszél határáig is. Ekkor a hitelesség fenntartása érdekében masszív devizapiaci intervenciók alkalmazására kényszerülnek a hatóságok. *Bufman – Leiderman* [2000] precízen dokumentálja Izrael esetét, ahol az 1990-es évek közepén több alkalommal, összesen hozzávetőleg 16 milliárd dollár mértékű beavatkozással tudták csak kezelni az így kialakult feszültséget. A devizapiaci intervenció kiváltotta szándékolatlan többletlikviditás sterilizálása pedig nem elhanyagolható kvázifiskális költségeket okoz a gazdaságpolitika számára.

Egy másik potenciális ütközési pontja lehet a nominális horgonyoknak, ha a piaci szereplők megítélése szerint az inflációs cél teljesüléséhez a deklarált árfolyamsávnál erősebb árfolyamra van szükség. Ekkor spekuláció indulhat be az intézményi befektetők részéről, ha azt feltételezik, hogy a központi bank az inflációs cél primátusa érvényesítésére hajlandó lesz változtatni az árfolyamrendszer paraméterein (*Jonas – Mishkin* [2003]). Erre az eshetőségre a klasszikus példát 2002-2003 fordulóján a magyar gazdaságpolitika szolgáltatta, amikor a forint árfolyamsávjának eltolása, a sávközép felértékelésére irányulóan indult be – részben irracionálisnak minősíthető – erőteljes spekuláció, amely kezelése több hónapon át tartó zavarokat okozott a pénzügyi közvetítő rendszerben. Bár az intervenció rohamot és utána a többletlikviditás

⁷⁵ A régió „állatorvosi lovának” ebben a tekintetben mindenképpen Lengyelország bizonyult. A lengyel gazdaságpolitika az IT 1998 végi bevezetése előtt szinte minden létező monetáris politikai alternatívát kipróbált a tranzíciós folyamat során: árfolyamra alapozott dezinfláció, szűk sávcsúszó árfolyamrezsim melletti óvatos kamatpolitika, pénzmennyiségi célértékek követése, illetve a bankrendszer belföldi hitelkihelyezéseinek számszerű szabályozása.

lecsapolását a Magyar Nemzeti Bank végülis sikeresen levezényelte, több tízmillárdos realizált árfolyamnyereséget elkönyvelve⁷⁶, azonban az árfolyamrendszer megvédésének az ára az adott év végére vonatkozó inflációs cél *de facto* feladása, vagyis az IT rezsimhez kapcsolódó részleges hitelességcsökkenés lett.

Ugyanakkor az is igaz, egy kis nyitott, feltörekvő gazdaságban mindenféleképpen meghatározó az infláció dinamikájában a deviza értékének alakulása, tudniillik a kamatcsatorna szerepe sokkal szerényebb a transzmissziós mechanizmusban, mint az árfolyamcsatornáé. A külkereskedelem relatíve nagy súlya a bruttó hazai termékhez képest magas árfolyam-áttételi fokot (*pass-through*) eredményez, vagyis bár tartózkodni célszerű egy IT rezsimben a jegybanknak a többes célok potenciális inkonzisztenciája miatt egy konkrét – akár formális, akár informális – árfolyam-tartomány kijelölésétől, a devizapiaci folyamatokat mindenképpen figyelembe kell vennie az eszköztára alkalmazásakor. Ezt ugyanakkor semmiképpen sem szabad egyfajta mechanikus szabályként értelmezni, hiszen eltérő reakció lehet indokolt egy ugyanolyan mértékű leértékelődésre, attól függően, hogy milyen természetű sokk érte a gazdaságot. Ha a nominális árfolyam gyengülése mögött a globális befektetési alapok portfólió-átrendezése húzódik meg, vagyis a hazai tőkepiacokon elfoglalt pozíciók részbeni felszámolása, akkor adekvát lépés lehet a restriktív célú kamatemelés, ami ráadásul jól szolgálhatja a tőkekivonási folyamat megállítását az inflatorikus hatások megfékezése mellett. Ha ellenben a valuta értékének csökkenését reálgazdasági sokk váltja ki, akkor hibás reakció lesz a monetáris kondíciók szigorítása. Tegyük fel például, hogy a leértékelődés hátterében a világpiaci cserearányok romlása húzódik meg, ami nyilvánvalóan negatívan érinti az export értékét, és ezáltal csökkenti az aggregált keresletet. A külkereskedelmi feltételek változása másrésztől növeli az importárakat, ami csökkenti a hazai gazdasági szereplők rendelkezésre álló jövedelmét, szintén depressziós következményekkel az árupiacon. Ebben a helyzetben az árfolyam gyengülésére egy azonnali kamatemelés elkapkodott intézkedés lehet, mert az előbbieken jelzett gazdasági folyamatok deflációs hatásúak, amik már középtávon is ellensúlyozhatják a devizapiaci történések inflatorikus hatásait. Sőt adott esetben még az is előfordulhat, hogy gondos mérlegelés után a jegybanknak a monetáris lazítás mellett kell letennie a voksát, elkerülve az inflációs cél alullovását⁷⁷.

⁷⁶ A spekulatív támadás kezelésének hivatalos jegybanki értékeléséhez lásd *Barabás* [2003].

⁷⁷ Erre a stratégiai hibára némileg ironikus módon, az inflációs célkövetéses rezsim úttörő országa, Új-Zéland szolgáltatott negatív példát 1997-1998-ban, amikor a dél-kelet-ázsiai pénzügyi válság kiváltotta

Az árfolyam és az inflációs cél IT melletti komplex viszonyrendszeréhez kapcsolódik az adósságdollarizáció (*liability dollarization*) problémaköre is. A feltörekvő országok relatív fejletlen pénzügyi szektora és magasabb kamatterhei is arra ösztönzik magánszektort, hogy deviza alapon adósodjanak el. Ez a törekvés érvényesül a devizabevétellel (természetes fedezettséggel) nem rendelkező szereplők körében is, akár a kis- és középvállalatok fejlesztésének finanszírozását, akár a háztartások fogyasztási célú hiteleit tekintjük. Ráadásul az említett gazdasági alanyok körében egyáltalán nem jellemző, hogy határidős ügyleteket kötve lefedezzék az adósságpozíciójuk nyitott árfolyamkockázatát. Az adósságdollarizáció egy kritikus szintje felett a hazai valuta leértékelődése súlyos recessziós hatásokkal járhat, ugyanis a hirtelen megnövekvő törlesztőrészletek bedöntik a hiteleket. Gyorsan romló minőségű banki portfóliókkal, csődbe menő üzleti szervezetekkel és fogyasztásukat drasztikusan visszafogó háztartásokkal jellemezhető az így meginduló recessziós hatású folyamat. Egy devizahiteleket nagy mértékben felhalmozó gazdaságban a monetáris hatóság tudatában van ezeknek a potenciális problémáknak, és emiatt nem fogja engedni az árfolyamot szabadon mozogni, intervenciókkal és a monetáris eszköztár más elemeinek alkalmazásával (pl. kamatemelések az árfolyamcsökkentés megállítására) korlátozni igyekszik a devizapiaci fluktuációkat. *Eichengreen* [2005a] a feltörekvő gazdaságok árfolyampolitikai választásai kapcsán korábban említett „lebegtetési félelemhez” hasonlítja ezt a jelenséget, és felhívja a figyelmet arra, hogy az adósságdollarizáció túlzott szintje esetén nem szerencsés az inflációs célkövetéses rezsím követése. Érvelése szerint ekkor az árfolyammozgások szabadságának korlátozása lesz szükségképpen a pénzügyi politika fókuszában, ami valószínűleg lehetetlenné teszi az IT rezsím sikeres működtetését.

Mishkin [2004] felhívja a figyelmet néhány további olyan tényezőre, amelyek kedvezőtlen alakulása természetesen fejlett gazdaságban is problémát okoz, de különösen feltörekvő országokban járhat súlyos következményekkel alapjaiban veszélyeztetve az inflációs célkövetéses rezsimek sikerét. Az egyik ilyen veszélyforrás a pénzügyi közvetítő rendszer törékenysége. A talán legplauzilisebb probléma az lehet emiatt, hogy előfordulhat olyan helyzet, amikor az inflációs cél teljesülése érdekében

árfolyam-leértékelődés potenciális inflatorikus hatását ellensúlyozandó a jegybank agresszív kamatemelési ciklusba kezdett, ami aztán recesszióba fordította a gazdaságot. Az új-zélandi jegybank nem vette figyelembe, hogy az ázsiai válság elsősorban a külgazdasági cserearányokat rendezte át a helyi gazdaság számára kedvezőtlen irányba. A folyamat végén aztán szomorúan konstatálhatta, hogy a monetáris szigorítással együtt már olyannyira lecsökkent a makroközlés, hogy nyílt defláció lépett fel az országban, vagyis jelentősen alulértékelték a tervezett inflációs tartományt.

kamatemelést fontolgató jegybank éppen a hitelintézetek gyenge fundamentumai miatt nem tud szigorítani a monetáris kondíciókon. Nemcsak gazdaságpolitikai hitelességvesztés, hanem ennek folyományaképpen pénzügyi válsághelyzet is könnyen előállhat egy ilyen konstellációból.

Egy másik gócpont a feltörekvő piacokon hagyományosan jelentkező fiskális fegyelmezetlenség lehet, amely gyakran választási szempontokat követő populista politikával társul. Komoly nehézséget okozhat egyrészt a költségvetési túlköltekezés keresletnövelő hatása, amely természetesen pótlólagos inflációs nyomást gyakorol az árupiacokon. Másrészt az adósságszpirál elindulása valószínűbbé teszi, hogy mint 2001-ben Argentínában történt, a kormány a bankrendszer eszközeit kisajátítsa (pl. a devizabetétek befagyasztása), amely eshetőség megint csak pénzügyi krízis szélére sodorhatja a kérdéses országot. Ugyanakkor fontosnak tartjuk ezen a ponton hangsúlyozni, hogy nem csak a kormányzó elit felelőtlen magatartásának a veszélye nehezítheti meg az előzetesen publikált inflációs pálya elérését. Ha a makrogazdasági koordinációban az elsőként *Sargent – Wallace* [1981] klasszikus tanulmányában felvázolt fiskális dominancia (*fiscal dominance*) érvényesül, akkor a monetáris politika elveszti a kontrollt az árak emelkedési ütemének meghatározása körül. Ekkor ugyanis a költségvetés a saját, autonóm szempontjait követve meghatározza a deficit nagyságát, egyszersmind kényszerhelyzetbe hozva a monetáris politikát, hogy mennyi bevételt kell biztosítani seigniorage révén. A kötvénypiacokon finanszírozási korlátokba ütköző monetáris hatóság előbb-utóbb kénytelen lesz a monetáris bázis felpumpálását választani, ami könnyen megghiúsíthatja a korábban meghirdetett inflációs célok realizálását⁷⁸.

A fejezetben elemzett problémák és dilemmák után kézenfekvőnek tűnik az a megállapítás, hogy sokkal nehezebb az IT rezsimet egy feltörekvő, netán tranzíciós országban működtetni, mint egy érett piacgazdaságban. Ugyanakkor az intézményi gyengeségek és a külső reál- és nominálsokkoknak való fokozott kitettség minden szóba jöhető monetáris politikai stratégia követését beárnyékolná, vagyis a dezinfláció biztosítására nem szolgálnak csodaszerként egyéb módszerek sem. Sőt, az instabil környezetben talán még a legalkalmazhatóbb a közvetlen inflációs célkitűzés filozófiája, ugyanis a végső célra koncentrálja a gazdaságpolitika figyelmét, nem valamely közbenső nominális változó (pénzkínálat, árfolyam) felügyeletére. Bár az inflációs

⁷⁸ A fiskális dominancia szakirodalmáról, és a jelenségnek a feltörekvő piacokon játszott szerepéről lásd bővebben *Zoli* [2005] kitűnő írását.

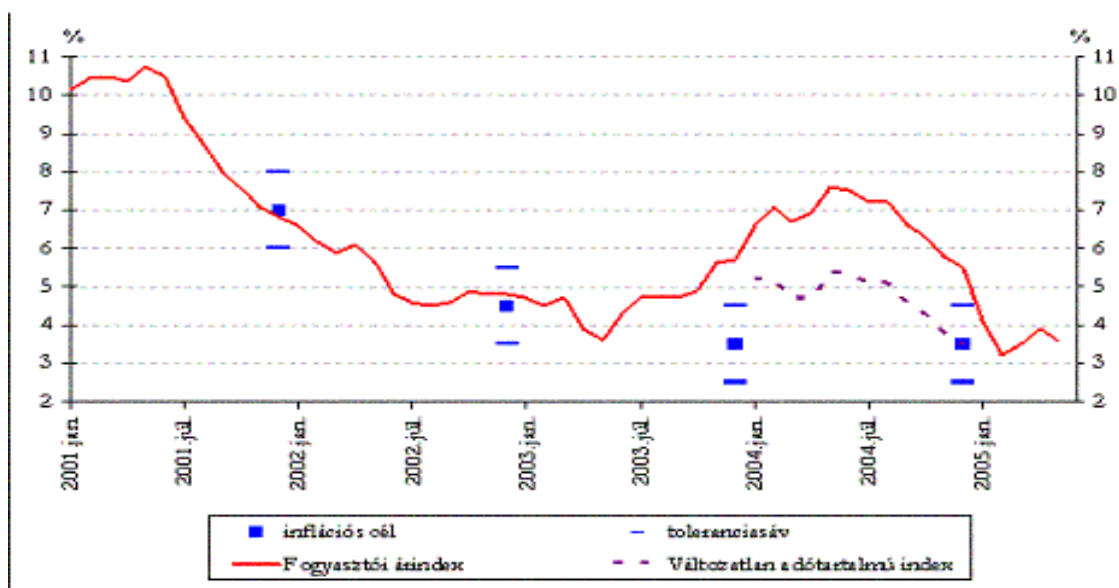
célok elérése jóval bonyolultabb feladat mint a fejlett országokban, és ebből következően sokkal nagyobb az esélye az infláció felül- vagy alullovésének, ugyanakkor még az eltérések világos és nyilvános kommunikálása is segíthet a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak lehorgonyzásában. Az IT rezsím végül is nem egy gazdaságpolitikai céllövőverseny, ezért még a feltörekvő piacok rövid távon megszokottnál nagyobb hibahatárral működő rendszerei is sikeresek lehetnek hosszabb távon az antiinflációs hitelesség megteremtésében, valamint az áremelkedési dinamika ütemes csökkentésében, feltéve ha direkt hatalmi-kormányzati befolyásolástól mentesen, átlátható és szakmailag megalapozott módon képesek üzemeltetni a monetáris politikájukat⁷⁹.

2.4.6. Következtetések a magyar IT rezsím vonatkozásában

A közvetlen inflációs célkitűzés eddigi viszonylag rövid története is szolgálhat néhány olyan tanulsággal, amelyet célszerű megfogadni a magyar döntéshozóknak teljesítmény javítása érdekében. A hazánkban 2001 júniusában meghirdetett új monetáris politikai keretrendszer (*MNB* [2001]) működési jellemzői az elmúlt években is fokozatosan finomodtak, érzékelhető volt a törekvés a hazai jegybanki vezetés részéről a nemzetközi gyakorlatban bevált elemek lépésenkénti meghonosítására. A következő ábra mutatja a hazai IT rezsím eddigi eredményeit az inflációs célok tükrében.

⁷⁹ Ismét Lengyelországot lehet illusztratív példaként említeni, tekintve, hogy az IT rezsím 1998-as bevezetése óta ez idáig még nem volt olyan év, amikor formálisan teljesültek volna a meghirdetett inflációs célok. Ennek dacára nem túlzás azt állítani, hogy a rendszer sikeresnek bizonyult a közép és hosszú távú inflációs várakozások számottevő csökkentésében, a lengyel jegybank hitelességének megteremtésében és erősítésében, és a fogyasztói árindex növekedési ütemének kontroll alatt tartásában.

6. ábra: Az IT melletti magyar inflációs teljesítmény 2001-2005 között



Forrás: MNB honlap (www.mnb.hu)

A legvalószínűbb forgatókönyv szerint Finnország és Spanyolország korábban említett példájához hasonlóan hazánk is a monetáris uniós csatlakozás bekövetkezéséig az IT stratégiát fogja fenntartani, ezért a rendszer további korrigálása, a többi ország tapasztalatainak beépítése a közeljövőben is aktuális feladat marad a gazdaságpolitika számára. Már csak amiatt is, mert ahogy Csaba ([2005a] 201-206. o.) meggyőzően bizonyítja sem elméleti, sem empirikus érvek alapján nem indokolt a kelet-közép-európai tranzíciós országokban, így hazánkban sem a fejlett gazdaságokhoz képest számottevően magasabb szinten kijelölni az árstabilitásnak megfelelő inflációs tartományt. Közgazdaságilag megalapozottan a sajátos tényezők (Balassa-Samuelson hatás, torzult árszerkezet, hatósági árak nagyobb szerepe stb.) összességének beszámítása mellett is csak egy enyhe, maximum 1-2 százalékpontos relatív különbség támasztható alá.

Amint az az IT rezsím bemutatásánál is kiderült, a gazdasági szereplők várakozásainak előretekintő jellegűvé formálása kulcsszereppel bír az inflációs inercia megtörésében, amit nagyban segíthet a jegybank és kormányzat aktív és összehangolt kommunikációja, valamint a monetáris politika átlátható működése. A két gazdaságpolitikai alapintézmény közötti összhang és közösen vállalt elkötelezettség alapvető kritériuma a minimális áldozati ráta melletti dezinflációnak. Ennek az együttműködésnek az erősítésére Magyarországon törvényi előírásokba kellene foglalni

és átláthatóan szabályozni az inflációs célok kijelölése kapcsán az együttdöntési jogot, amely jelenleg eseti jelleggel, csak egyfajta szokásjog alapján működik. Célszerű lenne az MNB-nek és a kormánynak egy részletes és teljes terjedelmében nyilvános szerződés formájában megállapodni a középtávú inflációs pályáról, amit parlamenti határozat is szentesíthetne, ezzel mentesítve az esetleges kormányváltások keltette természetes bizonytalanságtól a dezinflációs terveket. Az így megteremtett konszenzus társadalmi léptékűvé is növelhető, ha a szerződésben lefektetett számokat használnák kiindulópontul a kollektív bértárgyalásokon és a gazdasági döntéseiknél a szociális partnerek, ami ráadásul komolyan növelné a rendszer hitelességét⁸⁰. Ezen túlmenően *Békés – Rátvai* [2003] írásukban azt sürgetik, hogy a jegybank elszámoltathatóságában is lépjen előrébb a magyar rezsim: egyik javaslatuk szerint az inflációs cél elvétele esetén a jegybanknak nyilvános magyarázatot kellene adnia a felmerült eltérésre, és a nem teljesítéshez kapcsolódóan különböző súlyú szankciók (pl.: a központi banki vezetők javadalmazásának csökkentése) kiszabására is lehetőséget teremtenének.

Az IT rezsim sikere szempontjából fontosnak bizonyulhat az alternatív nominális horgonyok kiiktatása a gazdaságpolitika horizontjából, ahogy azt a feltörekvő piacok korábban ismertetett példái és közvetlenül a 2003 januári hazai devizapiaci történések is alátámasztják. Bár az Magyar Nemzeti Bank az utóbbi időben előrébb lépett ebben az ügyben, tekintve, hogy már nem helyez súlyt a kommunikációjában az árfolyamcélra, a potenciális feszültségek megelőzése érdekében az ideális helyzet jelenleg is az lenne, ha egy menedzselt lebegtetés rendszer egészítené ki az inflációs célkövetéses monetáris stratégiát. A széles sávós fix árfolyamrendszer 2001-es meghirdetése egyértelműen hibás döntésnek minősíthető, amelyből fakadó kétértelműségek hozzájárultak az elmúlt évek tőke- és devizapiaci zavaraihoz. Bár az árfolyamrendszer és monetáris stratégia elvi ellentmondásainak gyakorlati kiéleződése nem a természeti törvényekkel rokonítható elkerülhetetlen szabályszerűség, a kedvezőtlen külső körülmények, például a fiskális politika fellazulásai könnyen felszínre hozhatják ezt a lappangó inkonzisztenciát (*Tóth M.* [2003]). A potenciális feszültségpontok előkerülésének az esélye a felzárkózó pályán lévő, kevésbé stabil intézményrendszerrel és gyengébb stabilitási kultúrával rendelkező gazdaságokban nyilván nagyobb, így ezekben az országokban még fontosabb a gazdaságpolitikái

⁸⁰ A javaslat releváns maradt az előző fejezetben már idézett 2007-től érvényes folyamatos inflációs célkitűzés mellett is, különösen mert maga a közlemény fogalmaz úgy, hogy az ERM II-es belépéskor, de legkésőbb 3 év múlva megtörténik a kijelölt 3 ± 1 %-os sáv hivatalos felülvizsgálata (*MNB* [2005b]).

keverék megtervezése és kialakítása során figyelembe venni a fentebb jelzett szempontokat.

Nem hallgatható el, hogy az árfolyamrendszer megváltoztatásának lehetőségeit erőteljesen behatárolja – látszólag talán teljesen meg is kérdőjelezi –, hogy a hivatalos Konvergenciaprogramban szereplő 2010-es eurózónás csatlakozási céldátum eléréséhez a forintot legkésőbb 2007 első félévében be kell vinni a jelenlegi árfolyamrendszerünkhöz a legtöbb paraméterében hasonló ERM II árfolyammechanizmusba, vagyis az esetleges megszüntetése után újra vissza kellene állítani a most érvényben lévő $\pm 15\%$ -os sávhatárokat a forint-euró középárfolyam körül. Ugyanakkor szeretnénk arra is emlékeztetni, hogy az ERM II-be, mint a monetáris unió előszobájába való belépés *de facto* feltételezi az államháztartási folyamatok konszolidálását és a valutaunióra vonatkozó tervek fenntarthatóságának biztosítását, különben a jelenlegi tagállamok és az EKB nem fog várhatóan beleegyezni a lépésbe⁸¹. Ha a piaci szereplők kritikus tömege hitelesnek fogadja el az euró átvételére publikált stratégiát és reálisnak (egyensúly közelinek) ítéli meg a visszavonhatatlan rögzítésre kerülő paritást, akkor az árfolyamvárakozások centrumába azonnal a deklarált középárfolyam kerül, minimális fluktuációkat kiváltva a devizapiacon. Egy ilyen helyzetben minimális annak az esélye, hogy összeütközésbe kerüljön az árfolyamcél az inflációs céllal, vagyis nincs ellentmondás abban az elgondolásban, hogy a most eltörlésre javasolt sávhatárok néhány év múlva újra bevezetésre kerülhetnek. Az eurózónás csatlakozás és vele együtt ERM II-be való belépés jelenleg egyáltalán nem kizárható és mindenképpen sajnálatos fejleménynek minősítendő években mérhető kitolódása pedig egyértelműen racionálissá teszi az árfolyampolitika átalakítására vonatkozó felvetést.

Az árfolyammozgások szabadsági fokához kapcsolódóan egyre feszítőbb dilemmát okoz Magyarországon is a devizahitelezés előretörése⁸². Az adósságdollarizáció lendületes növekedésének megállítására persze csak csekély ráhatása van egy szabad piacgazdaságban a központi banknak, de más állami hatóságokkal karöltve a rizikófaktorok tudatosításával és a potenciális veszélyekre való

⁸¹ Az ERM II-ben az EKB-t is – bár nem feltétlen – intervenció kötelezettség terheli a részt vevő valuták vonatkozásában, ezért semmiképpen nem érdekelt olyan országok felvételében, amelyek a makroökonómiai egyensúlytalanságaik miatt folyamatos devizapiaci kilengésekkel lennének kénytelenek szembesülni az árfolyam-mechanizmusban eltöltött időszak során.

⁸² A Magyar Nemzeti Bank adatai szerint (MNB [2005a]) például a természetes fedezettel (külföldi fizetőeszközben érkező rendszeres bevételek) jellemzően nem rendelkező háztartások hitelállományában a devizahitelek részaránya a néhány évvel ezelőtti marginális mértékről közel 30%-ra ugrott.

figyelmeztetéssel hozzájárulhat a sok vonatkozásban kockázatos folyamat csillapításához⁸³. A devizaalapú hitelkonstrukciók növekvő súlya ugyanis nem csak az érintett üzleti szervezetek és háztartások fizetőképességét és stabilitását teszi ki az árfolyam ugrálásainak, hanem egyrészt bizonyos rendszerkockázatot is megjelenít a pénzügyi közvetítésben, másrészt behatárolhatja a monetáris politika mozgásterét a feltörekvő piacokról szóló részben elemzett összefüggések szerint.

Az IT rezsím eddigi 15 éve során egyre nagyobb hangsúly került a széles értelemben vett közvélemény tájékoztatására, a monetáris politika transzparenciájának biztosítására. Ebben a vonatkozásban a legtöbb szóba jöhető elemet más sikerrel adaptálta az MNB, a nemzetközi szokványokkal összhangban kerül publikálásra negyedévente az Inflációs jelentés⁸⁴, és 2004 vége óta néhány hetes késleltetéssel, de még a következő kamatdöntő tanácskozás előtt megjelennek a Monetáris Tanács üléseiről készült szerkesztett jegyzőkönyvek is. Az inflációs célkövetés rendszerében vezető szereppel bíró (Egyesült Királyság, Svédország), valamint más tekintélyes államok (pl.: Egyesült Államok, Japán) központi bankjai rendszeresen hozzáférhetővé teszik a hivatalos ülések szavazási adatait, és nem csak az összesített eredményeket, hanem az egyéni voksokat is az egyes alternatívákról. A szavazatok teljes körű publikálásának szokásos ellenérve, tudniillik, hogy ez az eljárás megnehezíti a testületi tagok számára a közvélemény előtt az álláspontjuk akár gyökeres megváltoztatását a későbbiek során, ugyan komolyan megfontolandó szempont, azonban a módszer fokozatos, előre meghirdetett bevezetésével mindenképpen javítható a rendszer átláthatósága. A kedvező nemzetközi tapasztalatok alapján a magyar jegybank is előrébb lépett ezen a területen, és 2005 októberétől fogva teljes körűen közli a szavazási eredményeket a jegyzőkönyvekhez csatolva⁸⁵. A rendszeres közzététel a

⁸³ Ebből a szempontból joggal bírálható az állami adósságkezelési stratégia is Magyarországon, hiszen az elmúlt években mind az adósságállomány finanszírozásában, mind a kvázifiskális tevékenységek (pl. árfolyamgaranciák, autópálya-hitelek) rohamosan nőtt a devizakomponens jelentősége. Ezek a folyamatok pedig növelik a gazdaság sérülékenységét, és közvetlen módon hozzájárulhatnak egy esetlegesen kirobbanó pénzügyi válság hatásainak súlyosbodásához (lásd erről bővebben *Werner* [2005]).

⁸⁴ *Fracasso és társai* [2003] tanulmányukban értékelték és rangsorolták szakmai minőségi és közérthetőségi szempontok alapján 19 IT jegybank Inflációs jelentését (illetve az Inflációs jelentéssel megegyező funkciójú publikációját, ha más néven adják is ki a dokumentumot). Az Egyesült Királyság és Új-Zéland vezette lista előkelő 6. helyén találjuk a Cseh Köztársaságot, és némileg hátrébb Magyarországot (13.) és Lengyelországot (15.). Mindenképpen figyelemre méltó, hogy a két éllovas mellett az első ötbe feltörekvő gazdaságok jegybankjai verekedték be magukat: sorrendben Brazília, Thaiföld és Chile.

⁸⁵ A közvetlen térségi összevetésben egész jól áll a hazai jegybank ezen a területen, ugyanis a lengyel monetáris hatóság csak a negyedévente megjelenő Inflációs jelentésében közli a megelőző időszak szavazási statisztikáit név szerinti bontásban. A cseh központi bank ugyanakkor az MNB korábbi gyakorlatához hasonlóan csak az összesített eredményt adja meg az ülések jegyzőkönyveinek végén,

remények szerint ösztönzi a monetáris politikai grémiumokban az egyéni erőfeszítéseket a jobb minőségű, megalapozott döntések meghozatalára, ugyanis adott esetben a nyilvánosság előtt is meg kell védeni a véleményüket az érintett döntéshozóknak. Továbbá növelheti a személyes felelősséget a vita és a szavazás során, ami talán könnyen elsikkadhat még egy ilyen befolyásos testület munkájában is.

A felzárkózó piacok tapasztalatai rávilágítanak arra is, hogy megfelelő intézményi fejlettség szükséges a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosításához, valamint a költségvetés fegyelmének helyreállításához. Ezen előfeltételek nélkül könnyen hitelességvesztés alakulhat ki a piaci szereplők körében, vagyis az IT rendszer nem tudja betölteni az egyik legfontosabb funkcióját, tudniillik, hogy alacsony szinten horgonyozza le a közép és hosszú távú inflációs várakozásokat. A magyar rezsím eddigi részleges kudarcaiért (különösen a 2003-as és a 2004-es inflációs cél-túllövések) ugyan nem a monetáris rendszer kialakításhoz szorosan kapcsolódó tényezők, hanem megítélésem szerint a legnagyobb mértékben az állami túlköltekezés okolható. A fiskális fenntarthatóság helyreállítása ugyanakkor nem az inflációs célkitűzésen alapuló monetáris politika specifikus sikerkritériuma, hiszen a költségvetési konszolidáció bármely pénzügypolitikai stratégia mellett elengedhetetlen gazdaságpolitikai feladat lenne. Ráadásul erre nem csak a Stabilitási és Növekedési Egyezmény és az euró átvételére meghirdetett Konvergenciaprogram betartása miatt van szükség, hanem ahogy Györfly [2005a] részletesen bizonyítja a világpiacon versenyképesség megőrzése és a reálkonvergencia feltételeinek biztosítása érdekében is. Mindemellett a működési jellemzőkre vonatkozó fenti javaslatok adaptálásával, különösen az átláthatósági és elszámoltathatósági megfontolások előtérbe helyezésével meggyőződésünk szerint javítható az inflációs célkitűzéses rezsím magyarországi teljesítménye, ami jelentősen hozzájárulhat a nominális maastrichti kritériumok biztonságos eléréséhez, amely vitán felül a közeljövő legfontosabb gazdaságpolitikai kérdése hazánkban.

ráadásul a cseh verzió jóval rövidebb, vagyis a döntéseket megelőző vita is csak töredékesebben, vázlatosabban olvasható ki a dokumentumból. Az egyéni szavazatok publikálása kapcsán a szakirodalomban leggyakrabban felhozott gyakorlati ellenpélda az EKB titokzatossága ezen a téren, de megítélésünk szerint nem igazán vethető össze a frankfurti intézmény eljárása egy nemzeti bankéval. Az EKB Kormányzótanácsában ugyanis az egyes tagintézmények megszemélyesítőjeként az eurózóna jegybankelnökei ülnek, akik döntései kapcsán óhatatlanul fel fog még hosszú ideig merülni a valós vagy vélt nemzeti érdekek képviselésének szükségessége, függetlenül attól, hogy az előírások szerint minden tagnak az eurózóna gazdaságának egészét figyelembe véve kell kialakítani az álláspontját.

2.5. Következtetések

A pénzügypolitikai stratégia megtervezésének teoretikus háttere radikális metamorfózison esett át az elmúlt két-három évtizedben. Érvelésünkben kiemeltük az elsősorban a monetarizmushoz, valamint az újklasszikus iskolához köthető elméleti megfontolásokat, amelyek alapjaiban átformálták a monetáris- és árfolyampolitika terén érvényesülő hatósági szándékokat és elvárásokat. A forradalminak értékelhető változásokat részben a közgazdaságtudomány elméleti koherenciájának helyreállítását célzó újklasszikus program motiválta. A közgazdaságtan zárt és ellentmondásmentes logikai struktúrává alakításában, amely nyilvánvalóan követelmény egy szilárd lábakon álló és módszertanilag kiforrott tudományággal szemben, meghatározó szerepet játszottak az áttekintésünkben is szereplő szerzők és művek. Megnyugtatóan tisztázódtak azok a metodológiai problémák is, amelyek abból fakadtak, hogy a mikroökonómiai intertemporálisan optimalizáló tökéletesen racionális szereplőiről azonnal irracionális viselkedést tételeztek fel, amint makrogazdasági kérdések merültek fel.

A fentiekén túlmenően hozzájárult az elemzett fejlődéshez az egyes országok gazdaságpolitikai tapasztalatai is. Az 1970-es évek stagflációs tendenciái élesen rávilágítottak arra, hogy a logikai csúszkálások elkerülése mellett már csak azért is szükség van a diszciplína főáramának újragondolására, mert az akkori közgazdasági kánon téves predikciókhoz és szuboptimális gazdaságpolitikai javaslatokhoz is vezethet. Az elmúlt évtized gazdaságpolitikai csapásirányai, a jelenleg divatos szellemi vezérfonalak megértéséhez szükséges tisztában lennünk azokkal az elméleti mozgásokkal és a hozzájuk kötődő konvenciókkal, amelyek valószínűleg végérvényesen megrendítették az állami gazdaságirányítás és a központi finomhangolás omnipotenciájába vetett hitet.

A globalizációs folyamat kihatásai, ezen belül elsősorban a tőkeáramlások világszerte viharosan terjedő liberalizálása és a tőkepiacok integrációja más irányból csökkentette a nyitott országok gazdaságpolitikai mozgásterét. A pénzügyi válságok elméleti és empirikus irodalmának áttekintése annak felismerésére vezethet bennünket, hogy manapság sokkal gyorsabban és durvábban „büntethetnek” meg egy piacot a befektetők a tőkéjük átranzferálásával valamely nemkívánatosnak tartott intézkedés, vagy netán egy aggasztónak ítélt makroadat nyilvánosságra kerülése után, ráadásul a rendszerbe a fertőzőési hatás fordulatai miatt bekerültek kevésbé kiszámítható elemek is.

Az 1990-es évek végének sorozatos krízisei okozta rémület után viszonylag gyorsan elillant a nemzetközi pénzügyi architektúrát érintő reformhangulat, jószerevével eltűntek a globális napirendről a válságok megelőzését, illetve hatékonyabb kezelését szorgalmazó változtatási javaslatok. Ezek az összefüggések ugyanakkor nem mentik fel a nemzeti gazdaságpolitikai intézményeket a felelős és hiteles gazdaságpolitika gyakorlásának kötelezettsége alól, ugyanis a válságok kirobbanási esélyeinek minimalizálása továbbra is fontos feladat számukra.

Az értekezésünk első részében bemutatott elméleti és intézményi átalakulás egyik gazdaságpolitikai következményeként interpretálható az inflációs célkitűzéses rendszer megjelenése és viharos elterjedése az elmúlt 15 évben. Ennek a viszonylag újnak számító monetáris politikai rezsimnek a vonzerejét erőteljesen növelte, hogy még a globalizált tőke- és pénzpiacokon kialakuló pénzügyi válságok idején is sikeres teljesítményt mutatott fel. Az üzleti szereplők inflációs várakozásainak befolyásolására és kontrollálására markánsan építő stratégiával kedvező eredményeket értek el a gyengébb intézményi háttérrel és kevésbé stabil gazdaságpolitikával jellemezhető feltörekvő piacokon is. A nyilvánosan publikált célok elvétései is megnyugtatóan kezelhetők az átlátható jegybanki működés és hatékony kommunikációs politika révén. A fentebb kiemelt tapasztalatok alapján az eurózónás felkészülés pénzügypolitikai keretének feladatára az IT rendszere alkalmas rezsimnek ítéltető, mind a felvételi kritériumok teljesítése, mind a reálkonvergenciát előmozdító monetáris makroökonómiai környezet biztosítása vonatkozásában.

Fontos felhívni a figyelmet arra, hogy az állami szerepvállalás csökkenése, a magángazdasági automatizmusok és a piaci erők térnyerés nem mindig ideológiai megfontolásokból valósult meg, hanem gyakran a pőre közgazdasági logika eredményeképpen, mint ahogy azt a nemzetközi trilemma esete is igazolja. Ugyanakkor a bemutatott konvenciók és az elméleti forradalmakkal összhangban álló elvek az elmúlt évtized tapasztalatai alapján megfelelő iránytűnek látszanak a világ, és különösen a felzárkózó pályán lévő gazdaságok előtt álló gazdaságpolitikai kihívások elrendezésére. Erre az összefüggésre jó példával szolgálhat a jegybanki intézményi függetlenségen alapuló monetáris stratégiák adaptálása, például a részletesen bemutatott inflációs célkövetés rendszere, amely a fejlett országok mellett a felzárkózó gazdaságok is viszonylagos sikerrel használták fel az árstabilitás elérése érdekében. A kelet-közép-európai átmenet egyik fő tanulságaként is leszűrhető, hogy a modern gazdaságpolitikai

hüvelykujj-szabályokat elfogadó országok jellemzően eredményesebben kerültek ki a gazdaságtörténeti szempontból is egyedülálló folyamat viharos szakaszából.

3. Az EMU létrehozásának és működésének tapasztalatai

Ebben a fejezetben az európai Gazdasági és Monetáris Unió történeti és közgazdaságtani elemzésével foglalkozunk. Nem vállalkoz(hat)unk arra, hogy átfogó képet fessünk a témáról⁸⁶, csak azokra a vonatkozásokra koncentrálnunk, amelyek közvetlen tanulsággal bírnak a kelet-közép-európai országok számára. Ennek megfelelően elsőként áttekintjük az európai monetáris egységesülés történeti kialakulását, valamint a politikai megfontolások szerepét az EMU létrehozásában. Utána rátérünk az egységes valutaövezet elindítását megelőző szakmai vitákban kulcsszerepet játszó gazdasági megfontolások bemutatására, hiszen az új uniós tagok euróérettségét is erre alapozva vizsgálja a szakirodalom. A következőkben a maastrichti konvergencia-kritériumok teljesítéséből fakadó tapasztalatokat vesszük számba, ami már csak azért is aktuális, ugyanis a következő években az euró bevezetésére aspiráló országoknak várhatóan ugyanazon a purgatóriumon kell keresztül menniük céljuk eléréséhez. Természetesen megvizsgáljuk az egységes monetáris politika és a fiskális szabályozás (a Stabilitási és Növekedési Egyezmény) eddigi eredményeit, valamint dilemmáit. Az utolsó alfejezetben a monetáris unió és a pénzügyi piacok összefüggésrendszerét, valamint a közös valuta bevezetésének a pénzügyi közvetítő rendszerre gyakorolt hatásait térképezzük fel.

3.1. Történeti áttekintés

Az európai monetáris egységesülési folyamat 1999. január 1-én új dimenzióba lépett: megvalósult a monetáris unió, számlapénzként bevezetésre került a közös valuta, az euró, és Frankfurtban megkezdte tényleges működését Európai Központi Bank (EKB). Bár a szélesebb közvélemény számára valószínűleg a 2002. újróvi dátum volt a meghatározóbb élmény, hiszen akkortól lehetett fizikai formájában (bankjegy és érme) kézbe venni az eurót, közgazdaságilag a minőségi ugrás a monetáris politika gyakorlásának szupranacionális szintre történő emelésében ragadható meg. A gazdaságtörténetben mindaddig precedens nélküli volt az, hogy önálló, kiépült nemzeti

⁸⁶ Az EMU komplex történeti és közgazdaságtani elemzéséről már az 1990-es évek második felében színvonalas monográfiát írtak: *Kenen* [1995], *De Grauwe* [1997] és *Gros-Thygesen* [1998].

pénzrendszerrel rendelkező országok önkéntesen lemondanak monetáris politikai szuverenitásukról, valamint az ezt megtestesítő nemzeti valutájukról és ezen jogköröket egy nemzetek feletti intézmény (a mi esetünkben az EKB) hatáskörébe adják át.

Annak persze, hogy 2002. januárjában mindenki számára kézzelfogható valósággá vált a közös pénz, rengeteg történelmi előzménye és előképe van. Nyugodtan mondhatjuk, hogy meglehetősen rögös út vezetett idáig, hiszen még a monetáris unióról döntő 1991-es Maastrichti Szerződés⁸⁷ (MSZ) után is számtalan vita és aggodalom kísérte a monetáris egységesülés folyamatát. Többször napirendre került az EMU elindításának elhalasztása, sőt voltak olyan szakértők (lásd például *Feldstein* [1992] és [1997]), akik apokaliptikus víziókat felvázolva az egész ötlet elfeledésére bíztatták Európa vezető politikusait. A magországok (Németország, Franciaország, Benelux-államok) közvéleményének gyakran kézzelfogható ellenérzései közepette mégis eljutott Európa egy valószínűleg sorsfordító állomásig az integrációs folyamatban, amelynek végső következményei akár egy konföderatív alapokon álló Európai Egyesült Államok létrehozásában is testet ölhetnek.

3.1.1. A monetáris unió előzményei

Az európai integráció történeti kezdeteinél a monetáris ügyek korántsem voltak meghatározóak, amelyben nyilván komoly szerepet játszott az a tény, hogy az 1950-es években a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer a virágkorát élte. Az 1944-ben életre hívott konstrukció biztosította a legfontosabb keresztárfolyamok stabilitását, valamint sikerrel kalauzolta el az európai valutákat a konvertibilitásig. A szabad átválthatóság megteremtése előtt az Európai Fizetési Unió (*European Payments Union, EPU*) létrehozása (1950) volt az első jelentős lépés az együttműködés előmozdítása terén. Az EPU célja az intraregionális kereskedelem ösztönzése volt egy multilaterális alapú elszámolási rendszer kialakításával, amelynek a II. világháborút követő helyreállítási periódusban orosz-lánrésze volt a gazdasági kapcsolatok elmélyítésében.

⁸⁷ A Maastrichtban jóváhagyott Szerződés az Európai Unióról (Treaty on European Union, TEU) alaptörvény jellegű dokumentummal kapcsolatban több évszám is kering a köztudatban. 1991. decemberében tartották Maastrichtban a soros holland elnökséget lezáró Európai Tanács ülést (a tagországok állam- és kormányfőinek részvételével), ahol a megállapodás főbb pontjairól az egyezség megszületett. A szerződés jelentőségének megfelelő ünnepélyes aláírásra 1992. február 7-én került sor, szintén a dél-hollandiai városban. Az uniós gyakorlatban ezután következő viharos események tarkította ratifikációs folyamat után 1993. november 1-vel lépett hatályba a Maastrichti Szerződés.

Az Európai Közösségeket (EK) megalapító 1957-es Római Szerződés a legnagyobb hangsúlyt a Közös Piac megteremtésére helyezte, azon akadályok fokozatos lebontása révén, melyek az áruk, a szolgáltatások, a munkaerő és a tőke szabad áramlását hátráltatták. Mindazonáltal néhány cikkelyben megjelent a makrogazdasági politikák összehangolása fontosságának felismerése is. A Szerződés specifikálja a makroökonómiai célokat (kiemelten kezelve a fizetési mérlegek egyensúlyát), melyeket a nemzeti gazdaságpolitikák harmonizálása segítségével kívántak elérni. Konkrét intézkedésnek azonban egyedül a Monetáris Bizottság (*Monetary Committee*) felállítása volt tekinthető. Az árfolyam-politikát ugyan szintén olyan területként említi a Szerződés, amely tagállamok közös ügye, ám egyáltalán nem célozta egy regionális valutaövezet kialakítását.

Az első tervek a monetáris integráció gyakorlati megvalósítására a 60-as évek folyamán születtek meg. A legambiciózusabb víziók természetesen a *Jean Monnet* fémjelezte föderalista irányzathoz köthetők (*Lőrincné* [2001] 56-62. o.). Az EPU szülőatyjának tekintett *Robert Triffin* vezetésével az „Egyesült Európáért Akció Bizottság” keretein belül került kidolgozásra 1962-ben egy úgynevezett Akcióprogram, amely a monetáris unió gyors megvalósítását irányozta elő. Triffin szerint az európai integráció végső célja a politikai unió megvalósítása, és ez pedig elképzelhetetlen a monetáris ügyek szupranacionális szintre emelése nélkül. A föderalisták Egyesült Európa álma azonban hamar lekerült a napirendről, ugyanis a tagországok a nemzeti érdekeiket körömszakadtáig védelmezték.

Az első igazán komoly kísérlet az EMU létrehozására az 1969-es hágai csúcsértekezlettel vette kezdetét. A kormányfők elhatározták, hogy fokozatosan megvalósítják a gazdasági és monetáris unió ambiciózus tervét, és a részletek kidolgozásával, valamint az ütemterv elkészítésével a luxemburgi miniszterelnök *Pierre Werner* vezette grémiumot bízták meg.

A Werner-jelentés 1970 októberére készült el (*Bulletin of the EC* [1970]), amely a monetáris unió létrehozásának végső határidejét 1980-ra irányozta elő. Az EK Miniszteri Tanácsának 1971. márciusi ülése jóváhagyta a Werner-tervet, mind a stratégiai irányvonalát, mind a benne szereplő konkrét menetrendet. Bár az egyhangú döntés nem ezt sejteti, de az EK-ban ekkor még egyértelműen többségben voltak a monetáris unió ellenzői. A tagállamok vezetői a szétesőben lévő Bretton Woods-i rendszer leomló falai alól szerettek volna kimenekülni, emiatt adták áldásukat egy regionális monetáris integráció tervére, amelyet később, ha nem válik be, vagy

túlságosan húsbavágó nemzeti érdekeket sért, akkor nem túl költséges kihajítani az ablakon.

Az aranydeviza-rendszer szétesését követően egy darabig még nem voltak hajlandók belenyugodni az akkori döntéshozói a lebegő árfolyamok korszakának beköszöntésébe. Az IMF által is szorgalmazott 1971. decemberi Smithsonian Egyezmény egy új nemzetközi bilaterális paritásrács kereteit alakította ki, amelyben a közben leértékelt dollárhoz képest $\pm 2,25$ %-os ingadozást tett lehetővé az megállapodásban részt vevő országok valutái számára. Az itt meghatározott összesen 4,5%-os ingadozási sávot túl tágnak ítélték az európai országok, és a következő év áprilisában Bazelben az EK hat tagállama megegyezett az úgynevezett valutakígyó⁸⁸ létrehozásáról, amely egymással szemben egy szűkebb $\pm 1,125$ %-os sávot jelölt ki. A valutakígyó nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket, jelentős tagországok (Franciaország, Olaszország, és az új EK-tagállam Nagy Britannia) szinte hetente lépdeltek ki-be a rendszerbe, valamint a középárfolyamok is szinte állandó kiigazításra szorultak.

A Werner-tervnek megfelelően 1973. áprilisában felállították az Európai Monetáris Együttműködési Alapot (*European Monetary Cooperation Fund, EMCF*), majd 1974. februárjától a Miniszterek Tanácsa elrendelte az éves nemzeti gazdaságpolitikai irányelvek közzétételét a gazdasági konvergencia előmozdítására. Bár a Werner-jelentés előírásai közül néhányat valóban átültettek a gyakorlatba a tagországok, a monetáris unió elérése lassan lekerült a napirendről. Ennek mozgatórugóit a szakirodalom (*Kenen* [1995], *Horváth-Szapáry* [1999]) alapján elsősorban négy tényezőcsoportban látjuk: a kedvezőtlen külső körülményekben, a világos politikai elkötelezettség hiányában, valamint a terv túlzott ambícióiban és gyenge kidolgozottságában.

A 1970-es évek első éveit több negatív világgazdasági tendencia jellemezte. A korábban már említett aranydeviza-rendszer összeomlása mellett az első olajárrobbanás következményeképpen a világ vezető országainak a stagfláció jelenségével kellett megismerkedniük. A növekedés lelassult, a munkanélküliség szintje megugrott az inflációs rátákkal párhuzamosan, ami kellemetlen új tapasztalat volt a politikusok számára. Az egyes országok sokkal inkább a megnehezedett gazdasági helyzet

⁸⁸ A szellemes elnevezés a százalékos árfolyamváltozásokat illusztráló grafikonokra utal: az európai valuták árfolyamtrendjét jelző görbék szinte párhuzamosan hullámoztak a 4,5%-os nagyságú „dolláralagútban” (*snake in the tunnel*).

orvoslásával, mint a hosszú távú intézményi reformok kimunkálásával voltak elfoglalva. A konvergencia helyett a divergencia vált uralkodóvá az EK-n belül is, hiszen a külső sokkokra adott gazdaságpolitikai válaszok országonként eltértek.

A Werner-terv bukásában kulcsszerepet játszott a politikai elkötelezettség gyengesége is. A tagországok vezetői nem sorakoztak fel egyértelműen a merész projekt mögé, sőt az első komolyabb érdeksérelmek nyomán magára hagyták. Az EMU létrehozásának célját végül is hivatalosan nem anulálták az EK intézményei, egyszerűen nem hozták meg a szükséges intézkedéseket. A javaslat végső sorsára utalva mondta azt szellemesen *Tsoukalis* [1997] (142. o.), hogy a Werner-terv az 1970-es évek legfontosabb meg nem történt eseménye volt.

Harmadsorban meg kell említenünk a Werner-terv képviselte túlzott ambíciókat is, hiszen megvalósítása esetén az összes fontosabb gazdaságpolitikai hatáskör nemzetek feletti szintre került volna, ami még a németek ellenkezését is kiváltotta, nemhogy a nemzeti szuverenitásukra mindig sokkal kényesebben vigyázó franciákét. A monetáris politikai jogköröket egy, az amerikai Federal Reserve modellje alapján kialakított európai központi bank hatáskörébe tervezték áthelyezni. Ami még a Maastrichti Szerződésben lefektetett konstrukció ismeretében is meglepetésként hathat, az az, hogy a fiskális politika alakítása is egy újonnan létrehozott csúcshintű szervezethez, a gazdaságpolitikai döntések központjához (*centre of decision for economic policy*) került volna. Ezen kívül a nemzeti adórendszerek és szociális transzferek gyors ütemű harmonizálását is előirányozták, ami végképp elfogadhatatlan volt az egyes országok politikai elitjei számára. A javaslatcsomag maradéktalan megvalósítása gyakorlatilag a politikai unió előszobájába kormányozta volna az EK-t, ami nem felelt meg a tagországok igényeinek (*Dyson* [1994] 79-88. o.).

Utoljára, de nem utolsósorban szólnunk kell a terv immanens gyengeségeiről, amik különösen élesen látszanak, ha például a MSZ monetáris rendelkezéseivel vetjük össze. A Werner-terv gyakorlatilag kívánságok és elképzelések laza halmaza, vele szemben az 1991-es dokumentum egy széles körben ratifikált, jogilag kötelező erejű szerződés, részletesen kidolgozott menetrenddel és pontosan definiált intézményi struktúrával. Míg például az MSZ szerves részét képezik az ECB-nek és az előfutárának számító Európai Monetáris Intézetnek (*European Monetary Institute, EMI*) az alapító statútumai, addig a Werner-terv csak halványan körvonalazza az EMU intézményi struktúráját.

A fentiekben felsoroltak vezettek a Werner-terv korai halálához. A világgazdasági helyzet konszolidálódása után az 1970-es évek végén, amikor a monetáris kooperáció újra napirendre került nem tértek vissza a torzóban maradt elképzeléshez. A közös valuta létrehozása majd csak az egységes piaci program első sikerei után, a 80-as évek végén válik ismét az EK hivatalos céljává. A következő évtizedben életre hívott rendszerek csak a keresztárfolyamok stabilitásának megteremtésére keresnek megoldást, emiatt *Eichengreen* [1993] és *Kenen* [1995] is hangsúlyozza, hogy a Maastrichti Szerződésben lefektetett monetáris rendelkezéseknek nem az időben azokat közvetlenül megelőző Európai Monetáris Rendszer (*European Monetary System, EMS*) a hiteles előképe (előfutára), hanem a Werner-terv.

3.1.1.1. Az Európai Monetáris Rendszer

A végül a XX. század legvégére megvalósuló egységes európai valutához tehát kronológiailag az EMS-es keresztül vezetett az út. Az 1978-as brémai csúcsértekezleten *Helmut Schmidt* német kancellár és *Valery Giscard D'Estaing* francia köztársasági elnök közös javaslata „monetáris stabilitás övezetének” létrehozásáról egyhangú támogatást kapott. Az új együttműködési mechanizmus, az Európai Monetáris Rendszer 1979. márciusában lépett életbe a tagországok jegybankjainak megállapodása alapján.

Az EMS gyakorlatilag egy árfolyam-mechanizmusra (*Exchange Rate Mechanism, ERM*) épül, amely egy bilaterális paritásrács köré szerveződik. A konstrukció új eleme az ECU (*European Currency Unit*), ami egy, az európai tagvalutákból súlyozottan képzett kosárvaluta. Az ECU-höz képest minden valuta árfolyama definiált, ez alapján számolják ki a bilaterális árfolyamhálót. A központi árfolyammal megpróbálják becélolni a hosszú távú egyensúlyi árfolyamot, de természetesen ezek kiigazíthatóak voltak. Az ERM tagországai vállalták, hogy a valutájukat a központi paritáshoz képest egy szűk $\pm 2.25\%$ -os sávon belül tartják (a líra és később a többi dél-európai ország esetében a sáv szélessége $\pm 6\%$ volt), és ez automatikus intervenciók kötelezettségével járt. Annak érdekében, hogy a valutapiaci beavatkozások ne legyenek túl drasztikusak, létrehoztak egy figyelmeztető rendszert, amely jelez, ha egy valutára erőteljes le- vagy felértékelési nyomás nehezedik. Az úgynevezett divergencia-jelzőszám az árfolyam tényleges eltérését méri a hivatalos központi árfolyamtól, a lehető legnagyobb elmozdulás százalékában. Egy adott valutára

vonatkozó intervenciós küszöbérték (*threshold of divergence*) a megengedett maximális ingadozás 75 százaléka.

A rendszer logikájából következően a tagoknak a legerősebb valutájú ország monetáris politikáját kellett követniük, ha valutájukat a meghatározott sávon belül szerették volna tartani. Ez az EMS esetében Németország volt, így az európai államok kénytelenek voltak a Bundesbank szigorú antiinflációs rezsimjét követni, annak minden előnyével (hitelesség, bizalom növekedés) és hátrányával (szigorú restriktív) együtt⁸⁹.

A kezdeti bizonytalanságok (gyakori középárfolyam kiigazítások) után az EMS stabilizálódott és egy jól funkcionáló fix árfolyamrendszerre vált. Mivel az agilis bizottsági elnök *Jacques Delors* vezetése alatt az európai integráció is komoly lendületet kapott az egységes belső piac megteremtését 1992. januárjára megcélzó brüsszeli program és az 1986-ban aláírt Egységes Európai Okmány (*Single European Act*) révén, nem volt meglepő, hogy a monetáris unió elképzelése újra komoly formában az integrációs napirendre került.

Alapvetően három argumentum jelent meg a közös valuta mellett a korszak EMU-vitáiban. Az első érvrendszer hangsúlyozza, hogy a belső piac kiteljesítése elképzelhetetlen a különféle nemzeti valuták létéből fakadó árfolyamkockázatok és tranzakciós költségek kiküszöbölése nélkül. Ezt a nézetet az Európai Bizottság híres 1990-es jelentése alapján „*one market, one money*” felfogásnak is nevezhetjük (*EB* [1990]). A monetáris unió szükségességét a korábbi integrációs lépések alapozták meg (*Holland* [1995] 16-18. o.), vagyis az egységes európai piac létrejötte, az árfolyamstabilitás elérése, a gazdaságpolitikai koordináció megteremtése után szinte automatikusan vetődik fel folytatásként a közös valuta bevezetése. Közgazdasági szakzsargonnal élve, az önálló nemzeti valuták létét a valódi egységes belső piac megvalósítása előtt álló utolsó nem-vámjellegű kereskedelmi akadálynak (*non-tariff barrier, NTB*) tekintették.

A másik jellemző érv az EKB első Ügyvezető Igazgatóságának a nemzetközi kapcsolatokért felelős tagjává választott neves olasz közgazdász *Tommaso Padoa-Schioppa* [1994] nevéhez fűződik, aki kidolgozta a gazdaságpolitikai négy alapvető

⁸⁹ Az EMS egy markáns interpretációja a kezdetektől fogva az volt, hogy a részt vevő európai országok ezen keresztül importálják a német dezinflációs politikai évtizedek alatt kiépített hitelességet (részletesen lásd erről: *Giavazzi – Pagano* [1988]). Németország ráadásul azon kivételes helyzetű fejlett gazdaságok közé tartozott, ahol az 1970-es évek második, illetve az 1980-as évtized első felében is alacsony szinten maradt az áremelkedés üteme. A konstrukció közgazdasági logikája teljesen analóg a munkánkban a pénzügypolitika intézményi kérdéseinél már ismertetett delegálási elméletekkel.

célkitűzésének inkonzisztenciájáról (*inconsistent quartet*) szóló elméletet, ami gyakorlatilag a korábban már a disszertációmban elemzett nemzetközi trilemma egyik változatának tekinthető. A megközelítés szerint a szabad kereskedelem, az akadálytalan tőkeáramlás, a rögzített árfolyamok és a monetáris autonómia céljai ellentmondásba kerültek egymással, vagyis együttes realizálásuk nem lehetséges. Mivel az 1990-es évek elejére Európa elkötelezte magát az első három cél mellett, *Padoa-Schioppa* az inkonzisztencia feloldását a független nemzeti monetáris politika feladásában, a közös pénz bevezetésében látta. Ezt a választást erősítette az a vélelem, hogy a másik három faktorról való lemondás óriási visszalépést jelentett volna az európai integráció számára, hiszen az egységes piac alapelveit kellett volna részlegesen felszámolni.

A harmadikként említhető érvelés az EMS korábban is jelzett aszimmetrikus természetén alapul, amellyel még a későbbiekben részletesebben is foglalkozunk. Ehelyütt elegendő annyit felidézni, hogy az 1980-as évek folyamán az EMS tagjai kénytelenek voltak a Bundesbank kőkemény inflációs héjájának stratégiáját követni. Ezért aztán egyre gyakrabban merült fel a kérdés szerte Nyugat-Európában: ha már mindenképp „közös” monetáris politikát kell gyakorolni, miért nem hozunk létre egy európai központi bankot, amely a többi ország érdekeit is figyelembe tudja venni? A dilemma különösen aktuálissá vált az 1990-91 környékén, ugyanis azt újraegyesítés miatt felborult német államháztartást a Bundesbank szigorú monetáris restriktívával próbálta ellensúlyozni, és ez nem tette lehetővé az aktív politika alkalmazását a depresszióval sújtott többi országban. Valószínűleg egyébként az is hozzájárult a közös jegybanki intézmények létének elfogadásához, hogy az országok úgy érezték: a monetáris autonómiájukat már korábban elvesztették, az EMU-val csak esélyt kapnak, hogy beleszólhassanak a jövőben a pénzügyi politika alakulásába.

3.1.1.2. A közös valuta megszületése

Az 1988-as hannoveri Európai Tanács ülésen felállítják a *Jacques Delors* vezette szakértői bizottságot, amely a következő év áprilisában bemutatta a tervét a monetáris unió megvalósítására. A jelentés bizonyos szempontból formai hasonlóságot mutat a Werner-tervvel, például a felkészülést szintén 3 szakaszra osztotta, valamint a közös pénz bevezetését egy évtizednyi időtávra helyezte. A tartalmi különbségek azonban véleményünk szerint fontosabbak, mint az esetleges hasonlóságok. A Delors-terv azt az álláspontot képviselte, hogy a monetáris unió bevezetése előtt szükség van a részt vevő

országok reálgazdasági konvergenciájára, szükség van a nemzeti hatáskörben maradó költségvetési politikák felügyeletére, továbbá szükség van a tőkeáramlások liberalizálására még a felkészülés folyamán.

A Maastrichti Szerződés monetáris cikkelyei a Delors-bizottság javasolta ütemtervre és filozófiára épültek. Az EMU-ban történő részvételt - reflektálva a kibővítési hullámok során egyre heterogénebbé váló tagságra - az alábbi konvergencia-kritériumok⁹⁰ teljesítéséhez kötötte:

Árfolyamstabilitás: az euróövezetben részt vevő országok valutáinak piaci árfolyama az árfolyam-mechanizmus által meghatározott ingadozási sávon belül kell, hogy maradjon úgy, hogy nem kerülhet sor a többi tagországgal szemben megállapított középárfolyamok leértékelésére a konvergencia-jelentést megelőző két évben.

Árstabilitás: a vizsgált tagország inflációs rátája a konvergencia-jelentésben meghatározott egy éves periódusra legfeljebb 1,5 százalékponttal múlhatja felül a legalacsonyabb inflációs rátát felmutató három tagállamnak ugyanezen időszakra számított számtani átlagát.

Kamatlábak: a vizsgált tagország hosszú távú kamatlába a konvergencia-jelentésben meghatározott egy éves periódusban legfeljebb 2 százalékponttal múlhatja felül a legalacsonyabb inflációs rátát felmutató három tagállam hosszú távú kamatainak számtani átlagát.

Államháztartási pozíció: az adott tagország a résztvevő országok körére vonatkozó európai tanácsi döntés idején nem áll úgynevezett túlzott deficit eljárás alatt. A költségvetési hiányra vonatkozó 3%-os, illetve a bruttó államadósságra vonatkozó 60%-os GDP arányok a referenciaértékek a túlzott deficit megállapításának folyamatában.

Az MSZ ratifikációs nehézségei keltette feszültség és piaci bizonytalanság következményeként az EMS is súlyos válságon ment keresztül 1992-93-ban, ami komoly próbatétel elé állította a politikusok monetáris unióval kapcsolatos elkötelezettségét. A frissen liberalizált és deregulált európai pénzügyi piacokon szokatlan méretű spekuláció bontakozott ki a legtöbb európai valuta ellen⁹¹. A líra és a font nem is bírta el a piaci nyomást, nem tudták a szűkebb $\pm 2.25\%$ -os sávon belül tartani őket és 1992 szeptemberében országaik ki is léptek az ERM-ből. A spekulációs

⁹⁰ A megfogalmazott számszerű konvergenciakritériumokat sok bírálat érte, egyrészt az optimális valutaövezetek elméleti talajáról, másrészt a belső logikai koherenciájukat érintően. A legtöbb vitát generáló fiskális kritériumok felvetette közgazdasági dilemmákról és problémákról jó áttekintést ad *Oblath* [1999a] írása.

⁹¹ A spekuláció technikáiról és az EMS-válság történetéről kitűnő kronologikus áttekintést ad *Horváth-Szalai* [1997] 43-50. o.

tevékenység azonban tovább folytatódott a márka kivételével szinte a rendszer összes tagvalutája ellenében. A tagállamok pénzügyminisztereinek és jegybankelnökeinek 1993. augusztus 1-ei találkozásán döntést hoztak a sáv szélesség drasztikus $\pm 15\%$ -ra történő bővítéséről, ami végül is szinte lebegő árfolyamokat jelentett. Az európai keresztárfolyamok stabilitását hosszú ideig biztosító konstrukció feláldozása volt az ára a spekulációs hullám megállításának.

A válság három alapvető tanulsággal szolgált az európai vezetők számára. Egyrészt bizonyította, hogy a gazdasági reálkonvergencia mértéke a piaci szereplők szemében még nem támasztja alá hitelesen a szűk árfolyamsávot. Másrészt mindenki számára egyértelművé tette a tőkeáramlások liberalizálását követő korszak új játékszabályait, megmutatta a spekulánsok által kezelt pénzpiaci alapok (*hedge funds*) erejét. Harmadrészt az új feltételek között paradox módon megerősítette a monetáris unió létrehozásának szükségességét, ugyanis a szabad tőkemozgások korában a spekulációs támadásokkal szembeni védettséget gyakorlatilag csak az árfolyamparitások végleges rögzítése jelenthet. (Vagy a szabadon lebegő árfolyamokra való áttérés, de ez természetesen nem felelt meg az európai országok gazdasági érdekeinek)⁹².

A nominális kritériumok hatására erőteljes konvergencia kezdődött az európai államokban az 1993-tól kezdődő időszakban. A következő adatsorokból jól látszik, hogy különösen a költségvetési deficitek lefaragásában mutattak fel impresszív teljesítményt az EMU startvonalához kíváncsi országok.

⁹² Az ERM összeomlásának volt persze emellett még tágabb időhorizonton mérve is tanulsága, mégpedig az a kínálózó gazdaságtörténeti analógia, ami a Bretton Woods-i rendszer sorsával kapcsolta össze ezt az európai regionális valutáris együttműködést. Mindkét rendszer addig működött csak sikeresen, amíg fennálltak a tőkeáramlás előtt álló akadályok, és a résztvevő országok a nemzetközi kötelezettségeiknek alárendelték a belső gazdasági megfontolásaikat. Amikor ez a két tényező eltűnt a színről, akkor rövid idő leforgása alatt válságok és spekulációs támadások döntötték össze a szóban forgó szűk sávok rögzített árfolyammechanizmusokat.

8. táblázat: Az infláció, a költségvetési deficit és az államadósság alakulása a 15 EU-tagországban 1995-1998 között (százalék)

Ország	Inflációs ráta				Költségvetési egyenleg a GDP százalékában				Államadósság a GDP százalékában			
	95	96	97	98	95	96	97	98	95	96	97	98
Németország	1,8	1,2	1,6	1,7	-3,5	-3,5	-3,0	-3,0	58,0	60,4	62,0	62,5
Franciaország	1,8	2,0	1,2	1,3	-5,0	-4,2	-3,1	-3,0	51,5	55,7	57,5	58,0
Olaszország	5,3	4,0	1,8	2,0	-7,3	-6,7	-3,0	-2,8	125,0	123,8	122,6	121,5
Nagy-Britannia	2,8	2,5	1,8	2,1	-6,0	-4,9	-2,0	-0,5	54,2	54,4	52,7	50,2
Spanyolország	4,7	3,6	1,9	2,2	-5,8	-4,4	-2,8	-2,7	65,0	69,3	68,2	67,9
Hollandia	1,9	1,5	2,0	2,2	-3,7	-2,3	-1,6	-1,5	78,9	76,6	72,4	70,2
Belgium	1,5	1,8	1,5	1,5	-4,1	-3,2	-2,4	-2,0	133,8	126,9	123,6	120,7
Svédország	2,9	0,8	1,9	2,2	-8,1	-3,6	-1,4	0,0	78,7	77,7	75,9	72,3
Ausztria	2,2	1,8	1,2	1,5	-6,2	-4,0	-2,9	-2,8	69,5	69,5	66,1	65,3
Dánia	2,1	1,9	2,0	2,3	-1,7	-1,6	-0,5	1,2	72,1	66,7	63,5	59,6
Finnország	1,0	1,0	1,2	1,9	-5,6	-2,6	-1,5	-0,3	59,6	58,7	58,6	56,5
Portugália	4,1	2,8	1,9	2,2	-5,2	-3,2	-2,8	-2,7	70,3	65,6	63,2	62,5
Görögország	9,3	7,9	5,5	6,0	-9,2	-7,4	-5,2	-4,6	111,5	111,9	108,7	105,5
Írország	2,5	1,7	1,1	3,0	-2,4	-1,1	0,4	0,3	84,6	73,0	67,0	64,0
Luxemburg	1,9	1,2	1,4	1,8	0,4	2,6	1,6	1,0	6,3	6,6	6,7	6,9
Referenciaérték	2,9	2,5	2,7	2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	60,0	60,0	60,0	60,0

Forrás: Annual Economic Report [1999]

A Maastrichti Szerződés kizárólag nominális kritériumokat (inflációs szint, kamatláb, deficit, államadósság) szab meg az EMU-s tagság feltételül, míg a reálfolyamatok konvergenciáját az átmeneti szakaszok viszonylagos hosszúsága biztosíthatja. A nominális mutatók világosan és egyértelműen számonkérhetőek a tagországoktól, míg a reálváltozók „összesimulását” a MSZ elsősorban nem spontán folyamatként, hanem a tagországok közötti gazdaságpolitikai koordináció eredményeként képzelel el.

Az 1996-os dublini csúcson döntés született az euró bevezetésének 1999. január 1-ei időpontjáról, valamint a nemzeti hatáskörben maradó fiskális politikákat szabályozó Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) alapelveiről, amely végül is az 1997. júniusi Amszterdami Szerződésben került kodifikálásra. Világossá vált, hogy az 1997-es év makrogazdasági adatai alapján kerül majd meghatározásra az EMU induló mezőnye. Az országok egy része „kreatív könyvelési technikákat” is alkalmazott annak érdekében, hogy kvalifikálják magukat a startvonalhoz. Az inflációs és kamatláb kritérium teljesítése nem okozott különösebb gondot, inkább az államháztartás rendbetétele követelt áldozatokat. Az államadósság kérdésében így is szükség volt a konvergencia-kritérium rugalmas (puha) interpretálására, hiszen például az olasz és belga mutató kétszerese volt abban az időben az előírt mértéknek.

A közös valutával kapcsolatos ügyek felgyorsulása mellett a közhangulat dinamikája érdekes képet mutatott az európai országokban. A déli periférián a közvélemény egyértelműen EMU-párti volt, és megértéssel kezelte a tagság érdekében hozott szigorú intézkedéseket is. (pl.: Olaszországban különadót vetettek ki a költségvetési hiány csökkentése érdekében). Az északi centrumországok lakossága sokkal szkeptikusabban és hűvösebben viszonyult a kérdéshez, ezért ott elsősorban a politikusok szorgalmazták a kérdés napirenden tartását.

A közvélemény alakulásának kapcsán érdekes tényező volt, hogy a közgazdászok körében sem született egyértelmű szakmai konszenzus a monetáris unió alkalmazásának optimalitásáról Európában. Egy térség közös valutájának megteremtését illetően gyakorlatilag egyetlen, még az 1960-as évek elején alkotott koherens közgazdasági teória létezik: az optimális valutaövezet elmélete (*Optimum Currency Area, OCA*). Az 1999-ben többek között ezért is Nobel-díjat kapó *Robert A. Mundell* nevéhez fűződő modell erőteljesen megosztotta a kutatókat a témakörben, és jóval inkább táplálta, mint hűtötte volna az ellenérzéseket a monetáris unióval szemben (*Benczes [1999a]*). A későbbiekben még visszatérünk az OCA elméletéből levonható tanulságokra mind az eurózóna jelenlegi tagjai, mind a kelet-közép-európai országok vonatkozásában.

Az igazság napjai 1998. május első hétvégéjén virradtak fel, amikor az Európai Tanács rendkívüli brüsszeli csúcsértekezletén az EMI konvergencia-jelentésének javaslataival és az Európai Bizottság ajánlásával összecsengően 11 tagországot (Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália, Spanyolország) minősítettek alkalmasnak az EMU tagságra. Döntés született az Európai Központi Bank első vezetőségének összetételéről⁹³, valamint az árfolyamok irreverzibilis rögzítésének elveiről.

Az ünnepélyesnek szánt eseménynek, amelynek az európai egységet és egyetértést kellett volna szimbolizálnia az integrációs folyamat talán legfontosabb állomásának küszöbén, kellemetlen utóízt kölcsönzött az EKB első elnökének

⁹³ Az 1998-ban jóváhagyott – és azóta már teljesen megújult – csapat névsora: *Willem F. Duisenberg* – elnök, *Christian Noyer* – alelnök, és további négy igazgatósági tag (zárójelben az általuk felügyelt területek): *Eugenio Domingo Solans* (statisztika, informatika), *Sirkka Hämäläinen* (kontrolling, operatív menedzsment), *Otmar Issing* (vezető közgazdász), *Tommaso Padoa-Schioppa* (nemzetközi ügyek). Az első Ügyvezető Igazgatóság tagjainak mandátumát 4-8 év között változó időtartamban határozták meg, ugyanis ha mindenkét a teljes ciklusra neveznek ki, akkor könnyen megeshet, hogy 8 évenként teljesen kicserélődik a vezetőség. A követett módszerrel hosszú időre biztosítottak látszik egyfajta személyi kontinuitás az EKB topmenedzsmentjében.

kiválasztása körüli hajnalig tartó iszapbirkózás. Az EMI hivatalban lévő kormányzója, a holland nemzetiségű *Wim Duisenberg* mögé már előzetesen 14 tagország sorakozott fel, egyedül *Jacques Chirac* gondolta másképpen: ő természetesen a francia jegybanki kormányzó *Jean-Claude Trichet* jelölését támogatta. Meglepetést inkább az okozott, hogy a nyilvánvaló szavazatarány ellenére reggel fél ötig nem volt hajlandó beletörödni az eredménybe. Állítólag a francia köztársasági elnök egy korábban még az elődje *Francois Miterrand* által *Helmuth Kohllal* kötött szóbeli megegyezésre hivatkozott (miszerint mivel az EKB székhelye Németországban lesz, akkor az első elnöke francia nemzetiségű legyen), és csak akkor adta be a derekát az egyre kínosabbá váló huzavonában, amikor Duisenberg megígérte neki, hogy a 8 éves mandátuma felénél önként lemond a francia jegybankár javára. Hangsúlyoznunk sem kell, hogy ilyen előzmények után az új közös intézmény és első vezetősége hitelességének megítélése, a monetáris politikában egyre nagyobb jelentőséget kapó piaci reputációja nem a legideálisabb szintről indult. Végülis a pikáns előzményekhez képest meglepően jól alakult a történet vége: 2003. november 1-től Duisenberg valóban a mandátumának teljes kitöltése előtt élemedett életkorára hivatkozva távozott, és az európai állam- és kormányfők *Trichet* választották meg utódjának. A holland vezető tervezettnél hosszabb hivatali idejét azt magyarázta, hogy a francia jegybanki kormányzónak tisztáznia kellett magát még egy korábbi kormányzati funkciójából fakadó hűtlen kezelési ügyben, és a pereskedés elég sokáig elhúzódott, de végül a büntetőjogi felelősség alóli felmentésével megnyugtatóan rendeződött.

3.1.2. A monetáris unió és a politikai egységesülés Európában

Ebben az alfejezetben az európai Gazdasági és Monetáris Unió politikai vonatkozásait járjuk körbe⁹⁴. Megvizsgáljuk, hogy miképp magyarázható a monetáris unió létrejötte a tradicionális integrációs elméletek segítségével, valamint azt is, hogy a politikai egységesülés kérdésére milyen válasz vezethető le belőlük. A következőkben áttekintjük az optimális valutaövezetek elméletének fényében milyen tapasztalatok szűrhetők le a monetáris unió jövőjét illetően, külön kitérve az európai szintű fiskális föderalizmus kialakítását övező szakmai polémiára is. A sokszor lebecsült gazdasági hatóerők rehabilitálása jegyében a korábban bemutatott Mundell-Fleming modell

⁹⁴ A gazdasági és politikai tényezők potenciális szerepét az új tagállamok monetáris uniós csatlakozási folyamatában behatóan tárgyaltuk: *Jankovics* [2006].

segítségével illusztráljuk a monetáris unió mögött meghúzódó közgazdasági összefüggéseket, amelyek bizonyos mértékig szembeszállnak a mindent a politikai megfontolásokra visszavezető vélekedésekkel.

3.1.2.1. A monetáris unió a klasszikus integrációs elméletek tükrében

A közös valuta és a politikai unió viszonyának tanulmányozásakor támpontokért nyugodtan nyúlhatunk a klasszikusnak tartott integrációs elméletekhez (föderalizmus, neofunkcionalizmus, liberális kormányköziség). Egyrészt azért, hogy megnézzük, az egyes teóriákba miképpen illeszthető bele a monetáris unió létrehozása, másrészt amiatt is, hogy az adott logikából következően mi következik, mi várható a politikai háttér megteremtésének terén a közeljövőben.

A föderalista elmélet szinte megkerülhetetlen az európai integráció bármilyen szempontú tanulmányozásakor, ugyanis az „alapító atyáknak” nevezhető *Jean Monnet*, *Robert Schuman*, vagy a később a nyomdokaikba lépő karizmatikus bizottsági elnök, *Jacques Delors* ennek az ideológiának a jegyében cselekedtek. A föderalizmus nézőpontjából a közös valuta bevezetése a szinte teleologikusnak tekinthető végső cél, a később megvalósítandó egységes európai állam felé tett markáns lépésnek tekinthető. A föderalista eszme aranykorában, az európai integráció induló éveiben éppen ennek jegyében tették meg a történeti részben már említett első lépéseket a monetáris unió felállítására (*Horváth-Szalai [1997]*). A Római Szerződés után egy évvel, 1958-ban létrehozták a Monetáris Bizottságot, amely feladatául az európai monetáris unió előkészítését kapta. 1962-ben akcióterv készült a közös valuta bevezetésére (*Action Programme of the Community for the Second Stage*), és habár ennek keretében 1964-ben felállították a Jegybankelnökök Tanácsát a monetáris politikai kooperáció szorosabbra fűzése érdekében, a Közösség még nem volt elég érett egy ilyen erőteljes integrációs lépés megvalósításához. A valutáris kooperáció szükségessége sem jelentkezett élesen a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer akkori stabilitása miatt, másrészt elegendő feladatot adott az 1960-as évekre a vámunió kialakítása és a Közös Agrárpolitika alapjainak a lerakása.

A föderalista eszme a későbbiekben elvesztette meghatározó szerepét, azonban éppen a jelenleg folyó, az európai integráció további sorsát alapvetően érintő viták

kapcsán újra előtérbe került a föderális Európa koncepciója⁹⁵, amely a monetáris egységesülés után nemcsak a gazdaságpolitikák harmonizációját sürgeti, hanem ezek szupranacionális szintre emelését szorgalmazza. A föderalizmus hívei számára az euró megjelenése kétségtelenül a régóta vágyott Európai Egyesült Államok⁹⁶ felé tett grandiózus lépésnek tekinthető, amely közelebb visz a politikai unió felállításához.

A neofunkcionalizmus az 1960-as években kialakult, elsősorban Ernst Haas munkásságához köthető elmélet, amely a nevezetes „túlcsordulási hatás” (spillover-effect) révén magyarázza az integráció előrehaladását. Eszerint a monetáris integráció szükségességét a korábbi integrációs lépések alapozták meg (*Holland* [1995] 18-20. o.), vagyis az egységes európai belső piac létrejötte, az árfolyam-stabilitás elérése, a gazdaságpolitikai koordináció megteremtése után szinte automatikusan vetődik fel folytatásként a közös valuta bevezetése. Ebbe a logikai keretbe illeszkedve az 1980-as évek második felében vált népszerűvé az úgynevezett „megkoronázási elmélet”, amely a monetáris unió megteremtését az európai gazdasági egységesülési folyamat egyfajta betetőzéseként, csúcspontjaként fogta fel (*Kenen* [1995]). Ebben a szemléletben az önálló nemzeti valuták léte a valódi egységes belső piac (*truly integrated internal market*) kiteljesítése előtt álló utolsó nem vámjellelű kereskedelmi akadállyal tekinthető.

A neofunkcionalista logikát alkalmazva a mostani monetáris unió jövőjét illetően arra a megállapításra kell jutnunk, hogy a működés során egyre többször fog felvetődni a szorosabb együttműködés kérdése a teljes gazdaságpolitikai eszköztárra vonatkozóan. Az 1990-es években az európai országok között megvalósult reálkonvergencia (*Rácz* [1998]) további folytatásához a költségvetési politikák nemzetek feletti szintre emelése is szükséges lehet⁹⁷. Az egységes monetáris politika hatékonyságának biztosítása is egyre inkább felveti a közös fiskális politika

⁹⁵ A diskurzus kiobbantója *Joschka Fischer* német külügyminiszternek a berlini Humboldt egyetemen tartott beszéde volt (*Fischer* [2000]).

⁹⁶ A hagyományos angliai euroszepticismust ismerve ironikus, hogy a fogalom megalkotása *Winston Churchill* nevéhez fűződik, aki az 1946. szeptember 19-én tartott zürichi beszédében meghirdette az európai összefogás programját. („*Our constant aim must be to build and fortify the strength of UNO. Under and within that world concept we must recreate the European family in a regional structure called, it may be, the United States of Europe.*” (*Churchill* [1948] 202. o.)

⁹⁷ Országok, esetleg egész régiók közötti komoly mértékű fiskális redisztribúció kialakításával elérhető a periférikus térségek felzárkóztatása. A jelenlegi uniós költségvetési főösszeg hozzávetőlegesen az összesített GDP 1,05-1,1%-át éri el, és ennek is csak egy kisebb része (hozzávetőlegesen 0,4%-a) tekinthető régiók közötti tényleges jövedelem-átcsoportosításnak.

megteremtését⁹⁸. Vagyis a spillover-hatás diktálta hűvös logika is a közös európai szuperállam megteremtésének irányába mutat.

A kormányköziség liberális elméletének magva az, hogy az integráció dinamikáját a racionálisan együttműködő nemzetállamok adják, vagyis az előrelépés csak konszenzusos alapon, a tagállamok teljes egyetértésével történhet. Eszerint a monetáris uniót pragmatikus érvek alapján hozták létre, és a politikai integráció semmiképpen sem vezethető le belőle. A döntéshozatalnak alapvetően meg kell maradnia az önálló tagállamok szabad egyezkedésén alapuló minta mellett, melyet a jelenlegi intézményrendszerben a Miniszterek Tanácsa, illetve az állam- és kormányfők alkotta Európai Tanács jelenít meg. A kormányköziség filozófiája nem sugallja, hogy az euró bevezetésével megtették a döntő lépést a tagállamok az egységes európai állam megteremtése felé.

3.1.2.2. Tanulságok az optimális valutaövezetek elmélete fényében

Az előző részben elemzett Werner-tervvel kapcsolatos keserű tapasztalatok befolyásolták a Delors-bizottság ténykedését is, hiszen semmiféle költségvetési centralizációs törekvés nem található a jelenlegi szerkezetben. A fiskális politikai szabályozást pontosító Stabilitási és Növekedési Egyezmény a nemzeti hatáskörben maradó politikák peremfeltételeit jelöli csak ki. Emiatt a Maastrichti Szerződés elfogadása után rögtön szakmai kritikák pergőtűzébe került, amelyek elméleti alapjait a a korábban már említett közgazdasági teória, az optimális valutaövezet elmélete adja⁹⁹. Az elképzelés azzal foglalkozik, hogy milyen kritériumok teljesülése esetén célszerű monetáris uniót létrehozni, pontosabban arra keresi a választ, hogy milyen feltételek mellett tekinthető egy régió optimális övezetnek, ahol a közös valuta bevezetése több előnnyel jár, mint az önálló monetáris politika fenntartása. A leglényegesebbnek tartott ilyen tényezők a kereskedelmi kapcsolatok intenzitása és a gazdaságok külkereskedelmi nyitottsága az övezetben, továbbá a konjunktúraciklusok összehangoltsága, valamint a makroökonomiai preferenciák, a gazdasági struktúra illetve a tényezőpiacok hasonlósága. Az OCA-t természetesen manapság nem úgy célszerű értelmeznünk, mint egy konkrét útmutatót az árfolyampolitikai rendszer kiválasztásához, hanem mint egy

⁹⁸ A jelenlegi szabályozást biztosító Stabilitási és Növekedési Egyezmény csak bizonyos kereteket jelöl ki, és ennek hatékonyságával kapcsolatban is komoly kételyek fogalmazódtak meg a közelmúltban, amelyet a későbbi fejezetekben ismertetünk.

⁹⁹ Az elmélet kifejtését lásd: *Mundell* [1961], *McKinnon* [1963] illetve *Kenen* [1969] klasszikus műveiben. A modell napjainkig történő továbbfejlődéséről jó áttekintést ad *Horvath* [2003].

általános elméleti keretet, amelyben végiggondolhatók és elrendezhetőek a valutaunióval kapcsolatban felmerülő közgazdasági kérdések. Az elméletből fakadó egyik legfontosabb gazdaságpolitikai következtetés, hogy a monetáris unió mellett döntő és ezzel pénzügypolitikai eszközeiket elveszítő országok számára aszimmetrikus sokkhatások esetén három lehetséges alkalmazkodási csatorna marad: az ár- és bérflexibilitás, a termelési tényezők szabad áramlása (elsősorban a munkaerőé), és végül a fiskális transzferek ügye.

Európában az első kettő esetében elsősorban mélyen beágyazott, társadalmi és pszichológiai jellegű különbségek (a szakszervezetek hagyományosan erős szerepe, a munkaerő-mobilitás korlátozottsága) a meghatározóak, amik nehézkessé teszik a külső sokkal sújtott régió alkalmazkodását a megváltozott gazdasági feltételekhez (például a reálbérek csökkenését, vagy a munkavállalók elvándorlását gazdagabb régiók irányába (*Bácskai* [1997])). Ez természetesen nem jelenti azt, hogy rugalmatlan munkaerőpiac esetén nem szabad egyáltalán monetáris uniót létrehozni, csak akkor aszimmetrikus sokkok fellépésekor más csatornának kell alkalmazkodnia. A fiskális transzferek kérdésköre ugyanakkor nehéz és politikailag is rendkívül kényes ügy: a keleti bővítés kapcsán már idejekorán kiderült (*Csaba* [2001a]), hogy az utóbbi időben az Európai Unióban uralkodó hangulatban szinte lehetetlen újabb kiadási elkötelezettségeket kicsikarni a tagállamoktól. A korábban mindig bőkezűnek mutakozó („csekkdiplomácia”), de jelenleg súlyos strukturális problémáktól gyötrődő Németország is jelentősen visszafogottabban vállal anyagi terheket. Márpedig a tagok közötti szolidaritáson alapuló fiskális integráció megkönnyítené a válság sújtotta régió alkalmazkodását a költségvetési transzferekben megtestesülő jövedelem-átcsoportosítás révén (*Békés* [1998]).

Szem előtt tartva, hogy a fiskális föderalizmus kialakítása milyen várható ellenreakciókat szülne a tagállamok körében, még mindig ez tűnik a legrealisabban megvalósítható opciónak, hiszen a másik két faktor kedvező irányú megváltoztatása a kulturális és társadalmi beágyazottsága miatt emberöltőkön átívelő feladatnak bizonyulhat. Több szerző is (például *Eichengreen* [1993] és *Kenen* [1995]) élesen bírálja a Maastrichtban megalkotott konstrukciót, azért mert megkerüli ezt a kérdést¹⁰⁰, és így fegyvertelenül hagyta Európát egy későbbi aszimmetrikus sokkhatás kezeléséhez.

¹⁰⁰ Egy klasszikus idézet az egyik említett szerző későbbi írásából: „*What the Maastricht Treaty fails to say about fiscal policy is as significant as what it says. It says nothing about fiscal federalism.*” (*Eichengreen* [1994] 168. o.).

A fiskális föderalizmus természetesen felveti a politikai integrálódás kérdését, vagyis a releváns közgazdasági elmélet végső konklúziója visszavezet bennünket a Werner-terv elképzeléseihez: a monetáris unió zavartalan működését ez alapján egy egyre több döntési jogkört nemzetek feletti szintre emelő közösség, vagyis végső soron a politikai unió biztosíthatja.

Az optimális valutaövezet elméletének európai alkalmazásakor tehát a fentiek alapján egyértelmű tanulságként adódik, hogy előbb-utóbb elkerülhetetlen lesz valamiféle nagyobb szabású közös költségvetés kialakítása, ahogyan azt egyébként már az 1970-es években szakértők javasolták (*MacDougall* [1977]). Az aktuális fejezet elején felvázolt neofunkcionális logika is abba az irányba mutat, hogy a laza költségvetési harmonizáción túlmenően jelentkeznek majd olyan erők, amelyek az egységes európai büdzsé felé kényszerítik a tagállamokat. *Hitiris* [1998] (88-139. o.) az európai regionális politika sikeréhez elengedhetetlen redisztribúció erősítése és a nemzeti költségvetési korlátok szupranacionális jellegű meghaladása mellett további érveket is felsorol a folyamat alátámasztására. Egyrészt a termelési tényezők hatékony allokációja is megkövetelné a vállalati adózási és járulékfizetési szabályozások egységesítését, másrészt az egyre inkább kézzelfogható valósággá váló európai állampolgárság intézménye is előrevetíti a szociális juttatások, társadalombiztosítási eljárások és a közterhek rendszerének uniformizálását¹⁰¹.

A szakmai közvéleményben ugyanakkor komoly polémia övezi a kérdést. *Berthold* [1993] amellett érvel, hogy a nemzetek feletti szintre emelt fiskális politika olyan problémákra adna választ, amelyek más eszközökkel hatékonyabban kezelhetők (strukturális reformok, a politikai szereplők megfegyelmezése, a közös valutát bevezető országok szigorú megszürése). *Dornbusch* [1997] úgy véli, hogy bár elméletileg a fiskális politika szerepének kihangsúlyozása igazolható, az EMU konkrét jogi szerkezete meghaladottá teszi ezeket a problémákat, ugyanis az Európai Központi Bank „szuperfüggetlen” státusza, az államháztartási hiány közvetlen jegybanki finanszírozásának tilalma, valamint a „ki nem segítési” klauzula (*no bail out clause*) beiktatása kizárja az ebből fakadó komolyabb gazdasági problémákat. *McKinnon* [1997] ugyanakkor azt állítja, hogy az európai tagállamok többsége túl nagy ahhoz, hogy

¹⁰¹ Ennek hiányában egyre inkább elképzelhető, hogy az európai nyugdíjasok abba az országba költöznek majd öreg napjaikra, ahol a legjobb az egészségügy színvonala, továbbá a magánszemélyek abba az országba jelentkeznek át hivatalosan, ahol a legkisebbek a jövedelemadó-kulcsok, és valószínűleg még sokáig lehetne sorolni a jelenlegi rendszer kereteit erősen feszegető példákat.

elbukjon („*too big to fail*”), és az EKB-nek akár a függetlensége veszélyeztetése árán kell majd makrogazdasági mentőcsomagok összeállításában szerepet vállalnia. Emiatt az amerikai közgazdász az államháztartási fegyelem *ex ante* fenntartását, a szabályok preventív jellegét emeli ki, és amellet érvel, hogy a tagállamoknak a hiány és az államadósság lefaragására irányuló külső kényszert ésszerű lenne kihasználni a versenyképességüket romboló univerzális jóléti állam áramvonalasítására.

A közgazdászok egy része felveti a fiskális túlköltekezéssel kapcsolatos erkölcsi kockázat (*moral hazard*), esetleges potyautas-magatartás kérdését, ami komoly támasztékul szolgált a Stabilitási és Növekedési Egyezmény létrehozásakor is. *Benczes* [1999b] ugyanakkor aláhúzza ennek kapcsán, hogy a fegyelmezetlen fiskális politikát folytató kormányokat továbbra is büntetni fogják a piacok a kamatprémiumok növekedése révén, így a fiskális expanzió eszközehez csak átmeneti sokkok kezelése esetén lesz célszerű nyúlni, és nem tartós strukturális válságok felmerülésekor.

Az OCA klasszikus feltételeinek a valutaunióra való érettség meghatározásában játszott szerepe is átértékelődött az elmúlt időszakban az elméleti közgazdaságtanban. *Frankel* és *Rose* [1997 és 1998] klasszikus cikkeikben a korábban felsorolt tényezők egy részének az endogenitására hívják fel a figyelmet. Az optimális valutaövezet kritériumául szolgáló tényezők közül a két legfontosabb: a kereskedelmi kapcsolatok intenzitása és az üzleti ciklusok szinkronizáltsága ugyanis nem függetlenek egymástól. Elméletileg ugyan lehetséges *Krugman* [1993] „massachusettsi leckéje” a monetáris unión belüli növekvő specializációról, miszerint az azonos valutát használó régióon belül az egyes iparágak területileg koncentrálnak, akár még úgy is, hogy egy-egy városi agglomerációba sűrűsödnek össze. Ebben az esetben a valutaövezet sokkal érzékenyebb lenne az aszimmetrikus sokkokra, és hatékony alkalmazkodási csatornák hiányában igencsak költségesnek bizonyulna az önálló árfolyam- és monetáris politika elvesztése. Empirikusan ugyanakkor több régió példáján igazolható, hogy a kereskedelmi akadályok lebontása miatt növekvő interdependencia összhangba hozza a konjunkturális hullámzásokat is a részt vevő gazdaságokban. A szerzők az optimális valutaövezet feltételeinek endogenitására vonatkozó meglátásukat a disszertációnk első részében már bemutatott Lucas-kritika egyik alkalmazásának tekintik, hiszen itt is arról van szó, hogy a korábbi elemzések nem vették figyelembe, hogy egy gazdaságpolitikai akció (ebben az esetben a közös valuta bevezetése) akár törésszerűen is megváltoztathatja a gazdasági szereplők magatartását. Ha az egységes pénz bevezetése jelentősen ösztönzi az övezeten

belüli kereskedelmi kapcsolatok kibontakozását és intenzívebbé teszi a viszonyt az egyes gazdaságok vállalati szektorai között, akkor a valutaunió létrehozása önmagában képes olyan folyamatokat elindítani, ami bizonyos idő elteltével mindenképpen optimális övezetté formálja az alkotóelemeket¹⁰².

Az endogenitási hipotézishez hasonló kapcsolatot fedeztek fel *Darvas és társai* [2005] az egyik legtöbb vihart kavaró maastrichti kritérium, a költségvetési pozíció kiegyensúlyozása és az üzleti ciklusok szinkronizáltsága között. A fejlett OECD országok adatsorain elvégzett számításaik szerint a fiskális konvergencia növekedése szignifikánsan növelte konjunktúraciklusok együttmozgását. Tézisük szerint az 1990-es években az EU-ban éppen a közös valuta érdekében bekövetkező államháztartási konszolidáció érdemben hozzájárult a gazdasági ciklusok összehangolásához, vagyis segítette optimálisabb valutaövezetté alakítani az európai piacokat. Az empirikus eredmény magyarázata abban rejlik, hogy a költségvetési egyenlegek közelítése az alacsonyabb hiányok felé történt, amely folyamat egyben alaposan csökkentette a korábban a makrogazdasági teljesítmény volatilitásában meghatározó szerepet játszó országspecifikus fiskális sokkok előfordulásának valószínűségét. Mindenesetre az eredmények alapján megállapítható, hogy a nominális konvergenciakritériumok közvetett módon ugyan – és valószínűleg nem szándékoltan –, de mégis előmozdítják a klasszikus OCA-elmélet ajánlásainak megfelelő állapot elérését.

Mind a közös valuta átvételétől várható előnyök meghatározásában, mind az endogenitási megfontolásban is kulcsszerepet játszik a monetáris unió kereskedelemnövelő hatásának a mértéke. A valutaövezetben kiváltott forgalombővüléssel kapcsolatban közmegegyezés van arról, hogy annak döntő része a jóléti szempontból sokkal kedvezőbb kereskedelemteremtésből (*trade creation*), és nem kereskedelemterelésből (*trade diversion*) fog származni, ugyanis a protekcionista eszközök alkalmazása (pl. a harmadik országokkal szembeni vámszínvonal) napjainkban már eleve csekély szintűnek értékelhető az Európai Unióban a külgazdasági kapcsolatokban meghatározó feldolgozóipari termékek esetében. Az elmúlt években az empirikus irodalomban éles vitákat generáltak azok az eredmények, amelyek szerint a kereskedelem bővülése potenciálisan sokszorosa annak, amit pusztán

¹⁰² *Rockoff* [2000] gazdaságtörténeti tanulmánya azonban óvatosságra kell, hogy intsen mindenkit az endogenitási tézis kibontakozásának időigényét illetően. A szerző véleménye szerint az 1788-ban, az Alkotmány ratifikálásával elinduló amerikai valutaunióknak durván számolva 150 évre volt legalább szüksége ahhoz, hogy teljesítse az optimális valutaövezetekkel szemben támasztott feltételeket. Csak az 1930-as évek második felétől jelenthető ki közgazdaságilag megalapozottan, hogy az amerikai tagállamok kedvezőbb helyzetben vannak annak révén, hogy közös valutát használnak.

az árfolyamok volatilitásának csökkentése révén realizálhatnánk¹⁰³. A témakör egyik klasszikus cikkében *John McCallum* [1995] a kanadai-amerikai kereskedelmi adatokat a gravitációs egyenlet¹⁰⁴ felhasználásával elemezve azt találta, hogy egy kanadai tartomány több mint 20-szor nagyobb forgalmat bonyolít le egy másik kanadai tartománnyal, mint a modell specifikációja alapján hasonló adottságokkal rendelkező amerikai szövetségi állammal. Az egyik sokat emlegetett példa szerint Quebecnek és Ontariónak is körülbelül 10-szer annyit kellene exportálnia Kaliforniába, mint Brit-Kolumbiába a gravitációs logika szerint, de a valóságban a határ kanadai oldalán található tartományba 3-szor többet exportáltak mindketten (*home bias effect*). A kanadai és amerikai gazdaság nagyfokú szimbiózisa mellett is persze vannak jogi, adózási és a lakossági preferenciákban mutatkozó különbségek a két ország között, de azok önmagukban nem képesek ezt az óriási különbséget megmagyarázni. A határoknak ezek szerint még a globalizált világgazdaságban is nagy jelentőségük van, a leginkább valószínűleg azért, mert eltérő valutákat használnak a nemzetgazdaságok¹⁰⁵.

Igazán komoly hullámokat az elmúlt években az *Andrew Rose* közreműködésével született eredmények kavartak (lásd *Rose* [2000], *Rose – van Wincoop* [2001] és *Frankel – Rose* [2002]), amelyek szerint a közös valutától várható forgalombővülés minden korábbi várakozást jelentősen felülmúl, hiszen hosszabb távon akár a kereskedelem megháromszorozódásával is járhat, de legalábbis a jelenlegi szint másfélszeresére rúghat majd az európai országok között. Kisebb könyvtárat megtöltő tanulmányorozatot indítottak el a fenti írások, amelyek részben a felhasznált

¹⁰³ Az ökonometriai kutatásokban nem tekinthető teljes mértékben tisztázottnak az árfolyamok ingadozási fokának és a kereskedelmi forgalom dinamikájának a viszonya, az elemzésekben gyakran nagyon kicsi, vagy elhanyagolható korrelációt találnak a két változó között. A kérdéskörrel jó összefoglaló olvasható például *Hawkins – Masson* [2003] (5-13. o.) munkájában.

¹⁰⁴ A modell alapváltozatában a külkereskedelemben szereplő országok jövedelmétől, népességétől, illetve egymástól való távolságától teszi függővé a kereskedelem szintjét. A modell empirikusan rendszerint nagyon jól viselkedik a nemzetgazdaságok közötti külgazdasági viszonyok tanulmányozásakor, viszonylag pontos előrejelzésekre is képes volt az elmúlt évtizedekben az országok közötti áruforgalom tekintetében.

¹⁰⁵ A tudományos korrektség kedvéért illik itt megjegyeznünk, hogy az eredeti cikk nem nevesíti konkrétan a valutaunió hiányát, mint az egyik potenciális magyarázó faktort a feltárt eltérésre, ugyanis az összes lehetséges tényezőt összevontan a nemzetgazdaságok elválasztó határ fogalmával írja le.

ökonometriai módszertant, részben a hiányzó elméleti keretet bírálták¹⁰⁶. Visszatérő kritika volt a meglehetősen nagy eredményszámokkal szemben, hogy az eredeti mintában szereplő entitások között erősen felülreprezentáltak a kicsi és szegény, az elmúlt évtizedekben függetlenné vált, vagy még most is gyarmati jellegű sorban lévő országok (*selection bias*), amelyek ráadásul egyedi viszonyban vannak a közös valuta anyaországával szemben (preferenciális kedvezmények, valamint azonos nyelvi, kulturális és jogi-intézményi környezet)¹⁰⁷. Hasonló ellenérvek fogalmazódtak meg a valutauniók elhagyásának kereskedelemcsökkentő hatását egy kiterjedt panel alapján megbecslő Glick – Rose [2002] írás kapcsán is, amely a forgalom megfeleződését prognosztizálja a különböző devizák megjelenésének eredményeképpen. Ráadásul a monetáris uniókból való kilépést, illetve a valutaövezetek szétesését az elmúlt évtizedekben gyakran kísérték háborúk (mint például India és Pakisztán, vagy Franciaország és Algéria esetében az 1960-as években), kereskedelmi szankciókat is maguk után vonó katonai-diplomáciai feszültségek, vagy minden gazdasági mutatóban törésszerű változásokkal járó államcsínyek, politikai fordulatok. Az eurózónához mind földrajzi, mint strukturális értelemben legközelebb eső ilyen példa az ír font rezsiváltása volt 1979-ben, ez viszont nem okozott lényeges visszaesést az érintett kereskedelmi relációban (Thom – Walsh [2002]). Több mint fél évszázadnyi, 1927 óta az angol devizával szemben fennálló 1:1 arányú szigorú rögzítésen (pontfix, sávok nélküli árfolyamrendszer) alapuló pénzügypolitika után 1979-ben az ír vezetés beléptette a nemzeti valutát az angolok nélkül megalakuló ERM-be, ezzel széttepte a hagyományosan szoros monetáris kapcsolatot. Ez a lépés ugyanakkor, ahogy az alábbi ábrán is látszik, nem okozott semmilyen radikális ugrást a bilaterális kereskedelmi forgalomban, az ír külgazdasági szektor folyamatos diverzifikációjával párhuzamosan a korábban kialakult ütemben csökkent a brit gazdaság súlya.

¹⁰⁶ Jellemző példa a vita néhol túlfűtött és személyes hangú kommentároktól sem mentes jellegére Nitsch [2002] és Rose [2002] pengeváltása a World Economy elnevezésű szakfolyóirat hasábjain. Már az írások szójátékon alapuló címei is jelzik az érzelmi töltetet, ugyanis egy korábban a mozikban nagy sikerrel vetített amerikai családi vígjátékra (*Honey, I Shrunk the Kids – Drágám, a kőlykök összementek*) utalnak. A témakörben született 34 kvantitatív tanulmány metaanalízisét elvégző összefoglaló tanulmányában Rose [2004] a 30-90% közötti forgalombővülést nevezi meg a valutaunió hozzájárulásának betudható konszenzusos eredményként. A közös valuta kereskedelmi hatásairól szóló empirikus és elméleti irodalomról szellemes és rendkívül alapos áttekintést ad Baldwin [2005].

¹⁰⁷ A történeti hűség kedvéért szögezzük le, hogy a vitát kiobbantó első cikkében maga Rose is óva int attól, hogy irányadó sorvezetőül használja az olvasó a kereskedelem megháromszorozódására vonatkozó eredményét: „A mintában szereplő országok döntő többsége – eltérően az eurózóna államaitól – kicsi, szegény vagy mindkettő egyszerre. Következésképpen az eredmények extrapolálása az EMU esetére nem helyes, tekintve, hogy a vizsgált országok ilyen nagy mértékben különböznek az uniós tagoktól.” (Rose [2000] 15. o.)

7. ábra: Az Egyesült Királyság részesedése az ír kereskedelmi forgalomból 1924-1998 között



Forrás: Thom – Walsh [2002]1113. o.

A témakörben született felmérések zöme érthetően még a korábbi valutaövezetek adatait használja fel, hiszen egyelőre nincsenek kellő mennyiségben rendelkezésre álló információk az EMU-ról. *Micco és társai* [2003] írása az egyik első kísérlet az irodalomban az európai monetáris integráció kereskedelmi hatásainak feltérképezésére. Az összesen 22 fejlett ország (közte a 12 eurózóna tagállam) 1992-2002 közötti bilaterális forgalmát elemző kutatás arra a becslésre jutott, hogy az euró megjelenése önmagában rendre 4-10% közötti mértékben növelte meg a közös valutát használó országok közötti kereskedelmi forgalmat. *Agur és társai* [2005] az európai integráció intézményi fejlődését a kereskedelmi intenzitás alakulásával párhuzamosan vizsgáló évtizedeket átfogó elemzésükben szintén azt találták, hogy a közös valuta bevezetésének első éveiben mérhetően előmozdította az övezeten belül az interdependencia mélyülését. Míg 1999-2003 között az intraregionális kereskedelem GDP-arányos súlya a 12 tagú eurózónában összességében reálértékben 8,4%-kal emelkedett, addig ugyanez a mutató az EU-15-ket tekintve csak 5,4%-kal bővült (*Agur és társai* [2005] 15-18. o.). Ez az eredmény összhangban van az egységesülési folyamat korábbi intézményi mérföldköveinek (pl.: vámunió, egységes piaci program) kereskedelemre gyakorolt hatásaival. Nem nagy merészség ehelyütt megjósolni, hogy a

valutaunió kereskedelebővítő hatásáról zajló vita folytatódni fog a közeljövőben is, tekintve, hogy az EMU vonatkozásában is csak hosszú évek, netán évtizedek múlva lehet biztosat mondani az interdependencia növekedésének nagyságrendjét illetően.

A monetáris politika eredményességét illetően talán még nagyobb annak a jelentősége, hogy az első eredmények az eurózóna üzleti ciklusainak szinkronizációját illetően – bár nem döntve el végérvényesen a vitát – az endogenitási hipotézist támasztják inkább alá. *Darvas és Szapáry* [2004] megvizsgálják az első empirikus tapasztalatokat ebben a tárgykörben, a reálkibocsátás és az ipari termelés adatain túlmenően kiterjesztve az elemzést a GDP összetevőire is (fogyasztás, szolgáltatások, beruházás). Az eredmények alapján mind a GMU magországaiiban (Ausztria, Belgium, Franciaország, Hollandia, Németország, Olaszország) egyértelműen nőtt a konjunktúraciklusok összehangoltsága 1998-2002 között a korábbi időszakokhoz képest. Hasonló folyamat figyelhető meg alacsonyabb szinten a periféria országokban (Finnország, Írország, Portugália, Spanyolország). Az együttmozgás erősödése nemcsak az output adatsorokon volt kimutatható¹⁰⁸, hanem az egyes komponenseket illetően is. Az adatok arra utalnak, hogy a gazdasági ciklusok korrelációjának növekedésével egyre hatékonyabbá és optimálisabbá válik az egységes monetáris politika is, hiszen egyre inkább ugyanarra a konjunkturális helyzetre és ugyanazokra a külső sokkokra kell majd reagálnia a döntéseivel. Ugyanakkor mindenképpen óvatosságra kell, hogy intsen a következtetések levonásánál az a tény, hogy a vizsgálatban szereplő három nem európai kontrollországgal (Egyesült Államok, Japán, Oroszország) szemben is nőtt a gazdasági hullámzások szinkronizációja, vagyis a jelenség mögött valószínűleg részben a más adatok alapján is érzékelhető „globális üzleti ciklus” felbukkanása húzódik meg.

3.1.2.3. A gyakran elfelejtett gazdasági hatóerők

A gazdasági racionalitás egyik jól ismert hüvelykujj-szabálya alapján akkor érdemes egy új vállalkozásba belevágni, ha az ettől várható előnyök felülmúlják a hozzá kapcsolódó hátrányokat (költségeket). Az EMU kapcsán mindenki alapvetően a politikai okok elsődlegességéről beszél, már csak amiatt is, mert a kötelezően megvont előny-hátrány mérlegek eredményei általában erőteljesen vitathatóak (*Lőrincné* [2001] 197-206. o.), és csak a brüsszeli bürokrácia szemüvegén keresztül egyértelműen pozitív

¹⁰⁸ Hasonló eredményekre jutott a kereskedelem-intenzitás és a GDP vonatkozásában *Fidrmuc* [2004] felmérése is.

szaldót minden uniós tagország számára¹⁰⁹. A pénzügyi rendszerek evolúciós megközelítésének két szaktekintélye, *Michael Bordo* és *Lars Jonung* [1999] az egyik írásukban a korábbi monetáris uniók történeti tapasztalatának azt jelölték meg, hogy a politikai háttér fenntartása bizonyult a legfontosabb sikerkritériumnak a valutáris övezetek hosszú távú fenntarthatósága szempontjából. A XIX. században létrejött rendszerek közül a leghosszabb életűeknek azok bizonyultak (a német, olasz és amerikai valutaunió), amelyek mögé időközben felállt egy egységes politikai entitás (nemzetállam) is. A multilaterális monetáris uniók (Latin és Skandináv Monetáris Unió) I. világháború utáni felbomlása is arra figyelmeztethet bennünket, hogy nem elsősorban a gazdasági feszültségek és tévedések, hanem a meggyengülő hatalmi elkötelezettség rázza szét a több nemzetet magában foglaló valutáris rezsimeket. Persze le kell szögezzük, hogy a történelem csak részben lehet tanítómesterünk az EMU kilátásainak megítélésében, hiszen a korábbi egységes valutaövezetek mindegyike valamilyen nemesfémstandardon (jellemzően arany, ritkábban ezüst, vagy bimetalizmus) alapult, míg az euró természetesen modern, fedezet nélküli hitelpénz (*fiat money*). Ez a különbség komoly jelentőségre tehet szert, és egészen eltérő következményekre vezethet például akkor, ha a bizalom megrendül valamiért a monetáris unió közös fizetőeszközében. A történeti tapasztalatok korlátozott érvényességét alátámasztja az is, hogy az említett nemesfémre alapozott rezsimek még egyértelműen alárendelték a foglalkoztatottsági és növekedési szempontokat a külső pénzügyi egyensúly megőrzésének, ami a mai tömegdemokráciák viszonyai között nem jelent igazán életképes politikai alternatívát.

Osztik az vélekedést is, miszerint a politikai megfontolások, például a sokak által feltételezett francia-német különalku (a diplomáciai legendák szerint a német egyesítéshez való hozzájárulásért cserébe kérte *Mitterand* a politikustársa, *Kohl* kancellár beleegyezését a közös valuta létrehozásába), meghatározó szerepet játszottak a Maastrichti Szerződés megszövegezése során. A franciák motivációját ez ügyben az adta, hogy az 1980-as években az Európai Monetáris Rendszer keretei között súlyos aszimmetria alakult ki Németország javára a monetáris ügyeket illetően. Az 1987-től stabilizálódott árfolyam-mechanizmus – a korábban gyakori középárfolyam-

¹⁰⁹ A kevésbé fejlett és instabilabb gazdaságok esetében – mint látni fogjuk a későbbiekben az új tagállamok példáján – sokkal világosabban meg lehet állapítani a monetáris integrálódás kedvező egyenlegét. Igaz ugyanakkor, hogy a közös valuta átvételéből fakadó potenciális kockázatok és szinkronizációs költségek is nőnek akkor, minél kevésbé integrált gazdaságról van szó (*Furceri – Karras* [2006]).

kiigazítások megszűntek – sikere is alapvetően annak tulajdonítható, hogy a német Bundesbank kamatpolitikája de facto meghatározta az európai országok kamatszínvonalát is. A német kamatok alá ugyanis senki sem mehetett, mert abban a pillanatban elvesztette volna tőkevonzási képességét az ország, sőt a gyakorlatban a piac mindenki mással egy bizonyos kockázati prémiumot is fizettetett a német adósságpapírokhoz képest.

Ez az aszimmetria különösen éles konfliktusokat szült a német egyesítés első éveiben. A keleti tartományok felzárkóztatására megszavazott évi 150-160 milliárd márka értékű fiskális transferek, az egyébként is „inflációs héjaként” jellemezhető Bundesbankot kőkemény kamatpolitikára készítette. Az inflációellenes harcra felesküdtött jegybanki vezetés szigorú monetáris restrikciónal orvosolta a német léptékkal mérve legalábbis szokatlan fiskális lazaságot. Az 1990-91-es globális világgazdasági recesszió idején ez persze Európában nem élvezett osztatlan népszerűséget, hiszen nagyon magasan tartotta a kamatszintet, erőteljesen visszafogta a beruházásokat, ezáltal mélyítette és prolongálta a válságot.

A francia álláspontot tehát az a vélekedés alakította, hogy ha már úgymint Németország a meghatározó erő, akkor ennél a konstrukciónál kedvezőbb egy nemzetek feletti intézmény hatáskörébe adni a monetáris jogköröket. Az Európai Központi Bank döntéshozó fórumain pedig pontosan ugyanakkora súllyal jelenhetnek majd meg, mint Németország. A monetáris aszimmetria megszüntetésére irányuló törekvéseken túlmenően is fontosnak tartjuk hangsúlyozni a közgazdasági elmélet sugallta megfontolásokat is. Ehelyütt nem az optimális valutaövezet elméletére gondolunk, amely alapján egyébként maga Európa nem kimondottan ideális terep a közös valuta megteremtéséhez (*Bayoumi–Eichengreen* [1992]), illetve *Palánkai* [2004] 129-138. o.), hanem azon állításra, miszerint az európai országok azért mondtak le a monetáris politikai szuverenitásukról 1991-ben Maastrichtban, mert az valójában már elég kicsorbult eszközzé vált a kezükben. Ennek illusztrálásához elegendő végiggondolni a korábban bemutatott Mundell-Fleming modellből következő lehetetlenségi tételt az 1980-as évek végére kialakult európai uniós gazdaságpolitikai peremfeltételeken. Mint a történeti részben utaltunk rá, az európai integrációban az 1980-as évek második felére sikerült áttörést elérni a valódi belső piac megteremtésében. A nyugat-európai országok keresztárfolyamai az EMS árfolyam-mechanizmusa (Exchange Rate Mechanism, ERM) révén rögzítettek voltak. A tőkemozgások liberalizálását érintő direktívák és

határozatok pedig sorra megszülettek 1990-ig, vagyis az Európán belüli teljesen szabad tőkeáramlások megvalósulása már csak idő kérdése volt.

A 2.3.1.2-es alfejezetben nemzetközi trilemmaként is aposztrófált gondolatmenet alkalmazásával jól demonstrálható a monetáris politika hatástalansága fix árfolyamok és tökéletesen flexibilis tőkemozgások mellett. Fontosnak tartjuk ezen a ponton hangsúlyozni, hogy még ez a keynesi alapokon álló struktúra is a jelzett irányba mutat, hiszen az elméleti fejtegetéseinkben már többször utaltunk arra a tényre, hogy a monetarista és újklasszikus nézetek még radikálisabban vonják kétségbe az aktivista pénzügypolitikai akciók értelmét. Természetesen ez is, mint minden elméleti modell, csak a speciális feltételek teljesülése esetén írja le pontosan az eseményeket, de azt mindenképpen jelzi, hogy a nemzeti szintű monetáris politika elvesztette a korábban neki tulajdonított hatásfokot. Vagyis az európai államok a monetáris unió létrehozásakor egy olyan gazdaságpolitikai eszközt áldoztak fel a mélyebb integrálódás oltárán, amelynek hatékonyságát illetően legalábbis komoly kételyek fogalmazódtak meg a gazdasági szakértőkben.

3.2. Az EMU első hat évének tanulságai

A 12 jelenlegi tagállam eurózónába vezető útját több okból is érdemesnek tekintjük végignézni ebben a dolgozatban. Egyrészt a maastrichti kritériumok teljesíthetőségének időhorizontját illetően szolgáltat kiindulópontot az országok közelmúltjának története, különösen tanulságosak lehetnek a déli periféria államainak intézkedései és előrehaladása. Másrészt a meghozott intézkedések fenntarthatóságát, illetve egyszeri jellegét illetően is számtalan példát láthatunk okulásul, a franciaországi költségvetési számmisztikától a görög inflációcsökkentő informális alkukig. Harmadrészt a piaci várakozások és reakciók alakulásának előrejelzésére is haszonnal forgathatók az 1990-es évek második felének eseményeiről és vitáiról szóló beszámolók. Mindemellett, ahogy az a fentebb közölt adatsorokból is kivehető, mind a fiskális konszolidáció, mind az inflációcsökkentés terén impresszív eredményeket tudtak felmutatni a korábban lazasággal gyakran vádolt államok, ami arra figyelmeztet, hogy érdemi elkötelezettség nélkül nincs értelme és terepe a praktikák elsajátításának sem.

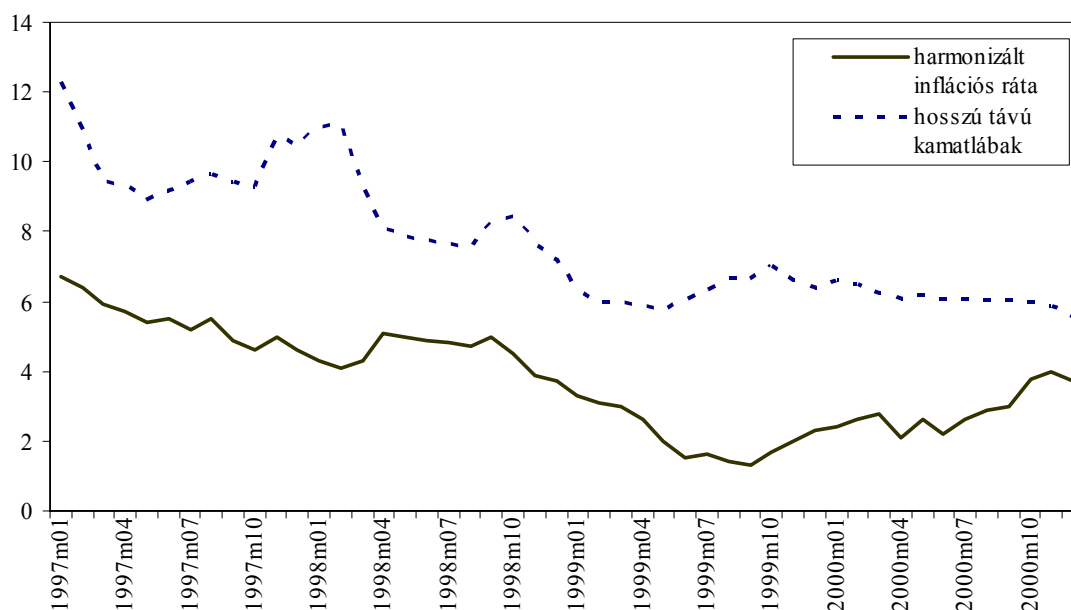
Az egységes monetáris politika tanulmányozása nemcsak amiatt lehet érdekes már most a tagjelöltek szempontjából, mert előbb-utóbb ezekre az országokra is kiterjed

a hatálya, hiszen már most is meghatározó szerepet játszik az európai belső piachoz ezer szállal kötődő gazdaságok életében. Az EKB egyre tisztábban a 2. fejezetben kifejtett elméleti forradalomnak megfelelő inflációs célkövetés stratégiáját alkalmazza, ami szintén tanulságos lehet több, részben hasonló rendszert a felkészülés kritikus időszakában üzemeltető ország számára. Az SNE pedig 2004. május 1-től már érvényes az érintett országokban, amely szintén jelentősen befolyásolhatja a nemzeti költségvetési mozgástereket, esetleges felpuhulása, átszabása pedig végső esetben érintheti a maastrichti fiskális követelmények értelmezését is.

3.2.1. Felkészülés és konvergencia az 1990-es évek második felében

A történeti részben már röviden utaltunk rá, hogy az 1990-es évek második felében ugrásszerű javulást mutatott fel az országok többsége a konvergenciakritériumok tekintetében. A legtöbb figyelem egyértelműen a folyó államháztartási hiány csökkentésére irányult, ugyanis ez a mutató vált szinte azonnal a próbakövévé a többi előírás teljesítésének is. Az ütemes fiskális konszolidáció ugyanis egyrészt automatikusan garantálja, hogy az államadóssági ráta csökkenő tendenciát mutasson, másrészt mivel jellemzően restriktív gazdaságpolitikai lépésekkel járt, hozzájárult az inflációs dinamika fékezéséhez is. Ráadásul amennyiben a fenti mutatókkal rendben haladnak az országok, akkor az eurócsatlakozási program fenntarthatósága miatt a hosszú távú kamatok csökkenés és a valutaárfolyam stabilitása könnyen teljesül a szilárdan növekvő piaci bizalom jóvoltából (lásd például az alábbi ábrát a görög monetáris folyamatok alakulásáról az euró átvétele előtti időszakban). Jelen alfejezetben a fentebb kifejtettek miatt részletesebben csak a költségvetési rendrakással foglalkozunk, ugyanis minden bizonnyal az új tagállamok számára is ez lesz a kulcsa az euró sikeres átvételének.

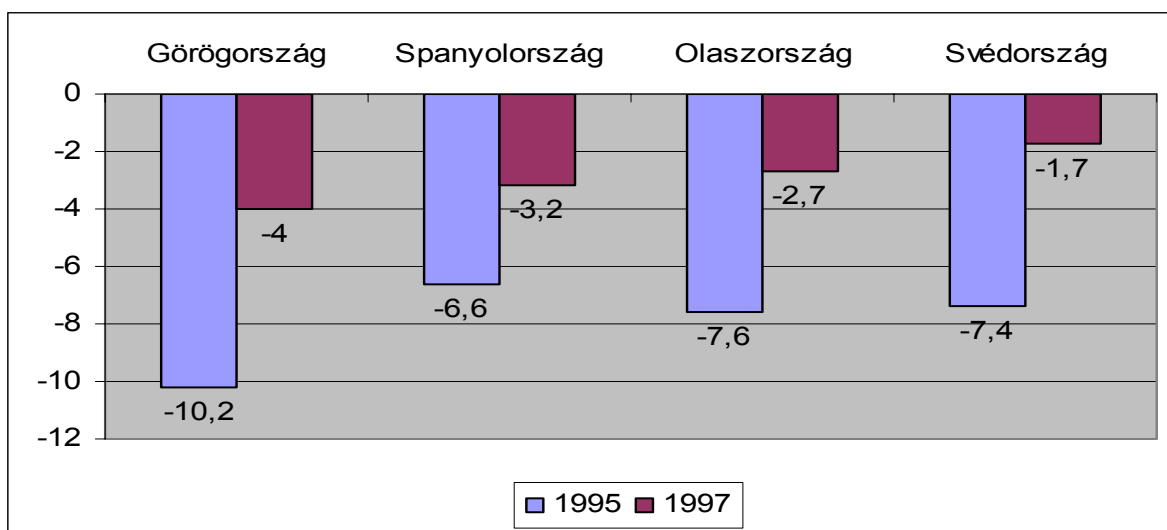
8. ábra: A görög inflációs ráta és kamatlábak konvergenciája az eurózónás csatlakozást megelőző években



Forrás: Cseh – Mosolygó [2000] 57. o.

Az 1990-es évek első felében döntően az évtized kezdetén jelentkező világgazdasági recesszió hatására még enyhén romlottak is uniószerre a deficitszámok, de 1995 után egyértelmű fordulat bontakozott ki az államháztartási folyamatokban. Mint közismert, az alapító országokról 1998 májusában az 1997-es év végi adatok alapján döntöttek az európai állam- és kormányfők. 1995 és 1997 között – ami például számszakilag megfeleltethető a 2010-es céldátum eléréséhez szükséges 2006 és 2008 közötti cseh, lengyel és magyar teljesítési időszaknak – meglehetősen impresszív eredmények születtek a deficitszámok lefaragásának terén. Az euró startvonalához felsorakozottak közül Olaszország közel öt százalékponttal csökkentette a GDP-arányos államháztartási hiányát, de több mint három százalékpontos mérséklést ért el Hollandia és Spanyolország is. Még több reménykedésre adhat okot a nagy mértékű csökkentések technikai kivitelezhetőségét illetően az eurót csak 2001-ben átvevő, de már ebben az időszakban is komoly konvergenciát felmutató Görögország, illetve a közös valutától önkéntesen távol maradó Svédország teljesítménye (lásd az alábbi ábrát).

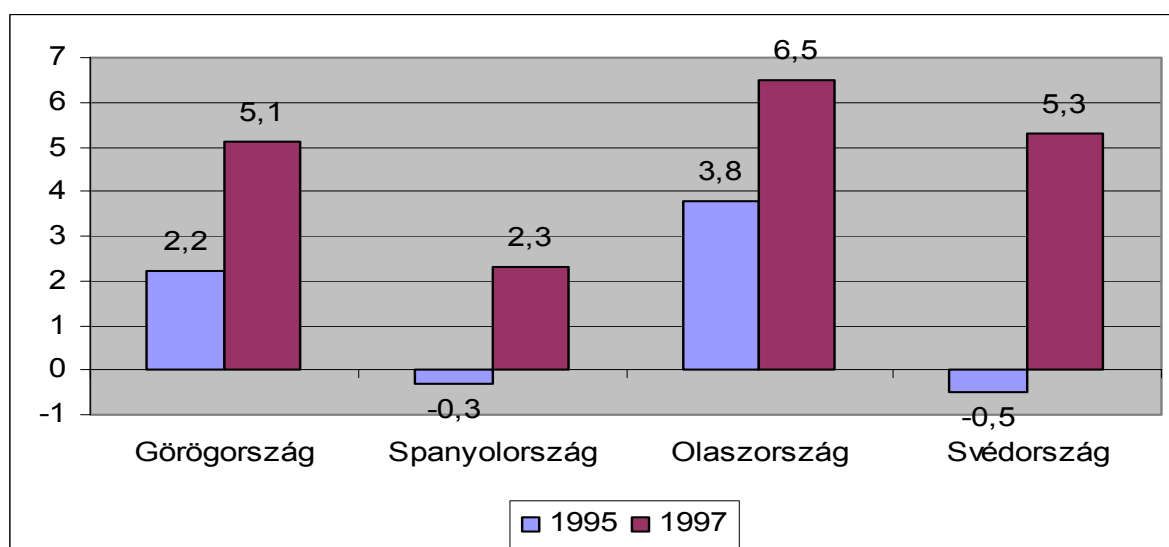
9. ábra: Nominális fiskális egyenlegek néhány EU-országban



Forrás: Briotti [2004] 9. o.

Briotti [2004] tanulmánya a fiskális pozíció jellegének vizsgálatához a bruttó nominális hiánymutató helyett a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleget ajánlja, amelyet nem torzítanak el sem a konjunkturális hullámzások költségvetési kihatásai, sem a korábban felhalmozott államadósság-állomány kezelésének vonzatai. A 15 akkori tagállam átlagában ez utóbbi mutató a már kiindulópontként is szufficites 0,4%-ról 2,7%-ra ugrott 1996-97 folyamán¹¹⁰, ami radikális változást jelent fejlett gazdaságok esetében (a korábban is kiemelt négy uniós ország adataihoz lásd a következő ábrát).

10. ábra: Ciklikusan kiigazított elsődleges fiskális egyenlegek az 1990-es évek közepén



Forrás: Briotti [2004] 10. o.

¹¹⁰ A hagyományos módszertan szerinti költségvetési egyenleg ugyanezen időszakban -5,2%-ról -2,5%-ra javult a GDP arányában számítva.

Az említett írás a konszolidációs stratégia alapján kategorizálta a régi tagállamokat¹¹¹: az első csoportba az „adóemelők” kerültek (pl. Belgium, Olaszország, Portugália), akik a költségvetési bevételek növelése révén csökkentették a kívánt szintre a hiányukat. Egy másik utat követtek a „lefaragók” (pl.: Finnország, Hollandia, Svédország), akik a kiadási tételek felülvizsgálatára és reformjára támaszkodtak. A fentiekén kívül azonosítható volt néhány esetben (pl.: Dánia, Németország) a kétlépcsős stratégia is, amely az első lépésben a bevételek növelését célozta, és csak utána koncentrált a kiadások csökkentésére.

A régi tagállamok tapasztalatai alapján az intézkedéssorozatok belső szerkezetének komoly jelentősége van a kiigazítások hatékonyságának és tartósságának meghatározásában. A bevételi oldal növelésével operáló csomagok kevésbé bizonyultak fenntarthatónak, amint azt egyértelműen jelezte a 2000-es évek elején regisztrálható szelektív romlás is az eurózóna országaiban. A szakirodalomban konszolidációs fásultság (*consolidation fatigue*) elnevezéssel illetett és a közös valuta óta empirikusan is kimutatható jelenség arra vonatkozik, hogy a hosszabb és vontatottabb államháztartási reformok sokkal nagyobb valószínűséggel buktak el, így a deficitek csökkenő trendje is visszafordult. Ugyanerre a következtetésre jutott *Afonso és társai* [2005] a kelet-közép-európai államok 1991-2003 közötti fiskális kiigazító csomagjait érintő empirikus kutatása is: vagyis a kiadási szerkezet reformján nyugvó intézkedéssorozatok szignifikáns mértékben fenntarthatóbbnak bizonyultak az adók emelésével operáló változatoknál. A bevételek növelésére alapozó konszolidációk célszerűsége a térségben amúgy is kétségbe vonható a munkajövedelmeket egyébként is sújtó magas közteher szint, illetve az adóigazgatási-adóbehajtási adminisztratív kapacitások hiányosságai és gyengeségei miatt.

Az általánosan megfigyelhető nagy mértékű költségvetési kiigazítások rövid és közép távú gazdasági hatásaival kapcsolatban ráadásul az elmúlt másfél évtizedben átalakulóban van az elméleti felfogás, amit az empirikus tapasztalatok is egyre bőségesebben alátámasztanak. Mint emlékezhetünk rá, a megszorítások hagyományos (szorosan *Keynes* munkásságához köthető) értelmezése évtizedekig az volt, hogy a makrokereslet szűkítése révén visszafogja a növekedés ütemét, a kieső összeg ráadásul

¹¹¹ Az eurózónás részvétel nélkül is érvényes a kiegyensúlyozott államháztartás kívánalma, ezért a kimaradó országokban is hasonló programokat léptettek életbe. Egyébként a Stabilitási és Növekedési Egyezmény szempontjából is szinte folyamatosan a viszonylag problémamentes esetek közé tartozik a saját valutáját megőrző három régi tagállam.

a multiplikátor-hatásnak köszönhetően sokszorosán felülmúlja a kiadások csökkentésének mértékét.

A fiskális politika közvetlen hatása a makrokeresletre később alaposan megkérdőjeleződött a *ricardói ekvivalencia* (Barro [1974]) tézise kapcsán, amely érvényesülésekor a hagyományos költségvetési gazdaságélénkítő lépések (pl. egy adócsökkentési csomag) sem képesek – még rövid távon sem (!) – növelni a kibocsátási szintet. A jelen és a jövőbeli fogyasztásuk kisimítására törekvő szereplők ugyanis egy esetleges adócsökkentésnek a rendelkezésre álló jövedelmükben okozott bővülését akár teljes egészében megtakaríthatják, mivel arra számítanak, hogy a későbbiekben az államháztartás kialakuló hiányát ellensúlyozandó nőni fognak az adóterhek. Seater [1993] a klasszikus szemlecikkében a permanens- és életsiklus-jövedelem hipotézis, vagyis a nem-keynesi alapú fogyasztási elméletek egyenes következményeként, a kormányzati szerepvállalás különféle formáival (adók, kiadások, adósságfinanszírozás) is számoló általánosításaként értelmezi az ekvivalencia-koncepciót. Bár az említett tanulmány alapján az empirikus adatok nem mindenben igazolják vissza a ricardói ekvivalencia érvényesülését a költségvetési politika hatásaival kapcsolatban, fontos megjegyezni, hogy hasznos közelítésként elfogadható az elmélet, tekintve, hogy a tradicionális elképzelések az aggregált kereslet állami szabályozásának hatásosságáról sokkal kevésbé támaszthatók alá adatokkal az elmúlt évtizedek fejleményei alapján. A fiskális politikának, mint a mindenkori politikai elit kezében lévő, bármikor bevethető anticiklikus apparátusként történő kezelése következtésképpen jogosan és valószínűleg visszavonhatatlanul megkérdőjeleződött a közgazdászok körében.

A fiskális konszolidáció még újabb megközelítései a korábban említett keynesi gyökerű koncepciókkal éles ellentétben az intézkedések növekedésösztönző vonatkozásait hangsúlyozzák, amit összefoglalóan szokásos *nem-keynesi* hatásoknak aposztrofálni. Ezek a hatások jelentkezhetnek mind a keresleti, mind a kínálati oldalon, és azonosításuk alapvetően átformálhatja a nagy költségvetési kiigazításoknak tulajdonított számszerű egyenlegeket¹¹².

¹¹² A szakirodalomban rendszerint említésre kerülnek az 1980-as és 1990-es évekből az ebbe az irányba mutató ír, a dán és svéd tapasztalatok. Az OECD országok több évtizedes idősorait statisztikai módszerekkel és esettanulmányok segítségével vizsgálva hasonló következtetésre jut *Giavazzi – Pagano* [1996], valamint *Alesina – Ardagna* [1998] is.

9. táblázat: A költségvetési kiadások makrohatásaival kapcsolatos közgazdasági elméletek

Elnevezés	Jellemzés	Kiadási multiplikátor értéke
<i>Tradicionális keynesi felfogás</i>	A kormányzati költekezés hatékony eszköz a jövedelem növelésére	Pozitív és nagyobb mint 1
<i>Ricardói ekvivalencia</i>	A gazdasági szereplők óvatossági megfontolásból teljesen kioltják a költségvetési lépéseket	Zérus
<i>Nem-keynesi hatások (keresleti és kínálati oldali mechanizmusok)</i>	Hiteles fiskális kiigazítások esetén a jövőt érintő várakozások javulása azonnali ösztönző hatásokkal bír	Negatív vagy közel zérus

Forrás: saját összeállítás

A keresleti oldalon található beruházásokat kedvezően érintheti az államháztartás rendbetétele a magyar értékpapírokkal kapcsolatos kockázati prémiumok, és ezen keresztül az általános kamatszínvonal csökkenése. A párhuzamosan csökkenő hiányok és kamatok a korábban felhalmozott adósságállomány kezelését is megkönnyítik, ami nagyobb mozgásteret jelenthet a kormányzat számára az infrastrukturális fejlesztések finanszírozásához. A regisztrálható beruházási többletet növelheti az úgynevezett bizalmi hatás is, amit a hiteles gazdaságpolitika és fenntartható költségvetési szerkezet felé történő elmozdulás válthat ki az üzleti szervezeteknél. A háztartások magatartását is érintheti egy ilyen lépés: a racionális gondolkodó és intertemporálisan optimalizáló szereplők úgy értékelhetik az állami költekezés visszaszorítását, az állami újraelosztás zsugorodását, hogy ezzel egyben csökkenni fognak a jövőbeli adókötelezettségeik, ami már a jelenben is élénkebb fogyasztásra sarkallhatja őket.

A fentiekkel analóg módon a kiigazítás a kínálati oldalon is kiválthat növekedésösztönző impulzusokat. Az államháztartás valódi szerkezeti reformja csökkenő elvonási szintet jelent a vállalati szférában, és az ily módon növekvő profitráta is serkentheti a beruházási aktivitást. A közterhek megcsappanása növeli a nemzetközi

versenyképességet is a fajlagos munkaerőköltség kedvező alakulása révén. Ez pedig egyrészt javítja a már megtelepedett exportszektor piaci kilátásait, másrészt vonzóbbá teszi a további működőtőke-befektetések számára az országot.

Briotti [2005] összefoglalója szerint a növekedésösztönző hatások kibontakozásának feltételei között kiemelkedő szerepet játszik a gazdasági szereplők várakozásainak jövőbe tekintő jellege, ugyanis csak az intertemporális optimalizálás révén a fogyasztásuk kisimítására törekvő háztartások produkálhatnak *nem-keynesi* magatartási reakciókat. Fontos továbbá, hogy a kiigazítások tartósságát hitelesen jelző (szignálzó) intézkedések is helyet kapjanak a fiskális konszolidációs csomagban. Hosszú távú korrekciós hatása lehet például az állami transferek áramvonalasításának, esetleg a rászorultsági elv következetes érvényesítésének a szociális területen, míg kevésbé meggyőzőek a beruházások elhalasztása révén elért megtakarítások, ugyanis az állammal szembeni fejlesztési-felújítási igények nem prolongálhatók a végtelenségig. Összességében tehát elmondható, hogy a fenntartható és kiegyensúlyozott költségvetési pozíció elérése nem feltétlenül társul recessziós veszélyekkel, sőt adott esetben pótlólagos növekedési többleteket is generálhat.

3.2.2. Az EKB monetáris stratégiája és kapcsolata a fiskális szabályokkal

Az Európai Központi Bank szabályozásának és döntéshozatali rendszerének kialakításakor¹¹³ az a disszertációmban előzőleg részletesen bizonyított mainstream közgazdaságtani felfogás volt a meghatározó, miszerint a gazdaságpolitika a legtöbbet az árstabilitás biztosításával és a semlegességével teheti a gazdasági növekedésért. Az elméleti ajánlások és a történeti tapasztalatok alapján ennek a célnak a teljesítéséhez a független jegybank az adekvát intézményi konstrukció. A jelzett konszenzusnak megfelelően határoztak meg a Maastrichti Szerződésben az árstabilitás biztosítását az eurózóna térségében az EKB számára domináns célkitűzésként, továbbá a közös európai jegybank teljes intézményi és működési autonómiát kapott a döntéshozóktól. Ez a megoldás, vagyis hogy nincs az európai szinten igazi politikai kontrollja a közös jegybanknak, a korábbi közéleti vitákban az Alkotmánybíróságok kapcsán megjelenő elvi dilemmát veti fel újra meg újra: Ki fogja ellenőrizni az öröket?

¹¹³ Az EKB jogi és intézményi szabályozásáról részletes és alapos leírást ad *Soós* [1999].

A jegybanki függetlenség princípiumát elfogadó szakértők is több ponton bírálják a konkrét európai szervezeti-intézményi konstrukciót¹¹⁴. *Lord* [2003] (254-255. o.) teljességgel szükségtelennek értékelte azt, hogy az EKB-nak – a korábban már tisztázott terminológiának megfelelően – nem csak eszközfüggetlenséget, hanem célfüggetlenséget is biztosított a Maastrichti Szerződés, következésképpen az árstabilitási cél számszerű definíciójának meghatározását a Kormányzó Tanács fektette le 1998 októberében (*EKB* [1998]). További heves kritikák érték a kialakított kommunikációs szabályokat, közelebről az egyes szervezeti egységek ülései jegyzőkönyveinek 16 évre történő titkosítását, illetve azt az eljárást, hogy nem ismerhetők meg a fontos döntések szavazati arányai. *Eijffinger – De Haan* [2000] azzal a törekvéssel magyarázza az európai jegybank konzervatív magatartását az átláthatóság kérdésében, hogy bizonyos mértékű kiszámíthatatlanságot („jótékony homályt”) tudatosan fenntartsa a jövőbeli taktikai lépéseit illetően. Az érvelés szerint a monetáris stratégiával kapcsolatban van elsősorban szükség a teljes nyíltságra építő magatartás követésére, ugyanakkor az eszköztár alkalmazásakor, vagy az alapkamatok meghatározásakor növeli a jegybank erejét és hatékonyságát, ha a piac szereplői nem mindig képesek előrejelezni a hatósági lépéseket.

A fentebb csak vázlatosan jelzett viták dacára a Maastrichtban megalkotott intézményi alapok és működési szabályok várhatóan tartósan fennmaradnak az európai integráción belül. Ezt mindenképpen jelzi, hogy az állam- és kormányfők által 2004-ben elfogadott, bár jelenleg a ratifikációs nehézségek miatt bizonytalan sorsú Európai Alkotmányos Szerződés rendelkezései is érintetlenül hagyják a monetáris unió eddigi szabályozását, és az Európai Központi Bank jogállását. Az EMU-t érintő változások csak apróbb pontosítások és egyszerűsítések, illetve a többi európai rendelkezéssel teremtik meg az összhangot¹¹⁵. Függetlenül attól, hogy mi lesz a végső sorsa az Európai Konvent kidolgozta alkotmánynak, a szövegezéskor és később a ratifikálás során folyó élénk közéleti vitában nem jelent meg olyan erőteljes szándék sem a tagállamok, sem a

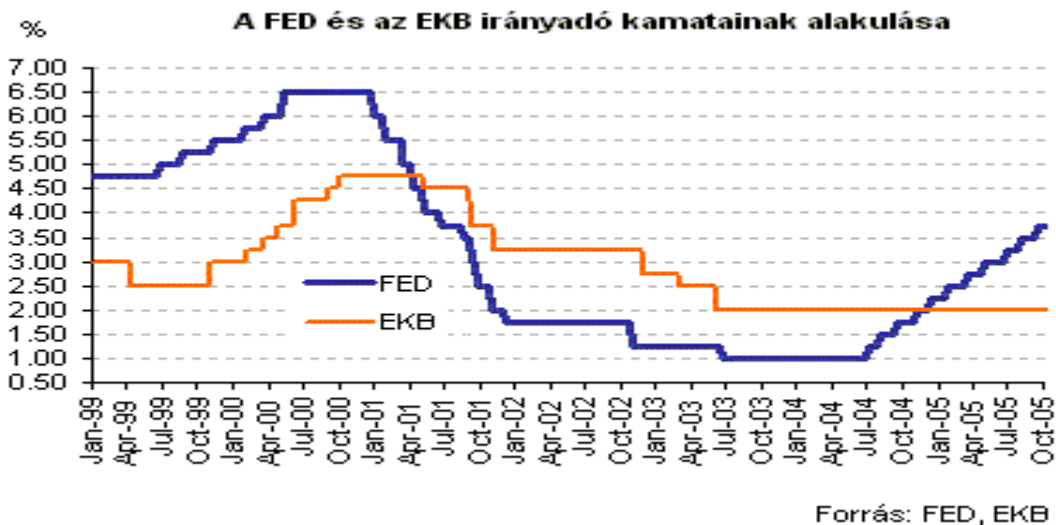
¹¹⁴ A jegybanki függetlenség általános érvényű korlátait és ellenérveit részletesen tárgyaltuk a 2.2.3-as alfejezetben.

¹¹⁵ Ilyen módosításra példa, hogy hasonlóan a tervezetben körvonalazott többi személyi döntéshez (például az új európai külügyminiszterről, vagy a Tanács két és fél évre mandátumot kapó elnökéről) az EKB Ügyvezető Igazgatóság tagjainak megválasztásához sem kell majd konszenzus az Európai Tanácsban, hanem elegendő a minősített többség kialakulása egy jelölt mellett. Az alkotmányos szerződés a monetáris uniót és az Európai Központi Bankot érintő rendelkezéseinek részletes elemzéséhez lásd: *EKB* [2004a].

közvélemény részéről, amely a jelenlegi intézményi konstrukció felülbírálatát, vagy gyökeres átalakítását célozta volna.

Az EMU III., végső szakaszának indulása óta eltelt időszakban folyamatosan gyarapodnak a tapasztalatok az egységes monetáris politikáról, és az európai gazdaságpolitikai mixet alkotó keretegyezmény, a nemzeti hatáskörben maradt fiskális politikákat szabályozó Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) gyakorlati működéséről. Mindkét pillér heves szakmai és politikai bírálatok pergőtüzébe került az elmúlt években, amelyek visszatérő eleme volt a túlzott ortodoxia vádja. Az alábbi ábrán párhuzamosan látható a két meghatározó jegybanki kamatláb változása az euró indulása óta, és rögtön szembetűnik, hogy a Federal Reserve sokkal agresszívebben reagált mindkét (restrikciós és expanziós) irányban a centrumrégiókat részben hasonló módon érintő exogén sokkokra (globális üzleti ciklus hullámozása, nyersanyagár-robbanások, geopolitikai feszültségek, biztonságpolitikai fenyegetések)¹¹⁶.

11. ábra: Alapkamatlábak alakulása az Atlanti-óceán két partján 1999-2005 között



Forrás: *Portfolio.hu*

Az európai monetáris politikai hagyományok csak részben érvényesülhettek az új közös jegybank stratégiájának kialakításakor, ugyanis egyrészt az árfolyamalapú rezsimek potenciális horgonyvaluta hiányában eleve nem képezhettek releváns alternatívát, a tiszta mennyiségi célkövetés rendszerét pedig aláásták a gazdasági-pénzpiaci változások (pl. ilyen tényező a pénzkeresleti magatartás változásainak

¹¹⁶ Az 1999 januárja és 2006 júniusa közötti időszakban a FED 35 alkalommal változtatott a kamatlábakon, míg az EKB csupán 18-szor, miközben szinte ugyanolyan arányban alkalmaztak 25 bázispontnyi mértékű, illetve ennél nagyobb módosításokat.

felgyorsulása¹¹⁷). A valutaövezet létrehozásának precedens nélkülsége, és ebből fakadóan a makrogazdasági előrejelzések fokozott bizonytalansága pedig mindenképpen óvatosságra intette a jegybanki szakértőket egy már létező rezsím egyszerű adaptálásával kapcsolatban. A fentieknek köszönhetően 1998 októberében egy sajátos monetáris-mix került végül elfogadásra (EKB [1998]), amelynek középpontjában a Harmonizált Fogyasztói Árindex éves növekedési ütemére kitűzött 2% alatti számszerű célkitűzés áll. Ezt egészítette ki az M3 éves rátájára megjelölt 4,5%-os referenciaérték, amely kapcsán az első pillanattól kezdve hangsúlyozták az illetékesek, hogy nem szigorúan betartandó pénzmennyiségi előírásnak szánják. A pénzügypolitika döntéshozatali-értékelési rendszere két pillérrre épül: az első az inflációra hatást gyakorló gazdasági folyamatokat (konjunkturális hullámzások, foglalkoztatottság, devizaárfolyam stb.) tartalmazza, míg a második a monetáris aggregátumok (a likviditás szempontjából értelmezett különféle pénzmennyiségi mutatók) alakulását követi figyelemmel.

Részben a meghirdetett stratégia keverék jellegét és ebből fakadó áttekinthetlenségét bíráló vélemények, részben az első évek fejleményei (a likviditási mutatók még a korábban véltnél is kiszámíthatatlanabban viselkedtek az eurózónában) hatására a közös jegybank 2003 tavaszán felülvizsgálatot tartott (EKB [2003a]), amely végülis alapvetően megerősítette az addigi hivatalos monetáris politikát, ugyanakkor néhány részletkérdésben módosította az eredeti vezérfonalat. Egyrészt az egyébként is követett gyakorlattal összhangba hozta az árstabilitási mandátum kvantifikált értelmezését, amikor a korábbi tartományon belül a 2%-hoz alulról közelítő értékeket jelölte meg a HICP-re vonatkozó céljául¹¹⁸. Másrészt a monetáris pillér szerepét egyfajta kontrollmechanizmusként (*cross-checking*) specifikálták, amely segítségével ellenőrizhetők a gazdasági folyamatokról érkező információk. Mint fentebb utaltunk rá, a mennyiségi referenciaérték nem csak, hogy nem volt képes betölteni a jegybanki irányító szerepét, hanem több időszakban kifejezetten zavaró elemmé vált a hivatalos stratégiában (Begg és társai [2002] 11-21. o.). Gyakran hivatkozott eset, amikor 2001. szeptember 11-e utáni hetekben teljes divergencia volt megfigyelhető a pénzaggregátumok gyors növekedése és a globális szükségszerűségként jelentkező

¹¹⁷ A mennyiségi célkövetésre épülő rendszerek alkalmazásának nehézségeiről, a tiszta változat logikájának ellehetetlenüléséről részletesen szoltunk a 2.4.1-es alfejezetben.

¹¹⁸ Az alsó határ hangsúlyos kijelölése azt volt hivatott jelezni, hogy az EKB egy enyhe pozitív inflációs rátára törekszik, ami biztonsági tartalékként szolgál a defláció jelensége ellen, illetve figyelembe veszi a fogyasztói árindex felfelé torzításával kapcsolatos módszertani sajátosságokat is.

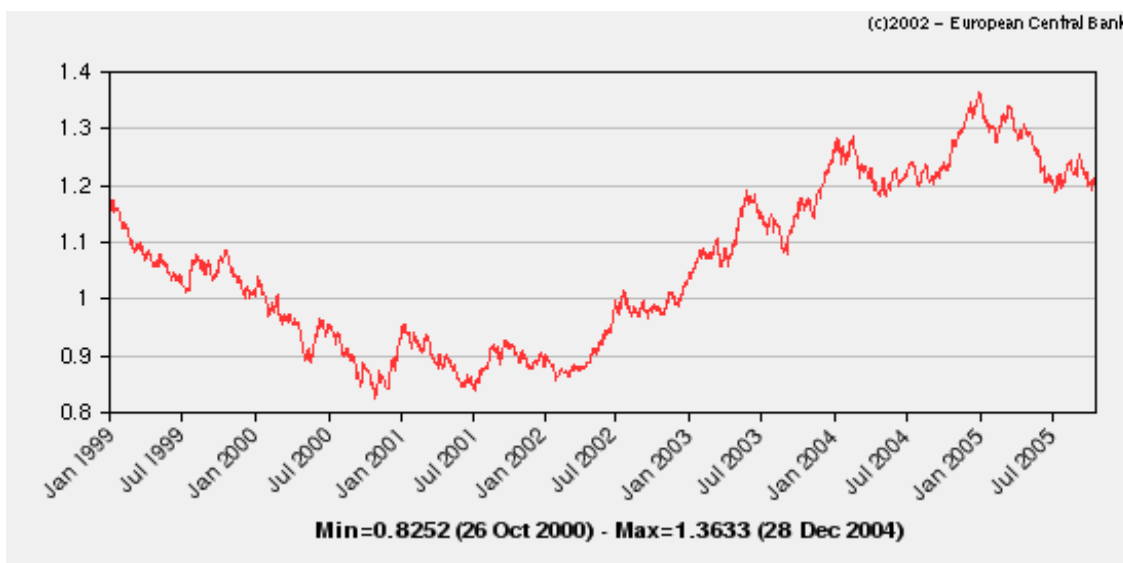
kamatcsökkentések között. A rendkívül bizonytalanra vált nemzetközi környezet ugyanis egyrészt a portfóliók újraellokálására készítette az intézményi befektetőket, amelynek keretében a likvidebb eszközök iránti kereslet megugrott, így az M3 bővülési üteme majdnem a duplájára emelkedett. Mindeközben ugyanakkor egyértelmű volt, hogy a közép távú inflációs aggályok eltűnése és a zuhanó kibocsátás miatt a monetáris kondíciók határozott lazítására van szükség.

Mérlegre téve az EKB első bő fél évtizedét, azt állapíthatjuk meg, hogy sikeres volt a törvényes feladatául megszabott monetáris stabilitás biztosításában az eurózóna övezetében. Ezt az értékelést támasztja alá, hogy az első évek átlagos inflációs rátája kellően közel esik a 2%-os plafonhoz, illetve a hosszú távú európai inflációs várakozások szilárdan lehorgonyzódtak a kijelölt értéktartományban, ráadásul utóbbiaknak nem csak a mértékük csökkent, hanem a volatilitásuk is (*EKB* [2003b] 80-81. o.). Az inflációs folyamatok és várakozások ellenőrzés alatt maradtak még 1999 és 2001 között is, a legutóbbi globálisan tapasztalható inflatorikus nyomás idején, és a jelenlegi robbanásszerű kőolajár-emelkedések sem módosíthatják várhatóan a hosszú távú trendeket. Szintén eredményesnek tekinthető a monetáris eszköztár alkalmazása a rövid távú hozamszint beállítására a gyakorlatban: az összesen 200 bázispontnyi kamatsatornában különösebb erőfeszítések nélkül stabilizálódott az érintett időszakban a referenciaként használt kamatmutató, az *Eonia* (Euro Overnight Index Average)¹¹⁹.

Némileg ironikus módon az euró indulását követő első években a hivatalos árfolyamcélal nem rendelkező új jegybank a közös valuta devizapiaci árfolyamának mélyrepülése miatt kapta a legtöbb bírálatot, amelyeket sokáig meglehetősen rezignáltan kezelt. A passzivitását 2000 szeptemberében adta fel az EKB, amikor értékelése szerint az amerikai valutával szemben 85 cent alá süllyedő euró (lásd az alábbi ábrát) helyzete a szárnyaló importárakon keresztül már veszélyeztette az árstabilitási célokat is. Az akkori őszi folyamán lezajlott koordinált óriásintervenciók ugyan önmagukban nem fordították meg, hanem csak megállították az árfolyam zuhanását, amit nem is a piacra dobott összegek nagysága révén értek el, hanem azáltal, hogy a keresleti-kínálati viszonyokba történő beavatkozásokkal a világgazdaság erőcentrumai világosan jelezték, hogy a kialakult paritás nem elfogadható számukra.

¹¹⁹ A vonatkozó megállapítások grafikus illusztrációjához az 1999-2004 közötti időszakra lásd *Issing* [2005] 415-416. o.

12. ábra: A dollár/euró keresztárfolyam alakulása 1999-2005 között



Forrás: EKB honlap (www.ecb.int)

Mint látható, az euró árfolyamának alakulása csak extrém ingadozások és tendenciák esetén válik a monetáris politikát is meghatározó jelentőségű kérdéssé. A gazdasági hatások szempontjából fontosabb lehet a közös valuta világgazdasági súlyának, a globális pénzügyi és kereskedelmi tranzakciók közvetítésében elfoglalt pozíciójának a milyensége. Az eurót indulása körül kísérő optimizmussal szembehelyezkedve, *Cohen* [2003a] több okból is vitatja az európai valuta globális devizapiacokon játszott szerepének a dollár dominanciáját is veszélyeztető megerősödésére vonatkozó prognózisokat. Egyrészt a kiépült és bejártott tranzakciós hálózatok és nemzetközi kereskedelmi és tőkepiaci szokások miatt van egy beépített tehetetlenség a devizák használatát illetően a világgazdaságban¹²⁰, ami nagyon megnehezíti az új, kihívó státuszú valuta dolgát. Másrészt, amint azt nemsokára, a következő alfejezetben is látni fogjuk, az európai pénzpiac terjedelme és mélysége egyelőre messze elmarad az amerikaiétól, ezért az euróban tranzakciókat lebonyolítani (pl.: banki hitelfelvétel, kötvény- illetve részvénykibocsátás) még várhatóan sokáig költségesebb lesz, ami csökkenti a közös valuta globális vonzerejét. A harmadik akadályozó tényező pedig az, hogy az európai pénz mögött álló intézményi struktúra és gazdasági szabályozás minőségéről alkotott kép és így a reputációja rosszabb, mint ugyanezen faktorok a dollár esetében.

¹²⁰ Az egyik legismertebb példa talán erre a jelenségre, hogy a kőolaj és különféle származékainak kereskedelmi forgalma évtizedek óta hagyományosan USA dollárban bonyolódik még olyan partnerek esetében is, ahol egyébként az amerikai reláció nem játszik különösebb szerepet a gazdasági életben.

A szupranacionális szintre emelt monetáris irányítás mellett – mint korábban hangsúlyoztuk – a költségvetési ügyek nemzeti hatáskörben maradtak. Gyakorlatilag az első pillanattól kezdve konszenzus bontakozott ki azon nézet mellett, hogy széleskörű fiskális fegyelemre van szükség a monetáris unió sikeres működéséhez. Ebbe az irányba mutat egyrészt az árstabilitást ösztönző gazdasági környezet megteremtésének az igénye, másrészt a potyautas-effektus veszélyének minimalizálására való törekvés is. Az eurózónán belül ugyanis a túlköltekező ország mérsékelt piaci következményekkel folytathat felelőtlen költségvetési kurzust, hiszen az érintett állampapír-piaci hozamok egy nagyon szűk sávban (35-40 bázispont) ingadoznak csak. Mindeközben a fegyelmezetlen kormányzat a teljes övezet finanszírozási terheit növelheti, hiszen a jelenség felbukkanása a monetáris unió egészének a kockázati felárát emeli meg.

A fentiek tisztázás azért fontos, mert az elemzett időszakban folyamatosan éles kritikával illetett¹²¹ Stabilitási és Növekedési Egyezmény teljes elvetése nem volt reális és közgazdaságilag alátámasztható eshetőség, az átalakítására viszont mindenképpen megérett az idő. Bár a paktum szellemének egyik – részben feledésbe merült – funkciója éppen az volt, hogy az anticiklikus gazdaságpolitikai számára mozgásteret teremtsen, ugyanis amennyiben normális növekedés mellett zérus vagy enyhén pozitív költségvetési egyenleget érnek el a kormányzatok, akkor recesszió esetén idején egy 3 százalékpontnyi célirányos lazítás számottevő fiskális stimulust jelenthet (*Trichet* [2001]).

A 2005 márciusában elhatározott részleges SNE-reformok (bizonyos tételek és a strukturális reformok beszámíthatóságának megteremtése, országspecifikus kiigazítási pályák és deficitcélok engedélyezése, hosszabb időszávok kijelölése a túlzott hiány korrekciójára) *Eichengreen* [2005b] értékelése szerint nem célravezetők, mert nem a fiskális feszültségek kiváltó okát szüntetik meg, hanem csak a tüneteket kezelik. A különösen a nagy tagállamok körében terjedő fegyelmezetlenség visszaszorítására nemzeti szintű, autonóm fiskális tanácsok felállítását ajánlja a szerző, hasonlóan ahhoz a folyamathoz, ahogy a Maastrichti Szerződés nyomán általánossá vált az unióban a független jegybanki intézményi konstrukció. A javasolt testületeknek a folyó évi deficitszámok nagyságának meghatározásában lenne csak kompetenciája, a redistribúció mértékéről, a költségvetési kiadások megoszlásáról, az adórendszer szerkezetéről továbbra is a megfelelő demokratikus legitimitással rendelkező választott

¹²¹ A Paktumot érintő kritikákról és gazdaságpolitikai dilemmákról jó áttekintést ad *Benczes* [2003], valamint *Orbán – Szapáry* [2004].

politikusok döntenének. Az elképzelésben közölt, vagy ahhoz hasonló intézményi reformok nélkül a paktum problémái valószínűleg a közeljövőben újra fognak termelődni, ami nem igazán megnyugtató fejlemény az európai integráció további mélyülése és az euróövezet hosszú távú stabilitása szempontjából¹²².

3.2.3. Reális-e a monetáris unió szétesésének veszélye?

Az európai alkotmányos szerződés francia és holland elutasítása alaposan felkavarta az uniós országok közvéleményét, és felizzította az integráció jövőjéről, stratégiai kilátásairól folyó vitát. A felerősödő euroszkepticizmus egyik sajátos hordalékának tekinthető, hogy a közös valuta 1999-es bevezetése óta első ízben jelent meg komolyan vehető felvetésként az eurózóna részleges vagy akár teljes felbomlása. Mint emlékeztető a nem meggyőző győzelmével végződő népszavazások után *Roberto Maroni* olasz népjóléti miniszter országa kilépésének kívánatosságáról nyilatkozott, és bejelentette, hogy pártja, a kormányzó koalícióban is részt vevő Északi Liga aláírásgyűjtést indít az euró lírára történő visszacserélésének népszavazásra bocsátása érdekében. Ezen túlmenően az európai napilapok és hírportálok sokasága számolt be a devizapiac ideges reagálásától és azonnali hivatalos cáfolatoktól kísérve, hogy a német gazdaságpolitika kulcsemberei egy titkos tanácskozáson eljátszottak a monetáris unió felbomlásának gondolatával. A hangulatot tovább korbácsolta amikor a *Stern* magazin publikált egy friss felmérést az euró elfogadottságáról, amely szerint egy „most vasárnapi” referendumon a német választók 56%-a a márka visszahozatalára szavazna.

Míndezenek után releváns dilemmaként fogalmazható meg, hogy mennyire reális eshetőség a valutaunió szétesése a közeljövőben. Némileg ironikus módon a legkevésbé a rossz egyensúlyi mutatókkal és zilált államháztartási helyzettel jellemezhető „gyenge láncszemek” (Olaszország, Portugália, Görögország) önkéntes kilépésétől kell tartania az európai hatóságoknak. Nézzük példának okáért, mivel járna ez a döntés a kérdést végül is napirendre tűző olaszok esetében, akik a jelenlegi súlyos gazdasági bajaikért elsősorban az eurót hibáztatják. A lírát újra bevezető gazdaságpolitika az egybecsengő várakozások szerint a visszkapott nemzeti valuta gyakori leértékeléseivel próbálná helyreállítani a megroppant világpiaci versenyképességét, és ezzel párhuzamosan felélénkíteni az idej első félévben hivatalosan is recesszióba csúszó gazdaságot. Úgy ahogy korábban évtizedekig szolgált ez a lépéssorozat - csak átmeneti enyhülést hozó -

¹²² Az uniós tagállamokban jelenleg működő fiskális intézményekről részletes áttekintést ad *EB* [2006c].

megoldásul a mindenkori itáliai döntéshozók számára. Az eurót megelőző utolsó visszaesésekkel tarkított időszakban, 1992-1995 között például összesen 34%-kal értékelték le a lírát az ECU-höz képest.

Egy ilyen helyzetben a legégetőbb kihívás a bruttó nemzeti termék több mint 106%-ra rúgó államadósság finanszírozása lenne. Az olaszok kilépésekor ez az óriási adósságtömeg továbbra is euróban maradna, aminek a terhei még tovább növekednének a későbbiekben azzal, hogy egy folyamatosan leértékelődő valutával kellene finanszírozni a hiányt, ugyanis a pénzreformot követően a kormányzat adó és egyéb bevételei már nyilván lírában keletkeznének. Ráadásul a líra várható árfolyamcsökkenése miatt a befektetők kamatelvárásai is megugranának az olasz államkötvényekkel szemben, ami további súlyos kiadásokat okozna a költségvetésnek. Nem árt talán emlékeztetni arra, hogy míg 10 évvel ezelőtt az olaszoknak akár 600-650 bázisponttal kellett többet fizetnie az állampapírjaik után a német hozamszinthez képest, addig mára ez a különbség 15-20 bázispontra olvadt. Ez egyben azt is jelenti, hogy az elmúlt 6 évben sokkal kisebb reálterheket jelentett Róma számára a korábbi felelőtlen gazdaságpolitika miatt felhalmozott államadósság kezelése, mint bármikor a megelőző évtizedekben (*Munchau [2005]*). A monetáris unió elhagyása után pedig a kamatfelár várhatóan meredeken megindul felfelé, és egyáltalán nem kizárt, hogy visszatér a korábban megszokott szintre. A jelzett hatások összeadódása miatt szinte borítékolható a végkifejlet, vagyis Olaszország a kiválás után rövid időn belül a fizetéseképtelenség határára jut, annak minden negatív rövid és hosszú távú konzekvenciájával együtt. Teljesen helytállónak gondoljuk az Európai Központi Bank vezető közgazdászának, *Ottmar Issingnek* a reakcióját, aki a posztjához mérve talán szokatlan őszinteséggel tömören „gazdasági öngyilkosságnak” nevezte Maroni miniszter felvetését (*Atkins [2005]*).

Ennél egy fokkal valószínűbb forgatókönyvnek látszik, ha az eurózónán belüli feszültségek tartósódása és az árstabilitási elkötelezettség fellazulása esetén a jelenleg is fegyelmezett gazdaságpolitikát gyakorló stabil országok (Hollandia, Finnország) elégedetlensége döntse netán össze a közös valutát. Ugyanakkor még egy erős gazdaság esetén is hosszú időnek kell eltelnie és komoly negatív tapasztalatokat kell elszenvedni ahhoz, hogy egy ország biztosan kijelenthesse: jobb lenne neki a monetáris unión kívül. Ráadásul az eddigi időszakban a frankfurti székhelyű közös európai jegybank sikeresen és határozottan ellenállt a fel-felerősödő nyomásgyakorlásnak, akár a gazdasági, akár a politikai érdekcsoportok felől érkezett ilyen szándék.

Bár az eurózóna már negyedik éve a stagnálással küszködik, és az elkövetkező időszak növekedési kilátásai is borúsak, az igazság viszont az, hogy a rossz gazdasági adatsorokért legkevésbé a közös valuta a bűnös, ugyanakkor bűnbaknak tökéletesen megfelel a közvélemény számára. A globalizációs folyamatok az euró lététől vagy nem lététől függetlenül óriási kihívások elé állítják az európai gazdasági és jóléti modellt, amely láthatóan teret veszít az egyre élesedő világpiaci versenyben. A gazdasági küszködés – nem fontossági sorrendben – a munkaerőpiac merevségének, a teljesítményt visszafogó mértékű közterheknek, az oktatási-szakképzési rendszer elavultságának, a kutatás-fejlesztési terület lemaradásának és a túlméretezett bürokráciának köszönhető. Az elmaradt átalakítások akkor is erőteljesen meglátszanának a GDP-számokon, ha még ma is minden tagország a saját valutáját használná hivatalos fizetőeszközként (*Wyplosz* [2006]). Az igazi különbség inkább az lenne, hogy az európai országok, különösen a déli periféria államai sokkal inkább ki lennének téve a pénzügyi válságok veszélyének, mint jelenleg, amikor inkább csak elméleti lehetőség egy ilyen krízis. Az 1990-es évek elejének európai döntéshozói nem abban tévedtek tehát, hogy elkötelezték az integrációt az egységes valuta mellett, hanem abban, hogy azt hitték az euró ösztönözni fogja a strukturális reformokat a tagállamokban. Az viszont egyértelműen kiderült, hogy a közös valutára hivatkozva nem lehet simán lenyeletni a keserű pirulákat a választóközönséggel. Világossá vált, hogy nem lehet megspórolni a gyakran rendkívül kényelmetlen társadalmi vitákat az állami szerepvállalás új irányairól és a jóléti rendszerek átalakításáról.

Az EU-nak a jelen évtized közepén tapasztalható válságából tehát egyelőre nem következik valós veszélyként a monetáris unió szétesése. Ugyanakkor nem tagadható el, hogy lehetnek olyan hatásai a jelenlegi kaotikus politikai helyzetnek, amik kedvezőtlenül érintik a valutauniót, illetve az új tagállamok terveit az euró átvételére vonatkozóan. Egyrészt az uniós országok közötti bizalmatlanság előtérbe kerülése nem segíti elő, hogy a fiskális területen a jelenleginél szorosabb legyen az együttműködés, márpedig politikai egységesülés nélkül ugyan elképzelhető hosszú távon sikeres monetáris unió, de inkonzisztens költségvetési eljárásokkal, széttartó államháztartási pozíciókkal biztosan nem. Másrészt még a válság folyamatos csillapodása esetén is valószínűsíthető, hogy lecsökken a régi tagok fogadókészsége akár a közös piacot, akár a monetáris integrációt tekintjük, ami komolyan befolyásolhatja az euróaspiránsok terveit a közös valutát átvételére vonatkozóan. Ezzel a problémakörrel részletesen

foglalkozunk még a 4. fejezetben, amikor áttekintjük és összehasonlítjuk az eurózónás csatlakozásra szőtt terveket a kelet-közép-európai régióban.

3.3. A monetáris unió hatása a pénzügyi piacokra

Elemzésünkben külön hangsúlyt fektetünk a pénzügyi közvetítés területére, amit több szempont is indokol. Egyrészt az európai valutaövezet létrehozásának egyik jelentős mozgatórugója volt a pénzügyi piacok egységesülésének előmozdítása, ugyanis ez az integrálódási folyamat igazolható módon növekedésösztönző hatással bír több csatornán keresztül is. Másrészt a monetáris politika hatékonyságát alapvetően befolyásolja monetáris transzmissziós mechanizmus, illetve ennek kiemelt faktorának a kamattranszmissziónak a sebessége, illetve a teljessége. Mind az eurózónában, mind az új tagállamokban jelentős késéssel alkalmazkodnak a megcélzott makrováltozók a monetáris kondíciók változásához, amit mindenképpen érdemes figyelembe vennie a döntéshozóknak. A következőkben elsőként áttekintjük, hogy a közgazdasági elmélet szerint miért bír kitüntetett funkcióval az egyes szektorok közül a pénzügyi közvetítés. Közelítve az európai monetáris integráció folyamatához megfigyelhető, hogy a kontinens pénzügyi szektora egy globális hatókörű szerkezeti átalakuláson megy keresztül, amelynek főbb mozgatórugóit és elemeit mutatjuk be a következő részben. Végül rátérünk annak elemzésére, hogy milyen hatással volt eddig az európai piacok integrációjára és teljesítményére a közös valuta megjelenése, ami közvetlen kihatással lehet az eurózóna keleti kibővítésének perspektíváira is.

3.3.1. A pénzügyi közvetítő rendszer makrogazdasági szerepe

A pénzügyi közvetítő rendszer szerepe alapvető fontosságú egy modern monetizált piacgazdaságban. A gazdasági alrendszer feladatait a következő pontokban foglalhatjuk össze *Bonin - Wachtel* [2000] (46. o.) alapján:

- a) A nemzetgazdasági megtakarítások mobilizálása
- b) A beruházási projektek finanszírozása, források allokációja
- c) A kockázatok és a pénzügyi eszközök beárazása
- d) A vállalati teljesítmények folyamatos értékelése
- e) A tulajdonosváltások elősegítése a hatékonyság érdekében

A pénzügyi közvetítés klasszikus funkciója az eltérő lejáratú szerkezetű megtakarítások és beruházások összehangolása. A mai gazdaságokat jellemző rövid távú és elaprózott háztartási megtakarításokat kell minél kisebb kockázattal hosszú távú beruházásokat finanszírozó kölcsönökké alakítani. Egy szellemes kifejezéssel élve úgy is fogalmazhatunk, hogy a pénzügyi közvetítő intézmények, ezek között pedig különösképpen a bankok, likviditástranszformációs szolgáltatást nyújtanak.

A pénzügyi közvetítést végző intézményrendszernek történetileg két jól elkülöníthető alaptípusa alakult ki a piacgazdasági fejlődés során: a banki, illetve a tőkepiaci alapú (*Mérő* [2002]). A banki alapú rendszerekben a vállalatok finanszírozásában a kereskedelmi bankok túlsúlya a jellemző. Ezzel párhuzamosan a háztartások kockázatvállalási hajlandósága alacsony, így megtakarításaik döntő részét bankbetétbe helyezik el. A vállalati szféra külső forrásbevonásának meghatározó eszköze a hitelfelvétel, a tőkepiac bekapcsolása csak kiegészítő szerepet játszik a pénzügyi közvetítésben. A tradicionálisan banki közvetítéssel rendelkező gazdaságok tipikus példái Németország, Franciaország, Japán, és ide sorolható a kelet-közép-európai térség, így hazánk is.

A tőkepiaci alapú rendszer épít a magánszektor magasabb kockázatvállalási hajlandóságára. A pénzügyi eszközöket a háztartások kisebb részben közvetlenül, nagyobb részben pedig intézményi befektetőkön (biztosítók, nyugdíjpénztárok, egészségpénztárok, befektetési alapok) keresztül birtokolják. Ebből fakadóan a kötvény- és részvénypiacokon keresztüli forrásbevonás elterjedtebb, mint a banki hitelfelvétel.

A nemzetközi szakirodalomban széleskörűen elfogadott és empirikusan bizonyított tény, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer fejlettsége pozitívan korrelál a gazdasági teljesítménnyel és a növekedési ütemmel. *Levine* [1997] klasszikus áttekintő tanulmányában úgy érvel, hogy a pénzügyi közvetítés korábban már elemzett funkciói egyszerre növelik a gazdaság allokatív és adaptív hatékonyságát, vagyis elősegítik mind az erőforrások optimális elosztását, mind az üzleti szervezetek rugalmas reagálását a gazdasági változásokra és a külső sokkokra.

Egy viszonylag friss empirikus tanulmányban *Levine és társai* [2000] egy impozánsan nagy, több mint 70 ország 1960-1995 közötti jellemzőit tartalmazó adatbázison alapulva vizsgálták a két tényező oksági kapcsolatát. A mind keresztmetszeti regressziós, mind dinamikus panel elemzési technikákat felvonultató

ökonometriai vizsgálat egyrészt egyértelmű kapcsolatot talált a pénzügyi közvetítés intézményrendszerének barázdáltsága és a gazdasági fejlettség között. De nemcsak az elért szintek között létezik bizonyítható kauzális viszony, hanem az is szignifikánsan kimutatható az elemzésből, hogy a pénzügyi rendszer mélyülése jótékony, ösztönző hatást gyakorol a gazdasági növekedésre is.

Az országok összevetéséből az is kiderült, hogy a törvényi és számviteli szabályozásnak nagyfokú szerepe van a közvetítő rendszer fejlettségében, amely összefüggés komoly relevanciával bírhat a döntéshozók számára. Konkrétabban fogalmazva, a hitelezők érdekeit védő jogi szabályozás, de még inkább az ilyen rendelkezések gyors és hatékony kikényszeríthetősége pozitívan stimulálja a rendszer fejlődését. Hasonló kihatása van a vállalati mérlegek nyilvánossági követelményeinek, vagyis minél teljesebbek és átfogóbbak a kötelezően publikálandó jelentések a cégek gazdálkodásáról, annál fejlettebb pénzügyi rendszerrel számolhatunk. Összefoglalóan megállapítható, hogy az országok azon erőfeszítése, hogy a pénzügyi jogi szabályozását megerősítse és stabilizálja, elősegíti a pénzügyi rendszer fejlettségét, következésképpen hozzájárul a növekedésbarát gazdasági környezet kialakításához.

Ugyanakkor strukturális szempontból vizsgálva a kérdést, nincs sem teoretikus, sem elméleti bizonyíték arra, hogy a két meghatározó intézményi típus közül melyik lenne optimálisabb a gazdasági növekedés eléréséhez. A banki illetve a tőkepiaci alapú közvetítés kapcsolatát is célszerűbb kiegészítő, mintsem helyettesítő viszonyként értelmezni, ugyanis bizonyos funkciókat a bankrendszer (pl. megtakarítások mobilizálása, vállalatok feletti kontroll), míg másokat a tőkepiac (innováció és specializáció elősegítése) lát el hatékonyabban.

3.3.2. A pénzügyi közvetítés átalakulása Európában

Az egységes valuta megjelenése egy globális érvényű átalakulási hullám kellős közepén érte az európai hitel- és tőkepiaci szervezeteket. Az egyik ilyen legkézzelfoghatóbb globális trend a pénzügyi közvetítés intézményrendszerében a folyamatos fúziók és felvásárlások (*Mergers & Acquisitions*) révén előálló koncentrációs folyamat. A folyamat eredményeképpen elmozdulás történt a sok, egy-egy részpiacra specializálódott pénzügyi intézményből álló struktúra felől a pénzügyi konglomerátumok irányába. Az Európa-szerte érzékelhető konszolidációs folyamat mozgatórugói a következőképpen foglalhatók össze *Vígh-Mike* [2002] alapján:

- a) A technikai fejlődés megnövelte a hatékony banki működéshez szükséges minimális üzemméretet. Jellemző trend napjainkban, hogy a bankok egyre szofisztikáltabb elemzési módszerekkel dolgoznak a vállalati hitelezési üzletágban, illetve egyre komolyabb tudású elektronikus kártyákat értékesítenek a lakossági partnereknek. A példában szereplő mindkét trend olyan fejlesztéseket tesz szükségessé, amelyek csak megfelelő méretű ügyfélbázis esetén kifizetődőek (volumengazdaságosság).
- b) Földrajzi típusú dereguláció. A világon egyre több és több állam dönt úgy, hogy megnyitja a pénzügyi szolgáltatások piacát a globális verseny előtt. Az Európai Unióban a pénzügyi törvények liberalizálása, az egységes piac megteremtése feloldotta a korábban létező szabályokat a külföldi tulajdonú szervezetek tevékenységének megkötéseit illetően. A megnyíló lehetőségeket kihasználó, határokon átnyúló tranzakciók jelentős szerepet játszottak a szektor konszolidációs folyamatában.
- c) Pénzügyi piacok és termékek deregulációja. A hagyományos kereskedelmi banki és befektetési banki tevékenységek korábban főként az angolszász országokban intézményileg is szétváltak, és csak napjainkra vált általánossá az univerzális banki modell. Ennek a minden piaci szegmensben jelen lévő bankháznak a felépítése sokszor úgy történik, hogy a kereskedelmi bankok speciális szolgáltatásokat nyújtó cégeket vásárolnak fel, és olvasztanak be a belső növekedés alternatívájaként (tevékenységikör-gazdaságosság).
- d) A kiéleződő pénzügyi versenyben több területen is a védekezési stratégia része volt egy ellenséges felvásárlás ellen a növekedés elindítása. Az eurózóna magországi mellett a kelet-közép-európai térségben is megfigyelhető egyfajta expanzív előremenekülés a sikerebb intézmények részéről, amelynek célja a regionális multivá válás, ami esetleg már elegendő ellensúlyt jelent egy globális óriáscég akvizíciós szándékaival szemben.

A pénzügyi szektor egyre dinamikusabb koncentrációja mellett néhány további mozgatórugó is formálja az európai pénzügyi szférát. Az egyik évtizedek óta érvényesülő és egyre komolyabb változásokat magával hozó trend, a dezintermediáció. A fogalom a közvetítési tevékenység átstrukturálódására utal, amikor például a háztartások közvetlenül, a pénzügyi intézmények kihagyásával helyezik el a megtakarításaikat. A tőkepiaci eszközök direkt beszerzését nagyban ösztönzi, hogy

egyre nő a kockázatvállalási hajlandóság olyan társadalmakban is, ahol korábban nem volt jellemző ez a magatartás (például az EU kontinentális tagjai). A dezintermediáció megjelenik a vállalati oldalon is olyan formában, hogy az üzleti szervezetek a finanszírozási források egyre nagyobb részét veszik fel a pénzpiacokról. Erre utal az elsődleges részvénykibocsátások (*initial public offering*), valamint a vállalati kötvénypiaci tranzakciók globálisan dinamikusan növekvő száma is az utóbbi években. Ugyanakkor valószínűsíthető egy aszimmetrikus folyamat az üzletágak között, mivel a vállalati finanszírozásban hosszabb távon is sokkal lassabb lesz a dezintermediáció, mint amilyen gyorsan terjed a megtakarítások elhelyezésében. A bankhitelek megmaradó dominanciája Móre [2002] elemzése alapján a következő tényezőknek tulajdonítható. Egyrészt a vállalatoknak továbbra is szükségük lesz hitelfelvételre, mert ez fontos pozitív jelzést ad a tőkepiacok, valamint az üzleti partnerek felé. Az sem elhanyagolható szempont, hogy a banki finanszírozás jelentősége megnő kedvezőtlen tőkepiaci klíma esetén, amikor csak nyomott áron lehetne direkt módon részvényeket, vagy kötvényeket értékesíteni a befektetőknek. Ráadásul különöses a nagyvállalatokra igaz az, hogy nagyobb az alkuerejük a banki finanszírozás feltételeinek rugalmas alakítására (pl. a hitelkeret megújítására), mint tőkepiaci instrumentumok esetében.

A dezintermediációhoz részben kapcsolódó trend az értékpapírosítás az érintett intézményekben. Mind a pénzügyi, mind a nem pénzügyi szektor forrásai között egyre nagyobb részarányt képviselnek az értékpapírosított kötelezettségek. Ezen folyamat térnyerésére jó példa, hogy a bankok esetében egyre csökkenő hányadot képviselnek a források körében a hagyományos bankbetétek, és a egyre fontosabbá válik a különféle banki értékpapírok (banki kötvények, letéti jegyek) forgalmazása.

Az egyre hevesebb verseny hatására megfigyelhető a banki szerepkör fokozatos átalakulása is. Korábban már utaltunk rá, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer egyik legklasszikusabb funkciója a likviditástranzformáció elvégzése a gazdaságban, vagyis a jellemzően rövid lejáratú megtakarítások átalakítása hosszú távú kölcsönökké. Napjainkban részben ehelyett egyre inkább előtérbe kerül a kockázatránzfórmáció feladata, vagyis az alacsony kockázatúnak tekinthető forrásokkal szemben magas kockázatú kihelyezések állnak a banki mérlegekben. Erre ösztönzi a pénzügyi közvetítőket a hozamok és a jövedelmezőség terén mutatkozó verseny, amely nyomás alatt tartja a vezetőket, és egyre kockázatosabb portfóliók kialakítására sarkallja őket. Ennek professzionális levezényléséhez persze szükség van fejlett kockázatkezelési eszközök alkalmazására, valamint alapos kockázatelemzési módszertanra is.

3.3.3. Az európai pénzügyi piacok fejlődése

Az utóbbi évtizedben tehát az európai pénzügyi környezet jelentősen megváltozott, amihez a Gazdasági és Monetáris Unió is érdemi módon hozzájárult, mintegy katalizátorként hatva a folyamatokra. A változások közül talán a legfontosabb az európai pénzügyi piacok folyamatos integrációja. Mind a gazdasági elméletek, mind az empirikus kutatások azt támasztják alá, hogy a pénzügyi piacok integrációja és fejlődése hozzájárul a gazdasági növekedéshez a kereskedelemben esetleg jelentkező súrlódások és korlátok megszüntetése révén, valamint a tőke hatékonyabb allokációjával. Általánosságban tehát az mondható, hogy a pénzügyi integráció mélyítése hasznos, de előfordulhat az az eset, hogy vannak kevésbé pozitív hatásai is. Egy szegmensben belüli túlzott koncentráció, például erős oligopol struktúra kiépülése a vállalati hitelezési piacon akadályozhatja a versenyt. A pénzügyi integráció abból a szempontból is fontos, hogy az egységes monetáris politika zökkenőmentes és eredményes működése érdekében a pénzügyi rendszernek a lehető leghatékonyabbnak kell lennie. Az integráció fokán múlik az egységes központi bank működésének hatékonysága is a gyakorlatban, ugyanis a páneurópai pénzpiacok kiépülése alapvetően javítja a transzmissziós mechanizmus gyorsaságát (*Baele és társai* [2004]).

A pénzügyi integráció korábban jelzett növekedésösztönző hatásai alapvetően két forrásból fakadhatnak. Egyrészt a hazai pénzügyi közvetítő rendszer hatékonysága megnő a piacra belépő külföldi versenytársak nyomására. A megnyíló területeken felvásárlásokkal, akvizíciókkal, leányvállalatok alapításával megjelenő pénzügyi intézetek valószínűsíthetően csökkentik a szokásos kamatmarzsot, általánosabban fogalmazva a helyi oligopol és monopolpiacokon megkurtítják a könnyű járadékszerzési lehetőségeket. Továbbá az integrálódás a hazai pénzügyi szabályozás minőségét és pozitívan érintheti, összhangba hozva a nemzetközi „best-practice” standardokkal a számviteli politika, a tőkepiaci törvény, illetve a bankfelügyeleti eljárások területein a hazai előírásokat. Másrészt a hazai vállalati szektor a pénzügyi piacok egységesülése révén hozzáférhet a fejlettebb pénzügyi közvetítők szolgáltatásaihoz. A méretgazdaságosság és a hálózati externáliák érvényesülése miatt a globális tőkepiacok és a nagybankok olcsóbb finanszírozási lehetőséget kínálnak a belföldi cégek számára. A hatékonyabb közvetítés okozta költségcsökkenés az említett mindkét csatornán keresztül a beruházások növekedésének, vagyis a növekedési ráta gyorsulásának irányába hat.

Az európai pénzügyi szegmensek integrálódásának állását veszi górcső alá *Baele és társai* [2004] korábban idézett tanulmánya. Az euróövezet bankközi, államkötvény, vállalati kötvény, bankhitel és részvénytőzsdéjainak helyzetelemzése alapján összességében elmondható, hogy az euró bevezetése nyomán eltűnő árfolyamkockázat stratégiájuk átgondolására, új eszközök igénybevételére ösztönözte a befektetőket, bár ez a földrajzi diverzifikációs folyamat a Gazdasági és Monetáris Unió eddigi működése után korántsem tekinthető befejezettnek. Az eddigiekben megfigyelhető volt, hogy a kisebb államok intézményi befektetői gyorsabb ütemben terítették szét a portfóliójukat, mint a nagyobb államok befektetői, főleg azért, mert a hazai eszközök alacsonyabb száma miatt választási lehetőségeik hamarabb kimerültek. Másrészt az EMU beindulása óta a befektetések mérlegelése során a likviditás és a hitelezési kockázat lett a két döntő tényező, ami a nagyobb államokat privilegizált pozícióba hozta. Bizonyos esetekben a kisebb méretű piacok korlátozott likviditását a nagyobb hozamkülönbség nem ellensúlyozza. Emiatt sok befektető választotta inkább a nagyobb és a likvidebb eurózónabeli pénzügyi piacokat.

A fent ábrázolt folyamatok számszerűsíthető befolyással bírnak az unió gazdasági teljesítményére. Egy nemrégiben készült tanulmány (*Guiso és társai* [2004]) különféle empirikus eszközökkel kísérelte meg felmérni a pénzügyi integráció kihatásait az európai növekedésre. A szakértői becslések azokkal a feltételezésekkel készültek, hogy egyrészt a vállalati szektor az Európai Unióban olyan mértékben és mélységben fér hozzá a finanszírozási forrásokhoz, mint az Egyesült Államok vállalati szektora és a pénzügyi szabályozás a legmagasabb uniós standardokhoz konvergál. Ezek a jellemzők egyébként az európai döntéshozók hivatalos közléstől fejlesztési célkitűzései között is szerepelnek. Az ökonometriai becslések alapján jelentős pozitív hatás valószínűsíthető az integrálódás hozadékaként: a feldolgozóipar növekedési üteméhez 0.6-0.7 százalékpontot adhat hozzá, ami átfordítható a teljes gazdasági növekedést tekintve 0.1-0.2 addicionális százalékpontra. A becslés ráadásul konzervatívnak tekinthető, hiszen az egyéb szektorokra (pl. szolgáltató szféra) vonatkozó kihatásokkal nem számolt. Az eredményeket megerősítették egy széles 22 európai országra kiterjedő vállalati adatbázison elvégzett számítások is.

3.4. Európai tapasztalatok az új tagállamok számára

A közös európai pénz koncepciója szinte egyidősnek tekinthető az európai egység gondolattal. A páneurópai mozgalom és a föderalista irányzat szellemi előkészítői majdnem természetesnek vették, hogy az integrációs törekvések előbb-utóbb egységes pénzügypolitika alkalmazása felé terelik a tagországokat, amely mögött mind közgazdasági, mind szimbolikus-pszichológiai okok is meghúzódtak. Az európai valutaunió megvalósításához ettől részben függetlenül nagyon rögzös út vezetett az elmúlt évtizedekben, ezt jelzi az is, hogy a végül 1999-re beteljesedett nagyszabású monetáris vállalkozással kapcsolatban még az 1990-es közepén is rendszeresen felmerültek – nem csak a közvéleményben, hanem komoly szakmai-jegybanki berkekben – szkeptikus hangok

A történeti előzmények áttekintése alapján azt mondhatjuk, hogy megfelelően szilárd politikai elkötelezettség nélkül semmilyen előrelépés nem történt a valutáris egységesülési folyamatban. Ha belegondolunk abba, hogy soha nem létezett teljes szakmai konszenzus a monetáris unió mellett, továbbá soha nem volt igazán népszerű vállalkozás Európa centrumországaiban a közös pénz megvalósítása, ráadásul a külső tényezők sem voltak mindig kedvezőek, akkor láthatjuk igazán, hogy a döntéshozók eltökéltsége képes volt sok buktatón és akadályon átemelni az EMU eszméjét. Természetesen a politikai támogatás okai országonként nagyon különfélék voltak, mindenesetre tény, hogy a kritikus pillanatokban ez idáig mindig felsorakoztak az egységes valuta mellett az európai magországok vezetői.

A közgazdasági argumentumok háttérében rendszerint az optimális valutaövezetek elméleti kerete húzódik meg, amely alapján ugyanakkor több szempontból is megkérdőjeleződhet az EU alkalmassága a közös pénz létrehozására. Az ezzel kapcsolatos élénk vitát szinte a talpáról a feje tetejére fordította az endogenitási hipotézis, miszerint az optimalitást legerőteljesebben meghatározó jellemzők: a kereskedelmi kapcsolatok intenzitása és az üzleti ciklusok szinkronizáltsága nem függetlenek egymástól. Ebből következően, ha feltesszük, hogy az egységes pénz bevezetése jelentősen ösztönzi az övezeten belüli kereskedelmi kapcsolatok kibontakozását és intenzívebbé teszi a viszonyt az egyes gazdaságok vállalati szektorai között, akkor a valutaunió létrehozása önmagában képes olyan folyamatokat elindítani, ami bizonyos idő elteltével mindenképpen optimális övezetté formálja az alkotóelemeket (*ex post*, és nem *ex ante* kell vizsgálni a makrováltozókat, vagyis nincs

is igazán szükség felvételi kritériumokra). Az endogenitási felvetés empirikus tesztelése is sok kutatást ösztönzött a közelmúltban, éppen ezért nem véletlen, hogy az egyik legforróbb szakmai diskurzus az európai közös valuta kereskedelemteremtő hatásának mértéke kapcsán alakult ki szakmai berkekben.

Az eurózóna elindításában részt vevő uniós gazdaságok felkészülési tapasztalatai is relevánsak a kelet-közép-európai térség számára. A hosszú távú makrostabilitás érdekében természetesen nem a maastrichti kritériumok teljesítésében több helyen bevetett kreatív trükköket és egyszeri intézkedéseket kellene eltanulni az első körös államoktól, hanem a fiskális konszolidáció módszereit lenne célszerű adaptálni, különösen a visegrádi országcsoportban. Erre ösztönözhet az is, hogy a valóban komoly mértékű költségvetési kiigazítások sehol nem párosultak reálgazdasági visszaeséssel, vagy akár megtorpanással az 1990-es évek második felében, sőt az úgynevezett nem-keynesi mechanizmusok révén sokkal inkább növekedésösztönző forrássá váltak.

A közös valutaövezet 1999-es indulása óta két pilléren nyugszik a pénzügypolitika döntéshozatali-értékelési rendszere: az egyik az inflációra hatást gyakorló gazdasági folyamatokat tartalmazza, a másik pedig a monetáris aggregátumok alakulását követi figyelemmel. Az eklektikus jellegű keverék-stratégia meghirdetésének fő oka az volt, hogy az európai jegybankárok nem rendelkeztek (pontosabban fogalmazva a vállalkozás újdonsága miatt nem is rendelkezhetek) precíz modellel a monetáris transzmisszió folyamatának leírására és előrejelzésére. Az alkotó pillérek fontossági sorrendje ugyanakkor alaposan megváltozott az elmúlt 6 évben, ugyanis a monetáris aggregátumok változása már csak a kontrollmechanizmus szerepét tölti be, vagyis a gazdasági pillérből nyert információk és trendek helyességének ellenőrzésére szolgál. További korrekciót jelentett, hogy az árstabilitás céljának számszerű értelmezésénél a korábbi 0 és 2% közötti tartományt átírták a 2%-os értéket alulról közelítő inflációs rátára. Az euró árfolyamának alakulása kapcsán láthattuk, hogy az elmúlt időszakban szinte az összes erre vonatkozó előzetes piaci és kutatói prognózis csődöt mondott, ami legalábbis óvatosságra kell intsen mindenkit a közeljövő trendjeinek megítélésével kapcsolatban. Különösen azért, mert ahogy az elemzésből is kiderül: a pszichológiai és politikai faktorok több esetben jóval komolyabb befolyást gyakoroltak az euró árfolyamára, mint a közgazdasági fundamentumok. Összességében az a tény, hogy az említett felülvizsgálat során csak kisebb módosításokra kellett sort keríteni a frankfurti székhelyű intézményben már önmagában jelzi, hogy sikeresnek

bizonyult az eredetileg meghatározott rendszer, amit az elmúlt 6 év európai makropénzügyi stabilitása is igazol.

Sokkal hevesebb reakciók és kritikák érték az egységes monetáris politikát kiegészítő Stabilitási és Növekedési Egyezményt, annak dacára, hogy bár az eredeti céljait nem teljesen érte el, de egyértelműen kimutatható a fegyelmező hatása a tagállamok döntő többségére. Érdekes ellentmondás körvonalazódik tehát a költségvetési politika közösségi szabályozásának kérdése kapcsán: bár a közös valuta az Európai Unió egyik legsikeresebb projektjének bizonyult az elmúlt évtizedben, mégis folyamatosan ennek az előírásait akarják állandóan újraírni és módosítani. Meglepő lehet, hogy sokkal kevesebb bírálat ér olyan területeket, mint például a hivatalos brüsszeli értékelések szerint is romokban heverő lisszaboni versenyképességi program, vagy az alig-alig működő közös kül- és biztonságpolitika, ahol pedig még az uniós együttműködés további létjogosultsága is kérdésessé vált (*Csaba [2005a] 181-190. o.*). A történeti tapasztalatok alapján az önálló valuta önkéntes feladásához vezető út leginkább egy fájdalmas tanulási folyamatként aposztrofálható, amely eredményeképpen a döntéshozók belátták, hogy az inflatorikus gazdaságpolitika nem megoldás a hosszú távú fenntartható növekedés eléréséhez. Ehhez a felismeréshez társul, hogy az EMU eddigi tapasztalatai alapján a piaci erők önmagukban nem akadályozzák meg, hogy bizonyos országok tartósabban felelőtlen fiskális kurzust folytassanak, ugyanis az államkincstárakkal megfizettetett specifikus kockázati prémiumok nem tükrözik vissza az eltérő költségvetési pozíciót. Ezekből aztán az is következik, hogy az unió alapvetően fenntartja majd a kiegyensúlyozott működéshez nélkülözhetetlen fiskális keretszabályok jelenlegi szigorát, amelynek nem mondanak ellent a Stabilitási és Növekedési Egyezmény lényeges elemének, a túlzott deficit eljárásnak bizonyos egyszerűsítésére és rugalmasabbá tételére vonatkozó döntések 2005 márciusában.

A monetáris sikerek és fiskális kudarcok mellett elgondolkodtató fejlemény, hogy 2005-ben közepén az Alkotmányos Szerződés ratifikációs bukásának hordalékaként első ízben jelent meg a hivatalos európai napirenden az EMU összeomlásának a (rém)képe. Egy ilyen folyamat esetleges elindulásának nyilvánvalóan komoly konzekvenciái lennének a kelet-közép-európai régió számára, tekintve hogy a gazdasági-pénzügyi integrációs törekvések végcélja válna bizonytalanná ennek eredményeképpen. Elemzésünkben beláttuk, hogy elhanyagolható az esélye, hogy a korábban instabil pozíciójú, fiskálisan fegyelmezetlen országok robbantsák szét

önkéntesen az euróövezetet, ugyanis számukra az adósságtörlesztési terhek terén évezett előnyök azonnali elvesztését jelentené a lépés, annak minden negatív következményével együtt. Figyelmeztető jelként szolgálhat ugyanakkor az európai uniós döntéshozóknak, hogy hosszabb távon veszélyesebbnek bizonyulhat a gazdasági integráció mélyülése és akár az eurózóna fennmaradása szempontjából is az önállóan is stabilitást elérő országok növekvő elégedetlensége az euroszklerózis elhúzódása kapcsán.

A monetáris unió egyik fontos hozadéka lehet az európai pénzügyi közvetítő szektor integrálódásának elősegítése, ami fontos szerepet játszhat az Európai Unió vállalati szektora világgazdasági versenyhelyzetének javításában. A globális hatóerők nyomására folyó koncentrációs folyamatot mindenképpen felgyorsította a közös valuta megjelenése, habár a teljes hatás kibontakozáshoz még biztosan némi időre lesz szükség, különösen hogy nem minden területen hozott átütő változásokat az euró (pl.: a tőzsdei részvénytörzsek fennmaradó szegmentáltsága). A hatékonyabb és olcsóbb finanszírozási források biztosítása a pénzügyi közvetítés mélyülése és likviditásának bővülése révén ugyanakkor komoly növekedési többleteket jelenthet az európai gazdaságoknak, és részben visszaigazolhatja a monetáris unió létrehozására tett erőfeszítéseket.

4. Komparatív elemzés

2003 áprilisában Athénban a régi tagállamok ünnepélyesen aláírták az uniós csatlakozási szerződést Ciprussal, Csehországgal, Észtországgal, Lengyelországgal, Lettországgal, Litvániával, Magyarországgal, Máltával, Szlovákiával és Szlovéniával. A belépést támogató népszavazások sorozata után 2004. május 1-jén az Európai Unió eddigi legnagyobb kibővítési körében a fentiek – nyolc kelet-közép-európai (KKE) ország és két kis mediterrán szigetállam – hivatalosan is taggá váltak. Az elfogadott *acquis communautaire* alapján a frissen belépettek számára kötelező a részvétel a Gazdasági és Monetáris Unióban (GMU), vagyis jogilag kizárt olyan úgynevezett „opt-out” vagy „opt-in” klauzulák elérése, amelyeket korábban az Egyesült Királyság és Dánia biztosított magának az 1990-es évek elején a Maastrichti Szerződés ratifikációjáért cserébe. Következésképpen az új tagállamok esetében nem a közös valuta átvételének a bekövetkezése kérdéses, hanem „csupán” annak időzítése. Ennek megfelelően az euróövezethez történő csatlakozás feltételrendszerével harmonizálniuk kell a tízeknek, amelynek kulcsa a nominális makromutatókra vonatkozó maastrichti konvergenciakritériumok teljesítése, valamint a költségvetési politika számára kereteket szabó Stabilitási és Növekedési Egyezmény betartása.

Habár a disszertációnk fókuszpontjában lévő kelet-közép-európai országok¹²³ a valutatanácstól a szabad lebegtetésig húzódó széles spektrumon belül különféle pénzügypolitikai rezsimeket követnek, a végcél azonos: legkésőbb az évtized végére mindegyikük szeretné magát az eurózónán belül tudni. A közös valuta átvétele technikailag valószínűleg több csoportos hullámban fog lezajlani, vagyis az időpont meghatározásában szerepet játszanak a regionális megfontolások is. Ráadásul egyik országnak sem tanácsos utoljára maradni a térségben az euró bevezetésével, ugyanis komoly gazdasági és pénzügyi kockázatai lehetnek a relatív lemaradásnak. A térségben egy gyorsabb és egy lassabb csatlakozási stratégia látszik jelenleg kibontakozni, de az egyes csapatokon belül sem homogén a kép: a 2010-es időpontot például egyrésztől a ráérősebb tempót választó csehek az első pillanattól kezdve képviselték (*Mladek*

¹²³ A térségi kitekintésben a korábban felsorolt csatlakozók közül csak a nyolc poszt-szocialista országgal, valamint néhány aspektus vonatkozásában a várhatóan 2007-ben uniós taggá váló Romániával és Bulgáriával foglalkozik az értekezés. Utóbbi kettő részleges bevonása az elemzésbe már csak azért is indokolt, mert elképzelhető, hogy ezen államok beérik a közös valuta átvételének idejét tekintve a visegrádi országcsoporthoz.

[2003]), míg Magyarország a fiskális divergencia miatt kényszerült rá eredeti céldátumát módosítva az új időpont kitűzésére.

Az euró bevezetéséről szóló vita szakszerű áttekintéséhez szükségünk van a monetáris unióhoz kapcsolódó jogi előírások és a kiindulópontul szolgáló makrogazdasági adatok és pénzügyi intézményi fejlettség tanulmányozására, valamint a régió valutauniós érettségének a felmérésére, így a következőkben elsőként ezeket fogjuk tisztázni. A későbbiekben rátérünk a pénzügypolitikai pályák bemutatására, összehasonlítva a követett utakat elsősorban abból a szempontból, hogy miképpen szolgálják a felkészülés folyamatát. A komparatív fejezetünk végén elemzésre kerülnek a közös valuta átvételének időzítéséről folyó eszmecsere pró és kontra érvei, és megfogalmazzuk az összehasonlító rész gazdaságpolitikai jellegű tanulságait is.

Az 1989-90-es rendszerváltó „bársonyos forradalmak” óta a posztoszocialista országok többsége egy, a volt lengyel jegybankelnökhöz, *Hanna Gronkiewicz-Waltz*hoz fűződő szellemes bon-mot szerint mindig pontosan öt évre volt az uniós tagságtól. A 2000-es évek közepén a kelet-közép-európai nemzetek elérték az európai csatlakozást, és most a monetáris uniós tagság van körülbelül öt évre előttünk. Összehasonlító elemzésünk fő kérdését tehát úgy is megfogalmazhatjuk, hogy vajon - jelenlegi tudásunk és várakozásaink szerint - az euró átvétele is egy időben állandóan tolódó vállalkozásnak ígérkezik-e az országcsoport vagy legalábbis egy része számára, netán ezen a területen az elkövetkező években folyamatos előrehaladást fogunk tapasztalni.

4.1. A monetáris *acquis* és a jogharmonizáció

A következő alfejezet az európai Gazdasági és Monetáris Uniónak a keleti kibővítéssel kapcsolatos területét tekinti át a csatlakozási folyamat lezárulása utáni helyzetben, ezen belül az euró bevezetése előtti jogi és politikai gazdaságtani dilemmákat és problémákat. A tagjelölt országokban választott pénzügypolitikai utakat természetesen célszerű megvizsgálni az idevágó európai szabályozás szempontjából is, különösen az egyedi megoldások (az euró egyoldalú átvétele önálló vagy párhuzamos valutaként) megvalósíthatóságával és racionalitásával kapcsolatban.

4.1.1. A közös valuta átvételének jogi keretei

A csatlakozási szerződés és a releváns uniós dokumentumok egyértelműen kijelölik azokat a sarokpontokat, amelyekben belül tervezhető a monetáris integráció pályája a kelet-közép-európai gazdaságok számára (*Jankovics* [2003]). A monetáris unióval kapcsolatban a legfontosabb szabályról a csatlakozási szerződés 4. cikkelye rendelkezik¹²⁴, amely minden érintett esetében kimondja, hogy a monetáris unióra való törekvés egyértelmű kötelezettség a friss tagok számára, és ezzel – ahogyan korábban is említettem – egyben kizárja, hogy bármelyikük később úgynevezett „opt-out” jogosítványokat próbáljon kiharcolni magának. Az Unió részéről a tartós kimaradási lehetőségek elvetése logikus fejleménye a csatlakozás általános feltételrendszerül szolgáló 1993-as koppenhágai kritériumoknak, amelyek egyike előírja a tagjelölteknek, hogy teljes mértékben vállalniuk kell a gazdasági és monetáris unióval kapcsolatos kötelezettségeket (*Farkas-Várnay* [2000] 135-137. o.).

A csatlakozóknak azonban így is marad elegendő mozgástér, ami az első körben részt nem vevők közül a korábban említettek (Egyesült Királyság, Dánia) melletti harmadik EU-tagállam, Svédország teremtette precedensen alapul. Stockholm számára az eurózónától való távol maradást biztosító jogi klauzula elérése az 1995-ös csatlakozásuk után már nem volt kivitelezhető. A svéd vezetés – érzékelve a társadalom megosztottságát és ellenállását az ügyben – a kritériumok tudatos nem-teljesítése mellett döntött. Ezt nyilván nem az infláció vagy az államháztartási hiány ártalmas felpörgetése révén érték el, hanem egyszerűen nem léptették be a koronát az európai árfolyam-mechanizmusba (Exchange Rate Mechanism, ERM), ezzel az árfolyam-politikai kritériumot technikailag nem tudták teljesíteni. A megoldást Brüsszel hallgatólagos jóváhagyással fogadta, ugyanis pontosan felmérték, hogy értelmetlen konfliktusokat váltana ki egy tagország mesterséges bekényszerítése a közös valuta induló csapatába¹²⁵. Így aztán 1998 elején a Bizottság és az Európai Központi Bank jogelődjeként funkcionáló Európai Monetáris Intézet hivatalosan megállapította, hogy Svédország nem felelt meg az előírt követelményeknek az ERM tagság hiánya miatt. Az értékelésnél referenciaévként szolgáló 1997-ben egyébként néhány más kritériumot

¹²⁴ Nézzük a pontos idézetet a magyar okmányból: „A csatlakozás időpontjától kezdődően, az EK Szerződés 122 cikkelye értelmében vett eltéréssel rendelkező tagállamként valamennyi új tagállam részt vesz a Gazdasági és Monetáris Unióban.” (*Csatlakozási Szerződés* [2003] 6. o.)

¹²⁵ Mint közismert, a 2003. szeptemberében rendezett népszavazáson a választók közel 60%-a elutasította a közös valuta bevezetését, így a svéd korona továbbra sem vesz részt az európai árfolyam-mechanizmusban.

tekintve Stockholm az élbolyban teljesített, egyedül az államadósság szintje haladta meg az előírt 60%-os mértéket, de esetükben is érvényesült a csökkenő trend, amit a jóval nagyobb, 120% feletti adósságtömeeggel küszködő Belgium és Olaszország esetében is elég volt a kedvező döntés eléréséhez. A svéd példa tehát a gyakorlatban azt támasztotta alá, hogy egyetlen EU tagállamot sem fognak formális jogi hivatkozással rávenni a monetáris uniós belépésre.

A jelenlegi hivatalos út alapján a kelet-közép-európai térségben az euró bevezetésére leghamarabb 2007-ben kerülhetett sor, amit végülis egyedül Szlovéniának sikerült elérnie. Az utóbbi időben több tanulmány is meggyőzően érvelt a tagjelölt országok euróérettsége tárgyában (lásd többek között *Gros* [2000], *Kopits* [2002], *Csajbók - Csermely* [2002] 15-82. o.), vagyis a szóban forgó piacok nem teljesítenek rosszabbul a fontosabb strukturális és makrogazdasági mutatókat illetően, mint ahogy a déli periféria országai (Görögország, Portugália, Spanyolország) álltak ugyanekkorra időbeli távolságban a közös valutától. A nominális konvergenciafolyamat meghosszabbítása érdekében ugyanakkor több posztoszocialista ország fontolgatja a monetáris uniós csatlakozás késleltetését pár évvel a lehető legkorábbi bevezetési időponthoz képest. Ennek elrendezéséhez pedig a korábban kitaposott ösvény szolgálhat alapul, vagyis a nemzeti valuta elhalasztott beléptetése a közös árfolyamrendszerbe. A közeljövőben valószínűleg azok az új tagállamok is döntést fognak hozni, az ERM II-tagság¹²⁶ időzítéséről, akik eddig még kívül maradtak az új árfolyam-mechanizmuson. Valóságos lakmuspapírrá vált ez a kérdés, hiszen azok az országok, amelyek a teljes jogú tagság elnyerését követően viszonylag rövid időn belül bevitték valutájukat a rendszerbe, visszavonhatatlanul deklarálták elkötelezettségüket a lehető legkorábbi monetáris integráció mellett, és ez meglehetősen szigorú gazdaságpolitikai vonalvezetést is rótt rájuk a többi konvergenciakritérium biztonságos teljesítése érdekében. Az is világosan körvonalazódott ugyanis az elmúlt években, hogy az érintett országok szándékaik szerint csak a kötelező minimumot, vagyis két évet szeretnének eltölteni az árfolyam-mechanizmusban¹²⁷, túlzottan kockázatosnak ítélve meg a hosszabb átmeneti időszakot, mivel az vonzza a spekulációt, és kiszámíthatatlanná teheti a portfóliótőke-áramlásokat.

¹²⁶ A monetáris unió III. szakaszának 1999-es indulásával alapjaiban megreformálták az árfolyam-mechanizmust, ami jogi értelemben és funkcionálisan teljes mértékben utódja az ERM-nek, és emiatt kapta az ERM II elnevezést (részletesen lásd erről *Polgár* [2003] írását.)

¹²⁷ Lásd például a lengyel kormány és jegybank tanácskozása után kiadott közös nyilatkozatot 2005 elejéről: *LNB* [2005].

Azon országok ugyanakkor, amelyek betartva a szabályos utat, de sietősen szeretnének csatlakozni, hivatkozhatnak az olasz és a finn példára, hogy lehetőség szerint lerövidítsék az esetleges spekulációs tevékenység megerősödését is magával hozó ERM II-es periódust. Az említett országok esetében ugyanis az Európai Bizottság és az Európai Monetáris Intézet rugalmasan értelmezte az előírt kétéves periódust 1998 tavaszán, amikor az EMU III. szakaszának megkezdése előtt az új közös valutát elsőként bevezetők köréről kellett dönteniük. A finn márka ekkor csak 16 hónapja, míg az olasz líra csak 15 hónapja volt tagja a rendszernek! Vagyis az árfolyam-politikai kritérium értelmezése már az eddigiek során is tág teret nyújtott mind a monetáris uniós tagság időpontjának kitolásához, mind a hozzá vezető rögzös út megkurtításához (*Baldwin és társai [2001] 69-77. o.*).

Az ERM II. kapcsán még további bizonytalanságot jelent, hogy a minimálisan a rendszer keretei között eltöltendő időtartamon túl miképpen is kell pontosan értelmezni a kritérium technikai tartalmát. Az árfolyamstabilitás szerződésnek megfelelő értelmezése körül is gyakran robbant ki vita az elmúlt években, emlékezetes a Prodi-bizottság illetékes biztosának Pedro Solbesnek a felvetése, amelyben egy aszimmetrikus jellegű sáv (a gyenge oldalon a 2.25%-os, az erős oldalon 15%-os) alkalmazását javasolta irányadónak az euróaspiráns országok felkészültségének megállapításakor¹²⁸. A következő táblázat összefoglalja a monetáris *acquis* azon részét, amely a tagjelölt államokra érvényessé vált a belépéssel egyidőben, valamint az egyes kivételeket is tartalmazza.

¹²⁸ Az árfolyamkritériummal kapcsolatban felmerülő és tisztázandó problémákról részletesen lásd *Bebesy [2004] (12-19. o.)* összefoglaló tanulmányát. A konvergencia-kritériumok összességének eddig egyedül megfelelő szlovén tolar pedig olyannyira stabilnak bizonyult 2004 közepe óta, hogy nem „adott alkalmat” a vitatottnak tartott technikai kérdések tisztázására.

10. táblázat: A KKE-országokra a csatlakozás pillanatától vonatkozó pénzügy-politikai kötelezettségek és felmentések

Jogok és kötelezettségek	Nem érvényesülő szabályok
Árfolyampolitika	
Kötelezettség az árfolyampolitika közös kezelésére	Résztétel a közös valuta
Résztétel az ERM-II árfolyam-mechanizmusban	árfolyampolitikájában
Kormányzati deficit finanszírozása	
A deficit közvetlen jegybanki monetizálásának tilalma	
Nincs kiegészítő klauzula (no bail-out provision)	
Jegybanki függetlenség, jegybanktörvény	
Függetlenség a kormányzattól	Résztétel a közös monetáris
Árstabilitás deklarálása mint elsődleges cél	politikában, valamint az
Személyi függetlenség megteremtése	ESCB
A jegybanki vezetők törvényi védelme	vezető szerveiben
Résztétel a Központi Bankok Európai Rendszerében (ESCB)	Részesedés a seignorage
Résztétel az ESCB Általános Tanácsa munkájában	bevételekből
	Közös valutatartalékok
Tőkeáramlások liberalizálása	
Tőkemozgások felszabadítása az EU-tagokkal szemben	
Tőkemozgások felszabadítása 3. országokkal szemben	
Gazdaságpolitikai együttműködés és felügyelet	
Távlati gazdaságpolitikai irányelvek egyeztetése	
Résztétel az ECOFIN munkájában	
Konvergencia Program készítése a Stabilitási és	Stabilitási Program készítése
Növekedési Egyezmény értelmében	
Túlzott deficit eljárás	Szankciók kiszabása

Forrás: saját összeállítás az európai jogi szabályozás alapján

A hivatalosan megszabott jogi kötelezettségek teljesítésében a KKE-országok komoly előrehaladást értek el az elmúlt években, törvényi szinten eleget téve azoknak (*Maliszewski* [2000]). Ugyanakkor, ahogy korábban is hangoztattuk, a térség esetében nem árt különbséget tennünk a legfontosabb rendelkezés, a jegybanki függetlenség tekintetében a papíron létező (*de jure*), valamint a valóságos (*de facto*) központi banki autonómia között. Több olyan tényező van a korábban részletesen taglalt előírásokon formális túlmenően, amely befolyásolhatja a jegybank döntéshozói szuverenitását. Ilyenek például a monetáris politikai tradíciók az adott országban, a jegybanki tisztviselők személyisége és szakmai elfogadottsága, vagy az a körülmény, hogy a kormányzat gyakorol-e nyomást informális csatornákon keresztül a kamatpolitikára.

Amint azt a munkánk monetáris politika intézményi kérdéseivel foglalkozó részében bemutattuk az egyik népszerű módja a *de facto* függetlenség meghatározásának a „jegybanki kormányzók forgási sebességének” kiszámítása, amit a jegybanki legfőbb vezetők hivatalban töltött időszakának átlagos időtartamaként értelmezhetünk. Térségünkre *Temprano-Arroyo - Feldman* [1999] készített felmérést, amely a csatlakozásra váró országok esetében szignifikánsan magasabb értéket kapott, mint a legfejlettebb európai országok átlaga, aminek háttérben természetesen az áll, hogy a rendszerváltó államokban sokkal gyakrabban fordul elő, hogy egy megválasztott jegybankár nem töltheti ki valamilyen okból a teljes mandátumát. Ez mindenestre arra kell figyelmeztessen minket, hogy gyakran az aktuális a jegybanki autonómia nem éri el az elvi törvényes függetlenség szintjét¹²⁹.

A hivatalos szabályozás tehát viszonylag rövid idővel a gazdasági-társadalmi fordulat után összhangba került a nemzetközi főárammal, habár amint láttuk a posztoszocialista térségben is tanulságos a *de facto* függetlenség alapos vizsgálata. *Dvorsky* [2000] érvelése szerint ugyanakkor a fentebb említett jegybankelnöki forgási mutató nem igazán alkalmazható a régióban, hiszen ez a mérce az eltelt idő rövideje miatt még túlzottan érzékeny egyedi eseményekre. Ezt példázza, hogy messze a legkedvezőtlenebb érték ezen mutatószámot használva Lengyelországban adódik, ahol a rendszerváltást közvetlenül követő időszakban sűrű vezetécserék történtek a központi bankban, és azóta az egyébként megszilárdult személyi felállás sem tudta még „kiköszörülni a csorbát”. A tanulmány szerint a kelet-közép-európai térségben az

¹²⁹ További adalékként talán érdemes utalni a 2002-2003 során a magyar és a lengyel jegybankot ért nyilvános kormányzati bírálatokra és a két gazdaságpolitikai központ között a közvélemény előtt folyó gyakran éles szócsatára.

aktuális helyzetet sokkal hívebben visszatükrözik a jegybanktörvény felpuhítására, a jegybanki testületek kinevezési rendjének módosítására irányuló szándékok, illetve a jegybank és a kormány közötti meg-megújuló heves polémiák és az eredményes működést is veszélyeztető, gyakran politikai színezetet kapó feszültségek¹³⁰.

4.1.2. A jogharmonizáció folyamata Magyarországon

Mint előzőleg említettük, a Maastrichti Szerződés meglehetősen precíz elvárásokat támasztott az egyes tagországok és tagjelöltek pénzügyi-monetáris szabályozásának átalakításával kapcsolatban. Ugyan már a rendszerváltást követően megalkotott első hazai jegybanktörvény¹³¹ is a függetlenség elvén alapult, bizonyos finomításokat el kellett végezni az *acquis communautaire*-hez való igazodás érdekében. A vonatkozó dokumentumok ugyanis egyértelműen rögzítik, hogy a függetlenséget garantálni szükséges törvényileg a következő 4 dimenzióban: személyi, pénzügyi, intézményi, működési szintek. Lényeges tartalmi változásra az utóbbi kapcsán kellett sort keríteni a központi banki szabályozás 2001 júliusi felülvizsgálatakor¹³²: az MNB elsődleges deklarált céljává az árstabilitás elérése és fenntartása vált. Minden más makroökonómiai célkitűzést, illetve a Kormány gazdaságpolitikáját csak az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül támogathatja a jegybank a rendelkezésre álló monetáris eszköztárral.

Amint azt már 2.2-es fejezetben részletesen bizonyítottuk, a jegybanki szabályozás fenti elvek mentén történő átszabása egyébként teljes mértékben összhangban áll a közgazdaságtan főáramának az utóbbi évtizedekben kialakult álláspontjával. Eszerint ugyanis a monetáris politika hosszú távon nem képes befolyásolni a reálmutatókat, vagyis a gazdasági növekedés potenciális rátáját nem emelheti meg. A központi bank a legtöbbet a gazdasági fejlődésért az árstabilitás

¹³⁰ Magyarországon például politikai hovatartozástól függetlenül, az egymást követő kormányok mindegyikéhez fűződik az említett konfliktusok közé könnyedén beilleszthető ilyen vonatkozású ügy. Az *Antall*- majd utána a *Horn-kormány* viharos és vitatott körülmények között vált meg a ciklusa elején a hivatalban lévő jegybanki elnöktől. A későbbiekben *Orbán Viktor* évekig nem volt hajlandó jóváhagyni a lejárt mandátumú alelnökök újbóli kinevezését, míg magatartása azon nyomban megváltozott, amikor már az általa jelölt korábbi pénzügyminisztere, *Járai Zsigmond* került a vezetői székbe. *Gyurcsány Ferenc* pedig – nem törődve az illetékes európai hivatalos szervek rosszalló véleményével és a felmerülő alkotmányjogi aggályokkal – keresztülréselte a törvényhozáson az MNB Monetáris Tanács tagságának 4 fővel történő kiegészítését, mely szakemberek névsorát ő terjesztheti elő a jegybanki elnök formális véleményezési joga mellett.

¹³¹ A Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény.

¹³² A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény.

biztosításával tehet, aminek elérését a független státusz könnyebben és ceteris paribus kisebb növekedési áldozattal lehetővé teszi.

A jogharmonizáció keretében meg kellett szüntetni az utolsó kikaput is a kormányzati deficit közvetlen jegybanki finanszírozása kérdésében. A korábbi szabályozás már csak átmeneti jellegű, 15 napos futamidejű úgynevezett likviditási hitel nyújtását engedélyezte a költségvetés számára, amely lehetőséget ráadásul az utóbbi években nem is használtak ki az érintett szervezetek. Emiatt aztán az államháztartási rendszer bármely intézményének történő hitelfolyósítás explicit megtiltása valóban csak jogtechnikai jelentőségű volt. Ez a rendelkezés természetesen a bankrendszerben felmerülő likviditási válság, vagy más, a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető sürgősségi helyzetben rendelkezésre álló végső hitelezői funkció (*lender of last resort*) gyakorlatát nem érinti.

A tőkeforgalom liberalizálását nemcsak a Maastrichti Szerződés előírásai tartalmazzák, hanem összhangban van Magyarországnak más nemzetközi szervezetekben (IMF, OECD, WTO) vállalt kötelezettségeivel is. A nemzetközi devizális szabályozásban sztenderdként értelmezett konvertibilitást az IMF Alapokmányának VIII. cikkelye fogalmazza meg, ami a tagállamokat a nemzeti valutájuknak a fizetési mérleg folyó tételeire kiterjedő szabad átválthatóságának megteremtésére ösztönzi. Ezt a konvertibilitási fokozatot hazánk 1996. január 1-vel érte el, ugyanakkor a portfóliótőke-mozgásokat illetően bizonyos korlátozások ekkor még fennmaradtak. Ezek felszámolására 2001 júniusában került sor a devizatörvény módosításával, amelynek időzítését az árfolyam-politika megváltoztatása határozta meg. A 2001. május 4-ei hatállyal elrendelt jelentős mértékű sávszélesítés ($\pm 2.25\%$ -ról $\pm 15\%$ -ra nőtt a központi paritás körüli ingadozás lehetséges mértéke) ugyanis szignifikánsan megnövelte a gazdasági szereplők, pénzügyi befektetők árfolyamkockázatát. A pénzügyi politika ekkor már nem zárhatta ki a fedezeti ügyletek megkötésének lehetőségéből a külföldi személyeket és cégeket, vagyis beengedte őket a határidős és opciós piacokra. Emellett engedélyezte a külföldieknek egy évnél rövidebb lejáratú állami adósságpapírok (diszkont kincstárjegyek) megvásárlását, továbbá a magyarországi bankok éven belül hitelnyújtását a külföldieknek, vagyis lebontotta a szabad tőkeforgalom előtt álló utolsó jelentősebb akadályokat is. A forint konvertibilitása tehát a szabad átválthatóság utolsó jogi korlátainak megszüntetésével kiteljesedett.

A 2004. májusi uniós csatlakozás után harmadik országokkal szemben egyedül az európai hatóságoknak van joga bármilyen korlátozás bevezetésére. Az egységes piac tagállamai kivételes esetben, sürgősségre és súlyos politikai okokra hivatkozva, csak akkor léptethetnek életbe egyoldalú korlátozásokat az unió kívüli államokkal szemben, ha a Miniszterek Tanácsa nem hozza meg a megfelelő intézkedéseket. A Tanács azonban még ekkor is módosíthatja, vagy eltörölheti az adott tagállami rendelkezést.

4.2. A régió gazdasági érettsége a közös valutára

A közös valutára való felkészülési pályák összehasonlítása előtt szükségesnek látszik megvizsgálni, hogy milyen makrogazdasági helyzetben találja a poszt-szocialista országcsoporthoz az aktuális kihívás. Egy rövidre fogott általános áttekintés után bemutatjuk az érintett piacok teljesítményét a maastrichti konvergenciakritériumok tükrében, valamint a monetáris unió révén leginkább befolyásolt pénzügyi közvetítő szektor fejlődési mintázatát. A korábban jelzett módszertani eljárásunknak megfelelően mind a régiós, mind a magyar állapotra kitérünk az egyes elemzési szempontoknál.

4.2.1. Makrogazdasági helyzetkép a tranzíció után

Az 1989-ben kezdődött rendszerváltó folyamat keretében a kelet-közép-európai szocialista országok a liberális gazdaságpolitikai krédót követték, egyrészt a térségben érdekelt nemzetközi intézmények ajánlásai és nyomásgyakorlása révén, másrészt a korszellem eredményeképpen. Az irigyelt „Nyugathoz” történő felzárkózás a piacgazdaság mihamarabbi kiépülése esetén kecsegtetett sikerrel. Egyfajta „durva” osztályozással élve, míg a KKE-országok előbb-utóbb végrehajtották a standard SLIP¹³³ csomagot, addig a balti államok kivételével a volt szovjet tagköztársaságok egyfajta féldemokratikus, oligarchikus jellegű vadkapitalizmusba csúsztak bele a valódi gazdasági és politikai reformok elmaradása miatt. A már uniós tagországgá vált, vagy jelenleg csatlakozásra váró országok esetében is érvényesül az az összefüggés, hogy a piacgazdasági reformokat jelentősen később kezdő Bulgária és Románia mutatói

¹³³ A gazdasági rendszerváltás feladatait összefoglaló gyakran használt angol SLIP rövidítés a következő szavakat takarja: Stabilization, Liberalization, Privatization.

egyelőre elmaradnak a balti, és még inkább a visegrádi országcsoport relatív teljesítményétől (v.ö.: a következő táblázat adatsorai).

11. táblázat: A kelet-közép-európai országok gazdasági teljesítménye a rendszerváltás időszakában (1989=100%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgária	90,9	83,3	77,2	76,1	77,5	79,7	72,2	68,2	70,9	72,5	76,4	79,6	83,3	87,3
Csehország	98,8	87,3	86,9	86,9	88,9	94,1	98,2	97,4	96,4	96,9	100,0	103,1	105,1	108,3
Észtország	91,9	82,7	71,0	65,0	63,7	66,4	69,0	75,7	79,2	78,7	84,5	89,9	95,3	99,6
Magyarország	96,5	85,0	82,4	81,9	84,4	85,6	86,8	90,7	95,1	99,1	104,2	108,3	112	115,1
Lettország	102,9	89,9	61,1	54,1	55,3	54,7	56,8	61,5	64,4	66,3	70,8	76,4	81,1	86,7
Litvánia	96,7	91,2	71,8	60,2	54,3	56,1	58,7	62,8	67,4	66,2	68,8	73,3	78,3	85,2
Lengyelország	88,4	82,2	84,4	87,6	92,1	98,6	104,5	111,7	117,1	121,8	126,7	128	129,8	134,6
Románia	94,4	82,2	75,0	76,2	79,2	84,8	88,2	82,8	78,8	77,9	79,6	84,2	88,2	92,4
Szlovákia	97,5	83,3	78,0	75,1	79,7	84,4	89,6	93,7	97,7	99,1	101,1	104,9	109,6	114
Szlovénia	91,9	83,7	79,1	81,4	85,7	89,3	92,4	96,6	100,3	105,5	110,4	113,5	116,9	119,9
Európai Unió	102,5	103,9	105,2	104,9	107,8	110,4	112,3	115,2	118,5	122,0	126,4	128,5	129,9	130,8
Csatlakozó 10-ek	100,0	90,4	87,9	88,0	91,0	96,0	100,5	105,1	108,9	112,0	116,5	119,5	122,5	126,9

Forrás: Economic Survey of Europe [2004] 190. o.

Nem lehet ennyire egyértelmű különbséget tenni az élenjáró átmeneti gazdaságok között a gazdaságpolitika eredményessége tükrében. Vagyis az egyes országok helyreállítási periódusának mértéke a látványos transzformációs visszaesés után már sokkal inkább országspecifikus sajátosságokkal magyarázható¹³⁴, mint a gazdaságpolitika vezérfonalául választott átfogó koncepciókkal. Ugyanakkor bizonyos tanulságok ettől függetlenül levonhatók, akár csak a visegrádi országcsoport és Szlovénia viszonyrendszerét vizsgálva ebben az időszakban. Megítélésem szerint viszonylag jól jelzi egy tranzíciós országnak a piaczgazdasági átmenettel kapcsolatos attitűdjét a külföldi tőkebefektetőkkel szemben tanúsított magatartása. Ebből a szempontból Magyarország volt sokáig az éllovas ország, kormányoktól függetlenül nemcsak nyitott volt a privatizációs politika az idegen tőke előtt, hanem kifejezetten ösztönözte szakmai befektetők és globális vállalatok megtelepedését az országban. Csehország és Szlovákia – először még közös államalakulatban – az úgynevezett

¹³⁴ Ilyenek lehetnek az országméret, egy külföldi kereskedelmi és beruházó partnerország léte (mint például Észtország számára a finn gazdaság), az agrárszektor részaránya a foglalkoztatásban, a nehézipar súlya a nemzeti össztermékben. Ezzel összefüggésben Csaba [2002c] egyik tanulmányában felvázolja a magyar szocialista modell olyan megkülönböztető sajátosságait, amelyek erőteljesen rányomták bélyegüket a rendszerváltás folyamatára is.

kuponos privatizációval próbálkozott, amely ugyan hozzájárult az állami tulajdon páratlanul gyors ütemű lebontásához, de sem addicionális tőkebevonást, sem új know-how és menedzsmenttudás megjelenését nem hozta magával, vagyis a vállalati szektor versenyképességét nem befolyásolta alapvetően (*Bokros* [2000]). Az 1990-es évek második felében aztán a külföldi cégektől elsősorban politikai megfontolásoktól szintén tartózkodó Lengyelországgal együtt ezek az országok is megnyíltak a működőtőkebefektetők előtt, ami különösen Szlovákiában okozott érzékelhető dinamizmust. Magyarország már 1997 és 2000 között learatta a multinacionális cégek jelentős beruházásainak termőre fordulását alapuló exportboomot, ami az ország gazdaságtörténetében hosszú idő után az első olyan fellendülési időszak volt, amit nem kísért a finanszírozási egyensúly megbomlása, sőt egy ideig még javultak is az államháztartási és a fizetésimérleg-mutatók (*Kornai* [2000]).

Tanulságos lehet Szlovénia és Magyarország közvetlen összevetése is a gazdasági reformok menetét illetően: az eltérő intézményi struktúrák (például az érdekképviselői csoportok és munkaadói kamarák szervezettsége és alkuereje) és az állami gazdaságpolitikai stratégia eltérései (Magyarország a mikroszféra reformjával, míg Szlovénia a makrostabilizációval kezdett neki az 1990-es éveknek) meghatározták a beáramló tőke mozgásterét és a privatizációs stratégiát is (*Ádám* [2004]). Mindebből következően a gazdasági szerkezetváltásban kulcsszerepet játszó külföldi tulajdon részaránya hazánkban magasabb, mint a kis jugoszláv utódállamban, de ez a különbség csökkent az elmúlt évek során.

4.2.2. A KKE-országok a maastrichti tükörben

A bruttó nemzeti össztermék változását jelző idősorok melletti fontosabb makromutatókat célszerűnek tartjuk a sokat emlegetett maastrichti konvergenciakritériumok tükrében vizsgálni. A közös valutáig vezető út leggyakrabban emlegetett és legtöbb fejtörést okozó feltétele ugyanis nem a jogi szabályozás átalakításában, vagy a gazdasági szerkezet modernizálásában rejlik, hanem az előírt nominális számok teljesítésében. A következő táblázatok az elmúlt évek eredményeit sorakoztatják fel a térségben a régi tagországokkal összevetésben. (A következő táblázatok forrása egységesen: 1998-2003-ra vonatkozóan: *Economic Survey of Europe* [2004] 48-49. és 196. o., 2004-2005-re vonatkozóan: *EB* [2006a] 138. és 147-151. o.).

12. táblázat: A közép-kelet-európai országok GDP-arányos államháztartási egyenlege (%)

Országok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU-15	-1,6	-0,7	1,0	-1,2	-2,2	-2,9	-2,6	-2,3
Eurózóna	n.a.	-1,3	0,2	-1,9	-2,5	-3,0	-2,8	-2,4
Bulgária	1,7	0,4	-0,5	1,4	-0,2	0,6	1,3	3,1
Ciprus	-4,3	-4,5	-2,4	-2,3	-4,5	-6,3	-4,1	-2,4
Csehország	-5,0	-3,6	-3,7	-5,9	-6,8	-6,6	-2,9	-2,6
Észtország	-0,3	-3,7	-0,6	0,3	1,0	2,4	1,5	1,6
Magyarország	-8,0	-5,6	-3,0	-3,5	-8,4	-6,4	-5,4	-6,1
Litvánia	-3,0	-5,6	-2,5	-2,0	-1,4	-1,2	-1,5	-0,5
Lettország	-0,6	-4,9	-2,8	-2,1	-2,3	-1,2	-0,9	0,2
Málta	-10,8	-7,6	-6,2	-6,6	-5,6	-10,2	-5,1	-3,3
Lengyelország	-2,1	-1,4	-0,7	-3,7	-3,2	-4,7	-3,9	-2,5
Románia	-4,4	-2,1	-3,8	-3,5	-2,0	-2,0	-1,4	-0,4
Szlovénia	-2,2	-2,1	-3,5	-3,9	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8
Szlovákia	-4,7	-6,4	-12,3	-6,6	-7,7	-3,7	-3,0	-2,9

13. táblázat: A közép-kelet-európai országok GDP-arányos bruttó adósságrátája (%)

Országok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU-15	68,9	67,9	64,1	63,1	61,5	63,1	63,4	64,6
Eurózóna	n.a.	72,2	69,7	69,3	68,1	69,3	69,8	70,8
Bulgária	79,6	79,3	73,6	66,2	54,0	46,3	38,8	29,9
Ciprus	61,6	62,0	61,6	61,9	65,2	69,7	71,7	70,3
Csehország	12,9	13,4	18,2	26,3	28,8	30,0	30,6	30,5
Észtország	5,6	6,0	4,7	4,7	5,5	6,0	5,4	4,8
Magyarország	61,9	61,2	55,4	52,2	55,0	56,7	57,1	58,4
Litvánia	16,5	23,0	23,8	22,9	22,3	21,2	19,5	18,7
Lettország	9,8	12,6	12,9	15,0	13,5	14,4	14,6	11,9
Málta	64,9	56,8	56,4	63,5	61,2	71,3	76,2	74,7
Lengyelország	39,1	40,3	36,8	36,7	39,8	43,9	41,9	42,5
Románia	17,8	24,2	22,7	23,2	23,3	21,3	18,5	15,2
Szlovénia	23,6	24,9	27,4	28,4	29,7	29,1	29,5	29,1
Szlovákia	34,0	47,2	49,9	49,2	43,3	42,7	41,6	34,5

14. táblázat: A közép-kelet-európai országok átlagos éves inflációs rátája (%)

Országok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU-15	1,3	1,2	1,9	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1
Eurózóna	1,1	1,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,2
Referenciaérték	2,2	2,1	3,2	3,5	3,0	2,7	2,2	2,5
Bulgária	18,7	2,6	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	5,0
Ciprus	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0
Csehország	9,7	1,8	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6
Észtország	8,8	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1
Magyarország	14,2	10,0	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5
Litvánia	5,4	1,5	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7
Lettország	4,3	2,1	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9
Málta	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5
Lengyelország	11,8	7,2	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2
Románia	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	9,1
Szlovénia	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5
Szlovákia	6,7	10,4	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8

15. táblázat: A közép-kelet-európai országok hosszú távú kamatlába
(a 10 éves futamidejű államkötvények alapján, %)

Országok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU-15	4,9	4,7	5,4	5,0	4,9	4,2	4,3	3,6
Eurózóna	4,7	4,7	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	3,4
Referenciaérték	6,6	6,6	7,4	6,9	6,9	6,1	6,3	5,4
Bulgária	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,3	6,4	5,3	3,8
Ciprus	n.a.	n.a.	n.a.	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2
Csehország	n.a.	n.a.	n.a.	6,3	4,9	4,1	4,8	3,5
Észtország	13,2	11,4	10,5	10,2	8,4	5,3	4,4	4,0
Magyarország	n.a.	n.a.	n.a.	8,0	7,1	6,8	8,2	6,6
Litvánia	n.a.	n.a.	n.a.	8,2	6,1	5,3	4,5	3,7
Lettország	n.a.	n.a.	n.a.	7,6	5,4	4,9	4,9	3,9
Málta	n.a.	n.a.	n.a.	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6
Lengyelország	n.a.	n.a.	n.a.	10,7	7,4	5,8	6,9	5,2
Románia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Szlovénia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,4	4,7	3,8
Szlovákia	n.a.	n.a.	n.a.	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5

A fenti adatsorokból jól látható, hogy az utóbbi években a visegrádi országok, köztük is elsősorban Magyarország, sajnos inkább távolodott a fentebb ismertetett feltételek alapján a monetáris uniótól, és a következő esztendőket tekintve további komoly kihívásnak ígérkezik mind az infláció leszorítása, mind pedig az államháztartás konszolidálása, illetve ezzel együtt az évezredfordulón újra megindult adósságnövekedés megfékezése (*Kondrát – Wenhardt* [2004]). Ráadásul a fiskális fegyelem helyreállítása nemcsak a populista politikai retorika reneszánsza és a választási megfontolások előtérbe kerülése¹³⁵ miatt ígérkezik bonyolult feladatnak, hanem az országcsoport előtt álló integrációs kihívások is nehezítik a feladványt. *Kopits – Székely* [2003] hangsúlyozza azokat a további költségvetési terheket, amelyek a közeljövőben az uniós derogációk lejártának közeledésével jelentkeznek olyan területeken, mint a környezetvédelem, a közműhálózat, az intézményfejlesztés, a közlekedési infrastruktúra. Részben ezekhez kapcsolódik a regionális és kohéziós támogatások lehívásához szükséges társfinanszírozási kötelezettségek teljesítése, amelyek önmagukban is meghaladják a jelenlegi közösségi beruházásokra fordított teljes központi összeget. Mindehhez járul az az évek óta húzódozó probléma is, hogy a visegrádi országok eddig nem teljesítették a még a NATO-tagság keretében vállalt védelmikiadás-növelést sem, ami újabb feszítő terhet jelenthet a közpénzügyek tervezése-menedzselése során.

A fentiekben felvázolt dilemmák az összefoglalóan államháztartási reformnak nevezett, gyakran szinte kibogozhatatlannak tűnő problémahalmaz különféle szegmensei. Kissé rezignáltan azt is mondhatjuk, hogy bár az államháztartási rendszer átszervezése is szinte folyamatosan zajlott a rendszerváltás óta, a másfél évtizedre nyúló napirenden tartásához képest meglepően szerény eredményeket lehet eddig felmutatni. Maradéktalanul egyetértünk Pete Péter alábbi gondolataival:

„Míg a kilencvenes évtized egyik központi gazdaságpolitikai problémája az államháztartás rendszerének megreformálása volt, az elmúlt években mind az e téren hozott kormányzati lépések, mind a szakmai, koncepcionális és metodikai viták tekintetében határozott lanyhulás tapasztalható költségvetési rendszerünk modernizálásában. A reformfolyamat megrekedése jelentős részben annak az alapvető

¹³⁵ Magyarországon 2002-ben két választást is tartottak (tavasszal parlamenti, ősszel önkormányzati szinten), míg 2003-ban rendezték az uniós népszavazást. Továbbá a következő évben első ízben került sor a hagyományosan belpolitikai tematizáltságú Európai Parlamenti választásokra, az év végén pedig kettős népszavazásra a társadalmat súlyosan megosztó ügyekben. Ezek a tények természetesen nem mentik fel a döntéshozókat a felelős költségvetési politika gyakorlása alól, csak magyarázzák, hogy miért eshetett a gazdasági irányítás a folyamatos kampánypsichózis csapdájába.

elméleti, koncepcionális tisztázatlanságnak tulajdonítható, ami az állam szerepével, az állami szektor által ellátandó feladatok körével, a feladatellátás módjával és indokával kapcsolatban ma is fennáll. Homályos, definiálatlan célok esetében pedig nem meglepő, hogy nincsenek határozott irányokba mutató strukturális reformok.” (Pete [2001] 810. o.)

Magyarország vonatkozásában Csaba [2001b] (60-64. o.) hangsúlyosan felhívta a figyelmet, hogy a kiegyensúlyozott államháztartás és a nominális konvergencia biztosítása szempontjából elszalasztott lehetőségként kell értékelnünk, hogy az 1997-2001 közötti robusztus növekedéssel jellemezhető időszakban nem valósult meg az európai normáknak megfelelő fiskális konszolidáció. Egyrészt a kvázi-fiskális tételek egy része a költségvetésen kívül jelent meg, másrészt a GDP-arányos hiánymutató még ilyen kozmetikázott helyzetben sem süllyedt egyik esztendőben sem a 3%-os referenciaérték alá. Már akkor is sejthető volt, hogy a későbbiekben nehezebb körülmények és kedvezőtlenebb globális konjunkturális körülmények között sokkal problematikusabb lesz a szükséges deficitcsökkentést véghezvinni, ráadásul a monetáris politika számára is folyamatos próbatételt generál ez a felállás.

A helyzet ráadásul mint a fenti adatsorokból láttuk 2001 óta sokat romlott, a magyar politika elit jelentős része ugyanis voluntarista és populista elképzelésekkel látszik szívesen azonosulni. Ez még egy érett piacgazdaság esetében is komoly feszültségekkel járna, nemhogy a versenyképességben lemorzsolódóban lévő és egyre romló színvonalú közszolgáltatásokkal jellemezhető Magyarországon. A reformelkötelezettség erősítésére pedig azért is szükség van, mert önmagában sem az uniós tagság, sem az euró bevezetése nem garantálja a reálgazdasági felzárkózást az európai átlaghoz. Bár a tőkebeáramlások bővülése, a reálkamatlábak csökkenése, és a kereskedelmi kapcsolatok intenzívebbé válása hozzájárul majd várhatóan a növekedési dinamikához, a szükséges bátor reformok nélkül az utolérés a nagyon távoli jövőbe tolódhat ki

Megítélésünk szerint ugyanakkor semmiképpen sem szerencsés úgy beállítani a helyzetet, hogy mekkora áldozatokat kell majd hoznia az országnak a közös valuta érdekében. Hiszen az eladósodás megállítása, az inflációs ráta 1-3%-os szinten történő stabilizálása kedvező üzleti környezetet teremt az európai átlaghoz történő reálgazdasági felzárkózáshoz. Hasonlóképpen a prosperitás felé mutat annak megelőzése, hogy az állami túlköltekezés elszívja a forrásokat a magánszféra beruházásai elől, továbbá kielemezze a külső pénzügyi egyensúlyt. Vagyis az elmozdulás a

maastrichti kritériumok teljesítése felé az eurótól függetlenül is önérdekként interpretálható (Csaba [2002a]).

A fenti érvrendszer elfogadása esetén is persze vita tárgyát képezheti, hogy mekkora a térség országaiban a kritériumok teljesítésének időigénye. A szakértők egy része óv attól, hogy túlzottan feszített dezinflációs és konszolidációs pályát jelöljön ki a gazdaságpolitika a maastrichti referenciaértékek felé (Surányi [2002]). Az optimális ütemezés kérdése természetesen heves ütközések terepe volt és marad várhatóan a közeljövőben is, lévén spekulatív-logikai úton nem minden kétséget kizáróan eldönthető dilemma. A későbbi részekben még visszatérünk természetesen erre a feladványra és elemezzük azokat a szempontokat, amelyek relevánsak a közös valutára vonatkozó programok időhorizontjának meghatározásához.

4.2.3. A pénzügyi szektor helyzete az euróaspiráns országokban

A következő alfejezetben röviden összefoglaljuk a makrogazdasági érettség mellett talán legfontosabb szerepet játszó tényező, a pénzügyi közvetítő szektor helyzetét jellemző trendeket, elsőként a teljes térségre nyitva, majd Magyarországra szűkítve a vizsgálódást. A pénzügyi szféra állapota egyrészt befolyásolja a monetáris uniós csatlakozás indokoltságával és időzítésével kapcsolatos nézeteket, másrészt a közös valutából származó potenciális előnyök teljes kiaknázásához szükség van az érintett piacok integrációjába való minél szerveesebb bekapcsolódásra is.

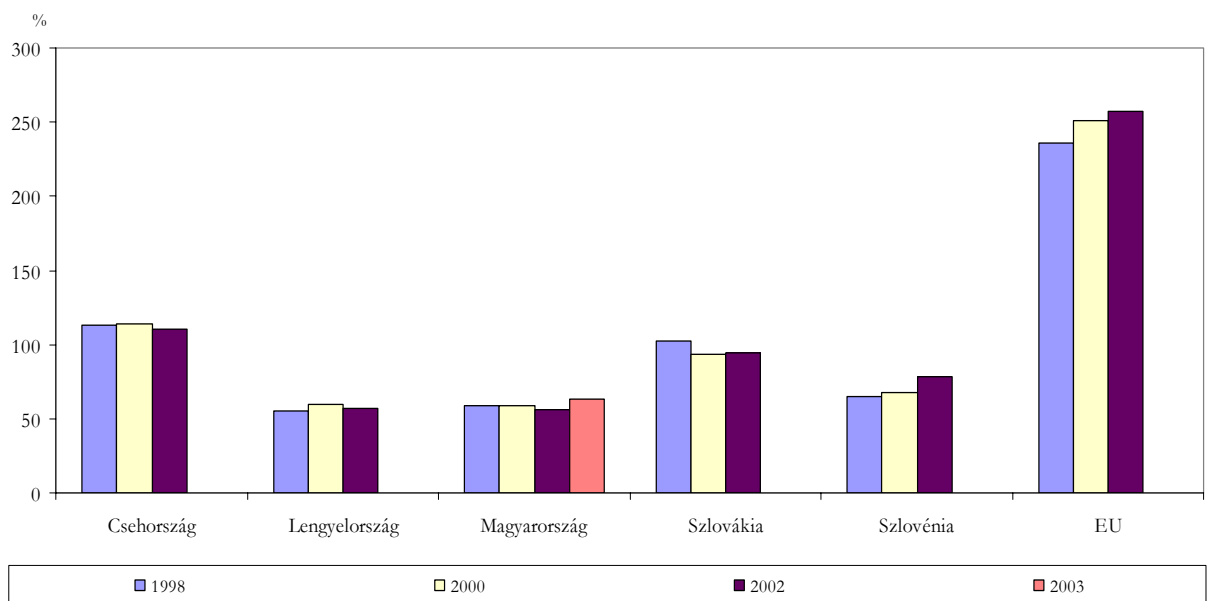
4.2.3.1. Régiós sajátosságok

A kelet-közép-európai bankrendszer óriási átalakuláson ment keresztül az elmúlt bő évtizedben párhuzamosan a gazdasági átmenet folyamatával. Ennek kulcsfontosságú mozzanata volt a nemzetközileg is számottevő globális és európai bankok megjelenése a regionális piacon. Ebben a tekintetben hazánk játszott uttörő szerepet, és elsőként nyitotta meg a lehetőséget a külföldi szakmai befektetők előtt. A térségben mintául szolgáló magyar bankprivatizációs folyamat alapvető sikerkritériumának *Ábel – Siklos* [2004] egyenesen a külföldi stratégiai partnerek felé történő értékesítést jelöli meg. Az 1990-es évek közepén meghozott tudatos stratégiai döntés ugyanis több előnnyel járt. Egyrészt a későbbi bankcsődök, illetve átfogó bankválságok ellen egyfajta biztosítékot jelent, hogy az itt befektető globális pénzügyi társaságok presztízsokokból, vagyis a reputációjuk védelmében nem engedik fizetéseképtelenné válni a magyar

leánybankjukat¹³⁶. A stratégiai partnerek bevonására kiírt privatizációs tenderek eredményesnek bizonyultak az állami bevételek maximalizálásában is. A modern bankmenedzsment technikák és informatikai megoldások elterjedésében átütő szerepet játszottak a szakmai tulajdonosok a bankszférában. Ugyanilyen piacvezető jelentőséggel bírtak a modern pénzügyi szolgáltatások (telebanking, e-banking, private banking, különféle készpénzkímélő fizetési módok) meghonosításában is. Ráadásul, más privatizációs megoldásokkal szemben általában eredményesen tudták kényszeríteni az államot arra, hogy tisztítsa meg a bankok portfólióit a kétes tételektől, behajthatatlan követelésektől. A hitelintézeti mérlegek megtisztítása a posztoszocialista örökségtől a későbbi stabilitás szempontjából fontos lépésnek bizonyult.

A következő ábra a régiós bankrendszer mélységének egyik alapvető jellemzőjét jelzi az uniós megfelelő mutatókkal együtt.

13. ábra: A bankrendszer mérlegfőösszege a GDP arányában néhány új EU-tagállamban 1998-2003 között



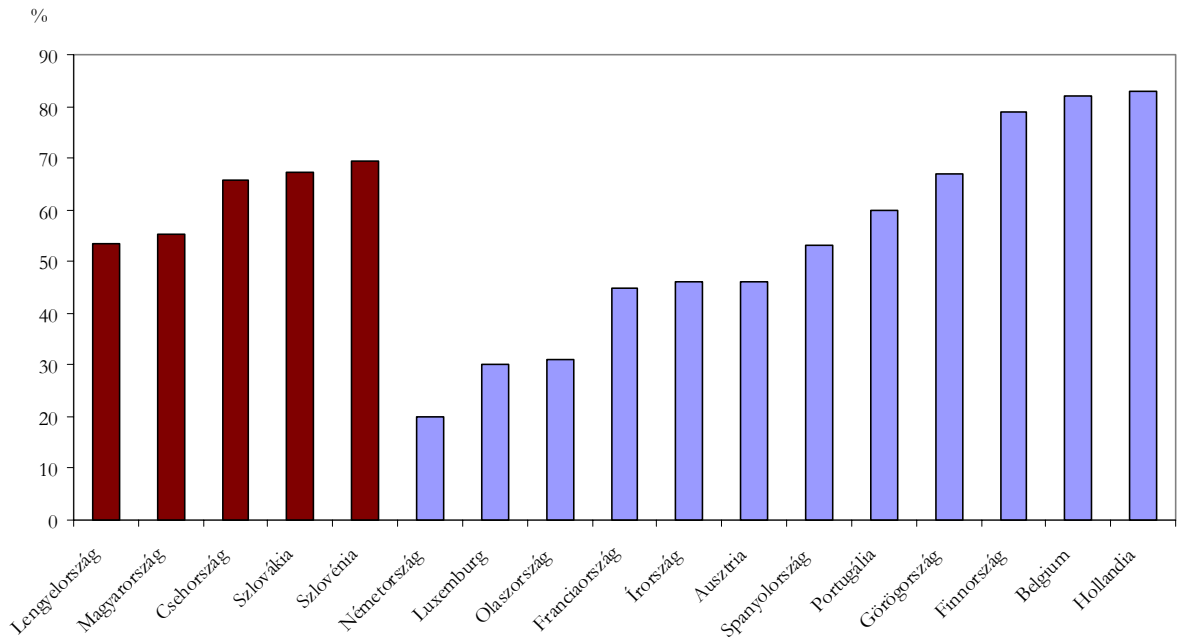
Forrás: MNB [2004a] 37. o.

A térség bankszektorának bankpiac korábban említett folyamatos átalakulásával, egy modern hitelpiac kiépülésével együtt járt egy természetes dekoncentrációs folyamat. Ezt segítette a külföldi szereplők különféle formákban történő piacra lépése,

¹³⁶ A térségben is legemlékezetesebb példakkal a belga KBC bank szolgált, amikor több esetben is gálánsan a pénztárcája nyúlva finanszírozta a magyar érdekeltségének, a Kereskedelmi és Hitelbanknak - a ráadásul saftos botrányokkal is fűszerezett - veszteségeit.

valamint a pénzügyintézetek számának folyamatos gyarapodása az 1990-es évek végéig. A jelenlegi régiós koncentrációs szint ennek eredményeképpen közepesnek mondható Európában, amint azt az alábbi ábra is mutatja.

14. ábra: A piacvezető 5 bank piaci részesedése az uniós országokban 2003-ban



Forrás: MNB [2004a] 38. o.

Az uniós átlaghoz viszonyított relatív lemaradás ellenére elmondható hogy az új EU-tag kelet-közép-európai országok hatalmas előrehaladást értek el a pénzügyi közvetítő rendszereik transzformálásában. Ugyanakkor komoly potenciális kockázatot is hordoznak ezek az ágazatok. *Brouwer és társai* [2003] sorra veszik ezeket a tényezőket: a folyamatosan magas folyó fizetési mérleg hiány, amit menekülésre hajlamos „forró pénz” finanszíroz; nem prudensen levezényelt hitelezési boomok a lakossági szektorban; komoly mértékű árfolyam-volatilitás; hiányos felügyeleti tevékenység; növekvő devizakitettség (*currency mismatch*): devizahitelek olyan vállalati és lakossági szereplőknek, akiknek jellemzően hazai valutában képződik a jövedelme, vagyis nincs „természetes fedezete” egy jelentősebb leértékelődés esetén.

A veszélyek csökkentésére a következő megoldásokat javasolja az elemzés a gazdaságpolitika számára: a folyó fizetési mérleg passzívumának kézben tartása; külföldi bankok intenzívebb becsábítása; az árfolyampolitika kialakításánál pénzügyi

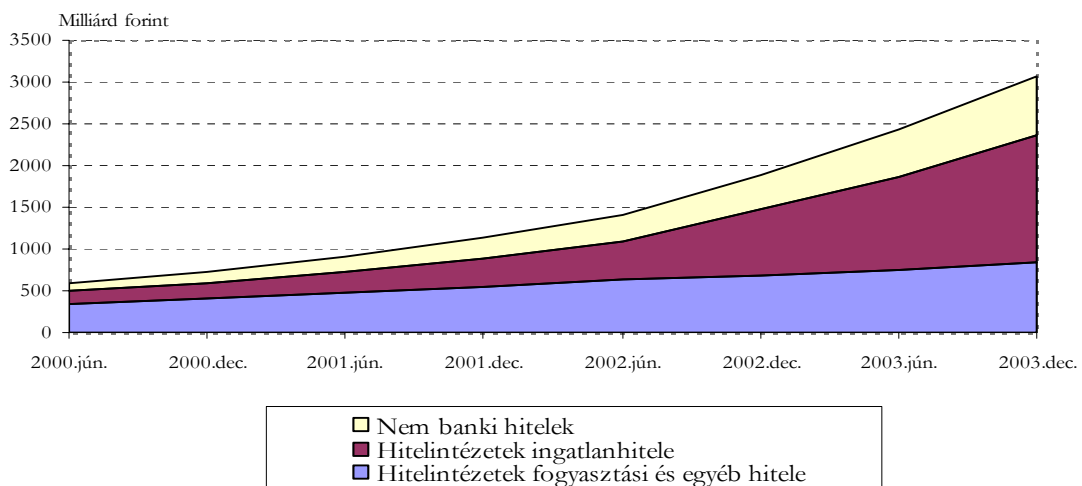
stabilitási szempontok figyelembe vétele a monetáris politikai célok mellett; megerősíteni a pénzügyi felügyelet és a központi bank függetlenségét és a joguralmat.

4.2.3.2. A magyar pénzügyi közvetítő rendszer

A pénzügyi közvetítés folyamatában található olyan trendeket, amelyek specifikusabban köthetők a jelen hazai valóságához. Ezen trendek természetesen érvényesülnek a hasonló helyzetű, felzárkózó pályán mozgó poszt-socialista európai országban is kisebb-nagyobb mértékben. Az itt szereplő folyamatok jellemzően a fejlett uniós tagországokhoz való felzárkózást segítik elő.

Az egyik legdinamikusabban kibontakozó trend a háztartások eladósodásának folyamatos növekedése. A gazdasági növekedéssel és az életszínvonal javulásával párhuzamosan hosszabb távon is szélesebben bővül a háztartások hitelfelvétele Magyarországon. Az elmúlt években az ingatlanhitelezés berobbanásával már megindult az állományok dinamikus gyarapodása, amint az a következő ábrán is megfigyelhető. Fontos felhívunk a figyelmet, hogy a nem banki hitelek (pl. különféle gépjármű finanszírozási ügyletek) bővülési üteme még a hagyományos forrásoknál tapasztalható értéket is felülmúlja, ráadásul sajátos kockázatot jelent, hogy ebben a szférában közel 90%-os a devizaalapú konstrukciók részesedése.

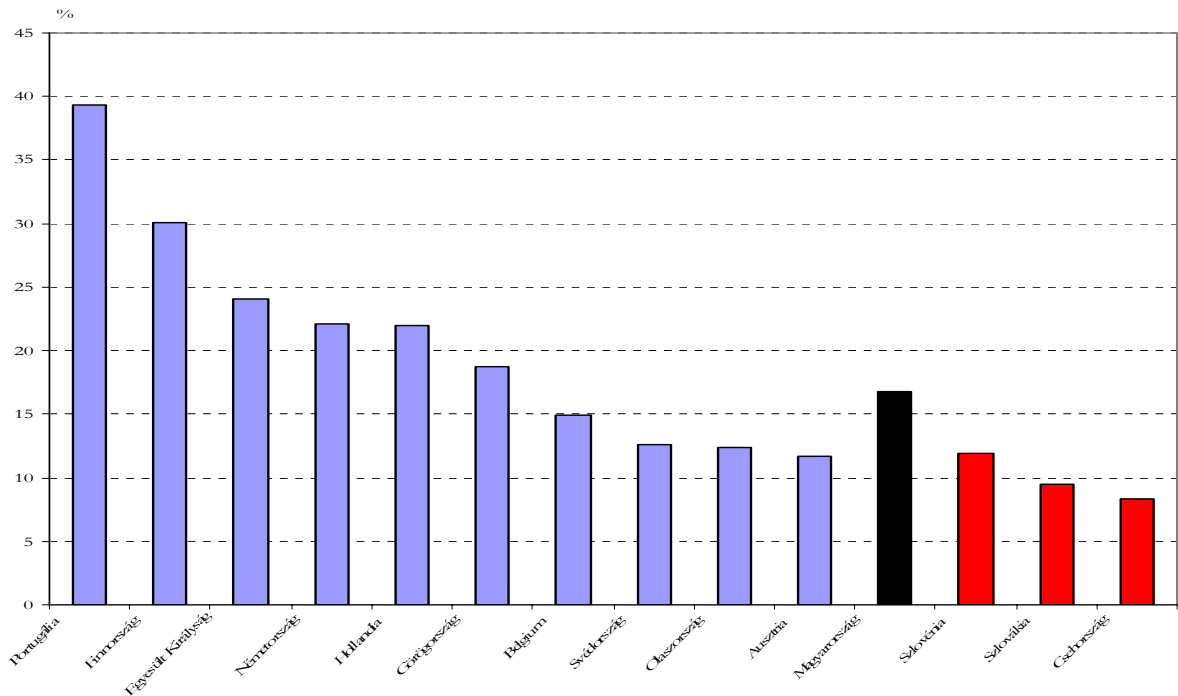
15. ábra: A háztartási adósságállomány alakulása Magyarországon az utóbbi években



Forrás: MNB [2004a] 46. o.

Az állami támogatásokkal is fűtött lakáshitelezési boom mellett a fogyasztási és áruhitel területén is az expanzív növekedés időszakát éli a hazai bankszektor. A háztartások eladósodási hajlandósága a korábban elhalasztott fogyasztás megjelenése is táplálja. Az alábbi ábra ugyanakkor jelzi, hogy az elmúlt évek látványos felfutása után is még messze vagyunk a nyugat-európai országok kérdéses mutatóitól.

16. ábra: Háztartások hitelállománya a banki mérlegfőösszeg arányában 2003 végén



Forrás: MNB [2004a] 46. o.

Szintén komoly felforgató hatással van a szektor életére az új elosztási csatornák megjelenése a pénzügyi közvetítésben. Az információtechnológiai forradalom következtében a hagyományos szolgáltatások helyett fokozatosan teret nyernek az on-line megoldások (Nagyné [2002]). Az internet alapú technológia elterjedése a világhálózathoz való hozzáférés általánossá válásával új csatornákat hoz létre a pénzügyi közvetítésben (lásd például az e-bróker jellegű befektetési szolgáltatások), különösen a lakossági piacon, valamint a KKV szektor hitelezése területén. Az elektronikus elosztási hálózatok ugyanakkor addicionális kockázatokat is hordoznak magukban az intézmények számára, amelyek kezelésének megoldatlansága a térryerésüket lassíthatja a jövőben. Ilyen többletkockázatot jelenthet az üzleti partner hiteles azonosítása, a

tranzakciók meghamisíthatatlan lebonyolítása, üzleti vagy személyes titkok illetéktelenekhez jutása, vagy a rendszerleállások problémája.

A pénzügyi közvetítés szilárdsága és likviditási stabilitásának megőrzése szempontjából figyelemre méltó trend a banki jövedelmezőség forrásainak átalakulása. A jövedelemstruktúra átrendeződésének egyik legfontosabb oka, hogy a piaci verseny erősödése szűkítőleg hat az egyes szegmensekben alkalmazott kamatmarzsokra, illetőleg főként a háztartási megtakarítások elhelyezésekor egyre nagyobb szeletet hasítanak ki maguknak az intézményi befektetők. A nem-kamatjellegű bevételek aránya a működési eredményhez képest az európai országokban erőteljesen bővült az elmúlt években, manapság már átlagosan 40-45%-a származik a profitnak ebből a forrásból. Magyarországon még kisebb a súlya ennek a tényezőnek, de a növekedési ütem itt is dinamikus. A nem-kamatjellegű bevételeken belül domináns szerep jut a nettó jutalék- és díjbevételeknek, és fontos komponensek még a pénzügyi műveletek eredményei (pl. értékpapír- és devizakereskedelemből származó jövedelem), illetve a tulajdonosi jogot megtestesítő értékpapírokból származó, osztalék típusú bevétel.

Ahogy az előző részben már láthattuk, a pénzügyi közvetítés hazai helyzete a közepesen koncentráltak közé sorolható be az európai mérce alapján. Az átlagos számok mögött persze egészen eltérő részpiacok rejtőzhetnek. *Móré és Nagy* [2004] tanulmánya jelentős különbségeket talált a bankpiaci verseny szempontjából a vállalati hitelezési piac, valamint a lakossági (*retail*) szegmensek (jelzáloghitelezés, fogyasztási és személyi kölcsönök, áruvásárlási kölcsönök, betéti konstrukciók) között. A lakossági piacokon tapasztalható nagyobb koncentráció arra ösztönzi a racionális pénzügyintézeteket, hogy az árazási magatartásuk során érvényesítsék az erőfölényüket. A piaci helyzet következményeképpen az említett üzletágakban szignifikánsan magasabbak az alkalmazott kamatmarzsok, illetve nagyobb összegű jutalékok és díjak szabhatók meg. Az eltérő versenyszerkezet több okra vezethető vissza Magyarországon:

- a) A rendszerváltáskori kiinduló helyzet nem természetes úton, organikus fejlődés nyomán alakult ki. Az 1980-as évek végén a lakossági piacon az OTP monopolhelyzetet élvezett, míg a vállalati finanszírozás területén már eleve többszereplős, oligopol struktúra volt tapasztalható, ami a bejártatott kapcsolatok okozta sajátos „útfüggőség” révén a későbbi években is éreztette a hatását a pénzügyi döntéseknél.

- b) A lakossági piac sokkal magasabb belépési korlátokkal rendelkezik, ugyanis tőkeigényes üzletág, aminek kapcsán elég csak az országos fiókhálózat kiépítésének szükségességére, illetve az informatikai kapacitások fejlesztésére utalnunk. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a lakossági szegmens a fenti okokból sokkal kevésbé támadható piac, mint a vállalati hitelezés. Részben ennek köszönhető, hogy az 1990-es évek folyamán a hazai piacon megtelepedő pénzügyintézetek csak jelentős késéssel nyitottak a tömeges lakossági szolgáltatások elindításának irányába, az első időszakban csak céges ügyfelek, valamint kiemelten gazdag magánszemélyek (*private banking*) szerepeltek a stratégiai célcsoportjukban.
- c) A lakossági piacon sokkal erőteljesebben érvényesülnek a pénzügyi közvetítés során jelentkező aszimmetrikus információs problémák. Az üzletág újdonsága, és a szereplők rövid hiteltörténete magasabb kockázati felárak érvényesítésére kényszeríti a bankokat. Az információk megosztása (részletes bankközi adólista) is sokkal csekélyebb mértékű ezen a piacon, ami szintén a már meglévő domináns pozíciók megőrzését segíti elő.

A magyar pénzügyi közvetítő szektor finanszírozási kínálata felzárkózóban van az európai viszonyokhoz, ami természetesen javíthatja a hazai vállalati szektor világgazdasági versenyhelyzetének javításában. A piaci erőviszonyok hatására egyébként is megkezdődött koncentrációs folyamatot várhatóan felgyorsíthatja a közös valuta megjelenése, ami a közvetítés mélyülése és az érintett pénzügyi szegmensek likviditásának bővülése révén addicionális növekedési többleteket jelenthet, és további érvet nyújt a monetáris uniós csatlakozás előnyös természetével.

4.3. A csatlakozó országok pénzügypolitikai pályái

A következőkben rátérünk disszertációnk egyik kiemelt témájára, vagyis hogy milyen pénzügypolitika tekinthető adekvátnak az Európai Unióhoz frissen csatlakozott kelet-közép-európai országcsoportban a közös valutára történő felkészülés során. Emlékeztetőképpen közöljük, hogy pénzügypolitikán az elterjedt szakirodalmi használatnál összhangban végig a monetáris és az árfolyampolitika együttesét, valamint a pénzügyi szabályozás (pl. nemzetközi tőkeáramlások liberalizáltsági foka) összességét értjük, amelyek közös tárgyalását az indokolja, hogy ezen rezsimek meghatározása

gyakran egyszerre, de mindenképpen egymás figyelembevételével történik. A jelen alfejezetben a kelet-közép-európai országok elmúlt másfél évtizedben gyakorolt árfolyam-politikáját tekintjük át a monetáris unióra való felkészülés fényében.

Az első részben összefoglaljuk az árfolyamok közgazdaságtanával és az árfolyamrezsimekkel kapcsolatos általánosítható elgondolásokat az elmúlt évek tapasztalatai és tudományos eredményei tükrében. Ezek után térünk rá a kelet-közép-európai régió országainak összehasonlító elemzésére, részletesen kitérve a Balassa-Samuelson hatás okozta közgazdasági problémákra, valamint az euró egyoldalú átvételének politikai gazdaságtani elemzésére is. Természetesen kitüntetett figyelemmel kísérik a magyar árfolyam-szabályozást, kiemelt figyelmet szentelve a jelenlegi inflációs célkövetéses monetáris rezsim értékelésére, illetve az elmúlt időszak pénzügyi viharainak bemutatására.

4.3.1. Globális trendek az árfolyampolitikában

Kevés olyan nemzetközi gazdaságtani kérdés váltott ki szakmai berkekben annyi vitát az elmúlt évtizedekben, mint az árfolyamrezsimek megválasztásának ügye. A dilemma igazán relevánsnak persze csak az 1970-es évek elejétől tekinthető, hiszen addig az egyes országok árfolyamdöntési mozgástere meglehetősen korlátozott volt a nemzetközi pénzügyi rendszer adott keretei mellett. Az időben utolsó átfogó szabályrendszer, Bretton Woods szétesése után azonban annál élesebben merült fel az egyes országok számára, hogy milyen árfolyampolitikát léptessenek életbe a folytonosan változó világgazdasági körülmények között. Az elmúlt évtized történései alapjaiban átírták az egyes nemzetgazdaságok mozgásterét, amely elsősorban a pénzügypolitikai autonómia szűkítésében öltött testet. A Bretton Woods-i rendszer elhagyása óta – párhuzamosan az elméleti részben bemutatott makroökonomiai forradalmakkal – az árfolyamok mozgását magyarázó közgazdasági modellek, illetve az árfolyampolitikai „divatok” és alkalmazások is óriási átalakuláson mentek keresztül, amelyet a következőkben foglalunk össze.

4.3.1.1. Az árfolyamelméletek modern megközelítésben

Milton Friedman [1953] nevezetes írásában még javában a fix árfolyamrendszer háborítatlan globális dominanciája idején tette le a garast a rugalmas árfolyamok mellett. A flexibilis árfolyamok előnyei között elsősorban az inflációs különbségek

hatékony kezelését, és a destabilizáló spekulációk visszaszorítását hangsúlyozta. Nem elhanyagolható emellett a lebegő rendszer hatása a gazdaságpolitika jellegére és vonalvezetésére sem a monetarista iskola szerint. Egyrészt lehetővé teszi, hogy a monetáris stratégiát (illetve a monetáris politika játékszabályait) a belső gazdasági helyzetre koncentrálnak fogalmazzák meg, és ne a külső egyensúly fenntartásának rendeljék alá. Másrészt ösztönzi a devizapiaci és a kereskedelmi korlátozások lebontását, ami teljes mértékben összhangban van a monetarizmus szabadpiaci elveivel.

A lebegő rezsimek egyik feltételezett fontos pozitív hatása az lett volna a pártfogói szerint, hogy az árfolyam egy ilyen rugalmas mechanizmusban nem képes jelentősen elszakadni a nemzetgazdaság világpiaci versenyképességi helyzetétől, és így kisebb az esélye a tartós nemzetközi egyensúlyhiányok kialakulásának. Paradox módon azonban, az árfolyamrezsimek nagyszabású átalakítását kísérő a tőkepiacok dereguláció a folyó fizetési mérlegek egyenlegének kilengéseit is megnövelte számos fejlett és újonnan iparosodó országban. A jelenség háttérében az áll, hogy a megnyíló piacokra beáramló portfólió- és működőtőkének a makroökonómiai számlaazonosságoknak megfelelően nagy folyó hiánnyal kell együtt járnia (a masszív tőkeáramlásnak pedig nagy folyó többlettel), rövid és közép távon is függetlenül az aktuális árfolyamszint egyensúlyi jellegétől¹³⁷.

A lebegő árfolyamok korabeli híveinek ráadásul egy másik várakozása sem teljesült a későbbiek folyamán: úgy vélték ugyanis előzetesen, hogy a fentebb vázolt előnyök árát nem kell majd megfizetni a nagyobb devizapiaci volatilitás formájában, vagyis az egyensúlyi árfolyamok apró lépésekben alakulnak ki a piacon, nem ideges csapongás közepette. A Bretton Woods-i rendszer utolsó periódusában már gyakoriak voltak a kiigazítások, a szakadásos jellegű árváltozások, amely ellen mentsvárat kínálhatnak a rugalmas rezsimek. Az 1970-es évek közepétől azonban a prompt, valamint – a széles körben tapasztalható nominális merevségek miatt – a reálárfolyamok ingadozása is nagyságrendekkel megnövekedett a lebegő valutát használó országok esetében. Ezt a jelenséget az árfolyamelméleti irodalom alapvetően két okkal magyarázza (*Obstfeld* [1995] 135-139. o.), amelyeket a következőkben röviden ismertetünk.

¹³⁷ Hosszabb távon a folyamatos tőkebeáramlás hatására az árfolyam természetesen könnyen felértékelődhet egy olyan szintre, ami mellett már nem vonzó az adott piacra befektetni, vagyis elindul egy automatikus korrekciós folyamat. A tőkevonzó-képesség hatására bekövetkező árfolyamfelértékelődésnek ugyanakkor komoly negatív hatásai lehetnek az exportszektorra is az adott országban. Ezt szokás a nemzetközi közgazdasági szakirodalomban a nevezetes „holland kór” (*Dutch disease*) egy újszerű, modern változataként is aposztrofálni.

Elsőként ebben az összefüggésben az 1970-es évek elején megjelenő nézetet, az árfolyam tőkepiaci megközelítését (*asset approach*) célszerű megemlítenünk, amelyben a devizapiacokon kialakuló paritásokat úgy fogjuk fel, mint két hagyományos eszközár relatív árát. Következésképpen a keresztárfolyamok mozgásai hasonlóak lesznek a részvények, az árutőzsdei termékek, illetve a hosszú lejáratú kötvények bejárta pályákhoz, ugyanis ezeket is a gyakran ingadozó várakozások fogják befolyásolni. Az árfolyamok meghatározódásának korábbi tradicionális felfogásában a devizapiac keresleti és kínálati oldala pusztán „csak” hűen visszatükrözte a fizetési mérlegben is regisztrált nemzetközi tranzakciókat. Ezzel szemben az új értelmezési keretben a devizapiacokon nem csak a gazdasági alapváltozók (pénzmennyiségi dinamika, növekedési pálya, költségvetési és fizetési mérleg, inflációs ráta, stb.) alakulását közlő hivatalos bejelentések éreztetik azonnal a hatásukat, hanem a fundamentumok esetleges megváltozásáról érkező nem hivatalos hírek és pletykák is, vagyis a gazdasági szereplők jövőt érintő várakozásainak bármilyen apró elmozdulásai. Ezt figyelembe véve már nem is akkora meglepetés, hogy az elmúlt 30 évben az egymáshoz képest lebegő kulcsvaluták árfolyamdiagramjai meglehetősen közel járnak a statisztikából ismert véletlen bolyongási folyamathoz (*random walk*). Az árfolyamelméletben áttörést jelentő megközelítés természetesen nem volt független az ekkortájt a makroökonomiában párhuzamosan zajló paradigmaváltástól, különösen szoros kapcsolatba hozható a racionális várakozások szerepének és modellezésének forradalmi jelentőségű felismerésével.

A másik magyarázat a lebegő rezsimek komoly mértékű volatilitására az úgynevezett árfolyamtúllendülési (*overshooting*) modell révén jelentkezett (*Dornbusch* [1976]). Az elmélet kiindulópontjában az a felismerés áll, hogy a nemzetgazdaságok árszínvonalának és a devizapiacnak az alkalmazkodási sebessége jelentősen eltér egymástól. A túllendülés arra utal ebben az elemzési keretben, hogy egy pénzkínálati sokk után a gyorsan alkalmazkodni tudó változó (esetünkben tehát a nominális árfolyam) viseli rövid távon az alkalmazkodás összes terhét, és csak hosszú távon korrigál vissza az adekvát egyensúlyi értékéhez, amikor az árszínvonal is igazodni tudott az új környezethez. Egy tartós monetáris expanzió esetén tehát az árfolyam leértékelődése rövid távon sokkal nagyobb lesz, mint hosszú távon, vagyis az alkalmazkodás során a devizapiaci paritások rendre „túllövik” (illetve fordított esetben „alullövik”) az egyensúlyi szintet. Ez a jelenség is komoly mértékben hozzájárulhat tehát a lebegő

rezsimekben tapasztalható nagy fokú volatilitáshoz, amivel számolni kell az árfolyamrendszer kiválasztásakor.

A rugalmas rendszerek túlzott ingadozásával szemben megfogalmazott kritikák ugyanakkor gyakran ignorálják azt az összefüggést, hogy a lebegő rezsimek éppen az árfolyamok gyors, és gyakran heves alkalmazkodásán keresztül teszik lehetővé, hogy átfogó és fundamentálisan megalapozott kiigazítások pénzügyi válságok kirobbanása nélkül is lezajlódjanak (*Tobin [1998]*). Gondoljunk csak arra, hogy a közelmúltban több esetben is komoly mértékű árfolyamváltozások történtek az egymáshoz képest lebegő világpénzek jegyzését illetően, például az 1990-es évek közepén a jen két év leforgása alatt hozzávetőlegesen 40%-kal leértékelődött a dollárhoz viszonyítva, míg az euró árfolyama az indulása óta eltelt rövid időben már 30%-ot meghaladó mértékben erősödött és gyengült is a többi kulcsvalutával szemben.

A keresztárfolyamok túlságosan nagyak ítélt volatilitása már az 1980-as évek első felétől életre hívta az árfolyamzónák (*target zones*) felállításának ötletét. Az elképzelés szerint a kulcsvaluták egymáshoz képesti elmozdulásait limitálnák azzal, hogy egy átfogó multilaterális egyezmény keretében viszonylag széles sávhatárokat¹³⁸ állapítanának meg az aktuális piaci árfolyamok köré, amit aztán összehangolt intervenciókkal ki is kényszerítenének a mechanizmusban részt vevő jegybankok. A javaslat akadémiai pártfogóinak fő érve az volt, hogy ez a megoldás mindkét alaprendszer legjobbika (*Horváth [2004] 22-23. o.*): vagyis a fix és a lebegő árfolyampolitika kedvező tulajdonságait egyesíti azzal, hogy rugalmasan alkalmazkodik a sávon belül, de rögzíti az árfolyamok kilengéseit a sávhatárra érve. Erre a naivnak nevezett nézetre reagált *Krugman [1991]* híres tanulmánya az árfolyamzónák működési jellemzőiről. A modell azt sugallja, hogy nem lehetséges a fentebb vázolt kristálytisza módon összeilleszteni egy árfolyamrezsimeket, vagyis az üzemeltetés során majd láthatóvá válik, hogy az árfolyam sávon belüli viselkedésére is erőteljes hatással van a deklarált tartományok megléte. Ez a felismerés természetesen nem csökkenti a rezsime elméleti vonzerejét, hiszen azt is jelenti, hogy ha a célzónára megfogalmazott vállalás hiteles, akkor a tartományon belüli árfolyammozgást is stabilizálhatja a sávhatárok megléte („*honeymoon effect*”).

Obstfeld [1995] (176-183. o.) áttekinti egy átfogó céltartományokon alapuló rendszer sikeres működtetéséhez szükséges feltételeket, ami a korábban említett

¹³⁸ A célzónákon alapuló globális árfolyamrendszer egyik legelkötelezettebb támogatójának bizonyuló *John Williamson* például $\pm 10\%$ -os sáv szélesség alkalmazását tartotta ideálisnak.

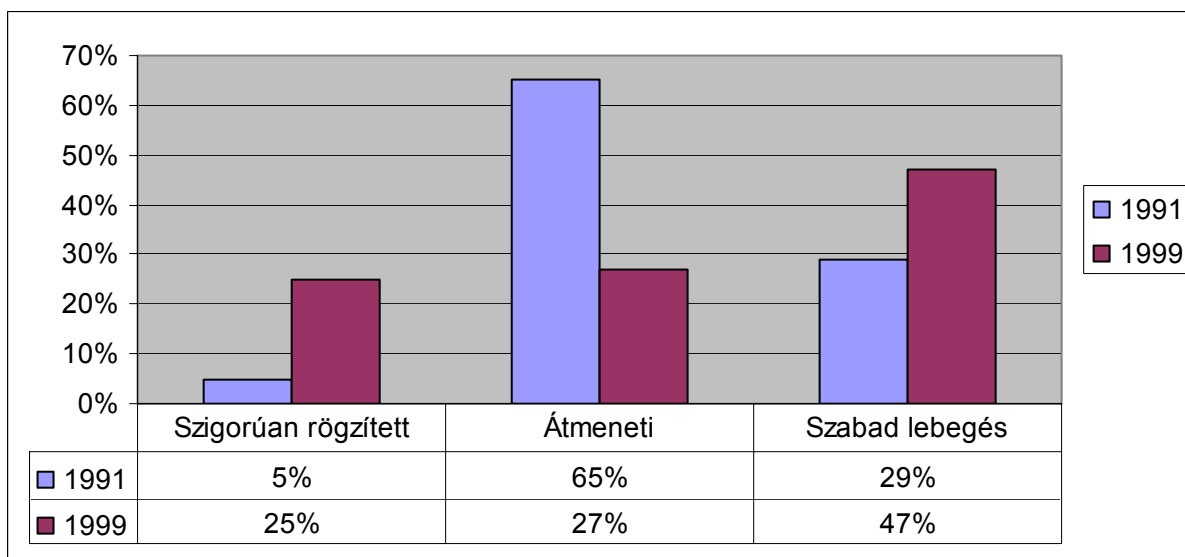
bipolarizációs nézethez képest markánsan eltérő alternatívát jelentene az árfolyamrezsimek globális mintájának kialakulásánál. Az árfolyamzónák hitelességének megteremtéséhez egyrészt nagyon szoros monetáris és fiskális politikai koordinációra lenne szükség a világ perdöntő erőcentrumai között, amire az elmúlt időszak tapasztalatai alapján nem igazán mutatkozik komolynak tekinthető remény¹³⁹. Másrészt a rendszerben meghatározott paritások „üzembiztos” fenntartásához hatékony sterilizált óriásintervenciók alkalmazása lenne várhatóan időről-időre elengedhetetlen a devizapiacokon, amikor valamelyik keresztárfolyam túlzottan elmozdulna a kívánatos sávból, illetve az egyik valuta átmeneti le- vagy felértékelési nyomás alá kerülne. Az empirikus kutatások alapján ugyanakkor még az összehangolt jegybanki beavatkozások hatásossága is erőteljesen megkérdőjelezhető. Bár a szóban forgó értékpapírpiacokon nem tökéletes az eszközhelyettesíthetőség még az azonos valutákban denominált aktívák (jellemzően államkötvények) között sem, vagyis a jegybanki lépések módosíthatják a hazai aktívák kockázatát. Ha pedig a kockázati prémium változik, akkor a sterilizált intervenciók hatására definícószerűen kialakuló pénzkínálati változatlanság ellenére is elmozdulhat az árfolyam egy új helyzetbe. Emellett a jegybanki beavatkozások jelzésértékkel (*signal*) bírhatnak a piaci szereplők számára, amennyiben megmutatják a gazdaságpolitikai törekvéseket, közeljövőt illető hivatalos szándékokat (pl.: a jelenleg kialakult árfolyamszint elfogadhatatlanságát a kormányzat számára). A szignálózási hatásnak különösen bizonytalan időkben, ellentmondásos várakozások esetén nő meg a jelentősége (lásd a 2000 őszen az euró árfolyamának erősítése érdekében végzett koordinált jegybanki beavatkozások korábban már említett példáját). Mindezzel együtt sem tűnik tanácsosnak egy globális kihatású rendszert arra építeni, hogy a hivatalos szervek képesek legyenek piacokonform eszközökkel a deklarált ártartományban tartani a devizapiaci paritásokat.

4.3.1.2. Az árfolyamrezsimek globális átrendeződése

Amint azt az elméleti részben bemutattuk, az elmúlt évtized fejleményei az egész világon a „sarokmegoldások” térnyerésének irányába mutattak, vagyis az akár még 10 éve számarányában uralkodó súlyt képviselő kiigazítható paritással vagy valamilyen csúszó árfolyammal jellemezhető „köztes” árfolyamrezsimek visszaszorultak.

¹³⁹ Elegendő talán itt csak a G-7, illetve G-8 csúcsértekezletek árfolyampolitikai kérdésekben mutatkozó átlagos „eredményességére” utalni az elmúlt évekből.

17. ábra: Árfolyamrendszerek átrendeződése a fejlett és a feltörekvő piacokon az 1990-es évtizedben



Forrás: Fischer [2001] 4. o.

A különféle köztes rezsimek visszaszorulásával párhuzamosan egyrészt a szigorúan rögzített, másrészt a lebegtetésen alapuló rendszerek kerültek egyre több országban bevezetésre (lásd a fenti. ábrát, amely 22 fejlett és 33 feltörekvő ország árfolyampolitikájának klasszifikációja alapján készült). A szigorúan rögzített rendszerek közé tartoznak az 1999. január elsejei irreverzibilis paritásrögzítés után az euró-zóna államai, és ide sorolandók még a valutatanács rendszerét alkalmazó, illetve az egyoldalúan dollarizáló országok is. A lebegtetést választó országok többségénél a devizapiacok „beárazási” szabadságát nem befolyásolják intervenciókkal, néhányuknál azonban menedzselt lebegtetést gyakorol a monetáris hatóság.

A középső mező folyamatban lévő kiürülésének okai között elsősorban a tőkeáramlások nemzetközi liberalizációját kell említenünk, ami végérvényesen megváltoztatta a nemzetállamok gazdaságpolitikai mozgásterét. A nagy volumenű spekulatív tőkemozgások lehetősége nagyon leszűkíti a kiigazíthatóan rögzített rezsimeket működtető országok lehetőségeit, ugyanis bármilyen letérés, eltévelyedés a kívánatosnak tartott gazdasági pályától azzal a veszéllyel jár, hogy támadást intéznek a nagy fedezeti alapok a hazai valuta ellen. Az elmúlt években megszorodtak azok a tanácsok, amelyek a tőkeáramlások szabadságának bizonyos mértékű korlátozását szorgalmazzák. *Krugman* [1999] egy történelmi párhuzamra hívja fel a figyelmet: az elmúlt évtizedekben tapasztalható visszakanyarodás az 1930 előtt érvényesülő klasszikus piacpárti elvekhez (szabad tőkeáramlások, liberalizált pénzügyi közvetítő

rendszer, erőteljes antiinflációs elkötelezettség) logikusan hozta magával a Nagy Válság előtti éra hagyományos problémáit is: a pénzügyi rendszer fokozott instabilitása és a likviditási csapda újjáéledése. Érvelése szerint a megoldásoknak a problémák gyökeréig kell visszanyúlniuk, vagyis nem elegendő a korábbi hibák pusztá korrekciója (pl.: a hitelezési döntések mentesítése az állami nyomásgyakorlástól és a korrupciótól), mert ezzel csak tüneti kezelést adnak a „depressziós közgazdaságtani” nehézségekre. Ahogy a Bretton Woods-i rendszer során a tőke mozgások korlátozása és a hitelintézetek szigorú felügyelete fontos biztosítéka volt a sikeres működésnek, úgy ezek az intézkedések a modern viszonyok között is elengedhetetlennek látszanak. Ugyanakkor leszögezhetjük, hogy *Krugman* árnyalt vélemény képvisel a piaci ortodoxiával szemben folytatott vitájában: nem globálisan sürgeti a tőkeáramlás leállítását, hanem célzottan azoknak az országoknak javasolja a korlátozó intézkedéseket, amelyek nem képesek vállalni a teljesen szabadon levegő árfolyamot, vagy nem alkalmasak geopolitikailag egy monetáris unióhoz való csatlakozásra. Vagyis, összhangban az elméleti részben bemutatott nemzetközi trilemmával, csak azoknak az államokban érdemes ezt az opciót megfontolniuk, amelyek mellett akarják részben megőrizni a monetáris autonómiájukat, hogy külkereskedelmi érdekeik miatt rögzítik a valutájukat.

A tőkeáramlások korlátozásával kapcsolatos diskurzusban *Edwards* [1999] a sokat emlegetett chilei tapasztalatok empirikus elemzése után úgy érvelt, hogy sem a befelé, sem a kifelé irányuló tranzakciókra vonatkozó szigorúbb szabályozás nem bizonyult hatékonynak a feltörekvő országokban. Sok esetben könnyen kijátszották például a profitrepatriálásra, vagy a spekulatív tőke bejövetelére vonatkozó előírásokat, a hatóságok felé készített jelentésekben más jogcímen elszámolva őket. Ráadásul az akadályok felállítása megdrágítja a tőkejavakat az adott országokban, és az emelkedő kamatlábak a legérzékenyebben a hazai tulajdonú kis- és középvállalati szektor finanszírozási és növekedési lehetőségeit érinti. A tőkekorlátozások esetleges kapkodó visszaállítása helyett a törekenyebb fundamentumokkal rendelkező feltörekvő piacok számára inkább az a módszer javasolható, hogy fokozatosan, lépésről-lépésre hajtsák végre a nemzetközi gazdasági integráció szempontjából elkerülhetetlen pénzügyi liberalizálást.

Bár ahogy korábban említettük a kapcsolódó szakirodalomban továbbra is éles viták dúlnak, hogy mennyiben voltak fundamentálisan megalapozottak az 1990-es évek pénzügyi válságai, a fertőző hatás empirikusan szignifikánsan kimutatható volt, vagyis sokkal hamarabb és sokkal kisebb hibákért kerülhetett krízishelyzetbe egy ország, mint

korábban bármikor. Természetesen osztjuk *Csontos és társai* [1997] és *Pete* [1999] álláspontját, akik rámutattak a spekulatív tőkeáramlások korlátlan elburjánzását és a pénzügyi rendszerek „elfajzását” hangsúlyozó elméletek közgazdasági tarthatatlanságára, ezzel együtt az országoknak fel kell készülniük arra, hogy manapság szigorú büntetés járhat azért (például választási célzatú fiskális lazítás), ami korábban talán csak bocsánatos bűnnek számított.

A fenti trenddel kapcsolatban *Fischer* [2001] bipoláris nézetnek hívja azt az álláspontot, amely minden nemzetgazdaságnak valamelyik szélső árfolyam-politikai megoldást javasolja követni. Az IMF volt vezérigazgató-helyettese finomítani próbálja ezt – az egyébiránt korábban általa is vallott – sarkos elképzelést, azt állítva, hogy megmarad bizonyos mértékig a választási szabadság az országok számára, de a kiigazítható rögzítésen alapuló rendszerek (*soft pegs*) nem életképesek többé. A folyamatosan teret nyerő két sarokmegoldás közül a számok alapján is a rugalmas, flexibilis rezsimek a gyakoribbak, különösen ha figyelembe vesszük, hogy a szigorúan rögzített pólus felé történő elmozdulás nagy része egyetlen eseménynek, az európai Gazdasági és Monetáris Unió elindulásának köszönhető. Emellett a feltörekvő piacokon némi ellenérzés figyelhető meg jelenleg a kemény fix rendszerekkel szemben, elsősorban az argentin gazdasági válság tapasztalataiból kiindulva. Argentína 1991-ben vezette be a dolláralapú valutatanács intézményét, és bár jelentős sikereket is fel tudott mutatni az évtized végére tartós gazdasági krízisbe került. Az utóbbi kapcsán a legvitatottabb kérdés természetesen az, hogy a valutatanács rendszere milyen szerepet játszott a válság létrejöttében. *Ghosh és társai* [2002] álláspontja szerint a választott pénzügypolitikának csupán marginális a „sara” a krízis előidézésében, az igazi okok az argentin politikai elit fiskális felelőtlenségében (a bruttó államadósság a GDP arányos szintje 1992 és 2001 között összesen 30 százalékponttal nőtt), és a gazdaság strukturális problémáiban (pl. a munkaerőpiac rugalmatlansága és túlszabályozottsága) keresendők.

A bipoláris logikába illeszkedik a nemzeti valuták számának az utóbbi években látványosan felgyordult trendje is. Az elismert szakírók közül *Dornbusch* [2001] amellett érvel, hogy a felzárkózó országcsoporthoz számára a legoptimálisabb megoldás az lenne, ha a fejlett országok hathatós támogatásával regionálisan elfogadott valuták alakulnának ki, amelyet az adott térség államai vagy átvennének, vagy valutatanácsokat építenének rájuk. A nemzetközi ügyek egy másik kiváló értője *Rogoff* [2001] pedig kiindulópontként utal a valuták fokozatos konszolidációjára, és már arra keresi a

választ, hogy a folyamat végén egyetlen globális valuta vagy esetleg 3-4 regionális óriásvaluta marad-e a színtéren.

Hausmann [1999] is az önálló deviza feladása mellett tör lándzsát, ugyanis érvelése szerint egy nemzetközileg is számottevő valuta átvétele jelent csak tartós megoldást a feljövő piacokat sújtó egyik legkomolyabb problémára, az úgynevezett „eredendő bűn” (*original sin*) jelenségre. A bibliai allúzióra építő kifejezés arra utal, hogy a feltörekvő piacokon nem elég mély és likvid a pénzügyi közvetítő rendszer, ezért a vállalati szektornak (és természetesen a költségvetésnek is) komoly kockázatokat kell felvállalnia a beruházások és fejlesztések finanszírozásához. A tőkepiac intézményi gyengesége ugyanis vagy arra sarkallja a hazai valutában jövedelmet szerző szereplőket, hogy valamely külföldi kulcsdevizában adósodjanak el (*currency mismatch*), vagy arra, hogy rövid távú hitelek felvételével teremtsék meg a hosszú távú projektek pénzügyi háttérét (*maturity mismatch*). Mindkét eljárás esetén jelentősen növekszik a gazdaság sebezhetősége, és az érzékenysége a nominális (pl.: az árfolyam ingadozása), vagy reálszfériből származó (pl.: körbetartozások kialakulása, likviditási problémák súlyosbodása) sokkok bekövetkezésére. A lebegő árfolyam tehát nem ad választ a feltörekvő piacok egyik „genetikai” jellegű (veleszületett) kihívására, ezért a kemény rögzítéses megoldások, különösen a valutaunió vagy a dollarizáció lesz majd várakozásai szerint a hosszabb távon dominánsabban érvényesülő pólus az árfolyamrendszerek palettáján.

Abban is konszenzus látszik kibontakozni a nyitott országok makroökonómiájával foglalkozó irodalomban, hogy egy alapvető átváltási kényszer (*trade-off*) létezik az árfolyamrezsimek kapcsán: a fix rendszer ugyan várhatóan nagyobb makroökonómiai fegyelmet és hitelességet jelent, de sokkal érzékenyebb a válságokra. Ugyanakkor fontos leszögezni, hogy válságok minden árfolyamrendszerben előfordulnak, csak eltérő súlyú következményekkel járnak az adott országokban. *Calvo – Mishkin* [2003] ezzel összefüggésben azt a meggyőződését hangsúlyozza, hogy az árfolyamrezsimek megválasztása másodlagos jelentőségű kérdés az optimális gazdaságpolitikai keverék kialakításában¹⁴⁰. Sokkal meghatározóbb jelentőséggel bír a feltörekvő piacok növekedési kilátásaira a stabil intézményrendszer kiépítése, a

¹⁴⁰ Hasonló konklúzióra jut *Darvas – Szapáry* [1999] is, miután csekély különbségeket találtak öt, különféle árfolyamrezsimeket üzemeltető kis, nyitott európai gazdaság (Csehország, Görögország, Izrael, Lengyelország, és Magyarország) esettanulmányainak feldolgozásakor abból a szempontból, ahogy a monetáris és pénzügyi változók (devizaárfolyam, kamatlábak, részvényindexek, tőkeáramlás) reagáltak az 1990-es évek végének pénzügyi fertőzési hullámaira.

pénzügyi szektor prudens szabályozása, a gazdasági nyitottság biztosítása és a kiegyensúlyozott fiskális és monetáris politika. Következésképpen, az az általános érvényű tanulság szűrhető le az elmúlt évtized heves pénzpiaci hullámzásaiból és történeti tapasztalataiból, hogy az árfolyamrendszer helyes kiválasztásának megvannak az előnyei, de nem helyettesítheti sem a felelős gazdaságpolitikát, sem a hosszú távra szóló kiérlelt stratégiai koncepciókat.

4.3.2. A kelet-közép-európai államok árfolyampolitikája

A frissen csatlakozott készülő kelet-közép-európai országokat integrációtörténeti szempontból, a tárgyalások megkezdésének időzítése alapján szokásos volt két kategóriába sorolni: a luxemburgi (első körös) csoport: Csehország, Észtország, Magyarország, Lengyelország, Szlovénia; illetve a helsinki (második körös) csoport: Bulgária, Lettország, Litvánia, Románia, Szlovákia¹⁴¹. A brüsszeli tárgyalások folyamán a két országcsoport összekeveredett, így végül aztán Szlovákia, Lettország és Litvánia bekerült a 2004. május 1-én teljes jogú taggá vált országok közé.

A kibővülés után az érintett államoknak rögtön egy újabb komoly kihívással kell megbirkózniuk: a monetáris uniós csatlakozás kritériumainak a teljesítésével, majd az euró bevezetésének összes gazdasági és politikai problémájával. Az Európai Unió keleti terjeszkedésének hivatalos feltételrendszeréül szolgáló 1993 júniusában elfogadott ún. koppenhágai kritériumok legfontosabbika előírja a közösségi joganyag teljes átvételét a tagjelöltek számára, külön nevesítve a gazdasági és monetáris unióval járó kötelezettségek vállalását. Mint az előző fejezetekben részletesen kifejtettük, az *acquis* rendelkezéseit ezen a területen is minden frissen taggá vált országnak teljesítenie kell, vagyis a konvergencia-programok elkészítése, az aktív részvétel a gazdaságpolitikai koordinációban, a Stabilitási és Növekedési Egyezmény szabályainak betartása, a jegybanki függetlenség garantálása és a tőkemozgások teljes liberalizációja szigorú követelményként jelenik meg már az eurózónához történő csatlakozás előtt a régió országai számára.

A korábbiakban többször utaltunk már arra, hogy a tőkeáramlások liberalizálása alapvetően átírja az egyes országok gazdaságpolitikai mozgásterét. A pénzpiaci deregulációt a legtöbb szakértő feltartóztathatatlan folyamatnak mutatja be, amelyet

¹⁴¹ A mediterrán térségből még két ország tartozik ehhez a listához: Ciprus és Málta. Törökországot az 1999. decemberi Helsinkiben megrendezett Európai Tanács-ülés ugyan elismerte tagjelöltként, de a tényleges tárgyalásokat csak 2005 októberében kezdték meg vele az EU illetékes szervei.

ráadásul a legtöbb nemzetközi gazdasági intézmény (például OECD, EU, WTO) előírásaként is érvényesít tagjai felé. *Kopits* [2001] ezzel szemben összhangban *Edwards* korábban ismertetett álláspontjával azt javasolja, hogy a felzárkózó országok esetében célszerű lehet az utolsó pillanatig várni a portfóliótőke előtti akadályok lebontásával, így ebben a periódusban nem tennék ki magukat a tőkemozgások volatilitása miatt jelentkező gazdasági- valutáris veszélyeknek¹⁴².

4.3.2.1. Régiós körkép az árfolyampolitikában

A kelet-közép-európai országcsoport árfolyamrezsimeinek alakulását ugyancsak jellemzi az írásunk első fejezetében bemutatott trend, vagyis az elmozdulás a sarokmegoldások felé, és a puhán fix rezsimek eltűnése a palettáról (lásd a következő táblázatot). A jelenleg érvényesülő árfolyamrendszerek közötti éles különbségek azért is érdekesek, mivel a régió államainak eléggé hasonló gazdasági paraméterek és geopolitikai környezet alapján kellett dönteniük a követendő irányvonalról. Nézzük melyek ezek a tényezők *Szapáry* [2000b] és *Begg és társai* [2001] munkái alapján!

- a) A régió országai mindannyian a transzformációs folyamat különböző állomásain állnak, amely során az alkotmányos demokrácia megteremtése és a piacgazdasági intézményrendszer bevezetése illetve megszilárdítása a legsürgetőbb feladat.
- b) Általánosságban elmondható az is, hogy a közép-kelet-európai államok, mind a kereskedelempolitika, mind a tőkeáramlások (működő és portfóliótőke) szempontjából rendkívül nyitottaknak tekinthetők fejlettségükhöz képest, legalábbis jóval integráltabbak a világgazdasági rendszerbe, mint a csatlakozásuk időpontjában voltak a déli periféria országai (Görögország, Portugália, Spanyolország).
- c) Ha az árfolyamok alakulása szempontjából talán legelfogadottabb közgazdasági elméletet tekintjük, amely a vásárlóerő-paritáson (*Purchasing Power Parity, PPP*) alapul, akkor nyugodtan kijelenthetjük, hogy a csatlakozásra törekvő országok mindegyike jelenetősnek mondható reálárfolyam-felértékelődés előtt áll (*Buiter – Grafe* [2001]). Az „egy ár törvényének” fokozatos érvényesülése az egyre inkább egységesnek tekinthető összeurópai piacokon egyértelműen a kelet európai

¹⁴² A tőkeáramlások teljes deregulálásának árnyoldalaira a kereskedelmi kapcsolatok liberalizálásának egyik élharcosa *Bhagwati* [1998] is felhívta a figyelmet.

valuták felértékelődésének irányába mutat, amely tézist egyébként az európai déli periféria és a kelet-ázsiai feltörekvő országok valutáinak árfolyampályájával kapcsolatos tapasztalatok is támogatják. Ezen a hatáson túlmenően *Halpern* és *Wyplosz* [1997] amellett érvel, hogy önmagában a terciér szektor térnyerése (pénzügyi, menedzsment, tanácsadási, marketing stb. szolgáltatások) miatt bekövetkező nagymértékű hatékonyságjavulás a reálárfolyamok felértékelődése irányába hat.

- d) Egy újabb közös vonás, hogy ezen országok (talán Lengyelországot leszámítva) belső piaca kicsiny, a gazdasági növekedés szempontjából kiemelkedő jelentőségű exportszektor erősítéséhez pedig elengedhetetlen a nemzetközi versenyképesség fenntartása. Arról közmegegyezés van a szakirodalomban, hogy egy ország hosszú távú versenyképessége nem fokozható az árfolyam folyamatos leértékelésével, már csak az ebből következő inflációs nyomás (különösen magas árfolyam-áttételi fok (*pass-through*) esetében) és a növekvő kockázatot kompenzáló magasabb kamatprémiumok miatt sem. Ugyanakkor rövidebb időtávon a külső mérlegek egyensúlyban tartása és az makroegyensúly megőrzése érdekében nem célszerű mesterségesen felülértékelte tenni az árfolyamot.
- e) Utoljára, de nem utolsósorban, szintén mindegyik országnak szembe kell néznie azzal a jelenséggel, hogy az inflációs rátájuk középtávon tartósan felül fogja múlni az európai magországok áremelkedési ütemét. A jelenségnek két oka van: egyrészt a felzárkózási folyamatot végigkísérő, és a következő fejezetben részletesen elemzésre kerülő Balassa-Samuelsont (BS) hatás, másrészt a szerkezeti-ágazati reformok bevezetéséhez kapcsolható árkorrekciók, amelyek a korábbi szerkezetben kialakult, és a világpiacitól teljesen eltérő árstruktúrákat a nyugat-európai szinthez fogják közelíteni (például az egészségügy, az energiaszektor, a személyszállítás és a telekommunikáció területén várhatók ilyen „kiigazodások”).

16. táblázat: A kelet-közép-európai országok árfolyamrendszere a rendszerváltás utáni években

Első körös (luxemburgi országcsoport)

Ország	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Csehország	F	F	F	F	F	FS	FS ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML
Észtország	n.a.	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE (ERM-2)	VE (ERM-2)
Lengyelország	CS	CS	CS	CS	CSS	CSS	CSS	CSS	CSS	CSS ML	ML	ML	ML	ML	ML
Magyarország	F	F	F	F	F CS	CS	CS	CS	CS	CS	CSS FS	FS	FS	FS	FS
Szlovénia	n.a.	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML ERM-2	ERM-2

Második körös országok (helsinki országcsoport)

Ország	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1990
Bulgária	SZL	SZL	SZL	SZL	SZL	SZL	SZLV E	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE	VE
Lettország	n.a.	SZL	SZL	SZLF	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Litvánia	n.a.	SZL	SZL	VM	VM	VM	VM	VM	VM	VM	VM	VM VE	VE	VE (ERM-2)	VE (ERM-2)
Románia	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML	ML
Szlovákia	F	F	F	F	F	CSS	CSS	CSS SZL	SZL	SZL	SZL	SZL	SZL	SZL	SZL ERM-2

Forrás: Begg et al. [2001], valamint a szerző aktualizálásai

Jelmagyarázat:

CS:	Csúszó árfolyamrendszer, szűk sávval
CSS:	Csúszó árfolyamrendszer, széles sávval (csúszó sáv)
ERM-2:	Az ország részt vesz az európai árfolyammechanizmusban
F:	Fix árfolyamrendszer, maximum $\pm 1\%$ -os intervenció sávval
FS:	Fix árfolyamrendszer széles intervenció sávval
ML:	Menedzselt lebegtetés (managed floating)
SZL:	Szabad lebegtetés (free floating)
VE:	Valutatanács európai valutához illetve az euróhoz kötve
VM:	Valutatanács nem az eurózónához tartozó valutához kötve

A fentiekből következően meglehetősen ellentmondásos célkörnyezetnek kell megfelelniük a térség árfolyam-politikai rezsimjeinek: egyrészt a külkereskedelmi szektor versenyképessége és a tőkevonzó képesség erősítése érdekében fontos a kiszámítható árfolyampálya biztosítása, másrészt az elkerülhetetlen felértékelődésnek is fokozatosan teret kell adnia a rendszernek, optimális esetben a Balassa-Samuelson effektus diktálta ütemben. A feladványt nehezíti, hogy mindeközben a tőkeliberalizáció előrehaladásával egyre volatilisabb tőkemozgások jelentkezhettek az érintett országok pénzügyi piacain, valamint természetesen az is, hogy viszonylag rövid idő leforgása alatt a maastrichti kritériumok teljesítése felé kell kormányozni a nominális makromutatókat.

A két sarokmegoldás választása is komoly veszélyeket rejthet magában (*Kopits* [2000]). A szigorúan kötött árfolyam, mint amilyen például a német márkán, majd később az eurón alapuló észt valutatanács rendszere 1992-től, szinte elviselhetetlen reálfelértékelődést okoz. Az a tény, hogy Észtországban sikerült elkerülni az összeomlást az átalakulása idején (1996-1998 között az észt valuta közel 100%-os reálfelértékelődése után a GDP arányos folyó fizetési mérleg hiány elérte, vagy meg is haladta a nemzetközi közgazdaságtani hüvelykujj-szabályok szerint fenntarthatatlan 10%-ot) sokkal inkább magyarázható egyedi, sajátos tényezőkkel¹⁴³, mintsem felhozható lenne annak igazolásaképpen, hogy a régió országai általában kibírnának ilyen árfolyamsokkot. A szabad lebegtetés ugyanakkor biztosíthatja a kiegyensúlyozott felértékelődés lehetőségét, de a hektikus spekulatív tőkemozgások nagy mértékű reálárfolyam ingadozást okozhatnak, amely a külkereskedelmi szektor és a befektetők elbizonytalanodását vonhatja maga után.

Az előbbi táblázatok végigkövetik a tranzíció során alkalmazott árfolyamrendszereket a poszt-szocialista blokkban. A rendszerváltás első éveiben a térség országai szinte kivétel nélkül valamilyen fix rezsimet üzemeltettek, hiszen a tervezdéságtól örökölt egyensúlytalanságok miatt felmerülő sajátos feszültségekre ez kínált egyfajta megoldást (*Orlowski* [1999] 95-99. o.). Az árak liberalizálása okozta inflációs sokk, a gyenge gazdaságpolitikai hitelesség, valamint a hiányzó megtakarítások problémái együttesen azt ösztönözték, hogy az elindított stabilizációs programok egyik fontos elemévé váltak a valamely kulcsvalutához, vagy

¹⁴³ Kedvező geopolitikai helyzet: a skandináv országok és Finnország hathatós támogatása, elkötelezett és fegyelmezett költségvetési és szerkezetváltási politika, nagyon alacsony induló állami adósságállomány, viszonylag rugalmas bérrendszer.

valutakosárhoz kötött árfolyamrendszerek¹⁴⁴. Ezzel az állásponttal összecseng *Sachs* [1996] tanulmánya is, amelyben leszögezi, hogy az átmenet első szakaszában a rögzített rendszer az optimális választás, hiszen több szempontból is alkalmas a hiperinflációk megfékezésére szolgáló politika, illetve az elkerülhetetlen makrogazdasági kiigazítások levezénylésére¹⁴⁵. Egyrészt nyilvánossá és számonkérhetővé teszi a kormányzati elkötelezettséget a szigorú gazdaságpolitika iránt, másrészt transzparens nominális horgonyt biztosít a gazdasági szereplőknek a várakozásaik kialakításához. Az átmenet későbbi szakaszában ugyanakkor *Sachs* prognózisa szerint a túlzott felértékelődés megelőzése érdekében kedvezőbb lehet a csúszó leértékeléses, vagy menedzselt lebegtetéses rezsimekre való áttérés. A felvázolt dinamika jól illeszkedik a visegrádi országok befutotta pályához, ugyanakkor nem minden tranzíciós gazdaság követte ezt a tanácsot.

A fenti táblázatokból az is jól látható, hogy eltérő árfolyampolitikai vonalvezetések jutottak érvényre a régió országaiban a középső mező kiürülése után is. Egyfelől Lengyelország (egy szűk sávós csúszó árfolyamrendszer intervenciós sávjának több lépcsőben történő szélesítése után tért át menedzselt lebegtetésre) és Magyarország (az 1990-es évek felében egy jól üzemelő, de a sterilizációk miatt viszonylag költséges csúszó rendszert működtetett, amelyet 2001-ben vált fel a sáv $\pm 15\%$ -ra történő kiterjesztése után egy meglehetősen rugalmas, széles sávú fix rendszer) reprezentálhatja a rugalmasabb rendszerek felé történő mozgást. Másfelől például Bulgária illetve a második körös balti országok (Lettország, Litvánia) szolgáltatnak példát arra, hogy a szigorúan rögzített rezsimek is teret nyertek az elmúlt években a csatlakozásra váró országcsoporthoz. (Bulgária 1997-től euró-, míg Litvánia 2002-ig dolláralapú, azóta euróalapú valutatanácsot üzemeltet, Lettország pedig 1994-től egészen a közelmúltig a Nemzetközi Valutaalap elszámolási egységéhez, az SDR-hez kötötte szorosán a lat árfolyamát¹⁴⁶.)

¹⁴⁴ A térségben megfigyelhető kedvező tapasztalatok ellenére az árfolyam szerepe a dezinflációs folyamatban, illetve általában az inflációs dinamika és az árfolyampolitika viszonya távolról sem egyértelműen tisztázott az irodalomban, a felmerülő dilemmákról és talányokról jó áttekintést ad *Vincze* [2003] tanulmánya.

¹⁴⁵ *Sachs* [1996] ugyanebben az írásában élesen bírálja az IMF magatartását ebben a kérdéskörben, ugyanis a Valutaalap a rendszerváltás hajnalán a lebegő rezsimek alkalmazását javasolta a poszt-szocialista országoknak. Az elsőként rugalmas rendszert követők közül Bulgária, Lettország és Litvánia is kemény rögzítésen alapuló árfolyampolitikát vezetett be a sikertelen stabilizációs kísérletek hatására az átmenet egy későbbi szakaszában

¹⁴⁶ A lett gazdaságpolitika a viszonylag gyors eurózónás csatlakozás jegyében 2005. januárjától kicserélte a horgonyvalutáját euróra.

A posztszocialista blokkban létrejött valutatanácsok kapcsán *Hanke* [2002] felhívja a figyelmet arra, hogy ezek semmiképpen sem tekinthetők ortodox rendszereknek, sokkal pontosabb a „valutatanács jellegű” (*CBA-like*) elnevezés. A kutató álláspontja azon alapul, hogy mindegyik érintett ország fenntart bizonyos diszkrecionális jogköröket a monetáris hatóság számára. Erre egy példa lehet, hogy a vonatkozó törvényben a monetáris bázis függvényében a kulcsvalutában megképzendő tartalékállománynak csak a kötelező minimuma van meghatározva, a maximuma viszont nem, ami némi mozgásteret jelent a likviditás szabályozását illetően. További sajátosság, hogy a szóban forgó országok jegybankjai rendszeresen végeznek sterilizációs műveleteket, vagyis a pénzteremtés nem egy hatósági mérlegelést nélkülöző, automatikus folyamat, ahogy azt a valutatanács klasszikus rendszere egyébként implicálná¹⁴⁷.

A térségben bevezetett szigorúan kötött árfolyampolitikák alkalmasságát illetően *Gulde és társai* [2000] rámutatnak arra, hogy frissen csatlakozott uniós országokban még az a hátulütő sem érvényes, hogy nincs a valutatanácsból hiteles kilépési (*exit*) stratégiájuk. A fejlődő piacokon bevezetett keményen rögzített árfolyamrendszerek válságérzékenységének egyik forrása az, hogy nagyon nehezen megoldható a hitelesség megőrzése melletti elhagyása a rendszernek, hiszen nem csak hosszú távú koherens gazdaságpolitika, hanem gyakran a globális pénzpiacok relatív stabilitása is szükségeltetik hozzá. A térség gazdaságainak esetében azonban ilyen probléma nyilván nem merülhet fel, hiszen mindegyik ország esetében deklarált stratégiai törekvés és a csatlakozási szerződésben vállalt kötelezettség a közös valuta átvétele.

A KKE-térségben tehát a bipolarizációs logika egyre erőteljesebb érvényesülése mellett is a pénzügypolitikai rezsimek tarkasága volt tapasztalható. Ezt a jellemvonást *Vincze* [2001] két okból is rendkívül kedvező folyamatként értékeli. Egyrészt a régió így kevésbé kiszolgáltatott egy heves pénzügyi fertőzési rohamnak, hiszen emlékezetes, hogy az 1997-es dél-kelet-ázsiai ragály terjedésénél szignifikáns tényezőnek bizonyult, hogy az érintett országok árfolyamrezsimjei (dollárhoz rögzített nemzeti valuták) és monetáris stratégiái nagy mértékben hasonlítottak egymásra. Másrészt az uniformnak

¹⁴⁷ *Hanke* [2002] csoportosítása szerint egyébként a közelmúltban nagyobb figyelmet kapott valutatanácsok közül sem az 1991-2001 között működő argentin, sem az 1983 óta fennálló hongkongi rendszer nem sorolható be az ortodox változatok közé. Sőt a szerző az argentin rendszer szétesését, és a hongkongi pénzpiacot érő 1997-98-as spekulációs rohamokat is a klasszikus elvektől való eltérésekkel magyarázza. Az utóbbi két évtizedben megalapított valutatanácsok közül egyedül az 1997-ben elindított bosznia-hercegovinai rezsimek felel meg a szigorú pénzügypolitikai automaticizmust előíró kritériumoknak.

egyáltalán nem tekinthető környezet vonzóbbá teszi a térséget a feltörekvő piacokon érdekelt intézményi befektetők körében, ugyanis ezáltal diverzifikáltabb portfóliót lehet felépíteni még a kizárólag a KKE-tőkepiacok instrumentumaira specializálódott alapokban is.

Az eddigi tapasztalatok alapján úgy értékelhető az árfolyamrendszer megválasztásának kérdése az euzóóna felé törekvő új tagállamokban, hogy a bipoláris logikának megfelelő mindkét út releváns alternatívát képvisel a monetáris unióra való felkészülés utolsó kritikus időszakában. A hivatalban lévő cseh jegybanki kormányzó *Zdenek Tuma* [2003] szerint az előbbi felismerésből következően nem indokolt az utolsó években semmilyen átfogó rezsimváltás a kelet-közép-európai országok pénzügypolitikájában. A monetáris hagyományok érvényesülése tűnik a legoptimálisabbnak az érintett gazdaságokban, tekintve, hogy egy új rendszer betanulása relatív sok időt vesz igénybe mind a gazdasági vezetés, mind a térségben érdekelt intézményi befektetők, mind a magánszektor részéről.

4.3.2.2. *A Balassa-Samuelson hatás okozta dilemmák*

A közgazdasági szakirodalomban az 1960-as években megjelent elmélet eredendően arra keresi a választ, hogy miért magasabb a fejlett országok árszintje a fejletlenebb partnereiknél. A *Balassa Béla* [1964] és *Paul Samuelson* [1964] kifejtette gondolatmenet¹⁴⁸ alapján a magyarázat kulcsa abban rejlik, hogy a fejlett országokban a külkereskedelmi forgalomba kerülő (*tradable*) termékeket gyártó gazdasági szektor jóval termelékenyebb a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő, szolgáltatási (*nontradable*) javakat előállító szektornál. Mivel a bérek és a profitok a gazdasági szektorok között kiegyenlítődnek (a legtöbb országban például a munkaerőpiaci allokációs mechanizmusok és kollektív béralkuk rendszere gondoskodik arról, hogy a különféle ágazatok kereseti viszonyai tartósan ne szakadjanak el egymástól), a fejlett országokban a *nontradable* javak relatív árának magasabbnak kell lennie, mint a kevésbé fejlett partnereiknél. A *tradable* szektorban a nemzetközi termékárbitrázsok

¹⁴⁸ A szakirodalomban több helyütt megtalálható a „Harrod-Balassa-Samuelson hatás” elnevezés is, amely egyfajta tiszteltetés *Roy Harrodnak* [1939] az említett írásoktól évtizedekkel korábban kibontakozott munkássága előtt. A hivatkozott kötetben az angol közgazdász a termelékenységi ráták alakulásával és országonkénti eltéréseivel magyarázza a feltörekvő valuták reálárfolyamának már a XX. század első évtizedeiben is világszerte tapasztalható felértékelődését. A rövidebb forma angol megfelelőjének (*Balassa-Samuelson effect*) egyik lehetséges rövidítése, a BSE-nek az egybeesése a kergemarha-kór orvosi nevének (*Bovine Spongiform Encephalopathy*) mozaikszavával pedig szintén megihletett néhány a témakörben dolgozó közgazdászt, akik ez alapján gyakran éltek azzal a figyelemfelkeltő szójátékkal, hogy a BSE veszélyeinek és fertőzési potenciáljának feltárását ígérték a címszavas bevezetőjükben.

lehetősége kikényszerítheti az egységes ár törvényét (*law of one price*), a nontradable javaknak a fenti összefüggéseknek megfelelő árazása magasabb árszintet eredményez a fejlett országokban.

Az eltérő fejlettségű országok különböző árszintjének magyarázatára szolgáló teória természetesen komoly mondanivalót hordoz a változások ütemére nézve is. A szerkezeti és jövedelmi konvergenciapályán mozgó feltörekvő piacokon rendszerint megfigyelhető a tradable szektor kiugró termelékenység-növekedése, ami a korábban tisztázott okokból ütemesen emeli a béreket a gazdaság egészében. A profitszintek kiegyenlítődére ható erők miatt a nontradable szférában az áraknak gyorsabban kell nőniük, hiszen itt a jóval kisebb mértékű hatékonyság javulás a realizálnál csekélyebb béremelkedést támasztaná csak alá. A kínálati oldalról tehát a szolgáltatások relatíve gyorsabb inflációja jelentkezik, amit megerősíthet, hogy a reálkonvergencia a fogyasztási magatartást is átalakítja a feltörekvő gazdaságokban. Ez utóbbi keretében a tertiér ágazat kínálta javak iránti kereslet felfutását regisztrálhatjuk, vagyis a háztartások a rendelkezésükre álló jövedelem egyre nagyobb hányadát költik ezekre a jószágokra. A gondolatmenetből következik, hogy a tradable és a nontradable szektorok közötti tartós inflációs különbség (az úgynevezett duális infláció) a keresleti oldalról is alátámasztott. Az utolérési folyamat során tehát a két szektorban tapasztalható különböző mértékű termelékenységnövekedés miatt a feltörekvő országokban az árszínvonal emelkedése szisztematikusan meghaladja a fejlett országok hasonló mutatóit¹⁴⁹. Továbbá, amennyiben a nominális árfolyam valamilyen módon rögzített, vagy az alkalmazott árfolyampolitika nem engedi meg teljesen az inflációs különbség érvényesülését, akkor a többletinfláció megjelenik a felzárkozó piacok valutáinak reálárfolyamainak felértékelődésében is¹⁵⁰.

A BS-hatással kapcsolatos vizsgálódások nagy figyelemre tarthatnak számot régióinkban is, hiszen a kelet-közép-európai országok felzárkózási folyamata szép lassan közeleg ahhoz az időponthoz, amikor teljesíteniük kellene a Maastrichtban meghatározott inflációs és az ezzel szorosan összefüggő a hosszú távú nominális

¹⁴⁹ A Balassa-Samuelson hatás érvényesülésének gazdasági feltételeiről, és az effektus korábbi nemzetközi kitekintésű empirikus tesztheiről remek összefoglalást ad Kovács – Simon [1998].

¹⁵⁰ Természetesen az ismertett strukturális hatások szétterülnek a reál gazdasági felzárkózás teljes periódusán, nem koncentráltan jelentkeznek. Bár az utolérés időigényével kapcsolatban néha egészen vad politikusi becslések is lábra kapnak a térségben, amelyek 12-15 éves időszakot jelölnek meg, az objektívnek tekinthető szakértői vélemények ettől jelentősen eltérnek. Irányadó közelítésként elfogadhatónak tartjuk Mellár [2001] dinamikus makromodelleken alapuló számításait, amelyek Magyarország vonatkozásában még relatív optimista feltételezések alapján (tartós 2 százalékpontnyi növekedési többlet az EU átlaghoz képest) is 35-40 évre teszik az uniós átlag elérésének időszükségletét.

kamatlábakra vonatkozó kritériumokat. Ráadásul *Simon* [2001] (222-223. o.) hangsúlyozza, hogy az inflációs kritérium esetleges nehézkes teljesítésén túlmenően a Balassa-Samuelson hatás más makrogazdasági problémákat is okozhat a volt szocialista gazdaságoknak, amik nem csak a felkészülés során, hanem később, az eurózónán belül is jelentkezni fognak. Komoly egyensúlyi kockázat adódhat ugyanis abból, hogy a mechanizmus okozta reálfelértékelődés a közép-kelet-európai országokban kihat az egyensúlyi reálkamatlábakra is. Az ütemesen liberalizált térségbeli tőkepiacokon a fedezett kamatparitás összefüggésének egyre markánsabb érvényesülése miatt a feltörekvő országok nemzeti valutái reálértékének erősödését az egyensúlyi reálkamatláb csökkenése kíséri, közelítve ezt a mutatót a fejlett országok alacsonyabb hozamszintjeihez, amit a jelentős vagyonokat mozgató intézményi befektetők konvergencia-játéka kényszerít ki. Ez a folyamat túlhajtott költségek kedvet indukálhat, ami tekintve a térség áru- és tényezőpiacának nagy mértékű nyitottságát a külső egyensúly felborulását és az adósságspirál megindulását vonhatja maga után. Tanulságos példa ebből a szempontból, hogy Spanyolországban az EMU 1999-es indulása utáni években sokáig közel zérus vagy enyhén negatív kamatlábak jellemezték a hitelpiacokat. Összefoglalva a fentieket, a BS-hatásból eredően kiszolgáltatottabbak lehetnek a posztoszocialista országok a külföldi befektetők finanszírozási hajlandóságának, illetve a globális pénzpiacokról kiinduló fertőző hatásoknak is.

A Balassa-Samuelson hatást koncepcionális egyszerűsége, elméleti tisztasága és hosszú távon kézzelfoghatóan érvényesülő következtetései dacára empirikusan nagyon problémásnak bizonyult elemezni, illetve számszerűsíteni az ebből fakadó többlet infláció mértékét. Az egyik leggyakoribb módszertani buktató a tradable és nontradable szektorok szétválasztása, például a teljes ipari vertikumból a feldolgozóipari adatok származtatásának a kérdése, vagy a mezőgazdaság besorolásának, netán esetleges kihagyásának az eldöntése. Hasonló nehézségeket okoz, hogy az elméleti összefüggés a piaci áralakulásra vonatkozott, de a posztoszocialista régióban a hatóságilag szabályozott áraknak még a rendszerváltás folyamán is komoly szerepe maradt. A releváns adatok hiánya is beárnyékolhatja az ökonometriai kutatások pontosságát. Ezt támasztja alá, hogy bár az elmélet teszteléséhez a teljes tényezőtermelékenységi (*total factor productivity*) adatokkal lenne indokolt számolni, a tranzíciós országokban a fizikai és a szellemi tőkeállomány becslésének hiányosságai miatt ezek nem elérhetők, ezért az összes vizsgálat a témakörben a munkatényező relatív hatékonyságát tükröző mutatókkal dolgozik, mert csak ez utóbbiak állnak megbízható módon rendelkezésre.

Részben a fenti módszertani nehézségekből fakadóan a tranzíciós országokban tapasztalható BS-hatásra vonatkozóan az első néhány évben készült felmérések még jelentős inflációs többletről adtak számot, illetve számottevő inflatorikus nyomást valószínűsítettek végig az eurózónához vezető úton. A korai kutatásokból több számítást illetve becslést is ismertet Szapáry [2000b], amelyek egyfajta konszenzusa úgy összegezhető, hogy ez a tényező tartósan körülbelül évi 2%-os addicionális inflációs ráta növekményt jelent az érintett országok számára. Tekintve, hogy az inflációs kritérium a három legjobban teljesítő EU tagállam felmutatta értékek számtani átlagához képest maximum 1,5%-os toleranciasávot jelöl ki, a fenti eredmény úgy volt értékelhető, hogy a strukturális kényszerek miatt a tagjelölteknek a megszabott referenciaérték teljesítéséhez a restriktív gazdaságpolitikát is vállalniuk kell, ami elkerülhetetlenül növekedési áldozattal, sőt recessziós veszélyekkel jár.

Szapáry [2000a] felhívja a figyelmet az ebben a helyzetben kínálkozó kormányzati kozmetikázási lehetőség kiaknázásának a hátulütőire is. Az országok ugyanis könnyen élhetnek a mérlegelési szindróma (*weighing-in*) csábításával, vagyis egyszeri intézkedésekkel (például a hatóságilag szabályozott árak esetén az emelések elhalasztása) és eseti megállapodásokkal érik csak el, hogy a kívánt időszakban az infláció alacsony szintre süllyedjen, de ezzel a módszerrel az árstabilitás tartós fennmaradását már nem képesek biztosítani. A folyamatot – amelyre egyébként a közelmúltban konkrét példát szolgáltatott a tagjelöltekkel bizonyos szempontból analóg helyzetben lévő Görögország – az elemzők ahhoz az ökölvívóhoz hasonlítják, aki a versenyeket megelőző mérlegelés miatt hetekig koplal, majd ha belefért a súlyhatárba, akkor gyorsan pótolja az elvesztett energiákat. Nyilván az ilyen módon elért és a gazdasági fundamentumokkal alá nem támasztott eredmény nem éppen azokat az elveket szolgálja, amelyek jegyében az évtized elején döntöttek a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásáról.

Bár az alábbiakban látni fogjuk, hogy ezt a strukturális eredetű extra-inflációt sokkal kevésbé feszítő problémának tartják a szakértők manapság, mint akár csak pár évvel ezelőtt, továbbra is tanulságos lehet számba venni azokat a javaslatokat, amelyek ennek az ellentmondásnak a rendezését szolgálták. A megoldás felé vezető út első lépése az lenne, hogy az EU-nak nyíltan el kellene ismerni a BS hatás létét és ennek megfelelően átszabni az inflációs kritérium tartalmát. Jogi és politikai szempontból természetesen borzasztóan kényes ügyről van szó, hiszen a konvergencia-kritériumokat az a Maastrichti Szerződés foglalja magában, amelynek ratifikációja az előző évtized

elején kellemetlen meglepetésre elhúzódott. A közelmúlt negatív emlékei és a módosítás jóváhagyásának körülményessége tehát eleve megnehezítik az előírások átalakítását, emellett természetesen számolni kell még azzal az ellenállással is, amely a kritériumok bármilyen „felvizezése”, megkönnyítése esetén jelentkezne a jelenlegi tagországok részéről. Mindezek ismeretében is érdemes sorra vennünk a BS-hatás miatt közgazdaságilag indokolható módosításokat Szapáry [2000b] alapján, mivel ez a problémahalmaz előkerülhet még az eurózóna későbbi (2015 utáni) bővítési köreiben is, amikor várhatóan még a jelenlegi aspiránsoknál is relatív elmaradottabb, szegényebb országok fognak pályázni a valutauniós tagságra.

Az elméletileg legoptimálisabb megoldás az lehetne, ha a termelékenységi szintekben jelentkező különbséghez kötnék az inflációs szinttől való eltérés mértékét, vagyis ahhoz a mutatószámhoz, amely egyébként is meghatározza a BS-hatás nagyságát egy ország esetében. Ugyanilyen logikával az is egy elképzelhető alternatíva lenne, ha a gazdasági fejlettség (egy főre jutó reáljövedelem) alapján csoportokra osztanák az országokat és ezek alapján határoznák meg az árszínvonalra vonatkozó referenciaértéket¹⁵¹. Így a relatíve fejletlenebb eurózóna-tagjelöltek számára az EU legkevésbé gazdag államainak inflációs átlaga szolgálhatna normául. Mindkét javaslat a BS-hatás közgazdasági logikáját ragadja meg, és ezen alapulva ad javaslatokat a problémakör rendezésére, de mivel alapjaiban sérti az egyenlő elbánás elvét (más és más referenciaértéket jelentenének a csatlakozók számára), a megvalósításuk esélye nagyon csekélynek értékelhető.

Megfontolandó és sokkal reálisabb kompromisszumnak tűnik azonban az az elképzelés, miszerint a kiindulópontul szolgáló érték ne a három legalacsonyabb inflációs szám átlaga, hanem az euróövezetet alkotó országok átlagos inflációja legyen, nevezetesen az Európai Központi Bank monetáris stratégiájában is kulcsszerepet betöltő harmonizált fogyasztói árindex (*Harmonised Index of Consumer Prices* (HICP)). A koncepció mellett megalapozottan lehet érvek hozhatók fel, hiszen míg a Maastrichti Szerződés idején valóban csak nemzeti monetáris politikák léteztek, és természetes igény volt, hogy a legalacsonyabb inflációt elérő országok felé törekvést ösztönözzék az akkori döntéshozók, addigra mára egységes szupranacionális szintű monetáris politika felel az eurózóna árszínvonalának alakulásáért. Logikusnak tűnik tehát az engedélyezett

¹⁵¹ Az Európai Unión belül évtizedek óta a legmagasabb inflációs rátával az északi és déli periféria országai rendelkeznek (Írország, Görögország, Portugália, Spanyolország), és ez a különbség ugyan összeszűkült, de nem tűnt el a közös valuta bevezetését követően sem.

eltérést az eurózóna egészének mutatójához szabni, ami ugyan talán nem túl nagy, de valamilyen plusz mozgásteret jelentene a fejletlenebb euróspiráns országok számára.

Ráadásul a konvergencia-kritériumok szabályozása szerint az uniós tagok közül kell a három referenciaországot kiválasztani, nem szűkebben a valutaunió belülről. Ez a rendelkezés a megszületésekor logikusnak is számított, hiszen a Maastrichti Szerződés parafálásakor még nem volt egyetlen tagja sem eurózónának. Ugyanakkor ennek köszönhetően előadódhat majd olyan szituáció, amikor a három legalacsonyabb inflációs ráta birtokosa közül egy, két vagy akár három ország sem használja a közös valutát. Különösen relevánsá teszi ezt a problémát, hogy 2004 májusa óta több alkalommal is előfordult, hogy az aktuális adatok alapján Lengyelország, Lettország vagy éppen Litvánia is viszonyítási pontként szolgált az inflációs kritérium számításánál¹⁵².

A BS-hatásnak az árfolyamra vonatkozó kritérium kapcsán is lehet szerepe *Buiter – Grafe* [2001] álláspontja szerint. A nemzeti valutájukat az ERM II-be léptető országok az előírt két éves időszak alatt is érzékelték a pénzükre nehezedő felértékelődési nyomást, amely kezelésére a szerzőpáros azt javasolja, hogy interpretálják rugalmasan az inkriminált rendelkezést. Ez azt jelenti, hogy a kritériumok teljesítésével összeegyeztethetőnek ismerjék el egy adott valuta felértékelését ebben az időszakban. Az elképzelést az is reálissá teszi, hogy a Szerződés szövege kategorikusan csak a leértékelést zárja ki a vizsgált két éves referencia-időszak alatt.

Amint fentebb utaltunk rá, az utóbbi időben készült vizsgálatok már nem tartják ennyire jelentősnek a strukturális többletinflációt, következésképpen nem gondolják összeegyeztethetetlennek a kritériumokat a felzárkózási pálya közgazdasági sajátosságaival. A visegrádi országok és Szlovénia jegybankjainak együttműködésében készült irányadó empirikus felmérés már csak legfeljebb 2%-os addicionális értéket számszerűsít a Németországhoz viszonyított relatív inflációs rátában az 1993-2001 közötti időszakot tekintve (*Kovács* [2002]). A következő táblázat áttekinti a témakörben született empirikus kutatások főbb jellemzői és eredményeit.

¹⁵² A jelenlegi szabályozással szembeni további kritikaként az az érv is rendszerint felmerül, hogy a Maastrichtban jóváhagyott számítási metódus egy nem túl szerencsés bizonytalansági elemet visz bele a folyamatosan változó inflációs referenciaértékkel az egyébként is könnyen megbillenthető monetáris integrálódási folyamatba. Az elmúlt néhány évben például ez a „mozgó célpont” egy viszonylag széles 1.8-3.3%-os tartományban mozgott, ami némileg megnehezíti az új tagállamok számára az euróstratégiák, valamint az ezekhez kapcsolódó makrogazdasági pályák tervezhetőségét.

17. táblázat: Empirikus eredmények a BS-hatás régiós mértékére vonatkozóan

Tanulmány (vizsgált országok, időperiódus)	Tradable szektor	Nontradable szektor	Egyéb magyarázó változók	Alkalmazott becslési eljárás	Becslés a BS- hatásra (százalék- pontban)
<i>Kovács – Simon</i> [1998] (Magyarország, 1991-96)	feldolgozóipar (kivéve alapanyag- és energiaipar)	szolgáltatások (kivéve közigazgatás)	nincs	nincsenek regressziós egyenletek	2,9
<i>Coricelli – Jazbec</i> [2001] (19 tranzíciós ország, 1990- 98)	feldolgozóipar, bányászat, építő- és energiaipar	maradék szektorok	közösségi fogyasztás, szolgáltatások részesevé a fogyasztási kiadásokból	panelbecslés (fixed effects)	0,9-1,2
<i>Halpern – Wyplosz</i> [2001] (8 csatlakozó ország és Oroszország, 1991-98)	ipari szféra	szolgáltatások	egy főre jutó GDP, infláció gyorsulása	általánosított legkisebb négyzetek módszere	3,0
<i>De Broeck – Slok</i> [2001] (25 tranzíciós ország, 1993- 98)	ipar és építőipar	szolgáltatások	agrártermelé- kenység, gazdasági nyitottság, nyersanyagárak kereskedelmi cserearányok	összevont csoportátlag	0,2-0,6
<i>Arratibel és társai</i> [2002] (10 csatlakozó ország, 1990- 2001)	feldolgozóipar	nincs meghatározva	árfolyamrend- szer, költségvetési hiány, egy főre jutó GDP, munka- nélküliségi ráta etc.	momentumok módszere	nem szignifi- káns
<i>Fischer C.</i> [2002] (10 csatlakozó ország, 1993- 99)	ipari szféra	szolgáltatások		látszólag független regresszió (fixed effects)	0,7-2,2
<i>Égert</i> [2002a] (12 tranzíciós ország, 1993- 2001)	ipari szféra	nincs meghatározva		vektor auto- regresszió és panel kointegráció	0,9

Forrás: saját összeállítás

Mivel valószínűsíthetően a jövőben tovább csökken ez az érték, emiatt nem okozhat vállalhatatlan terheket a dezinfláció biztosítása és az árstabilitás fenntartása az

érintett országokban. A korábban rendkívül jó teljesítményt felmutató balti államokban a 2005 folyamán tapasztalható inflációs ugrást sem elsősorban a BS-hatás aktivizálódásának, hanem a hosszú ideje tartó és óriási hitelboommal párosuló túlfűtött gazdasági növekedés, valamint a világ nyersanyagpiacain tapasztalható árrobbanás nemkívánatos mellékhatásának tulajdonítják a szakértők.

A csökkenő becslések egyik magyarázata *Égert* [2002b] szerint, hogy a tradable szektorban kétségtelenül regisztrálható termelékenységi felzárkózás csak részben jelenik meg a hivatalos inflációs mutatóban. Ennek a háttérében az a módszertani sajátosság áll, hogy a fogyasztói árindexek számításánál használt nontradable súlyok szisztematikusan kisebbek, mint a szolgáltatások GDP-n belüli részaránya. Következésképpen az inflációs rátát a BS-hatás miatt számottevő áremelkedésnek kitett termékkör csak kisebb mértékben növelheti. A szerző emellett az árfolyamok időbeli alakulására vonatkozóan arra a – korábban általunk is részletesen elemzett – folyamatra mutat rá, hogy a rendszerváltás második szakaszában egyre rugalmasabbá váltak az árfolyamrendszerek a visegrádi országokban, amely lehetővé tette a térségbeli valuták nominális felértékelődését a masszív tőkebeáramlás hatására. Az eurózónás csatlakozás megelőző időszakban ez az összefüggés még inkább elszakíthatja a reálárfolyam mozgását a relatív termelékenységi trendektől.

A BS-hatás tehát nem fog különlegesen nagy fejfájást okozni a frissen csatlakozott országok döntéshozóinak, már csak azért sem, mert a fentebb közölt becslések konszenzusa hasonló nagyságrendet ad ki, mint amit a jelenlegi eurózóna tagok közül a kevésbé fejlettek tapasztaltak a közös valutát közvetlenül megelőző időszakban. *Kovács* [2004] ráadásul óv az empirikus kutatások feltárta trendek bármilyen jellegű extrapolálásától több okból is. Egyrészt, az uniós csatlakozás több gazdasági ágazatban komoly szerkezeti átalakulással járhat, ami könnyen átírhatja az eddig tapasztalható termelékenységi trendeket. Másrészt, az új tagállamok duális inflációjának háttérében nem csak a BS-hatás, hanem kevésbé szisztematikusan, egyéb tényezők (például a relatív haszonkulcsok alakulása és az árazási magatartás, illetve a gazdasági szektorok közötti bérarányok változásai) is meghúzódnak. A magyar jegybanki szakértő számításai szerint ezek az egyéb tényezők több országban is (Csehország, Szlovákia, Szlovénia) dominánsabbnak bizonyultak a BS-hatásnál, ugyanakkor ezeknek a faktoroknak az előrejelzése még a korábban említetteknél is súlyosabb módszertani kérdéseket vet fel.

4.3.3. Az egyoldalú, illetve a konszenzusos euróizáció opciója

A különféle európai szerződések előírásainak megfelelően felvázolható egy klasszikus, normakövető árfolyam-politikai út is a közép-kelet-európai országok számára. Ez alapján az uniós teljes jogú tagság elnyerését megelőzően a szóban forgó ország lelkiismeretesen felkészül az új európai árfolyam-mechanizmus (ERM II) sajátosságaira, vagyis az euróhoz rögzíti a nemzeti valutát egy meglehetősen széles intervenciós sávot deklarálva a középárfolyam köré. A taggá válás után pedig belépteti a saját pénzét az ERM II rendszerébe, és gondosan ügyel arra, hogy két évig különösebb probléma nélkül ott is tartsa¹⁵³. Ez a hivatalos út elsősorban a jelenleg rugalmas árfolyamrezsimeket működtető országok számára tűnik pontosan ilyen módon járhatónak, hiszen például semmilyen logikával nem tűnik igazolhatónak, hogy a hosszú évek óta sikeresen valutatanácsot üzemeltető államokat a taggá válás után egy ilyen rugalmasságú mechanizmusba kényszerítsék be. Az ERM II kialakításakor egyébként eleve többféle alternatívát összeegyeztethetőnek határoztak meg az árfolyam-politikai kritérium teljesítésével (*Horváth – Varró [1997]*). Vagyis a keményen rögzített rezsimekben is teljesíthető a nominális árfolyam stabilitásának megteremtésével az említett rendelkezés¹⁵⁴. Szigorúan formális szempontból nézve csak a szabad lebegtetést, a csúszó árfolyamrendszer valamilyen változatát, illetve a nem euróhoz kötött, nem eurón alapuló árfolyamrezsimeket lehet teljesen összeegyeztethetetlennek tekinteni a monetáris uniós előírásokkal (*Hochreiter – Wagner [2002]*).

A témakörben a legtöbb vitát az egyoldalú euróizáció kérdése váltotta ki. Az ezredforduló környékén tudományos körökben fogalmazódott meg elsőként a gondolat még Lengyelország vonatkozásában (*Rostowski [1999]*), majd 2000 elején az észt gazdaságpolitikai vezetés kezdeményezése emelte hivatalosabb státusba, ami aztán egy ideig az európai pénzügypolitikai agenda egyik leghevesebb reakciókat kiváltó részévé vált¹⁵⁵. Természetesen ez az opció elsősorban a valutatanácsot működtető országok

¹⁵³ A potenciális feszültségforrásokat minimalizálандó az uniós szervek határozott ajánlása visszatérően az volt, hogy a nominális konvergenciafolyamatban egyértelmű eredményeket felmutató, a kritériumokat már majdnem teljes egészében teljesítő új tagok lépjenek csak be az ERM II-be (lásd például *EKB [2003c]*).

¹⁵⁴ A valutatanács ERM II kompatibilissé nyilvánításának megvolt a történeti előképe az európai monetáris integráció történetében, ugyanis Ausztria és Hollandia is nagyon szigorú rögzített rezsimeket üzemeltetett a közös valuta létrehozása előtti hosszú időszakban.

¹⁵⁵ A keletkezéstörténet részben magyarázza, hogy az euróizációs vita jelentős mértékben az említett két ország köré koncentráldott. *Backé – Wójcik [2004]* (149-152. o.) összefoglaló tanulmányából is kiderül, hogy a témakörben született empirikus felmérések döntő többsége Észtország és/vagy Lengyelország esetét tárgyalják.

(Észtország, Litvánia, Bulgária és valamelyest Lettország) számára jelentett igazán megfontolandó eshetőséget. Bár az elmúlt években végülis egyik érintett gazdaság sem válaszotta ezt a sajátos megoldást, mégis meggyőződésünk szerint az első csatlakozási kör lezárulta után sem érdektelen áttekinteni az euróizációról szóló diskurzusban megfogalmazódott érveket és ellenérveket, mert a későbbiekben újra komolyan felmerülhet az elképzelés megvalósítása más országok kapcsán a kelet-európai és dél-nyugat-balkáni régióból.

4.3.3.1. Az euróizáció vita

Az élénk disputa az euróizáció¹⁵⁶ körül remekül kapcsolódott az úgynevezett dollarizáció vitához, amely aktualitását a 2000-es évek elején több közép- és dél-amerikai országnak (El Salvador, Ecuador, valamint Argentína és Brazília) az amerikai valuta önkéntes átvételéről szőtt elképzelése adja. Az ügyben érintett európai intézmények az első pillanattól kezdve élesen elleneztek a lépést, és egyértelműen rámutattak, hogy értelmezésük szerint az *acquis communautaire* szellemiségét sértik meg azon tagjelöltek, amelyek ehhez az eszközhöz nyúlnak¹⁵⁷. Az Európai Bizottság álláspontja is elsősorban jogi és politikai érveken alapult, és kimondja, hogy az érvényben lévő Amszterdami Szerződés alapján nem lehet támogatni az euróizációt.¹⁵⁸

A hivatalos ellenkezés hatására egyik érintett ország sem merte megkockáztatni a lépést, amely lehetősége egyébként nemzetközi jogi szempontból adott számukra, hiszen egy szuverén államalakulat azt deklarálhat törvényes fizetőeszköznek a nemzeti gazdaság számára, amit jónak és racionálisnak lát. Az euró egyoldalú átvétele egyébként már évek óta létező valóság a Balkánon, ugyanis a rendezetlen nemzetközi jogi státusú Koszovó és Montenegró informálisan része lett az euróövezetnek. Ezek az államok a korábban kialakult német márkahasználat szerves folytatásaként léptek tovább a közös valuta felé, és mivel mindkét sajátos helyzetű „államalakulat” évtizedes távolságra van az uniós csatlakozástól, így az euróhasználatra való áttéréssel nem kockáztatták későbbi potenciális tagságukat vagy a csatlakozásuk sikerét. A tagjelöltek

¹⁵⁶ A gazdasági szaksajtóban több helyütt és néhány oldottabb stílusú elemzésben szellemesen csak „Nike-megközelítésként” aposztrofálták a szóban forgó opciót, ami egyértelmű utalás a multinacionális sportruházati óriáscég elhíresült jelmondatára: „*Just do it!*”.

¹⁵⁷ “...*would run counter to the underlying economic reasoning of the EMU in the Treaty, which foresees the eventual adoption of the euro as the endpoint of a structured convergence process within a multilateral framework.*” (Ecofin [2000]).

¹⁵⁸ “...*the sequencing on the path towards the adoption of the euro provided for in the (Amsterdam) Treaty does not support euroization.*” (EB [2000]).

esetében azonban egy ilyen önkényesnek tekinthető intézkedés akár hosszú időre is megakaszthatta volna a tárgyalások menetét, legalábbis biztosan hátráltatta volna a megállapodást.

Az első években feltehetően az is népszerűtlenné tette Brüsszelben az elképzelést, hogy az euró készpénzként történő bevezetése (a régi tagvaluták bevonása) előtt nem szerették volna még bonyolultabbá tenni a helyzetet döntéshozók. A közös valuta lakossági elfogadása szempontjából meghatározó pénzcseres sikeres levezénylését nem akarták kockáztatni az euróövezet spontán bővülésével. Az ellenzők táborát erősítették azok a félelmek is, miszerint a közös pénz félhivatalos elterjedését a feltörekvő országokban az eurózóna felhígulásaként interpretálják a szereplők, amely tovább ronthatta volna a devizapiaci megítélését az új európai valutának. Ez különösen riasztó perspektívát jelentett 1999-2000 folyamán az összes jelentősebb relációban folyamatosan tapasztalható árfolyam-lemorzsolódás miatt.

További szempont volt a precedensteremtés elkerülése, vagyis az attól való félelem, hogy az engedékenység az élenjáró reformereknél instabilabb tagjelölteket is a minta követésére ösztönözhetett volna. Valószínűleg a kérdést elsősorban napirenden tartó Észtország esetében ez különösen fontos szempont volt az elutasító álláspont kialakításánál, ugyanis számukra az euró egyoldalú bevezetése mellett kétségkívül lehet tartalmaz érveket felhozni, hiszen a valutatanács rendszeréhez képest az euróizáció már nem jelent érdemi további szuverenitás feladást, ugyanakkor a hitelesség és a stabilitás növekedését hozhatja magával (*Coricelli* [2002]). Persze a „kezek összekötözésével” az átmeneti, utolérési időszak gazdaságpolitikai mozgásterét is leszűkítik az érintett nemzetek.

A legfontosabb szempont nyilvánvalóan az volt, hogy az euró egyoldalú átvételekor a tagjelölt országok egyedül saját maguk határoznák meg azt a végérvényesen rögzítésre kerülő paritást, amely a nemzeti valuta és az európai közös valuta átváltási viszonyait rendezné. Ezt később az eurózónás csatlakozás idején felülírni, megváltoztatni már technikai-politikai lehetetlenség lenne, vagyis az EMU jelenlegi tagjai „készen kaphatnak” egy akár tudatosan leértékelt (mesterségesen kompetitív) árfolyamot is. Ugyanilyen megfontolásból olyan helyzetet sem akarnak teremteni az európai illetékesek, amelyben a monetáris unió tagjai közötti érdekütközéseken túlmenően még más országok is megpróbálnak lobbizni, illetve nyomást gyakorolni a Frankfurtban ülésző jegybanki döntéshozókra.

4.3.3.2. Az euróizáció közgazdaságtana

A lépés közgazdasági előny-hátrány mérlegének megvonásakor előjáróban fontos hangsúlyozni Nuti [2002] észrevételét: országonként eltérő mértékűek az euróizáció jelentette pozitív és negatív kihatások. A reál- és a nominális konvergencia előrehaladásával, mind a költségek, mind a hasznok egyre csökkennek az érintett országokban, vagyis igazán komoly jelentősége a közös pénz átvételének a felzárkózási folyamat legelején járó országokban lenne csak (gazdaságpolitikai hitelességteremtés, a kereskedelmi kapcsolatok és a tőkeáramlások bővülése). Az élenjáró tagjelöltek számára az euró korai bevezetése nem járt volna sem számottevő gazdasági megrázkódtatással, sem a prosperitás azonnali beköszöntésével. Ehhez kapcsolódóan Edwards [2001] arra figyelmeztet, hogy a világszerte egyre népszerűbb euróizációs és dollarizációs javaslatot anélkül propagálják a feltörekvő országok számára, hogy gazdaságtörténeti példákkal és meggyőző empirikus igazolással alátámasztható lenne eme radikális pénzügypolitikai megoldás helyénvalósága. Az amerikai kutató ezt a jelenséget ahhoz hasonlítja, mint amikor egy doktor felír egy gyógyszert, de nem közli a beteggel sem a kötelező orvosi utasításokat, sem a pirula eddigi alkalmazásának eredményeit.

A közös valuta egyoldalú átvételének legfontosabb hozadéka az elemzők szerint a kamatlábak gyors csökkenése lenne, ugyanis az árfolyamkockázat teljesen eltűnne, az országkockázati besorolás pedig feltehetően javulna. Ez a folyamat a beruházások növekedéséhez, illetve a portfólió-tőkeáramlások felerősödéséhez vezetne. Hosszabb távon ugyanakkor a piaci kamatlábat reáltényezők határozzák meg (a beruházási hatékonyság, a tőke határterméke és a jövőbeli trendekkel kapcsolatos várakozások). Külső exogén sokkok fellépése esetén a fizetéseképtelenségi kockázat (*default risk*) újra megnőhet, és mérsékelheti a kamatcsökkenés áldásos hatásait (Wójcik [2000]).

A tranzakciós és konverziós költségek csökkenése tagadhatatlan előny, ugyanakkor a jelenlegi tagországok tapasztalatai alapján ez meglehetősen kis nyereséget jelent (Backé - Wójcik [2003]). A megszűnő kockázati tényezők miatt felélénkülő kereskedelmi kapcsolatok és az ebből eredő hatékonyabb makroökonómiai tényezőallokáció is pozitív érvnek tűnik a közös valuta előrehozott bevezetése mellett, ugyanakkor ennek kapcsán felvetődik a kereskedelmi interdependencia további fokozódásának megvalósíthatósága, hiszen a legtöbb tagjelölt ország kereskedelmi szerkezetében már jelenleg is közel 75%-os az EU súlya.

A monetáris konvergencia felgyorsításával is lehet érvelni az euroizáció mellett (*Bratkowski - Rostowski* [2000]), ugyanakkor a közös valuta “kényszerzubbonyának” felvétele jelentős nominális merevségeket is okoz a gazdaság számára. Megemlíthető még, hogy az euró megjelenése a struktúrális reformok felgyorsítójaként is szerepet játszhat, ugyanakkor az Uniós csatlakozásból fakadó kötelezettségek önmagukban is komoly stimulust jelentenek a tagjelöltek számára, nem világos, hogy ezt érdeemben miért tudná fokozni az euroizáció folyamata.

Nemcsak a feltételezett előnyök tűnnek kétségesnek vagy bizonytalanoknak, hanem direkt gazdasági költségeket is maga után von az euróizáció. Elkerülhetetlen az addigi seigniorage bevételek elvesztése a lépés után, amely ugyan a jelenlegi alacsony inflációs környezetben már nem jelent akkora nagyságrendet, de mindenképpen a veszteség oldalt gyarapítja. (A monetáris unióba vezető hivatalos utat végigjáró országok a gazdasági teljesítményükkel arányos visszatérítést kapnak az EKB-től).

A pénzpiacon és a bankrendszerben jelentkező potenciális válságok kezelése szempontjából hasonlóan problematikus a végső hitelezői funkció (*lender of last resort*) megszűnése ezen államok számára. Egy esetleges bankpánik, vagy rendszerszintű likviditási nehézségek esetén a központi bank nem tudja kisegíteni a monetáris intézeteket, hiszen nem képes bázispénzt teremteni. Utoljára, de nem utolsósorban fontos gazdasági költségeket okozhat a pénzügypolitikai eszközök túl korai elvesztése is, hiszen sokkal fájdalmasabb alkalmazkodási csatornákon történhet csak meg adott esetben a versenyképesség helyreállítása, vagy a külső gazdasági sokkok kezelése.

Az egyoldalú lépés időzítését is érdemes közgazdasági szempontból megvizsgálni. Két markáns táborra oszthatók a kérdéskörben elhangzó szakmai álláspontok. Az egyik érvelés szerint előbb az árfogó strukturális reformok szükségesek, amelyek felkészítik az átvevő országot a monetáris önállóságtól megfosztott helyzetre. A reformok különösen fontosak a munkaerőpiac regulációja, a pénzügyi szektor stabilizálása, valamint az államháztartás konszolidációja területén. A másik lehetséges ütemezése az euróizációnak az, hogy először következzen a valutacsere, amely kényszerítő erejénél fogva előmozdítja majd a régóta esedékes szerkezetváltást. Ezzel összefüggésben ugyanakkor *Eichengreen* [2002] amellet érvel, hogy sem empirikus, sem teoretikus bizonyíték nincs amellet, hogy egy kulcsvaluta bevezetése ösztönözné a reformkészséget egy országban. Vagyis nem indokolt az euróizációt vagy dollarizációt egyfajta általános megoldásként értelmezni a fundamentálisan gyenge helyzetű kis fejlődő államok számára.

Az utóbbi időben az euróizáció akadémiai pártfogói is az átalakulási folyamat első, stabilizációs szakaszánál járó országainak ajánlják inkább az euró egyoldalú bevezetését (lásd például *Rostowski* [2002]). Ezen csoport számára a közös pénz használatának legfontosabb hozadéka a pénzügyi-gazdasági egyensúly helyreállítása, és a gyakorta vágtató mértékű infláció letörése lenne. *Gros* [2002] álláspontja szerint, hogy az intézkedésnek nem egy szabadjára engedett spontán folyamat keretei között kellene lezajlania, hanem felveti annak szükségességét, hogy az Európai Központi Bank kössön részletes szerződéseket az érintett államokkal az euróizáció lebonyolítására, egyfajta konszenzusos eljárással. Ezen túlmenően javasolja, hogy az EKB méltányossági okokból ossza meg ezekkel az országokkal a pénzteremtésből ily módon fakadó plusz bevételeit.

4.3.4. A magyar árfolyampolitika

A fejezet előző részeiben részletesen vizsgált trend, mely szerint az országok az elmúlt évtizedben a nemzetközi tőkepiacok deregulációjával párhuzamosan valamelyik szélső pólus felé térnek el az árfolyam-politika alakítása során, Magyarország esetében is meghatározónak bizonyult. A 2001 folyamán kialakult rendszer ugyan hivatalosan a fix árfolyamrezsimek közé tartozik, de a rendkívül széles $\pm 15\%$ -os intervenciós sáv miatt krízismentes időszakban az árfolyampálya gyakorlatilag egy menedzselt lebegtetéshez hasonlítható.

4.2.4.1. Történeti áttekintés az árfolyampolitikáról

Meglepőnek tűnhet, de az árfolyam-politika szempontjából a rendszerváltás nem hozott változást Magyarországon, a forint értéke 1982 óta egy valutakosárhoz képest volt meghatározva kiigazítható rögzítéssel (*adjustable peg*). Az akkori rezsimváltást a Bretton Woods-i ikrekhez történő csatlakozás tette szükségessé, ugyanis hazánknak is teljesítenie kellett az IMF tagországokkal szembeni minimális előírásokat. Az 1990-es év annyi változást hozott, hogy onnantól a leértékeléseket nem évente egyszer egy nagyobb lépésben hajtották végre, hanem a spekulációs várakozások mérséklése miatt több kisebb ütemben igazították ki a nemzeti valuta árfolyamát. A valutakosár összetétele egyszerűsödött, a benne szereplő valuták súlyai, valamint az intervenciós sáv nagysága is változott az évek folyamán, de minőségileg új árfolyamrendszerről csak

1995. márciusa óta beszélhetünk, amikor a Bokros-csomag részeként Magyarország áttért az előre bejelentett csúszó leértékelés (*preannounced crawling peg*) rendszerére.

Nemzetközi tapasztalatok is alátámasztják, hogy a csúszó leértékelés alkalmazásával, az árfolyamot, mint nominális horgonyt használó aktív dezinflációs politikával jó eredmények érhetőek el a hiper- vagy vágató inflációk megfékezése területén (*Darvas [1998] 10-22. o.*). Ugyanakkor a mérsékeltebb tartományokat elérve már a rezsim tehetetlenségi elemei kerülhetnek túlsúlyba, ami hozzájárulhat az árszínvonal növekedési ütemének beragadásához. Magyarországon 1996-tól kezdve az leértékelés éves mértéke nem érte el a legfontosabb kereskedelmi partnerrel, az EU-val szembeni inflációs különbség mértékét, vagyis a reálárfolyam felértékelődött, ami az importáron és a világpiacihoz kötött árazású termékeken keresztül jelentősen hozzájárult az infláció hűtéséhez, fokozatos csökkenéséhez. Az említett hatás teljes kihasználása, valamint az exportszektor számára meghatározó európaritás kiszámíthatósága érdekében 2000. január 1-vel az amerikai dollár kikerült a valutakosárból, és a forint árfolyamát tisztán az euróval szemben határozták meg.

A fedezett illetve fedezetlen kamatparitás törvénye miatt a monetáris politika gúzsba kötöttnek tekinthető ebben a rendszerben, hiszen pénzügyi egyensúly esetén az összefüggés szerint a leértékelődés százalékos nagyságának meg kell egyeznie belföldi és külföldi kamatlábak különbségével (ha eltekintünk az országkockázati és likviditási prémiumoktól, valamint a tranzakciós költségektől). Mivel a leértékelődés mértéke a bejelentett árfolyampálya alapján kiszámolható, a külső kamatláb pedig a hazai monetáris hatóság szempontjából adottnak tekinthető, a belső kamatláb meghatározásánál de facto nagyon szűk mozgástere marad a jegybanknak, ugyanis a fenti képletből adódó szinttől nem térhet el nagyon a kamatérzékeny tőkeáramlások volumenének drasztikus felerősítése nélkül (és ez a csekély kamatpolitikai mozgástér is csak annak volt köszönhető a lehetetlenségi tételnek megfelelően, hogy tökéletesen egy része még nem volt akkor liberalizált).

Az időszak egészében (eltekintve a nemzetközi pénzügyi válságokat követő hetektől, illetve az 1998-as parlamenti választások kiváltotta befektetői bizonytalanságtól) masszív tőkebeáramlás volt megfigyelhető a magyar piacokon. A beérkező jelentős összegek hatására a forint az erős oldalon hozzátapadt a sávhoz, és a jegybanknak rendszeresen interveniálnia kellett a hazai valuta túlzott erősödése ellen. Az intervenciók során az MNB devizavásárlásra kényszerült, amivel természetesen nagy összegű forintkiáramlás, jegybanki pénzteremtés járt együtt. Az így létrejövő

szándékolatlan monetáris expanziót semlegesítette a jegybank a sterilizációs műveletekkel (például MNB-kötvények aukcionálásával), vagyis felszívta a többletlikviditást a piacról. A sterilizáció költségigényes tevékenység, hiszen a kiadási oldalon a hazai kamatlábak alapján fizetett összegek állnak, míg velük szemben a bevételi soron az intervenció során felvásárolt valuta után kapott külföldi szintű kamatok, és persze tudjuk, hogy a hazai kamatok magasabbak, hiszen az egész folyamatot ez az eltérés indította el. A direkt költségekről az MNB a jelentéseiben nem közölt számszerű adatokat, amelyek egyébként a jegybanki eredmény utólagos költségvetési elszámolása miatt végülis fiskális jellegűek. A felmerülő költségek nagyságrendjét egyes szakértői becslések szerint viszonylag jelentős tételnek jelölték meg: *Tarafás* [2001] szerint akár a GDP 1%-át is elérhették egyes években, míg *Oblath* [1999b] számításai alapján 1995-96 vonatkozásában a GDP 0.7-0.9%-át tették ki.

Bár a csúszó rendszer kvázifiskális terhei valóban nem voltak elhanyagolhatóak, egyértelműen hozzájárult a jegybanki célok hatékonyabb eléréséhez. *Siklos* [2000] demonstrálja, hogy az 1990-es évek első felében beözönlő külföldi tőke a csúszó árfolyamrendszer bevezetéséig nehezen kezelhető problémákat okozott a magyar monetáris politikának: sem a devizapiaci intervenciók sterilizálása, sem a forint reálárfolyamának megfelelő, a világpiaci versenyképességet előmozdító pályán tartása nem sikerült az MNB-ben ebben az időszakban. Az 1995-ös váltás után mind a többletlikviditás semlegesítése, mind a reálárfolyam moderált felértékelődése úgy segítette a dezinflációs folyamatot, hogy nem kellett érte feláldozni a külső egyensúly felborulását. *Barlow* [2005] szintén statisztikai módszerekkel vizsgálta az inflációs ráta és a reálárfolyam szerepét a forint nominális leértékelési ütemében a csúszó rezsim előtti és alatti időszakban egyaránt. Amíg az 1990-es évek első felének időszorai arra utalnak, hogy a hatóságok passzívan alkalmazkodtak az inflációs nyomáshoz az esetenkénti leértékelések meghatározásakor, addig 1995 márciusa után a leértékelés mértéke már nem az áremelkedés dinamikájára, hanem a reálárfolyam alakulására reagál érzékenyen. A rendszer tehát a gazdaságpolitikai szándékokkal egyezően alkalmas volt nominális horgonyként az inflációs várakozások aktív befolyásolására és fokozatos csökkentésére, amely funkciót a csúszás 2001 októberi megszüntetése óta az előre publikált inflációs célok hivatottak betölteni.

A csúszó leértékelés rendszerének sikeres működéséhez elengedhetetlen a fegyelmezett költségvetési és a moderált bérpolitika (*Szapáry – Jakab* [1998]).

Magyarország esetében még ebben az időszakban a fiskális politika mindvégig kontrollált maradt, és ezáltal megteremtette a feltételeket ahhoz, hogy a rendszer stabilan működjön és olyan kiszámítható üzleti környezetet teremtsen, ami hozzájárult az 1990-es évek második felében elindult tartósan 4% feletti gazdasági növekedéshez.

A rendszer hitelességvesztés nélküli elhagyása mindig is problematikus volt a csúszó árfolyamrendszert alkalmazó országok számára. A 2001 májusában elhatározott sávszélesítést megelőzően is többször felmerült, mind szakmai-akadémiai, mind döntéshozói körökben az intervenciós pontok tágítása, de végleges döntés csak ekkor született a kérdésben. A leértékelés havi üteme ekkorra már havi 0,2%-ra csökkent, ami eltörpült a sávon belüli maximális 30%-os árfolyammozgási lehetőséghez képest, így aztán a csúszó rezsim elhagyása 2001. október 1-vel már elsősorban technikai kérdésnek számított. A jegybank egy később kiadott közleményében (*MNB [2001b]*) a változtatás okaként az európai előírásokhoz, a későbbi ERM II-es tagsághoz való alkalmazkodást jelöli meg, de az intézkedés háttérében egyértelműen az állt, hogy a gazdaságpolitika számára egyszerűen nem maradt más eszköz a 10%-os értéken beragadt infláció mérséklésére, mint az, hogy lehetőséget adva a forint felértékelődésére, a megerősödő hazai valután keresztül hűtse az árakat¹⁵⁹. Az árfolyampolitikához és a megváltozott prioritásokhoz illeszkedve a jegybank 2001 júniusában meghirdette az értekezésünkben korábban részletesen elemzett inflációs célkövetésen alapuló monetáris stratégiát, amittől a dezinfláció folyamatának újbóli elindulását várták a gazdaságpolitika irányítói.

A 2001 utáni években az árfolyampolitika jelentősen hozzájárult az inflációs ráta letöréséhez. A kinyíló sávban a forint jelentősen felértékelődött mind nominálisan, mind reálértelemben az euróhoz képest, ami a sikeres dezinfláció mellett a monetáris kondíciók komoly szigorodását hozta magával. A 2002 év végi jegybanki értékelés szerint a 2001 májusához képest mért 6 százalékpontnyi inflációcsökkenés (10,8%-ról 4,8%) kétharmada volt betudható az árfolyam erősödésének (*MNB [2002]*). Mindenesetre egy ideig jól működött az árfolyam és monetáris politika összhangja: az inflációs célkitűzések teljesítését hatékonyan támogatta a forint izmosodása.

¹⁵⁹ Kevésbé közismert összefüggés, de térségi összevetésben is viszonylag magas infláció kulcsszerepet játszott az elmúlt évek hazai versenyképesség romlásában is. 2000 és 2005 első fele között a magyar forint reálfelértékelődött több mint 30%-kal erősödött, ami a régiós devizák között is kimagasló érték. A jelenség mögött ugyanakkor döntő részben nem a forint nominális árfolyamának csökkenése állt, hiszen, ha felidézzük 2000 elején, amikor a hazai valutát 100%-ban az euróhoz kötötték 254 forintot kellett adni a közös pénz egységéért a devizapiacon. Következésképpen a reálfelértékelődés fő oka az elmúlt fél évtizedben az eurózónához képest regisztrált inflációs többlet volt.

Ugyanakkor a költségvetési pozíció egyensúlyának választási-politikai okokra visszavezethető megbomlásával, valamint a Nizzai Szerződést ratifikáló 2002. október 19-ei sikeres ír népszavazás után meginduló konvergencia-játék fokozódásával¹⁶⁰ komoly nyomás alá került a magyar pénzügypolitika.

4.3.4.2. A 2003-as év pénzügyi viharai

2003 januárjában a forint árfolyamsávja ellen spekulációs támadás indult az erős oldalon. A befektetők talán meglepő alulinformáltsága is fűtötte a kedélyeket, ugyanis egy részük rosszul ismerte a hatályos magyar jegybanktörvényt, legalábbis nem volt tudatában annak, hogy az árfolyamrendszer összes elemével kapcsolatban közös kompetencia érvényesül a jegybank és a kormányzat között. Ennek megfelelően a központi bank csak a kormányzat jóváhagyásával dönthetett volna a sávközép felértékeléséről, ami politikailag gyakorlatilag elképzelhetetlen volt, tekintve, hogy a kormányzó koalíció hónapokkal korábban még a „mesterségesen túlerősített” forintot kárhoztatta a gazdaság és az exportdinamika lassulásáért.

A spekulatív roham csúcspontján, január 16-án délelőtt kevesebb mint fél óra leforgása alatt a jegybanknak közel 5 milliárd eurót kellett felvásárolnia, korlátlanul rendelkezésre állva az intervenciós sáv erős oldalán. A jegybank végül összehangolt intézkedés-sorozattal szállt szembe a felértékelési spekulációval. Az azonnali kamatcsökkentések (összesen 300 bázispont) mellett, amellyel egyértelműen jelezte a piacok felé, hogy az árfolyamrendszer fenntartása az elsődleges prioritás az adott helyzetben, az eszköztár más elemeit is kreatívan alkalmazta a központi bank. A kamatfolyosó kiszélesítése $\pm 1\%$ -ról $\pm 3\%$ -ra, valamint a korábban korlátlan jegybanki betételhelyezési lehetőség limitálása is a beáramlott tőke „kitessékelésének” irányába hatott¹⁶¹. A forintban felvett spekulatív pozíciók mihamarabbi felszámolásához az MNB először nyílt intervencióval, később több rendkívüli devizaaukcióval, majd csendes intervencióval biztosította az eurókínálatot a bankközi devizapiacra.

A már 2001-ben romlásnak induló makrofundamentumok negatív hatása sokáig nem jelentkezett az árfolyam gyengülésében és a hozamok emelkedésében. A befektetők valószínűleg a választási láz okozta egyszeri kisiklásként értelmezték a letérést az 1996-2000 között dinamikus növekedést produkáló pályáról. A késlekedő

¹⁶⁰ Az ír népszavazást követő 3 hónapban megközelítőleg 400 milliárd forinttal gyarapodott a külföldi kézben lévő államkötvény-állomány.

¹⁶¹ A spekulatív támadás kezelésének hivatalos jegybanki értékeléséhez lásd *Barabás* [2003].

korrekció, a fiskális és a monetáris hatóság közötti rendszeres feszültségek, valamint a finanszírozási egyensúly romlásáról érkező hírek azonban előbb-utóbb megtették hatásukat. 2003. május végén megkezdődött a hazai valuta árfolyamának lemorzsolódása a meginduló tőke kivonás következményeként. Ebben a helyzetben egy azóta már minden döntéshozó által nyilvánosan is beismert gazdaságpolitikai hibát követett el közösen a kormány és a jegybank: váratlanul bejelentették a sávközép 2,26%-os leértékelését.

Sem a lépés indoklásaként felhozott exportösztönzési szándék, sem a párhuzamosan bejelentett 76 milliárd forintnyi költségvetési megszorítás nem győzte meg a befektetőket, és az árfolyam zuhanni kezdett. A megroppant bizalom helyreállítására hivatott rendkívüli Monetáris Tanács üléseken hozott drasztikus kamatemelések, valamint a 2003 júliusában kitűzött ambiciózus 2008-as euró céldátum¹⁶² nem győzték meg a befektetőket a hazai pénzpiacok kiszámíthatóságáról. Az év második felét a korábbinál fokozottabb devizapiaci volatilitás jellemezte, ami jól követhető a következő ábrán is. Az ideges légkört az sem hűtötte le, hogy októberben az MNB és a kormányzat közös nyilatkozatban jelölte ki az antiinflációs elkötelezettség megerősítésének jegyében a 2005. decemberi inflációs célt (4% a 12 havi visszatekintő rátára, amit a magyar rendszerben szokásos $\pm 1\%$ -os toleranciasáv vesz körül).

A sáveltolás közgazdasági megalapozottságát kérdőjelezi meg végsősoron *Darvas* [2003] kutatása is, amelyben az idevágó nemzetközi tapasztalatok áttekintése után nem ítélte aggodalmat keltőnek a sávszélesítés után Magyarországon bekövetkezett gyors reálfelértékelődést. A forint mozgása ugyanis részben magyarázható az utolérési pálya természetes követelményeivel, illetve a csúszó rezsimben a termelékenységi mutatók ugrásszerű javuláshoz képest „összegyűjtött” alulértékelttség korrekciójával. A forint nagymértékű felértékelődése reálgazdasági kihatásainak a szakszerű értékeléséhez még több év teljes adatsoraira lehet szükség, az ugyanakkor már most is kijelenthető, hogy a nemzeti valuták átmeneti elszállásának a latin-amerikai országokra visszatérően jellemző recesszióval járó korrekciója nem következett be. Az exportszektor lendülete sem fulladt ki, vagyis a gazdasági szereplők alkalmazkodni tudtak a tartósan ígérkező relatív árfolyamváltozáshoz. Ettől részben függetlenül az ikerdeficit jelenség

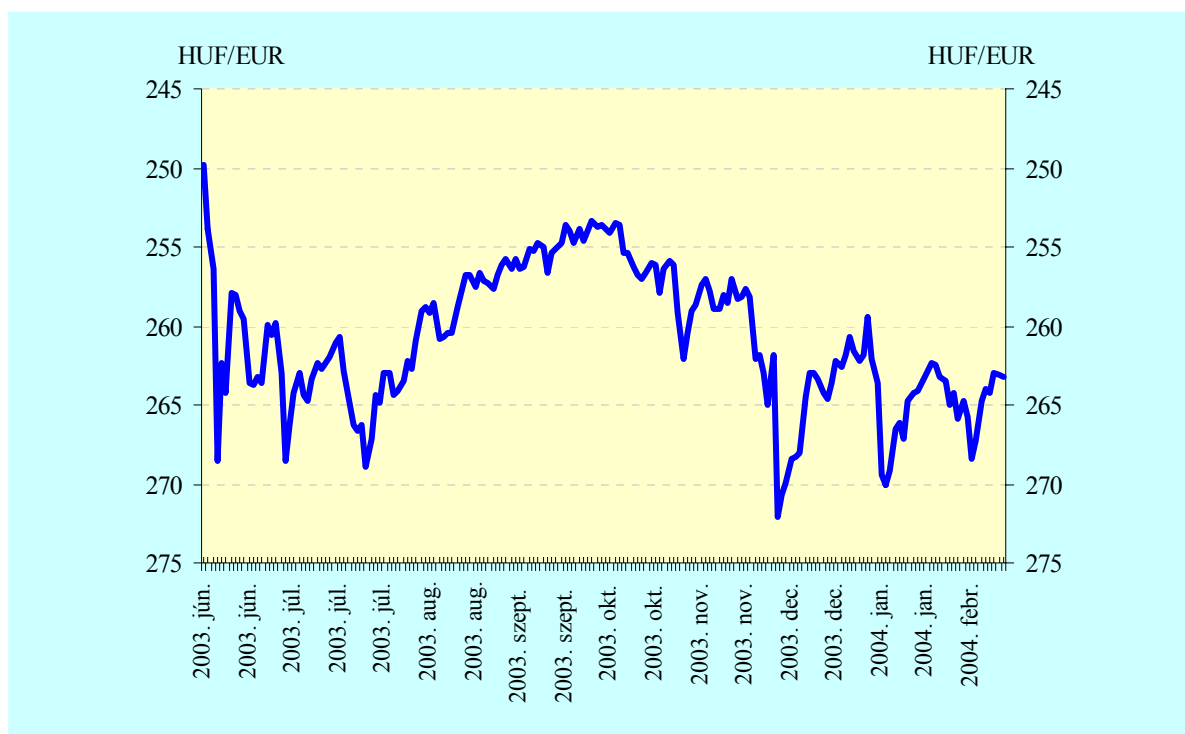
¹⁶² A kormányzat később az első 2004-es Konvergenciaprogramban már 2010-re módosította a közös valuta bevezetésére vonatkozó célkitűzést. A régióban megfogalmazott eurózónás menetrendeket, és a magyar halasztási döntés háttérét részletesen elemezzük a következő alfejezetben.

megerősödése továbbra is nyugtalanító a magyar gazdaság fundamentális helyzetét és kilátásait illetően.

A törékeny egyensúlyi helyzetben már egy kisebb regionális fertőzés is komoly turbulenciát okozott 2003. november végén. A magyar állampapírpiacra szokatlan mértékű hozamemelkedés játszódott le, volt olyan nap, amikor a három és ötéves benchmarkmutatók több mint 100 bázisponttal nőttek. A történések háttérében a lengyel és orosz piaci események kiváltotta portfólió-átrendeződések álltak a térségben érdekelt intézményi alapok részéről. A hozamok megugrásához természetesen hozzájárult a forintban denominált értékpapírok kockázati prémiumának emelkedése is. Az MNB megpróbált először a kötvénypiac keresleti oldalát megtámasztva közvetlenül beavatkozni a folyamatba, majd miután ez nem hozott eredményt, újabb drasztikus (300 bázispontos) kamatemelésre kényszerült. A következő években valamelyest stabilizálódott a helyzet, a gazdasági növekedés is erőteljesebbé vált (4%-os ráta feletti ütem 2004-2006 eleje között), ráadásul a szerkezete is egészségesebbnek tekinthető, hiszen a belső fogyasztás helyett újra az export és a beruházások játsszák a vezető szerepet a fellendülésben. A helyzetet tovább javította, hogy a globális kockázati étvágy erősödése és a fejlett piacok alacsony kamatkörnyezete miatt folyamatosan ömlött a portfóliótőke a fejlődő piacokra, így hazánkba is.

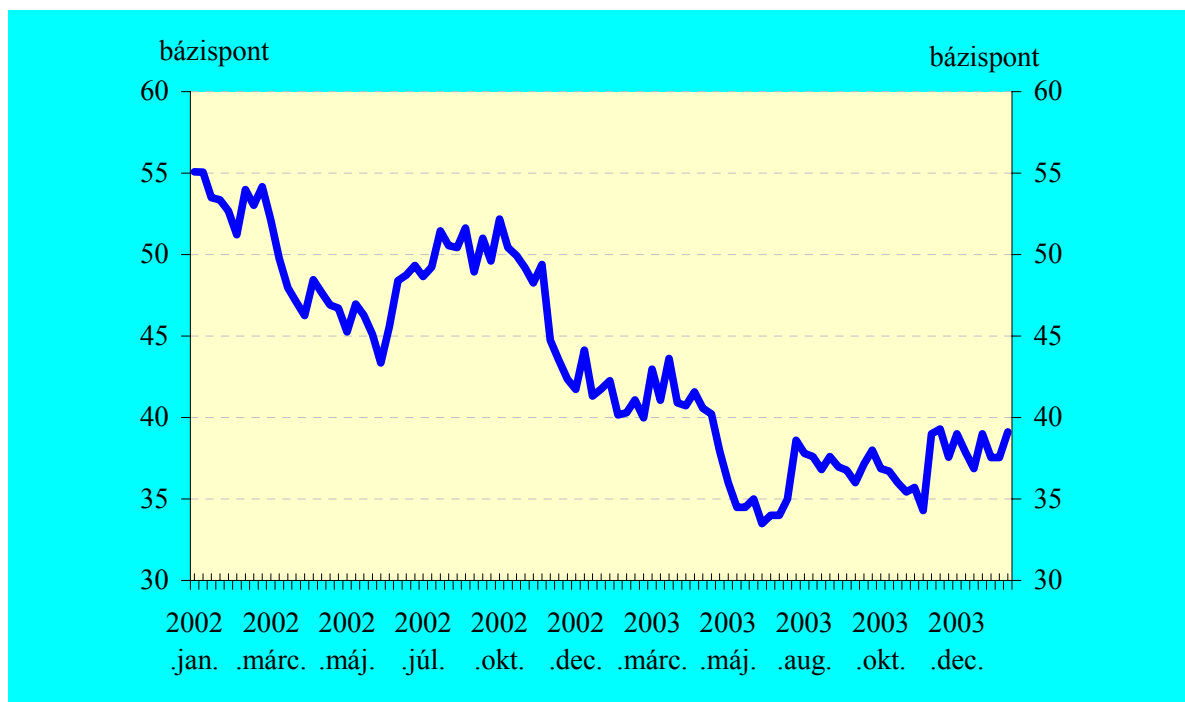
A magyar gazdaságpolitika sajnos tanulságos példát szolgáltatott arra, hogy a politikai felelőtlenség miként képes tetézni a világgazdasági lefékeződés miatt amúgy is jelentkező problémákat. A hitelességvesztés pedig különösen egy, a gazdasági szereplők várakozásainak sikeres orientálására épülő pénzügypolitikai stratégia esetén, mint amilyen egyébként az inflációs célkövetés rendszere, nem éppen kedvező körülmény.

18. ábra: A forint árfolyama 2003 nyara és 2004 február között



Forrás: Magyar Nemzeti Bank honlap (www.mnb.hu)

19. ábra: Magyarország euróban kibocsátott szuverén adósságának kamatfelára a hasonló futamidejű német papírokhoz képest 2002-2003 folyamán



Forrás: Magyar Nemzeti Bank honlap (www.mnb.hu)

Ugyanakkor nem szabad elfogadnunk a túlzottan negatív képet sem a magyar gazdaság elmúlt éveiről. Az utolsó ábra remekül mutatja, hogy a 2003-as esztendő fentiekben részletesen bemutatott hektikus rángatózásai dacára az országhoz tartozó kamatfelár csak marginálisan nőtt meg. Vagyis a fizetőképességünk iránti bizalom nem rendült meg a kaotikusabb pillanatokban sem, ami mindenképpen mérsékelte a „miniválságok” okozta károkat. Mindemellett az összefüggés jó érvet szolgáltat a forint mihamarabbi lecserélése mellett, ugyanis az államháztartásban megjelenő pluszterheket a forint 2003 folyamán megnövekedett árfolyamkockázata miatt kellett kifizetnünk az ezt követő időszakban.

Végezetül egy olyan gazdaságpolitikai dilemmára hívjuk fel itt újra a figyelmet, amelyet a monetáris stratégia kapcsán már korábban is jeleztünk írásunkban. Az IT rendszer 2001-es magyarországi kialakításakor nem vették kellőképpen figyelembe, hogy még egy ilyen széles sávú rendszer mellett is előfordulhat, hogy az inflációs célkitűzés, valamint az árfolyamrendszer fenntartása konfliktusba kerülhet egymással, ami végül is bekövetkezett hazánkban. Pont az ilyen, könnyen bizalomvesztéshez vezető szituációk elvi kizárása érdekében a legtöbb IT rendszer szabad vagy menedzselt lebegtetés mellett működik. Ezt az inkonzisztencia problémát ráadásul kiélezte, hogy az MNB egészen 2003 végéig rendszeresen egy szűkebb sávot is kommunikált, amelyet összhangban lévőknek deklarált az inflációs célkitűzéssel. Ennek háttérében persze az a logikus fejlemény áll, hogy Magyarországon a kamattranszmisszió köztudottan gyenge, és az áremelkedési ütemet igazán csak az árfolyam segítségével lehet kordában tartani. A kettős célrendszer ugyanakkor gyakori és éles kamatrángásokhoz és erősebb volatilitáshoz vezetett az elemzett időszakban (*Gáspár [2003]*).

4.3.5. Következtetések

Disszertációnknak ebben a fejezetében a kelet-közép-európai országok árfolyampolitikáját vettük górcső alá a monetáris unióra való felkészülés tükrében. A régió országainak árfolyamrendszer választásait és ezek dinamikáját megpróbáltuk elhelyezni a modern árfolyamelmélet eredményei, valamint egy globális trend keretei közé, utóbbit bipoláris álláspontként szokás azonosítani. Az a folyamat, amely az elmúlt évtizedben az árfolyamrendszereket egyrészt a szigorúan rögzített, másrészt a szabadon lebegő sarokmegoldások felé terelte, egyértelműen érzékelhető a kelet-közép-

európai új tagállamok között is, ami elsősorban azt jelentheti számunkra, hogy az eurózónás csatlakozásra történő felkészülésnek több elképzelhető útja és logikája lehet.

Részletesen bemutattuk a Balassa-Samuelson hatás felvetette közgazdasági problémákat, amelyek egyelőre nem látszanak leküzdhetetlennek akadálynak a régió országai előtt. Bár korábban úgy tűnt, hogy borítékolhatóan komoly vitákat és nehézségeket fog okozni elsősorban a visegrádi országok számára ez a faktor, az egyre szakszerűbb empirikus kutatások végeredményben elegendően kicsinek tartják ahhoz, hogy ne hátráltassa túlzottan a nominális konvergenciakritériumok teljesítését az euróaspiráns államokban. Fontos ezen a ponton is hangsúlyozni, hogy a BS-hatás egy egyensúlyi jelenség a felzárkózási pályán, vagyis nem a tranzíciós folyamat vagy a reálkonvergencia egyik nemkívánatos mellékhatásaként interpretálandó, amit el kellene mesterségesen fojtani gazdaságpolitikai eszközökkel. Következésképpen, mind a nontradable szektor relatíve gyorsabb áralkalmazkodásából fakadó strukturális többletinfláció, mind a reálárfolyamok felértékelődése a gazdasági fejlődés természetes velejárója, amikkel (de különösen az elsőként említettel) még várhatóan évtizedekig együtt kell élnie a térség országainak.

Az egyoldalú euróizáció opciója is nyitva áll a közép- és kelet-európai államok előtt. Mivel a közgazdasági előny-hátrány mérleg nem mutat egyértelműen pozitív képet az ügyben, véleményünk szerint helyesen jártak el az új tagok, amikor nem bősztítették fel a folyamatosan ellenvéleményét hangoztató hivatalos Európát egy önkényes politikai döntéssel. Ugyanakkor a lépés megfontolandó lehet a makrogazdasági stabilizációs folyamat elején járó és az európai csatlakozástól messze álló kelet- és dél-európai posztoszocialista országok számára, de esetükben is célszerű lenne egy strukturált és az európai intézményekkel egyeztetett folyamat keretében megvalósítani a közös valuta bevezetését hivatalos fizetőeszközként.

A magyar árfolyampolitika közelmúltbeli története is jól illeszkedik a felvázolt globális trendbe, és ebben a folyamatban kell összeegyeztetni egyrészt a nominális konvergencia-kritériumok teljesítéséhez, másrészt a sikeres reálgazdasági felzárkózási szükséges néhol eltérő gazdaságpolitikai intézkedéseket és irányvonalakat. Az elmúlt évek gazdaságpolitikájának elsősorban a választási (kampány)logika felülkerekedésére visszavezethető hibái megnehezítették a közös valuta átvételére elképzelt makropálya végigjárását. Emellett az is egyre biztosabban kijelenthető, hogy nem volt hasznos az inflációs célkövetéses stratégia mellé egy akár széles sávú fix rendszer választani, az inkonzisztenciák kizárására sokkal alkalmasabb lett volna egy a nemzetközi

tapasztalatokkal is inkább összhangban lévő rugalmas árfolyamrendszer. Ha a magyar ERM II tagság kezdete valamilyen okból kitolódik a közeljövőben a jelenlegi tervekhez képest, akkor mindenképpen megfontolandó lehet a köztes időszakban egy menedzselt lebegtetés bevezetése a pénzügypolitika számára.

4.4. Az eurózónás csatlakozás időzítése

A magyar és más közép-kelet-európai országok gazdaságpolitikái előtt álló egyik legaktuálisabb kihívás az európai közös valuta átvételére való felkészülés, különös tekintettel az euró bevezetési időpontjának meghatározására. A jelen alfejezetben ennek a komplex kérdéskörnek a közgazdasági és politikai gazdaságtani elemzését végezzük el a növekedési hatásokra összpontosítva, mindvégig térségi összefüggésben tárgyalva a hazai trendeket. A következőkben tehát sorra vesszük az euró bevezetési időpontjának meghatározása, illetve a lépés esetleges halogatása melletti szokásos érveket és ellenérveket, valamint összehasonlítjuk a térségben választott menetrendeket. Az elméleti összefüggések és a nemzetközi tapasztalatok alapján a magyar gazdaságpolitika számára megfogalmazott normatív ajánlásokkal zárjuk fejtegetéseinket.

4.4.1. A bevezetési időpont meghatározása

A közös valuta átvételére szolgáló gazdaságpolitikai stratégia lefektetéséhez elengedhetetlen az euró közgazdasági előnyeinek és a hátrányainak az alapos tisztázása. A közös valuta növekedési hatásaival kapcsolatban kétféle, ellentétes előjelű tényezővel célszerű számolnunk. Egyrészt az euró átvétele növekedésösztönző hatásokkal bír, vagyis a hosszú távú potenciális kibocsátás emelkedésével kalkulálhatunk az eurózónához újonnan csatlakozott gazdaságokban. Másrészt ugyanakkor már a felkészülés során a szigorú feltételek teljesítése növekedési áldozatokkal is járhat, illetve a későbbiekben makrogazdasági költségei lehetnek a valutaövezeten belüli aszimmetrikus sokkokhoz való megnehezült alkalmazkodásnak, ami a gazdasági teljesítmény növekvő ingadozásában manifesztálódhat.

4.4.1.1. Az euró átvételének előny-hátrány mérlege

A közös valuta átvételének előnyeit és hátrányait illetően referenciaként a Magyar Nemzeti Bank munkatársai által készített rendkívül alapos, és az egész térségben hivatkozási példaként szolgáló tanulmánykötettel célszerű kezdenünk a tárgyalást, amelyben számba vették, illetve megbecsülték az összes lehetséges közgazdasági vonatkozást (*Csajbók – Csermely* [2002]). A valutaövezetbe való csatlakozás hatásainak „közös nevezőjének” azt választották, hogy mennyivel járulhatnak hozzá hosszú távon tekintve (20 éves időhorizont) a reálkibocsátás növekedéséhez. Végeredményben 0,6-0,9 százalékponton teszik a jegybanki szakértők az euró jelentette addicionális növekményt a GDP üteméhez, amely összességében jó pár évvel le is rövidítheti az európai átlaghoz való felzárkózás évtizedeit. A hasznok döntő többsége egyrészt abból fakad, hogy az európai tagországokkal folytatott kereskedelmünk és a velük lebonyolított tőkebefektetések, illetve hitelkapcsolatok bővülni fognak a devizapiaci tranzakciós és konverziós költségek, valamint az árfolyamkockázat eltűnésével. Másrészt a „monetáris stabilitás európai övezetében” mind az állam, mind a vállalati szektor kisebb reálkamatlábakkal és ebből következően kedvezőbb finanszírozási környezettel számolhat¹⁶³.

Borowski [2004] Lengyelországra elvégzett előzetes költség-haszon elemzése hasonlóan pozitív, de kisebb mértékű eredményre jutott: a szakértő az euró bevezetésének összességében 4-7%-os számszerűsíthető többletet tulajdonít a lengyel GDP szintjében, amelyet várhatóan akár meg is sokszorozhatnak a közös valuta jelentette gazdasági-politikai-társadalmi stabilitás mennyiségileg nehezen megragadható hatásai. *Schadler és társai* [2005] egyébként is arra hívják fel a figyelmet összefoglaló tanulmányukban, hogy a növekedési hatásokról szóló becslések bár eltérő nagyságrendű eredményre vezetnek, abban mégis közösek, hogy Varsó esetében sokkal kisebb (jellemzően feleakkora) növekedési többletet mutatnak ki. Ennek hátterében egyértelműen a lengyel gazdaságnak a régió többi országához képesti viszonylagos zártsága áll, vagyis kisebb ösztönző hatással bír a valutaunió kereskedelemteremtő

¹⁶³ A csatlakozó államok államháztartása nem csak az adósságszolgálati terhek mérséklődése révén profitálhat a közös valuta bevezetéséből, ugyanis a megnövekedett kibocsátási ütem még változatlan adóterhelés mellett is számottevő kormányzati többletjövedelmet generálhat. A bevételnövekmények várhatóan bőségesen kompenzálják a költségvetést az új tagállamok számára prognosztizált enyhe seigniorage csökkenése miatt.

hatása¹⁶⁴. A pozitív eredőjű becsléseket árnyalandozó *Erdős* [2003] (436-455. o.) amellel érvel, hogy kellő óvatossággal szabad csak kezelnünk az ismertett eredményeket, ugyanis – ahogy azt korábban az Andrew Rose elindította vita ismertetésekor jeleztük – nem biztos, hogy a közös valuta átvétele az idézett számításokban feltételezett mértékű kereskedelebővülést von maga után. Másrészt a beruházások kamatrugalmasságának a térség országaiban hagyományosan alacsony foka miatt túlzottan optimistának tartja a reálkamatok csökkenésének növekedésösztönző hatására vonatkozó becsléseket.

A közös valutától várható növekedési hatások kapcsán *Gern és társai* [2004] ugyanakkor azt hangsúlyozzák, hogy az előnyök forrását nem pusztán az euró átvétele, hanem a hozzá vezető út során megkövetelt fegyelmezett és konzisztens új tagállambeli gazdaságpolitikák jelentik. A fiskális konszolidációt és a hosszú távon is hiteles lépéseket még rövid távon sem helyettesítheti a monetáris uniós tagság kivívása. A túlzott optimizmus a makrojövedelmi többleteket illetően tehát nem megalapozott, az eurózónás csatlakozás inkább abban segíthet, hogy berögzítsék (*lock in*) a posztszocialista országok a tranzíciós folyamat során eddig elért stabilitási és átalakulási eredményeket.

A számszerűsíthető előnyök jellege egyébként is arra figyelmeztethet bennünket, hogy magának az európai uniós tagságunknak a legfontosabb gazdasági hozadékát sem a Brüsszelből érkező támogatásokban kell látnunk, hanem abban, hogy a magyar üzleti szféra az egységes piacba ágyazottan hatékonyabban használja fel az erőforrásait és versenyképessége nő a világpiacon. A nettó költségvetési kedvezményezettségünk mértékéről a csatlakozásunk óta folyó számháborút figyelve könnyen az a benyomásunk keletkezhet, hogy az említett dinamikus tényezőkről elég sokan hajlamosak megfeledkezni, és csak a strukturális és kohéziós alapok pénzeinek lehívására szűkítik le a potenciális hasznokat. Következésképpen az új tagállamok európai politikájának fókuszába a rövid távú bevétel-maximalizálási stratégia helyett az uniós szabályok piaci átalakítása kell, hogy lépjen, ez ugyanis sokkal inkább egybeesik a régió hosszú távú érdekeivel (*Csaba* [2005b]).

¹⁶⁴ Bár az empirikus becslések között vannak különbségek, az eredmények teljesen összhangban vannak az elméleti irodalomban szereplő modellek tanulságaival: annál többet nyer egy ország a kulcsvaluta átvételével minél nyitottabb áru- és tényezőpiacokkal jellemezhető és minél beágyazottabb a gazdaság a megcélzott valutaövezetben, illetve minél rosszabb inflációs teljesítménnyel és hitelességgel rendelkezik a monetáris hatósága (lásd például: *Alesina – Barro* [2002]).

Grubel [2005] (515-522. o.) a fentebb említett gazdaságösztönző hatások mellett a monetáris egységesülés kis országokat érintő további, nehezen kvantifikálható hasznait sorolja fel, amelyekről a kevéssé megragadható karakterük miatt a szakirodalomban gyakran megfélekednek a szokásos előny-hátrány mérlegek megvonásakor. Ezek a hatások intézményi jellegűek, és abból fakadnak, hogy a valutaunió létrehozásakor a résztvevő kis országok monetáris politikáját egy nagy ország, vagy egy közösen megalapított szupranacionális szervezet (mint amilyen az EKB) gyakorolja. Egyrészt a jelentős országok központi bankjai, illetve a nemzetek feletti intézmények sokkal jobban képesek ellenállni a mindig fel-felerősödő politikai nyomásgyakorlásnak, a választási szempontok érvényesülésének, mint egy kisebb ország hatóságai. Az intézményi kérdésekről szóló alfejezetben bizonyítottuk, hogy ez az összefüggés még akkor is igaz, ha az érintett államban a monetáris integráció elindulása előtt a törvényi szabályozás *de jure* szavatolja a jegybanki függetlenséget. Másrészt a nagyobb méretű jegybankok sokkal inkább rendelkeznek az optimális döntések meghozatalához szükséges tudományos, módszertani és pénzügyi erőforrásokkal, mint apróbb társaik. Következésképpen jobb minőségű és szakmailag megalapozottabb monetáris politikára lehet számítani egy jelentékeny méretű és professzionálisabb központi banktól, amely fejleményt mindenképpen a valutauniók melletti újabb érvként kell elkönyvelnünk.

Ahogy azt a GMU jelenlegi tagjainak esetében is hangsúlyoztuk, minél összehangoltabbak az új tagok üzleti ciklusai eurózónáéval, annál kisebb költséggel jár a monetáris autonómia elvesztése a KKE-országok számára. Ezért a jelenleg is kimaradó országok (Dánia, Anglia, Svédország), illetve a posztoszocialista csoport esetében is kiemelkedő figyelmet kap a valutaunió potenciális kereskedelemnövelő hatása, illetve az optimális valutaövezet endogenitásának kérdése. A kereskedelem bővülésének léptéke továbbá azért is perdöntő jelentőségű a monetáris unió közgazdasági értékeléséről szóló vitában, mert a forgalomra gyakorolt hatások nagyságrendje alapvetően befolyásolja az egységes valutától remélhető hasznok mértékét, adott esetben elhomályosítva az egyéb szokásosan említésre kerülő megfontolásokat az előny-hátrány mérleg megvonásakor.

A kelet-közép-európai országok üzleti ciklusainak szinkronizáltságával kiterjedt empirikus irodalom foglalkozik, amelyet a nyilvánvaló gazdaságpolitikai vonatkozásokon kívül az is ösztönözhet, hogy a régió a közgazdaságtudományban ritka lehetőséget kínálva az endogenitási hipotézis szinte természetes vizsgálati

laboratóriumát biztosítja. *Darvas – Szapáry* [2004] korábban már idézett kutatása¹⁶⁵ az új tagállamokon belül is több csoportot különít el az együttmozgás intenzitása szerint. Magyarország, Lengyelország és Szlovénia esetében magas fokú pozitív korrelációról beszélhetünk, ami ráadásul megközelíti az eurózóna magországainak hasonló mutatóját. Csehország és Szlovákia már kisebb mértékű összehangoltságot mutat, míg a balti államok esetében nem is található statisztikai összefüggés a konjunktúrális hullámválásban. Ez utóbbi szinkronhiányt elsősorban az eurózóna magjával hagyományosan kevésbé együttmozgó orosz és a skandináv piac kiemelt szerepével magyarázzák a szerzők. A GDP komponenseit (fogyasztás, beruházás) illetően azonban sokkal nagyobb divergenciákat találtak a szerzők, mint a kibocsátás fentebb összefoglalt eredményei. A tanulmány végkövetkeztetése szerint ugyanakkor a feltárt eltérések várhatóan rohamosan tovább csökkennek majd a valutauniós tagság elnyerése után, vagyis ezek nem indokolják a monetáris szuverenitás megőrzésére törekvést¹⁶⁶.

Horváth – Rátfai [2004] egy közvetettebb megközelítést alkalmazott a frissen csatlakozott gazdaságok eurózóna-érettségének a vizsgálatához: az exogén sokkok jellegét vizsgálta a kelet-közép-európai országcsoport és az GMU összteljesítményének jelentős részét adó triász (Franciaország, Németország, Olaszország) között. Az eredményeik kevesebb optimizmusra adnak okot az új tagok zökkenőmentes valutauniós életét illetően: a referenciacsoporthoz képest eltérő fázisú, idioszinkratikus sokkok figyelhetők meg mind a keresleti, mind a kínálati oldalon. Egy monetáris unióban az aszimmetrikus sokkok intenzív jelentkezése esetén pedig maradnak azok a csatornák az alkalmazkodáshoz (ár- és bérflexibilitás, tényezőmobilitás, fiskális transzferek), amelyekről a korábbiakban már beláttuk, hogy az Európai Unióban nem igazán működnek. Ugyanakkor az aggodalmat részben csökkentheti, hogy az eurózónától eltérő sokkok ellenére az üzleti ciklusok összehangoltsága növekvő tendenciát mutat. Ezzel a jelenséggel összefüggésben *Fidrmuc – Korhonen* [2003] kiemeli a szlovén gazdaság példáját, amit az elmúlt évtizedben az eurózónától jelentősen eltérő külső sokkok érték a kínálati és a keresleti oldalon egyaránt, ennek ellenére folyamatosan erősödő pozitív korrelációt mutat a GMU tagokkal. Ráadásul

¹⁶⁵ Az új tagállamok esetében az 1993-2002 közötti időszakot vizsgálta az elemzés, felbontva azt két azonos hosszúságú alperiódusra: 1993-1997 és 1998-2002.

¹⁶⁶ Hasonló eredményekre jut *Korhonen* [2003] elemzése is, aki a legsűrűbben (havi rendszerességgel) rendelkezésre álló ipari termelési adatok korrelációját vizsgálta a tranzíciós országok és az eurózóna között. A kutatás eredményei alapján az élvonalos új tagállamok feldolgozóipari teljesítményének szinkronizáltsága elérte, vagy néhány esetben felül is múlta az összehasonlításra kijelölt 3 periférikus helyzetű valutauniós ország (Görögország, Írország, Portugália) megfelelő mutatóit.

Babetskii [2005] kutatása alátámasztja, hogy az új tagországokban regisztrálható keresletoldali sokkok konvergenciája nőtt a csatlakozási folyamat során, és 2004-re elérték a déli és északi periférikus helyzetű államok (Írország, Portugália, Spanyolország) szintjét. A keresleti oldalon tapasztalható együttmozgás erősödése részben igazolja az endogenitási tételt: a kereskedelmi forgalom határozott felfutására vezeti vissza az elemzés a szimmetria növekedését

Az egységes monetáris politika eredményessége vonatkozásában az a kérdés is releváns, hogy mennyire kezelhetőek egységes csoportként az új tagországok. *Benczúr – Rátvai* [2005] kiterjedt empirikus vizsgálatot végzett el a tranzíciós országok adatain. Az elemzett mintából a 2004 májusában csatlakozott poszt-socialista államok konjunktúraciklusai eléggé szinkronizáltak mutatkoznak, továbbá a gazdasági tevékenység hullámozása hasonló szerkezetű, mint a fejlett államokban, míg az aggregált adatok szórása nagyobb azoknál. Ez utóbbi jellemző viszont teljes mértékben magyarázható az új tagállamok feltörekvő piaci jellegével. Összességében a növekedési dinamika hasonlósága megkönnyíti annyiban a monetáris unióba integrálódás folyamatát, hogy az összecsengő üzleti ciklusok miatt egy blokként kezelhető a 8 új kelet-közép-európai uniós tagország.

Az empirikus irodalomban található eddigi eredmények talán úgy foglalhatók össze, hogy az új tagállamok esetében egyértelműen növekvő szinkronizáció tapasztalható a GMU-val a gazdasági teljesítményt illetően, a külső sokkok terén kétségtelenül fennmaradt aszimmetriák dacára is. Ez a fejlemény pedig egyrészt arra utal, hogy a KKE-térségben is érvényesülni fog az a tézis, hogy az eurózónás tagság elnyerése *ex post* optimális valutaövezetté gyúrja majd a térséget, másrészt azt is implikálja, hogy nem jelent túlzott költséget a monetáris önállóság feláldozása.

4.4.1.2. Az időzítési vita érvei

A növekedési előnyök mihamarabbi learatásán túlmenően az euró gyors bevezetése mellett szól az is, hogy egy, a tőkeáramlások szempontjából is teljesen nyitott ország nem nagyon engedheti meg manapság azt a „luxust”, hogy még hosszú ideig saját valutát tartson fenn (*Vincze* [2004]). A globalizált és deregulált tőkepiacok korszakában valóban költséges és megfontolandó sajátossággá vált az autonóm pénzügypolitika megtartása a kis országok számára. Az elmúlt évtized pénzügyi válságaiból ugyanis leszűrhető az a tapasztalat, hogy nincs olyan gazdaságpolitika,

amely mellett teljesen kizárható lenne egy spekulatív támadás bekövetkezése. Ez persze nem jelenti azt, hogy fegyelmezett és felelős vezetéssel ne lehetne jelentősen csökkenteni a kockázatokat.

Az elmondottak fényében más megvilágításba kerül az a gyakran hangoztatott „ráérősebb tempót” szorgalmazó érv, hogy a saját valuta megtartása nagyobb mozgásteret nyújt az utolérési időszakban bekövetkező külső gazdasági sokkok kezelésére. Emellett a pénzügypolitikai autonómia megőrzése segítséget jelenthet az említett logika szerint az aszimmetrikus sokkok esetén is, amikor a monetáris kondíciók lazításával (árfolyam-leértékelés, kamatlábsökkentés) reagálhat az ország a kedvezőtlen hatásokra, például a világpiaci cserearányok vagy a külpiaci versenyképesség jelentős romlására¹⁶⁷. Meglátásunk szerint ezen véleményeket a monetáris politika hatásosságával kapcsolatban évtizedekkel ezelőttről fakadó és máig élő illúziók táplálják elsősorban, hiszen ahogy a 2. fejezetben már részletesen kifejtettük, a közgazdasági elmélet modern főárama és a közelmúlt gazdaságpolitikai tapasztalata szerves egységben mutat rá arra, hogy a pénzügypolitikai eszközök markánsan megkoptak egy kis, teljesen nyitott tőkepiacú gazdaság életében. Ehhez a felismeréshez kapcsolódik *Maliszewska – Maliszewski* [2005] árfolyamrendszereket érintő empirikus tanulmánya, amely megvizsgálja, hogy mennyire érvényesült a közelmúltban a rugalmas árfolyamok egyik kedvező tulajdonsága, miszerint a gazdasági sokkokat képesek „felszívni” (*shock absorber*), és csillapítani a kedvezőtlen hatásokat. Az elemzés kimutatja, hogy ez az abszorpciós képesség csak reálgazdasági sokkok esetén jut érvényre, ugyanakkor az árfolyam maga is lehetséges forrása lehet a nominális jellegű sokkoknak (*shock generator*), amelynek az esélye nyilván megnő a KKE-térseget átfogóan jellemző akadálytalan pénzügyi piacok és számottevő mértékű portfóliótőke-áramlások mellett.

¹⁶⁷ A gazdaságpolitika mozgástér szűkülésének konkrét jellegével kapcsolatban gyakran keringenek félreértések a szakmai nyilvánosságban. *Andor* [2003b] (115-116. o.) például a monetáris szuverenitás elvesztésének illusztrálására a következő két esetet említi a magyar gazdaságtörténet közelmúltjából: az euró bevezetése után már nem lesz lehetőség olyan egyszeri leértékelésre, mint az 1995. márciusi 9%-os, illetve olyan rendkívüli kamatemelésre, mint az 1998 őszi, ami az orosz válság utórezgéseit volt hivatva csillapítani (itt ráadásul megcsalta a szerzőt az emlékezete, ugyanis ebben az időszakban nem került sor a magyar alapkamat emelésére, sőt semmilyen változtatására sem). A fő gond ezekkel a példákkal az, hogy a közös valuta övezetében – önálló pénz hiányában – nem alakulhat ki az európai partnerországokkal szembeni túlzott reálfelértékelődés problémája, mint ahogyan az 1993-1994 folyamán hazánkban bekövetkezett. Hasonlóképpen az európai valutaunió tagjaként Magyarország sokkal védettebb lesz a feltörekvő piacokat sújtó pénzügyi fertőzésektől, mint amilyenek 1997-1998-ban bizonyultak a deviza-és értékpapírpiacaink.

A fentiek tudatában már kevésbé egyértelmű, hogy ilyen csekély befolyásoló erőért érdemes lenne-e egy viharosnak ígérkező hosszabb időszakban – akár az ERM II-es tagság elhúzódnásának kockáztatásával – kitenni a hazai gazdaságot egy potenciálisan pusztító erejű spekulatív támadás veszélyének (Neményi [2003]). Ezt az argumentációt erősítve Rostowski [2003] arra mutatott rá, hogy a térség országainak a lendületes növekedési ütemen nyugvó konvergenciapályája még a szokásosnál is nagyobb kríziseket okozhat. A gazdasági teljesítmény felzárkózása ugyanis csak jelentős külföldi tőkebevonással finanszírozható, ami a makrogazdasági összefüggéseknek megfelelően a folyó fizetési mérleg tartósan magas hiányával járna együtt. Ez a jelenség egyrészt igencsak hajlamossá tenné az új tagállamokat, hogy akár a feltörekvő piacokkal kapcsolatos zavarok, akár a globális pénzpiaci kockázati étvágy csillapodása miatti hirtelen leállások a tőkeimportban (*sudden stops*) szinte biztosan pénzügyi válsággá súlyosbodjanak. Másrészt a külső finanszírozási szükséglet hosszú távú jelentkezése miatt a nemzeti valuta fenntartása sokkal merevebb külső fizetésimérleg-korlátot jelentene az utolérési szakaszban, mint amit a stabil valutaunió tagjaként élvezne egy új tagállam.

Az elmondottakat még relevánsabbá teszi az a felismerés, hogy a spekulatív támadások megelőzését nem lehet megnyugtatóan garantálni az új tagállamokban. Gibson – Tsakalatos [2004] rávilágít arra, hogy az euróaspiráns országokban ugyan nem elhanyagolható a makrogazdasági politika fegyelmezetségének és minőségének a tőkevonzó képességre gyakorolt hatása, a fertőzési, átgyűrűzési problémák azonban így sem kizárhatók. A legoptimálisabb politikai keverék sem nyújt ugyanis védelmet egy olyan pénzügyi krízis ellen, amely mögött nem a válság sújtotta gazdaságok közötti reálgazdasági kapcsolatok állnak, hanem az a tény, hogy a szóban forgó országokat a feltörekvő piacok közé sorolják.

A fenti megfontolások ellenében különféle nézőpontokból fogalmazódtak meg azok a vélemények, amelyek a lehető legkorábbi eurócsatlakozásra törekvő terveket kérdőjelezik meg. A Növekedéskutató Intézet szerzőgárdája amellet érvel, hogy a magyar gazdaságpolitika fókuszpontjába a reálkonvergenciát, a mihamarabbi jövedelmi-fejlettségi felzárkózást kell helyezni¹⁶⁸, amely érdekében az állami eladósodást is fel lehet, sőt fel is kell vállalni (Matolcsy [2004]). Ennek a stratégiának

¹⁶⁸ Hasonló szellemű radikális gazdaságpolitikai fordulat mellett érvel Mellár [2005] is, és bár explicit módon nem érinti tanulmányában az euró bevezetésének időzítését, a javasolt kereskedelmi és tőkepiaci protekcionizmussal ötvözött aktivista költséges irányvonal valószínűsíthetően szintén ellehetetlenítené az államháztartás szükséges konszolidációját.

az eredményeképpen csak jóval 2010 utáni közös valutát lehet valószínűsíteni. A koncepció kétségkívül rendelkezik vonzerővel, hiszen valóban komoly beruházási elmaradás van az euróaspiráns országokban a fizikai és a humán infrastruktúra területén, de ezt a tetszetős jelleget mindenképpen felülírják a gyenge pontjai. Először is, az állami gazdaságfejlesztés sikeressége nem bizonyított sem elméleti, sem gazdaságtörténeti alapokon, másodsor a javasolt politika nem oldja fel a pénzügyi válságok veszélyére vonatkozó felvetést, ráadásul a tudatosan felvállalt állami adósságfelhalmozási stratégia még fokozná is az érintett piacok sebezhetőségét. Harmadszor további ellenérvként említhető, hogy az adósságfelhalmozást – amit a jelen és a jövő közötti társadalmi intertemporális választásként célszerű közgazdaságilag értékelnünk – akkor tarthatjuk racionálisnak, ha a döntés háttérében érvényesülő időpreferencia rátája (a jelenbeli felhasználás „belső kamatlába”) ismert és összevethető az adósságcsökkentés pozitív hatásaival. *Benczúr és társai* [2003] számításai szerint a fiskális megtakarítás makrogazdasági reálhaszna éves szinten egy felzárkózó ország esetében megközelíti a 20%-ot, amivel nagyon kevés beruházási opció dicsekedhet, vagyis még állami felhalmozási célokra is erősen kétségesnek tűnik ez alapján újabb hitelek felvenni. Az idézett tanulmány végkövetkeztetése szerint a politikai elitnek a társadalmilag optimálisnál rövidebb időhorizontja, vagy a közvélemény információhiányát kihasználó populisták jóléti programok magyarázhatják csak ilyen megtérülési környezetben az államadósság növelését célzó terveket.

Az előző felvetéshez kapcsolódik részben a növekedési áldozatok érve, amely szerint az euró bevezetéséhez szükséges kritériumok teljesítése olyan megszorításokat és ezzel együtt járó teljesítmény-visszafogást követel meg az új tagállamoktól, amelyek a fejlettség ezen fázisában túlzottak és önmagukban elégségesek a közös valuta mihamarabbi bevezetését célzó törekvések aláaknázásához¹⁶⁹. *Antal László* [2004] (276-286. o.) a közelmúltban publikált monográfiájában – bár nem foglal el egyértelmű álláspontot az időzítési vitában – enyhén szkeptikus a sietős átvételre törekvő stratégia optimalitását illetően. Érvelésében felidézi, hogy az új tagállamok ár- és bérszerkezete jelentősen eltér a fejlett uniós országokétól, valamint további óvatosságra kell intsen az, hogy egy világgazdasági sokk a felkészülési időszak során felnagyíthatja a növekedési

¹⁶⁹ Tanulságos feleleveníteni a magyar gazdasági-üzleti élet egyik meghatározó alakjának, több nagyvállalkozói érdekvédelmi szervezet és korporatív testület vezetőjének, Demján Sándornak a véleményét ebben a kérdésben (*Tóth L.* [2005] 12. o.): „*Nem tartanám tragédiának, ha nem 2010-ben vezetnénk be az új pénzt. Nem ez a legfontosabb, hanem a növekedés és a felzárkózás. Ha ezt gátolja az eurókritériumok teljesítése, akkor az előbbinek adnák elsőséget.*”

ütemben mutatkozó lemorzsolódásokat. A potenciálisan számottevő kibocsátási veszteség miatt pedig nem javasolt „erőszakolt” fiskális és monetáris politikai beavatkozásokkal felgyorsítani a maastrichti kritériumok irányába a nominális konvergenciát.

Csaba [2005a] (198-200. o.) a súlyos áldozatokat vitatva rámutat arra, hogy az infláció leszorításának és a fiskális konszolidációnak a növekedési ütemet hűtő vonatkozásai csak zárt, és rigid munkaerő- és termékpiacokkal jellemezhető gazdaság esetén elkerülhetetlenek, a nyitott és rugalmas kis országok az exportjuk bővítésével és szerkezetváltással kompenzálhatják a rövid távon jelentkező negatív hatásokat, vagyis a kelet-közép-európai országokban egyáltalán nem törvényszerű a visszaesés bekövetkezése. Ráadásul a folyamat végén a világpiacon versenyképesebb termék- és szolgáltatásstruktúra alakul ki, nem egy, az állami megrendelésektől függő és azokat hajtató vállalati szektor. Tovább gyengíti a növekedési áldozatokat citáló érvelést az az összefüggés, hogy a költségvetési konszolidációra mindenképpen szükség van a tranzíciós országok jelenlegi államháztartási helyzetében, függetlenül a közös valuta bevezetésére vonatkozó terveiktől. *Győrffy* [2005b] meggyőzően bizonyítja, hogy a nyitott tőkepiacok mellett a makroökonómiai sebezhetőség kialakulásában meghatározó a fiskális tényező szerepe a gazdaságtörténeti tapasztalatok alapján, ezért egy felelős gazdaságpolitika nem halogathatja hosszasan a kiigazítás-sorozat megkezdését. Az elmúlt bő egy évtized pénzügyi kríziseire gondolva azt is mondhatjuk, hogy az állami gazdálkodás és a szociális rendszerek átfogó reformja nem is elsősorban a közös valutára való sikeres felkészülés miatt elengedhetetlen, hanem a KKE-gazdaságok zavartalan fejlődésének biztosítása érdekében.

A gyors csatlakozásra törekvő stratégiát egy másik szempont szerint azzal is meg lehet kérdőjelezni, hogy túlzott áldozati ráta mellett lehet csak sikeresen dezinflálni az új tagállamokban. Az extern inflációs többlet minél kisebb makrogazdasági veszteségekkel való kezelése érdekében *Dombi* [2003] az euró bevezetésének elméletileg optimális időpontját Magyarország esetében a 2011-el kezdődő évtized középső harmadára teszi. Ezt a megfontolást ugyanakkor erőteljesen gyengíti, hogy ennek az extra inflációs nyomásnak a strukturális komponenséről, a Balassa-Samuelson hatásról már az előzőekben beláttuk, hogy nem okoz már rövidebb időhorizonton sem komoly problémát. A jelenség másik összetevője, a fogyasztói árszerkezet (a relatív árak) uniós konvergenciája pedig önmagában szintén nem lehetetleníti el a vonatkozó

maastrichti előírás ütemes teljesítését. Következésképpen – bár kétséget kizáróan figyelembe kell venni a dezinfláció növekedési hatásait az eurózónás menetrend lefektetésénél – ezen az alapon sem lehet meggyőzően érvelni a közös valuta átvételének közel egy évtizeddel történő kitolása mellett.

Andor [2003a] álláspontja szerint alternatív opciókat is érdemes tanulmányozni az egységes valutaövezethez történő csatlakozás mellett, nem helyes történelmileg determinált végső célként értelmezni az euróövezetet. Megfontolandónak tartja például egy a visegrádi országok szorosabb pénzügy-politikai együttműködésén alapuló Közép-Európai Monetáris Rendszer gondolatát (*i. m. 49-50. o.*). Habár a közös pénz létrehozásának története valóban nem csak mint teleologikus folyamat értelmezhető, a jelenlegi helyzetben az új tagállamok számára nincs igazán se mozgástér, se meggyőző közgazdasági indok valamiféle regionális kooperáció megalakítására, illetve a valutaövezetből való kívülállásuk tartósítására. Ráadásul maguk az érintett társadalmak is arra törekszenek, hogy az euró átvételével teremtsék meg gazdasági-monetáris stabilitásukat a belátható jövőben.

Felmerült az a dilemma is, hogy a gyors csatlakozás megnöveli annak az esélyét, hogy fundamentálisan elhibázott (túl erős vagy túl gyenge) árfolyamon rögzítjük irreverzibilisen a közös pénzhez a hazai valutát. Ennek kapcsán leggyakrabban az 1990-es német valutauniót szokás elrettentő példaként megemlíteni, ahol az akkoriban politikailag rendkívül népszerű 1:1-es átváltási arányból fakadó kegyetlen alkalmazkodási terheket még másfél évtized után is nyögi a keleti tartományok vállalati szektora. Erre reagálva *Oblath* [2003] szellemesen emlékeztetett arra, hogy ez a veszélyforrás valós ugyan, de nincs sok köze az euró bevezetésének időzítéséhez. A hazai és az európai döntéshozók bölcsességére és szakmai kompetenciájára van elsősorban szükség a reális középárfolyam meghatározásánál, amelyet később a piaci szereplők is fenntarthatónak ítélnék meg¹⁷⁰.

Természetesen vannak olyan megfontolások is a vitában, melyek túlmutatnak az új tagországok szűkebben értelmezett gazdasági felkészülési folyamatán¹⁷¹. Az első annak észrevétele, hogy a gazdasági tényezők mellett talán túl csekély figyelmet kapnak az eurózóna vonatkozásában a társadalomlélektani megfontolások, pontosabban a

¹⁷⁰ Nem árt felhívni a figyelmet arra sem, hogy a paritásról szóló döntés valószínűleg már az ERM II belépés esetén megszületik, hiszen jó esetben – a meghirdetett csatlakozási programot hitelesnek tartva – a piaci jegyzések szinte automatikusan konvergálni fognak az árfolyam-mechanizmus középtéréhez.

¹⁷¹ Az ezen tárgykörben felvetődő kérdésekkel is foglalkoztak az előadók egy 2003 őszi debreceni tudományos konferencián, a részletes beszámolóhoz lásd: *Jankovics* [2004b].

gazdasági szereplők (kormány, munkaadók, munkavállalók) egyfajta „stabilitási kultúrájának” kialakulása. Nagyon nehéz, sőt szinte lehetetlen pontosan meghatározni, hogy mikor tekinthető érettnek egy társadalom a közös valutára, néhány példával azonban illusztrálható a kérdés. A munkaadók nem akarnak versenyképességét növelni kizárólag a nemzeti valuta leértékelése melletti lobbizással, amelynek hatásossága egyébként is megkérdőjelezhető (*Oblath – Pénzes* [2004]). A munkavállalók visszafogott bérköveteléseket fogalmaznak meg, és elfogadják, hogy a bérfolyamlat mértéke nem szakadhat el a termelékenység-növekedés ütemétől. A kormányzat pedig fegyelmezett költségvetési politikát folytat, és nem próbálja inflatorikus intézkedésekkel helyrehozni a fiskális lazaság okozta feszültségeket. Megvannak ugyanis a veszélyei annak, ha a stabilitás kultúráját a szigorú pénzügypolitika kényszeríti ki felülről, ugyanis ebben az esetben nem lesznek tartósak, nem szervesülnek a magatartásváltozások. Sokkal kedvezőbb, ha a gazdasági szereplők önmaguk hibáiból tanulva, spontán módon, saját hosszú távú érdekeiket felismerve kötelezik el magukat a stabilitás mellett. Ezt a folyamatot elősegíthetik a megfelelő érdekegyeztetési mechanizmusok és intézmények, illetve ideális esetben egy átfogó kereteket biztosító társadalmi-gazdasági megállapodás a szociális partnerek között¹⁷². Egy ilyen középtávú, az euró bevezetéséig szóló paktum nagyban megkönnyítheti a kritériumok teljesítését, és kiszámíthatóvá teszi a makrogazdasági pályát nemcsak a külföldi befektetők, hanem a hazai gazdasági szereplők számára is.

Egy másik mérlegelendő tényező a kritériumok teljesítése mellett annak tudomásul vétele, hogy az adott ország erőfeszítései mellett legalább olyan fontos szerep jut az eurózóna fogadókészségének is¹⁷³, analóg módon az EU-csatlakozási folyamathoz – ahol ugyan természetesen fontos volt, hogy a tagjelöltek milyen ütemben

¹⁷² Átfogó szociális paktum megkötésére egyébként több uniós államban is sor került a közelmúltban, az euró vonatkozásában a legismertebb és talán legtanulságosabb történet az ír és a görög megállapodásé. Az elképzelés indoklásával és szerepével a konvergenciafolyamatban részletesen foglalkozik *Bartha és társai* [2003] tanulmánya, továbbá hazánk esetéről lásd az ötletet a közelmúltban újra felvető *Oblath* [2002], valamint *Bruszt és társai* [2003] vitacikkeit.

¹⁷³ Ennek a szempontnak az érvényesülésére szemléletes példát adott a 2006 májusi szigorú európai bizottsági és európai jegybanki értékelés Litvánia inflációs teljesítményéről. A döntésnél mérvado 2005 és 2006 márciusa közötti időszakban litván inflációs ráta 2.72%, míg két tizedesjeggyel kalkulálva a vonatkozó referenciaérték 2.66% lett volna. A szabályok szerint ugyanakkor a referenciaérték számítása során mindvégig egy tizedesjegyre kell kerekíteni el a komponenseket, így a hivatalos viszonyítási pont 2.6% lett, aminél 0.1%-kal nagyobbak bizonyult a litván adat. A történet érdekessége, hogy ha netán 15 éve úgy írják elő a protokollt, hogy csak a végén kell egy tizedesjegyre kerekíteni, akkor Litvánia pont teljesítette volna az inflációs kritériumot. A teljes képhez ugyanakkor az is hozzátartozik, hogy a hivatalos uniós Konvergenciajelentés az alacsony litván áremelkedési dinamikával kapcsolatos fenntarthatósági kockázatokat is problémaként jelölte meg (*EB* [2006b]).

harmonizálják jogrendszerüket a közösségi normákkal, de emellett a végső döntést az európai országok állam- és kormányfői hozták meg – az euró bevezetéséhez is szükség lesz a jelenlegi tagállamok további elkötelezettségére a keleti bővítés mellett. Ehhez kapcsolódóan mindenképpen negatív fejleménynek tekinthető az európai alkotmányos szerződés 2005 kora nyári francia és holland elutasítása, amely alaposan felkavarta az uniós országok közvéleményét, és felerősítette az euroszkepticizmust szinte minden vonatkozásban. Felmerült többek között a monetáris unióból történő önkéntes kilépés alternatívája néhány ország számára, és az EMU akár teljes dezorganizálódásának veszélye is megjelent a horizonton. A régió országai számára nem is kell különösképpen bizonygatni a problémakör fontosságát, tekintve, hogy minden valószínűség szerint az elkövetkező fél évtizedben a gazdaságpolitika egésze a közös pénz bevezetésének feltételeiről és időzítéséről fog szólni. Az euró esetleges eltűnésével szilárd horgony és hosszú távú célok nélkül maradna az új tagállamok gazdasági-pénzügyi szférája, ami egyben azt is jelentené természetesen, hogy még évtizedekig birkózhatnának majd a kis, nyitott országok valutáit a globalizálódó tőkepiacokon visszatérően fenyegető spekulációs rohamok és válságok rémképeivel. A korábbiakban már bizonyítottuk, hogy egyelőre nem értékelhető reális veszélyként az európai valutaunió szétesése, ugyanakkor a folyamatnak lehetnek a témánk szempontjából is lényeges következményei.

Még a 2007-2013 közötti pénzügyi perspektíva (új európai költségvetési keret) elfogadását is átmenetileg megnehezítő válság csillapodása esetén is várható fejlemény, hogy komolyan lecsökken a bővítési étvágy a régi EU-15-kön belül, ami a jelenleg az uniós tagságért (Bulgária, Románia), vagy a csatlakozási tárgyalások megkezdéséért (Horvátország, Törökország), netán a hivatalos tagjelölti státusz elnyeréséért (dél-nyugat-balkáni államok) sorban álló aspiránsok mellett kihathat az új tagállamok eurózónás csatlakozási szándékaira is. A fogadókészségre pedig eddig is nagy szükség volt az európai valutaunió létrejöttékor, gondoljunk csak az adósságrátára vonatkozó feltétel rugalmas értelmezésének fontosságára az eurózóna 1999-es elindulása előtt. Mindent összevetve nem elképzelhetetlen, hogy az euró átvételére a térségben kitűzött céldátumok eléréséhez nem csak a saját házi feladatukkal, vagyis a maastrichti konvergencia-kritériumok teljesítésével, hanem egy elbizonytalanodott, befelé forduló nyugat-európai uniós tömbbel is meg kell majd küzdenie a régió gazdaságpolitikai vezetéseinek a közös pénz átvételéhez szükséges döntések elfogadtatásánál. Ez a fejlemény remélhetőleg még fegyelmezettebb magatartásra és pénzügyi gazdálkodásra

készíti a visegrádi államokban az érintett eliteket, különösen azért, mert egyelőre úgy tűnik, hogy már rögtön az első feladvány kifogott rajtuk.

A fentebb elmondottak azért is érdekesek, mert az európai intézményekkel való rendezett kapcsolatoknak, illetve az új tagállamok egymás közötti zökkenőmentes együttműködésének a jelentősége meg fog erősödni a felkészülés utolsó szakaszában. Ezt találóan illusztrálja *Kóbor – Székely* [2004] tanulmánya, amely a visegrádi országok devizapiaci adatait elemezte empirikusan 2001-2003 között, amikor rezsimváltásra nem került sor az érintett négy országban¹⁷⁴. Azt tapasztalták, hogy a magas árfolyamvolatilitással és a közép-európai pénzekre nehezedő leértékelődési nyomással jellemezhető periódusokban számottevően felerősödött a korreláció a visegrádi valuták között. Ennek alapján a szerzők azt javasolják, hogy a későbbiekben az ERM II-es tagság idején a központi bankoknak és az EKB-nak érdemes lehet szorosán koordinálni az intervenciók tevékenységüket, hiszen a beavatkozásokra (akár a sávon belül, akár a sávhatáron történnek is) várhatóan pont olyan ideges valutapiaci helyzetben kell esetlegesen sort keríteni, amikor a régiós együttmozgás számottevően megnő. Ezt kihasználva ugyanis kevesebb erőfeszítéssel és nagyobb eséllyel lehet a kritériumoknak megfelelő ingadozási tartományban tartani az érintett devizákat.

Az euró bevezetésével kapcsolatos vitában végezetül felmerül az a taktikai jellegű faktor is, hogy azért sem célszerű sietni a közös valutával, mert a Stabilitási és Növekedési Egyezmény körüli heves viták arra utalnak¹⁷⁵, hogy a közeljövőben fellazítják a felvételnél érvényes kritériumrendszert (pl. megemelik a folyó költségvetési hiányra kiszabott jelenlegi mértéket). Ez a vélekedés szerintünk félreértésen és illúziókon alapul, ugyanis a „klubba” való bejutás szabályait nem fogják megkönnyíteni azért, mert a tagoknak nem tetszik a belső magatartási kódex. Ráadásul az európai döntéshozók tisztában vannak vele, hogy a csatlakozás feltételeinek a felvizezése valószínűleg komoly következményekkel járna a globális pénzpiacokon is, ugyanis a piaci szereplők szemében aláásná az euró és az európai gazdaság stabilitásába vetett hitet, ami szintén a jelenlegi maastrichti konvergencia-előírások fenntartását támasztja alá.

¹⁷⁴ A 2003. júniusi magyar sáveltolást nem értékelte rendszerszintű módosításnak a szerzőpáros, tekintve a sávközép viszonylag mérsékelt kiigazítását, valamint azt is, hogy az árfolyampolitika lényeges elemei változatlanok maradtak.

¹⁷⁵ Ehhez kapcsolódóan a 3.2-es fejezetben már beláttuk, hogy a Paktum valamilyen formában történő hosszú távú fennmaradása mellett súlyos politikai gazdaságtani érvek és tagállami érdekek szólnak.

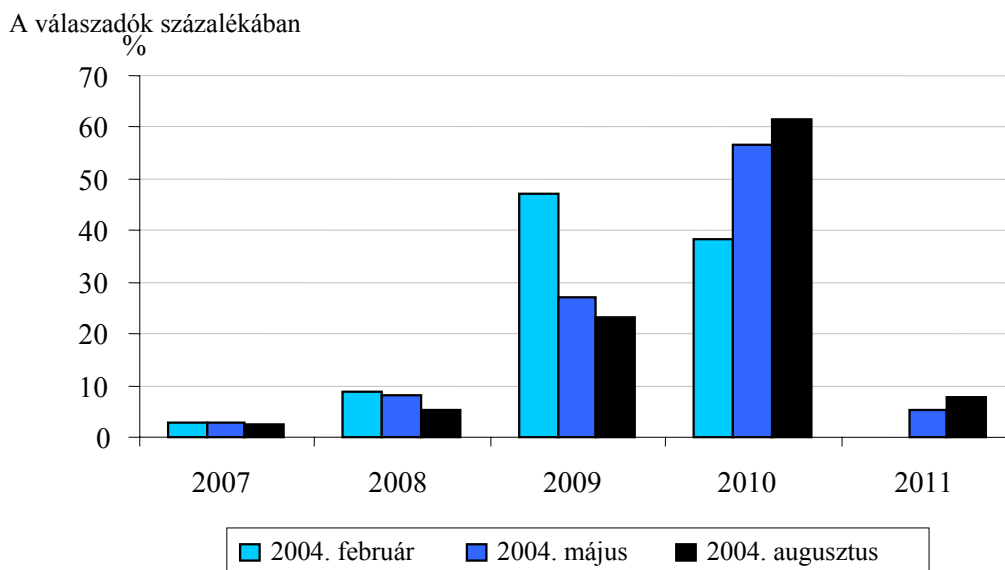
4.4.2. Menetrendek az euró bevezetésére a KKE-régióban és Magyarországon

Az eddigiekben körbe is jártuk a problémakör legaktuálisabb fejezetét: mikorra időzítsük tehát konkrétan az érintett országokban az euró átvételét? Láthattuk, hogy a közös valuta jelentékenyen hozzájárulhat a gazdasági teljesítmény előmozdításához, illetve a Maastrichtban előírt szigorú makrogazdasági pálya nincs ellentétben a KKE-országok hosszú távú érdekeivel. Természetesen ez nem jelenti azt, hogy kampányszerűen álljanak neki a gazdasági vezetések a kritériumok erőltetett ütemű teljesítésének, ugyanis az valószínűsíthetően túlzott mértékű gazdasági kilengéseket okozna, és irreális politikai-társadalmi áldozatokat követelne.

Az időzítésről szóló vita természetesen nem csak elméleti síkon jelentkezett eddig a régióban és hazánkban, hiszen az elmúlt években több konkrét gazdaságpolitikai terv és a Brüsszelnek benyújtott Konvergenciaprogramok célkeresztjében is ez állt. Mint közismert, Magyarország az elmúlt időszakban már kénytelen volt egyszer elhalasztani a hivatalos céldátumot. 2003 júliusában az Előcsatlakozási Gazdasági Program (*Pre-Accession Economic Programme*) elhamarkodottan 2008. január 1-jei céldátumot irányzott elő (*Magyar Köztársaság Kormánya* [2003]). A sáveltolást követő helyzetben a gazdaságpolitikai vezetés a közös valuta viszonylag gyors bevezetésének ígérését használta fel a befektetői hangulat megnyugtatására¹⁷⁶. Mivel a kritériumok teljesítéséhez szükséges konszolidációs lépések elmaradtak, ráadásul 2003 második félévében egyrészt romlottak az inflációs kilátások az indirekt adók emelése miatt, másrészt a költségvetési hiányszámok is állandó felülvizsgálatra szorultak, így a céldátum kitűzése nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. 2004 elejétől egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a gazdasági kormányzat előbb-utóbb kénytelen lesz a realitásokhoz illeszkedő valutauniós tervet készíteni. A következő ábrán jól látható, hogy a piaci szereplők túlnyomó többsége már 2004 elejétől kezdve, a módosítás előtt hónapokkal sem hitt az eredeti terv betarthatóságában.

¹⁷⁶ Az euró átvételére megfogalmazott 2008-as céldátum kitűzése utáni gazdaságpolitikai dilemmákat, és a halasztás mellett az adott év második felében felmerülő érveket és ellenérveket részletesen tárgyaltuk egy korábbi írásunkban (*Jankovics* [2004a]).

20. ábra: A legvalószínűbbnek tartott magyar eurócsatlakozási időpontok eloszlása 2004-ben (regionális Reuters felmérés a pénzügyi szereplők körében)

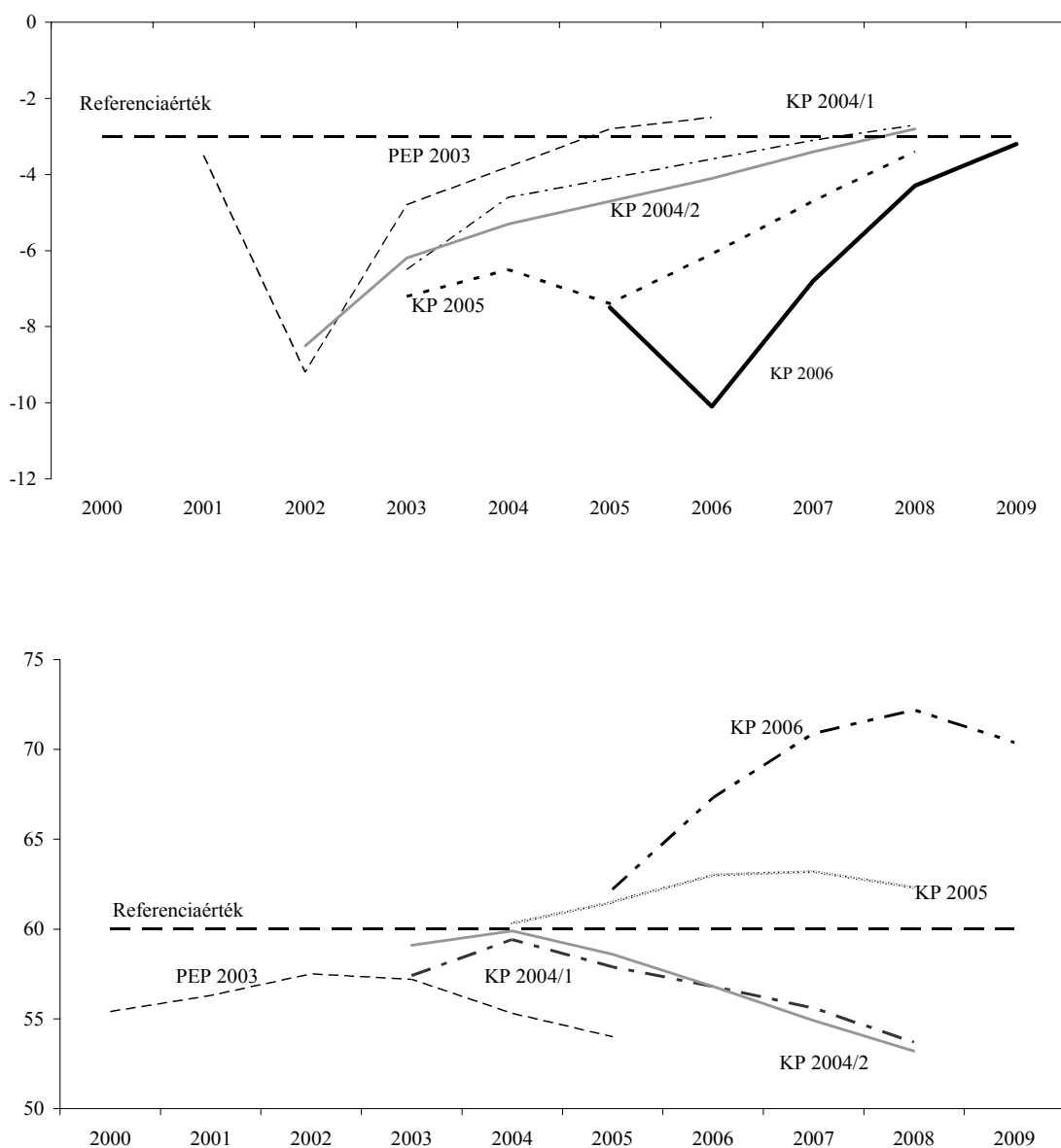


Forrás: MNB [2004b] 19. o.

Összhangban a várakozásokkal, az uniós csatlakozás utáni hetekben, 2004 májusában első ízben elkészített magyar *Konvergenciaprogram* már 2009-2010-re helyezte át a közös valuta átvételének tervezett idejét (*Magyar Köztársaság Kormánya* [2004a]), amit az elemzők az első pillanattól kezdve a távolabbi évszámot teljesíthetőbbnek véelve, *de facto* 2010-ként kezelnek. Ez egyben nem kívánatos precedenst is teremtett, ugyanis az eurózóna jelenlegi tagjainak mindegyike képes volt az általa előzetesen meghirdetett menetrend szerint eljutni az európai valutaunióba, és az új tagállamok közül Magyarország kényszerült elsőként álláspontja érdemi felülvizsgálatára (a későbbiekben a disszertáció kéziratának lezárásáig hasonló lépésre kényszerült Észtország és Litvánia is a balti gazdaságokban szimultán fellépő inflatorikus folyamatok miatt).

Az elmúlt időszak magyar államháztartási problémáinak súlyosságát, és ennek eredményeképpen a maastrichti kritériumoktól való jelentős divergenciát jól illusztrálják a következő diagramok az egymást követően kitűzött, és folyamatosan felfelé módosítani kényszerült fiskális pályákról (az összehasonlíthatóság érdekében az adatokat a nyugdíjreform költségeivel együtt adjuk meg mindegyik program esetén).

21. ábra: A magyar nominális deficit és államadósság pályát érintő tervek az egymást követő középtávú gazdaságpolitikai programokban (a GDP %-os arányában)



Forrás: Magyar Köztársaság Kormánya [2003, 2004a, 2004b, 2005, 2006]

4.4.2.1. A hitelesség szerepe az euró bevezetésében

Az eurózónához vezető út végigjárása, illetve a középtávú kormányzati tervek előbbiekben bemutatott gyakori felülírása kapcsán fontos hangsúlyozni, hogy az elmúlt években a tranzíciós gazdaságokban is erőteljesen megnőtt a hitelesség meglétének, illetve meg nem létének a jelentősége, összhangban a korábban megvilágított globális

alkalmazott közgazdaságtani trendekkel. Ehhez társul még az a sajátos tényező, hogy a gazdaságpolitika szavahihetősége tradicionálisan kiemelt szerepet játszik az európai közös valuta bevezetésében. Az euró átvétele kapcsán manapság lépten-nyomon emlegetett maastrichti kritériumrendszer elemei közül ugyanis az árfolyamra és a kamatlábakra vonatkozó feltételek teljesítésében is megkerülhetetlen a piac meggyőzése a deklarált átvételi menetrend betarthatóságát illetően. A következőkben röviden bemutatjuk, hogy miként is játszik közre a hitelesség kivívása és megőrzése a felkészülés sikeres levezénylésében¹⁷⁷.

Mint köztudott, a kamatkritérium a hosszú távú, jellemzően 10 éves futamidejű állampapírok hozamszínvonalára vonatkozik. Erre a mutatóra minimális a jegybankok közvetlen hatása, mivel az alapkamat módosítása a rövid távú piaci hozamokat befolyásolja elsősorban, a hosszú lejáratú papírok hozamaira pedig legfeljebb közvetett hatást gyakorol. Következésképpen az évtizedes időtávú kötvények hozamai „tisztán” csak az új tagállamok jövőbeli stabilitásával, árfolyam- és fizetőképességi kockázataival kapcsolatos befektetői megfontolásokat tükrözik. Nyilvánvaló, hogy ezt a tőkepiaci értékelést alapvetően meghatározza, hogy 10 éves időhorizonton már a közös valutát, vagy még mindig a nemzeti valutákat képzeljük el hivatalos fizetőeszközének. Az euró átvétele automatikusan megszünteti a forintban/zlotyban/koronában stb. denominált papírokhoz fűződő árfolyamkockázatot, és csökkenti az ennek ellensúlyozására szolgáló kamatfelárat. Mindent összevetve, ha a piac kritikus tömege elhiszi, hogy képesek lesznek a KKE-országok a következő évtized során az euró bevezetésére, akkor az állami adósságpapírjaiktól elvárt hozamok is arányosan lecsökkennek a jelenlegi tagállamokban szokásos szintekre.

Az európai Gazdasági és Monetáris Unió eddigi tapasztalatai teljes mértékben visszaigazolják a fenti összefüggést, amely a leglátványosabban a korábban instabil makropénzügyi helyzetükről elhíresült tagállamokban manifesztálódott. Amint Olaszország, Portugália, vagy kicsit később Görögország esetében az euró bevezetése megkérdőjelezhetetlen bizonyossággá vált a szóban forgó tőkepiacokon aktív portfóliómenedzserek körében, akkor a kérdéses kamatlábak szinte azonnal lezuhantak a legkiszámíthatóbb adósnak tartott államok kamatszintjeinek közvetlen közelébe. Az eddigi fejlemények alapján ugyanis a továbbra is szuverén adósnak számító, és eltérő államháztartási pozícióval (adósságállománnyal) rendelkező tagállamok a valutaunión

¹⁷⁷ A hitelességi kérdésnek a magyar gazdaságpolitikában a 2000-es évek első felében játszott aktuális szerepével részletesen foglalkoztam egyik korábbi írásomban: *Jankovics* [2005b].

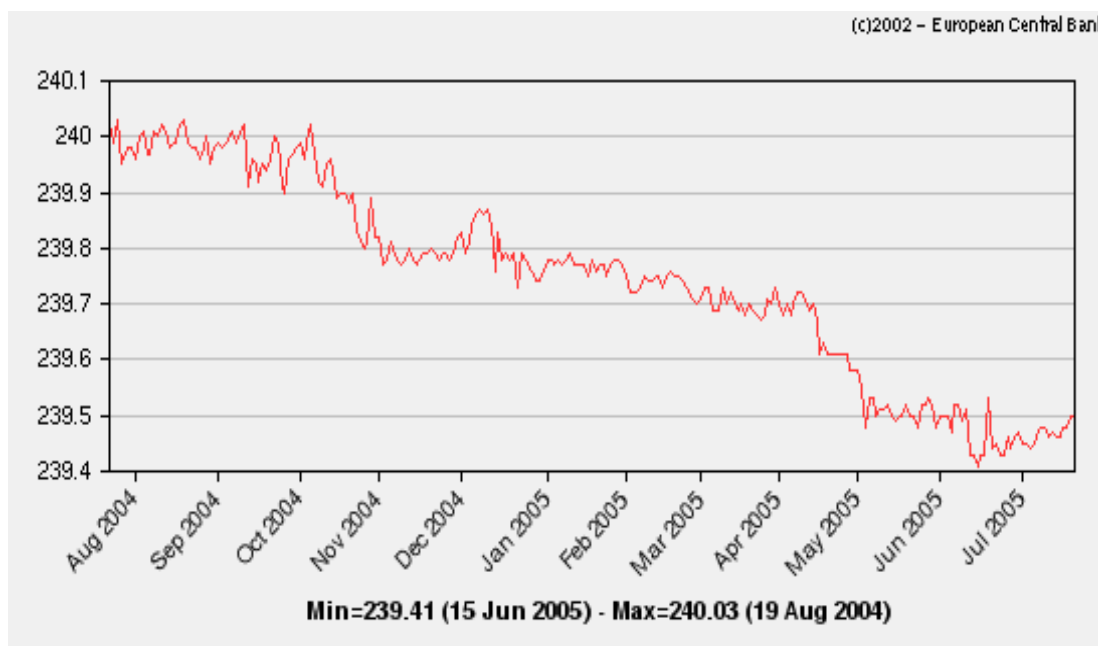
belül nagyjából azonos kockázatú hitelfelvevőként árazódnak be¹⁷⁸. Ez annak ellenére is igaz, hogy nincs hivatalos „kimentési mechanizmus”, vagyis valamely tagország fizetéseképtelensége esetén sem az Európai Központi Bank, sem a többi tagállam nem kényszerül mentőövet nyújtani. A bizalom kialakulásában fontos szerepet játszik, hogy az európai belső mechanizmusok és eljárások – többek között a folyamatosan a viták keresztjében álló Stabilitási és Növekedési Paktum – megakadályozzák, hogy a tagországok huzamosabb időn át felelőtlen költségvetési politikát gyakoroljanak, egy ideig komolyabb következmények nélkül „potyautazva” a többiek megteremtette hitelességen.

Az árfolyam-kritérium kapcsán hasonló logikájú mechanizmus figyelhető meg. Ha a piaci szereplők meggyőződnek az eurózónás csatlakozási tervek megalapozottságáról, akkor az aktuális középárfolyam hitelessé válik, mint a későbbi végleges átváltási kurzus, vagyis ez a paritás kerül a várakozások centrumába. A jelenlegi 12 monetáris uniós tagállam esetében pontosan ez történt az 1990-es évek végén, éppen ezért az árfolyamok stabilitását nem fenyegette semmilyen pénzügyi spekulációs veszély a felkészülés utolsó időszakában.

Talán még szembetűnőbben illusztrálja ezt a hatást Szlovénia példája, amely röviddel az uniós tagság 2004 májusi elnyerése után belépett az ERM II. árfolyamrendszerbe, vagyis abba a mechanizmusba, amelyben az euróaspiránsoknak teljesíteniük kell a valutastabilitásra vonatkozó maastrichti kritériumot. Tekintve, hogy a szlovén gazdasági fejlődés kiegyensúlyozott, és az infláció kivételével az ország évek óta teljesíti a maastrichti kritériumokat, így a legsikeresebb volt jugoszláv utódállamban kitűzött 2007-es céldátum teljes egészében hiteles volt az elemzők szemében szinte az első pillanattól fogva, amit a későbbiekben vissza is igazolt az EU pozitív döntése. Ennek a bizalomnak a csalhatatlan jeleként, mint ahogy az a következő ábrából is kitűnik, a szlovén tolar kurzusa csak minimális mértékben ingadozik az euróhoz képest a 2004 júniusában meghatározott középpérték körül, mindössze pár tizedszázalékos „kilengéseket” produkálva. Ahogy azt az előző árfolyampolitikai fejezetben láthattuk, ugyanazt az időszakot tekintve a magyar nemzeti valuta árfolyamdiagramján ideges ugrálást regisztrálhattunk, és még nagyobb a kontraszt, ha a forint 2003-ban bejárt pályáját használnák viszonyítási alapnak.

¹⁷⁸ Amíg az euró megjelenése előtt az uniós tagállamok azonos valutában kibocsátott állampapírjainak hozamszintje között akár a 3-5 százalékpontos (300-500 bázispontos) különbség sem volt ritka, addig a monetáris unión belül ez a rés 35-40 bázispont alá szorult.

22. ábra: A szlovén tolár árfolyama 2004-2005 között



Forrás: EKB honlap (www.ecb.int)

Vagyis a fentiek alapján megállapítható, hogy míg egy fegyelmezett, stabil gazdaságpolitika egy önmagát erősítő „angyali kört” indíthat el, addig egy szavahihetőségi problémákkal küszködő gazdasági pályát egyre nehezebb a kijelölt célok felé terelni. A visegrádi országok, köztük a magyar államháztartás régóta halogatott konszolidációjának további elodázása tehát a kamatszint és a nominális árfolyam túlzott változékonyságát válthatja ki, mert hiányzik egy, a várakozásokat hosszabb távon lehorgonyzó, megfelelő igazodási pontot biztosító gazdaságpolitikai célrendszer. Ennek következményeként egy nehezen kezelhető „ördögi kör” alakulhat ki: a fiskális kritériumok teljesíthetőségével kapcsolatos kételyek felerősödése átgyűrűzik más területekre, és ellehetetleníti a többi konvergenciaérték (például az inflációs és/vagy a kamatcél) ütemes elérését.

Ráadásul az ekkor meginduló gazdasági folyamatok negatívan vissza is hatnak, és tovább súlyosbíthatják a kiváltó problémát. Gondoljuk végig például az euró bevezetésének távoli jövőbe történő kitolódása miatt bekövetkező valutagyengülés hatásait! Ennek egy olyan kis, nyitott (azaz a külkereskedelmi folyamatokra és a nemzetközi tőkeáramok alakulására fokozottan érzékeny) gazdaságok esetében, mint amilyenekről itt most szó van, rövid átfutási idő után a forint leértékelődése miatt azonnal jelentkeznének az inflációs következményei. Ez pedig a monetáris politika esetében felszámolná a további kamatcsökkentések mozgásterét, vagy egyenesen

kamatemelésre kényszerítené a jegybankot. Sőt, a monetáris kondíciók szigorítása már hamarabb is bekövetkezhet, ha a jegybank a hazai pénz gyengülésének megállítására ilyen lépésre kényszerül, megelőzni igyekezve a könnyen pánikba eső portfólióbefektetők tömegesebb menekülését. Az emelkedő kamatszínvonal természetesen megdrágítja az államkötvények újrafinanszírozását, és az adósságszolgálati terhek növelésén keresztül tovább rontja a folyamat háttérében megbújó államháztartási deficitet.

A nemzeti valuta gyengülésének a magánszektorra nézve is vannak költségnövelő hatásai, különösen az utóbbi években a régió országaiban tapasztalható deviza-alapú hitelfelvételi hullámok miatt. A háztartások fogyasztását és az üzleti szektor beruházási tevékenységét is erőteljesen visszavetné a havi törlesztési részletek látványos megugrása. Ezek a fejlemények csökkentenék a makrokeresletet, amit várhatóan csak részben ellensúlyozna a leértékelődött forint miatt bekövetkező exportélnkülés¹⁷⁹. A gazdaság lassulása nemcsak a jövedelmi felzárkózást fogná vissza, hanem a csökkenő adóbevételek és az állami segítségnyújtás iránti igény felerősödése miatt a probléma gyökereket jelentő költségvetési válságot is tovább mélyítené. A fentiek végiggondolása alapján jól látható tehát, hogy nem szükséges feltétlenül egy veszélyes, „kifejlett” pénzügyi válságot elképzelnünk ahhoz, hogy a gazdaságpolitikával kapcsolatos hitelességi problémák komolyan aláássák a közép- és hosszú távra szőtt gazdasági felzárkózási terveket, mint amilyenek például az EU-nak benyújtott Konvergenciaprogramok.

Rátérve a hazai fejleményekre ezen a téren, sajnálatos módon közhelyként hangzik az elmúlt évek eseményeinek tükrében, hogy a hazai gazdaságirányítás elvesztette a hitelességét a piaci szereplők szemében. A költségvetési politikában tapasztalható folyamatos hiánytűlések elsőként csak fejcsóválásokat váltottak ki a hazai tőkepiacokon, aztán egyre negatívabb hangvételű elemzői véleményekben és ajánlásokban öltöttek testet, végül a magyar adósságpozíció többszöri leminősítését, illetve, mint azt említettük az euró bevezetésére eredetileg kitűzött 2008-as céldátum feladását kényszerítették ki. Ennek ellenére nem okozott nagyobb tőkepiaci viharokat a döntés, hiszen a piaci szereplők a halasztásban a kormányzati realitásérzék

¹⁷⁹ A versenyképesség és a külgazdasági teljesítmény alakulásában a közkeletű vélekedésekkel ellentétben csak korlátozott a nominális árfolyam szerepe, lásd erről *Oblath – Pénzes* [2004] korábban már hivatkozott kitűnő áttekintését.

helyreállítását látták megtestesülni¹⁸⁰, ami persze egyáltalán nem jelenti azt, hogy a meghirdetett makrogazdasági pálya esetleges újbóli felrúgása(i) ne okoznának majd súlyos gazdasági zavarokat, és egy valószínűsíthető újabb időponteltolást ugyanilyen olcsón meg lehetne úszni. Sokkal elképzelhetőbb, hogy a felkészülési időszak további elnyújtása komoly deviza- és állampapírpiazi zavarokkal és sorozatos forintgyengülésekkel járna együtt, s ezek súlyosabb esetben megakaszthatják a magyar gazdaság felzárkózását az uniós átlaghoz¹⁸¹.

4.4.2.2. Régiós tervek a közös valutára

A disszertációnkban már eddig is több helyen hangsúlyoztuk, hogy a magyar helyzet reális értékeléséhez regionális kitekintésben szükséges vizsgálnunk az időzítési kérdést, összevetve a többi most csatlakozott kelet-közép-európai állam elképzeléseivel a hazai menetrendet. A következő táblázatban összefoglaltuk a legfontosabb adatokat a térség eurózónához történő csatlakozásának stratégiáival kapcsolatban.

¹⁸⁰ Paradox módon az euróstratégia viharmentes átütemezése annak is köszönhető talán, hogy a kezdetektől komoly kételyek merültek fel a 2008-as évszám realitásával kapcsolatban, így a piaci pozíciók kiépítése során sem alapoztak különösebben erre a menetrendre. Ez persze nem jelenti azt, hogy a kérdéskörben tanúsított puhaság ne járult volna erőteljesen hozzá ahhoz az általános bizalomvesztéshez, ami a hazai gazdaságpolitikai intézményekkel szemben az érintett időszakban bekövetkezett.

¹⁸¹ Ezt a veszélyforrást mérséklendő, valamint a Konvergenciaprogram „bizalmi próbakő” jellege miatt *Csermely* [2004] azt javasolja, hogy ezt a több éves gazdaságpolitikai stratégiát ne csak a regnáló kormány fogadja el, hanem egy parlamenti szavazás is erősítse meg hatályában, ami várhatóan nagyobb hitelességet teremt a piaci szereplők szemében arra vonatkozóan, hogy egy esetleges kormányváltás után nem vizsgálják felül a deklarált menetrendet.

18. táblázat: A kelet-közép-európai országok eurózónás csatlakozási helyzete 2006 közepén

	Hivatalos céldátum	Fiskális deficit (%) a GDP arányában (referenciaérték: 3%)*	Inflációs ráta (%) (referenciaérték: 3.2%)**	Megjegyzés
Csehország	2010	-3.2	2.3	Nyíltan vállalt kiváráó politika (a piaci várakozás 2-3 éves csúszással kalkulál)
Észtország	2008	1.4	4.4	Az inflációs kritérium miatt tovább csúszhat az eredetileg 2007-re tervezett csatlakozás
Lengyelország	Nincs kijelölt céldátum	-3,0	1.6	A politikai bizonytalanság miatt a piaci konszenzus 2013 csatlakozási évre
Lettország	2008	-1,0	6.3	Az inflációs kritérium miatt csúszhat a csatlakozás
Litvánia	2009-2010	-0.6	3.7	Az inflációs kritérium miatt csúszott el az eredetileg 2007-re tervezett csatlakozás
Magyarország	Nincs kijelölt céldátum	-8.6	2.9	A súlyos költségvetési helyzet miatt a piaci konszenzus 2013-2014 a csatlakozási évre
Szlovákia	2009	-2.7	4.5	Kiváráó álláspont után gyorsítás (politikai bizonytalanság a cél végrehajthatósága körül)
Szlovénia	2007	-1.9	3.0	Hivatalos döntés született az euró 2007-es bevezetéséről

Forrás: Saját gyűjtés, illetve a makroadatok esetében: EB [2006a] 138. és 149. o.

** : Az Európai Bizottság előrejelzése a 2006-os évre.*

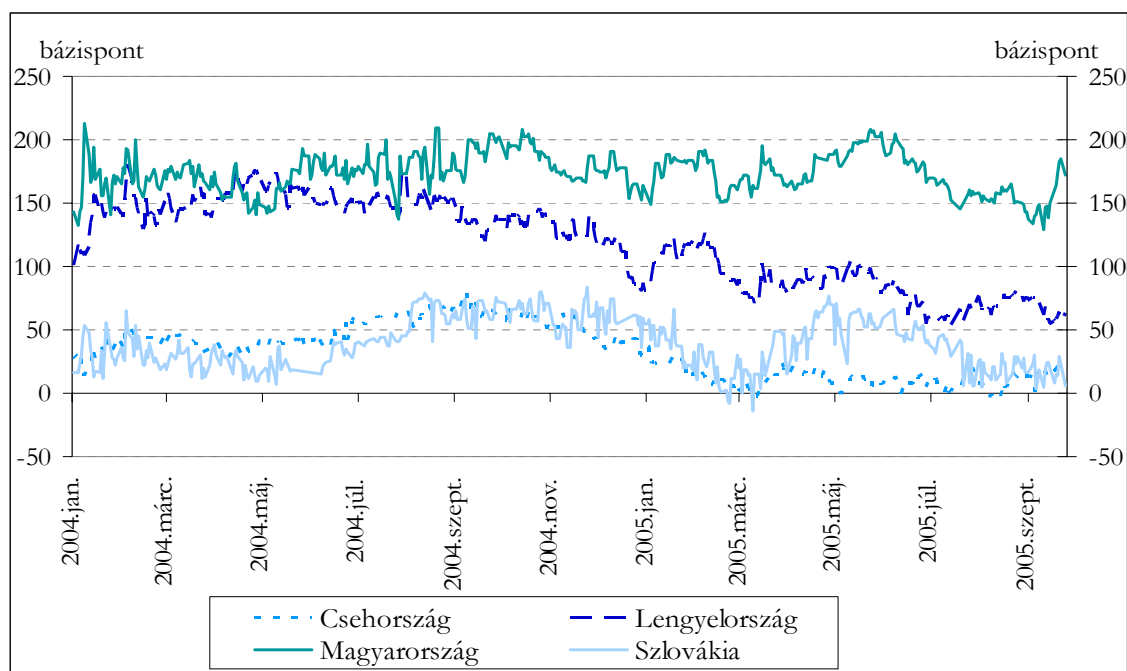
*** : Az inflációs számok a 2006 júniusi 12 hónapra visszatekintő harmonizált értékek.*

A táblázatból világosan kitűnik, hogy nagyjából két táborra szakadtak az új tagállamok a közös valuta átvételét illetően: a lehető legkorábbi bevezetés mellett álltak ki a baltiak és Szlovénia, és csak a következő évtized elejére várható a visegrádiak csatlakozása az egységes európai valutatömbhöz. Utóbbiak relatív hátracsúszását az euróaspiránsok rangsorában elsősorban a 3%-os határértéket még jelentősnek tekinthető mértékben meghaladó költségvetési deficit okozta. *Berger és társai [2004]* amellet érvelnek, hogy a költségvetési pozíciók 1999 után megfigyelhető ilyen számottevő divergenciája nem vezethető vissza teljes mértékben a fiskális fellazulás közgazdaságban szokásos összetevőire (mint a költségvetési politika centralizáltsága

és transzparenciája, a konjunktúraciklusok hullámzása, illetve a hatalmon lévő pártok választási megfontolásai). A felsorolt tényezők is kimutatható szerepet játszottak a visegrádi négyek túlzott hiányainak kialakulásában, de ezeken túlmenően a idézett kutatók álláspontja szerint a csatlakozási tárgyalásokon elfoglalt pozíciók dinamikájának politikai gazdaságtani megközelítése magyarázza a folyamatokat. Különösen a cseh, a lengyel és magyar politikai vezetés számára szűnt meg az új évtized első éveire az euroatlanti integráció elvárásainak és követelményeinek fegyelmező ereje, hiszen már 1999 óta a NATO teljes jogú tagjaként és biztosnak gondolt uniós befutóként vehettek részt a tárgyalási alkuban. Ennek eredményeképpen már nem igyekeztek mindenáron teljesíteni az európai testületek igényeit, és könnyebben elcsábultak a költséges ösztönző rövid távú belpolitikai szempontok irányába.

A költségvetési politika felpuhulásának nem csak a logikai háttere magyarázható analóg módon az érintett országcsoportban. Emellett figyelemre méltó, hogy *Wisniewski* [2005] (16-19. o.) elemzése alapján mind a négy ország nagyon hasonló problémákkal küszködik az államháztartás területén az uniós csatlakozásból fakadó többletfeladatok mellett: az öregedő társadalmakban fokozottan nyomás alá kerülő nagy elosztó rendszerek késlekedő reformja; a közigazgatási rendszer áramvonalasítása és a hatékonyságának növelése; az önkormányzati finanszírozás átalakítása; a kvázifiskális jellegű pénzeszközök (vállalati szubvenciók, PPP-beruházások, közületek állami garancia melletti hitelfelvételei) megfegyelmezése. Magyarország számára ráadásul további negatív fejleményként értékelhető, hogy az egyre súlyosabbnak látszó egyensúlyi problémák és az ikerdeficit jelenségének kialakulása miatt az elemzői és a befektetői értékítéletek alapján is leszakadni látszik visegrádi csoportból is. A következő ábra a kötvénypiacokon megfigyelhető hosszú távú relatív hozamszintekről közöl információkat. A hazánk esetében tartósan fennmaradó magas kamatfelár azt tükrözi, hogy a piaci szereplők egyre növekvő valószínűséget tulajdonítanak az euróbevezetés kitolódásának nem csak a hivatalos tervekhez, hanem a többi ország csatlakozási időpontjához képest is.

23. ábra: Forward prémiumok a régióban az euróhoz viszonyítva



Megjegyzés: Az 5 év múlva kezdődő 5 éves származtatott hozam-különbségek az euróhoz viszonyítva

Forrás: MNB [2005c] 9. o.

Bár az új tagállamok szétválása két csoportra az eurózónás csatlakozás szempontjából látványosan manifesztálódott az elmúlt években, ebből nem megalapozott arra következtetni, hogy az ütemes euró-bevezetés elengedhetetlen feltétele a valutatanács rendszere, vagy valamilyen egyéb szigorúan rögzített árfolyampolitika lenne¹⁸². Különösen ingatagnak véljük azt a javaslatot, hogy a fentiek miatt a visegrádi országoknak feltétlenül ebbe az irányba kellene lépniük a felkészülési időszak véghajtásában (lásd például *Ursprung* [2002] írását, vagy a közelmúltból *Mihályi* [2005] tanulmányát). Nem csak a korábban bemutatott szlovén példa bizonyítja, hogy nem önmagában az árfolyamrendszer, hanem a gazdaságpolitika minősége (fegyelmezettsége és reformkészsége) a perdöntő tényező a menetrendek betarthatóságát illetően, hanem a régi eurózóna országok tapasztalatai is. Mint

¹⁸² *Tornell – Velasco* [1998] sokat idézett tanulmányukban azt találták, hogy az árfolyamalapú stabilizációk a latin-amerikai feltörekvő gazdaságokban fegyelmezetlenebb fiskális magatartáshoz vezettek, mint más, az árfolyamtól eltérő nominális horgonyra építő stratégiák. Elemzésük alapján a szigorúan rögzített árfolyamrendszer bevezetése csak akkor kínál tartós megoldást az egyensúlyi problémákra, ha a monetáris hatóság felelőtlensége okozza a gazdaságpolitikai feszültséget, vagyis a költségvetési helyzet megszilárdításához nem járul különösebben hozzá. Mivel a kelet-közép-európai országok jegybankjainak független törvényi jogállása biztosított, és részben ebből következően a monetáris politikai döntéseket a dezinflációs tervekhez, és nem a beszedendő inflációs adó mértékéhez igazítják, ezért a keményen kötött árfolyam vitathatatlan előnye már nem érvényesülhet igazán az érintett piacokon.

közismert, míg az alapító tagok egy része az inflációs célkitűzést alkalmazta a kiszélesített $\pm 15\%$ -os ERM sávban a csatlakozást megelőző időszakban (Finnország, Spanyolország), addig más gazdaságok fenntartották a hagyományosan a német márkához rögzített pénzügypolitikájukat (Ausztria, Hollandia). Mindkét út alkalmasnak bizonyult a megfelelően eltökélt gazdaságpolitikai vezetéssel vegyítve a kijelölt cél elérésében. A 10 új uniós tagállamból a csatlakozást követő másfél évben összesen 7 léptette be a valutáját az árfolyamkritérium mihamarabbi teljesítése érdekében az ERM-II rendszerbe, és Szlovénia mellett Szlovákia, valamint Málta és Ciprus sem szigorúan rögzített rendszereket üzemeltetett a döntést megelőzően. Ráadásul az argentin valutatanács a disszertációnkban korábban már röviden érintett 2001-es fájdalmas szétesése arra kell figyelmeztessen bennünket, hogy önmagában a monetáris szuverenitás feladása nem varázsszer, ugyanis *per se* ez sem véd meg az esetleges kormányzati túlköltekezés és az újjáéledő populizmus kedvezőtlen konzekvenciáitól¹⁸³.

Természetesen a közeljövőben még lehetséges kisebb átrendeződés a régióban ezen a területen, amely keretében Szlovákia felzárkózhat Lettország mellé, illetve az uniós tagság 2007-es elnyerése után Bulgária is befoghatja a cseh-lengyel-magyar triót¹⁸⁴. A térség országainak figyelemmel követése azért is fontos, mert a felvételi kritériumok technikai részleteinek interpretálása egy evolutív jogi folyamatnak ígérkezik az egymást követő csatlakozási fordulóknál, továbbá komoly kockázatok jelentkezhetnek a relatív lemaradó állam(ok) gazdasági és valutáris stabilitását illetően. Csaba [2002b] részletesen bizonyította még az EU-tagság kapcsán, hogy mind a régi tagországok fogadókészségének potenciális csökkenése, mind a felkészülés „mozgó célpontra lövünk” jellege miatt nem megalapozott a csatlakozás halogatására építő stratégia. Tekintve, hogy a sarkalatos európai integrációs döntések politikai dinamikája nem sokat változott azóta, és – ahogy a korábbiakban a sikertelen uniós népszavazások

¹⁸³ Bár, mint korábban már említettük az uniós szervek és az EKB elfogadták a valutatanácsot ERM II. kompatibilis rendszerként, ez hangsúlyozottan azokra az esetekre vonatkozott, amelyek kellően régóta fennállnak és ebből fakadóan elegendő mértékű piaci hitelességet vívtak ki maguknak. Az európai árfolyammechanizmushoz a közelmúltban csatlakozott baltiak teljesítették ezt a feltételt, hiszen mindegyikük legalább egy évtizede alkalmazta a szigorúan kötött árfolyampolitikát alapvetően változatlan paritás mellett (a kulcsvaluták kicserélésekor sem történt leértékelés, vagy kiigazítás). Jogitechnikai szempontból is kérdéses tehát, hogy egy 2-3 évvel a tervezett eurózónás csatlakozásról szóló döntés előtt elindított valutatanács milyen megítélés alá esik a piaci tesztelés szempontjából az árfolyamra vonatkozó kritérium értékelésekor.

¹⁸⁴ A bolgár aspirációk komolyságát jól mutatja, hogy már 2006-ra előrehozták az uniós kötelezettségek miatt várhatóan legkésőbb 2008-ban amúgy is esedékes, az élvezeti cikkek egy részét érintő nagy mértékű fogyasztási adó emeléseket. A népszerűtlen lépést azért vállalták fel, hogy az adójogi harmonizáció keretében megteendő lépések elkerülhetetlen inflatorikus hatását már hamarabb szenvedjék el, így ez a későbbiekben ne nehezítse meg a maastrichti kritériumok teljesítését. Vagyis tudatosan tisztogatják az utat a mihamarabbi eurócsatlakozás előtt.

kapcsán utaltunk rá – a közös valuta előtt a most még nyitott ablakok is bezáródhatnak, ha az eurózóna stabilitása közben megrendül valamilyen krízis, vagy netán éppen a keleti bővülés kiváltotta negatív folyamatok hatására. Egy hivatalosan is többsebességűvé váló integrációs tömörülés kialakulása nem kedvezne azoknak az államoknak, amelyek időben elnyújtva akarnak a belső maghoz kapcsolódni.

A fentiekén túlmenően egyelőre megbecsülhetetlen, hogy milyen gazdasági konzekvenciái lennének annak, ha a KKE-országok közül egy vagy néhány tartósabban, vagy akár csak néhány évre kívül rekedne a monetáris unió. Várhatóan lemaradna a friss külföldi működő tőkéért folytatott egyre hevesebb versenyfutásban, illetve nehezedhetne a portfóliótőke becsábítása is az érintett kötvény- és részvénytőzsi piacokra. Ebből a szempontból nem igazán találó az évek óta kimaradó régi uniós tagokkal (Dánia, Svédország, Egyesült Királyság) való összevetés, ugyanis előbbieik stabilitása, fejlettsége és az általuk korábban kivívott befektetői bizalom nyilvánvalóan sokkal kevésbé sebezhetővé teszi őket még az eurózónán kívüli gazdaságként is. Elgondolkodtató eredményre jutottak ezzel összefüggésben *Minford és társai* [2004] abban a kutatásukban, amelyben a brit euró-átvétel gazdasági ésszerűségét vizsgálták meg. A szerzők sztochasztikus makromodellekre épülő elemzése számszerűsíteni igyekezett az angol eurózónás csatlakozás költségeinek egyik legfontosabb tényezőjét: a gazdasági teljesítmény esetleges fokozottabb ingadozását, amelyet az országra jellemző GDP adatsor várható szórásának növekedése jelez. Az ökonometriai felmérés végkövetkeztetése szerint az euró bevezetése több mint kétszeresére növelné a brit kibocsátás fluktuációját a jelenlegi szintjéről, amelynek kedvezőtlen jóléti hatásai valószínűsíthetően felülmúlnák az egységes valuta használatából származó előnyöket. Lényeges hangsúlyoznunk, hogy ennek az ingadozás-növekedésnek csak kisebb részben állna a háttérben az, hogy az Egyesült Királyság elvesztené az önálló pénzügypolitika stabilizációs potenciálját az eurózónát aszimmetrikusan érintő sokkok esetén. Döntő részben az magyarázná a GDP volatilitásának növekedését, hogy akkor már Angliában is érvényesülne az eurózóna saját reálkamatlábának, illetve a közös valuta árfolyamának az elmúlt években az a brit monetáris kondíciókkal összevetésben tapasztalható nagyobb instabilitása. Elég talán itt csak arra emlékeztetnünk, hogy az Egyesült Királyság gazdaság számára a dollárreláció súlya sokkal meghatározóbb, mint más uniós országok esetében, ezért az 1999-2003 közötti periódusban például a font reáleffektív (a kereskedelmi forgalom arányában súlyozott) árfolyama stabilabbnak

bizonyult, mint az euróé, főleg az amerikai valutával szembeni ugrálások különbségei miatt.

A fentiekben szereplő érvelés nyilván nem alkalmazható az kelet-közép-európai posztszocialista piacok esetében, hiszen ezek az országok közel sem rendelkeznek olyan kiforrott és stabil önálló pénzügyi rendszerrel, mint a három említett ország, amely egyelőre fenntartotta a saját valutáját és a globalizáció korlátai közötti monetáris politikai szuverenitását. Következésképpen az új tagállamok kimaradói várhatóan megfizetnék a döntésük árát a csökkenő tőkebeáramlásban, a romló üzleti feltételekben, és a nehezedő külső finanszírozási környezetben, legalábbis abban az időszakban, amíg még fenntartanák a saját valutarendszerüket¹⁸⁵.

4.4.3. Következtetések

Egyre több vitát vált ki a kelet-közép-európai országokban a közös valuta bevezetésére vonatkozó stratégia kérdésköre. Az uniós tagság elnyerése után a figyelem középpontjába került az újabb integrációs mélyülés levezénylése. Ebben a fejezetben a magyar helyzetet és terveket vettük górcső alá, mindvégig térségi kitekintésben elemezve a helyzetet, ugyanis meggyőződésünk szerint a régió többi országával való folyamatos összevetés teremt olyan kontextust, amelyben reálisan elhelyezhető és végig gondolható az euróval kapcsolatos magyar gazdaságpolitika.

A Csatlakozási Szerződés ugyan jogi kötelezettséggé teszi az új tagállamoknak a közös valuta előírásos rendnek megfelelő átvételét, de ettől függetlenül a valutauniótól várható többletstabilitás, és az egységes pénz kereskedelemteremtő hatása közgazdaságilag is előnyössé teszi a részvételt a térség országainak. Már korábban beláttuk, hogy az előirányzott 3-5 éves felkészülési időszak elégségesnek látszik a feltételek teljesítéséhez, hiszen a 12 jelenlegi tagállam egy része sem volt kedvezőbb kiinduló helyzetben a maastrichti kritériumokat tekintve ugyanilyen távolságra az eurótól, ráadásul makro- és mikroszerkezeti relációban is hasonultak a rendszerváltás folyamata során a volt szocialista gazdaságok a nyugat-európai mintához.

A közös valuta minél hamarabbi bevezetése elsősorban azzal indokolható, hogy az akadálytalan tőkeáramlások és globális pénzügyi piacok érájában aránytalanul

¹⁸⁵ A Magyarországon megtelepedett nagyvállalatok egyik érdekképviselői szervezetének a témakörben kiadott jelentése is azt hangsúlyozza, hogy a régió többi országával szembeni lemaradás lenne igazán kedvezőtlen a hazai üzleti szektor számára: „Magyarország számára a Monetáris Unióhoz történő mielőbbi csatlakozás lenne a kívánatos..., de semmiképpen sem későbbi időpontban, mint pl. Csehország, Szlovákia vagy Lengyelország.” (HEBC [2005] 36. o.)

sebezhetővé tesz egy kis országot a pénzügypolitikai autonómia fenntartása. Az átmenet elnyújtása melletti érvek megítélésünk szerint egyrészt túlbecsülik az önálló árfolyam- és monetáris politika hatásosságát, másrészt indokolatlanul felnagyítják azokat a feszültségeket, amik a reál és a nominális konvergencia között húzódnak meg a posztszocialista országok esetén. Ezzel szemben mind a modern közgazdasági elmélet, mind a közelmúlt gazdaságpolitikai tapasztalata inkább arrafelé mutat, hogy az árstabilitás és a fegyelmezett fiskális pozíció inkább támogatja a dinamikus növekedést, mintsem hátráltatná, visszafogná azt.

Magyarország sajnálatos precedenst teremtett 2004 májusában az eredetileg kitűzött euró-menetrendje felülvizsgálatával. A hivatalos halasztás utáni új céldátum *de facto* 2010 lett, amelynek megvalósíthatóságával kapcsolatban 2005 folyamán, de különösen annak második félévétől már vészes ütemben kezdtek el szaporodni a szkeptikus hangok itthon és külföldön, mind a hivatalos intézmények, mind a gazdasági-tőkepiaci szereplők körében. A költségvetési trükkökkel (kreatív számviteli technikákkal) kapcsolatos elutasító brüsszeli álláspont nyilvánosságra kerülése után a kormány újra elkezdte lebegtetni a céldátum kérdését, és egy újabb gazdaságpolitikai felülvizsgálatot helyezett kilátásba. Mindemellett a határozott cselekvés és a hitelesség helyreállítása már csak azért sem várthat magára, mert ezek a kételkedő vélemények a releváns pénzpiaci szereplők kritikus tömegét elérve egyfajta önbeteljesítő jóslatként önmaguk is képesek „eltolni” a közös valuta bevezetésének tényleges időpontját. Elegendő itt arra gondolni, hogy a felboruló konvergenciapálya, vagy önmagában az alapvető makromutatók romlására vonatkozó várakozások felerősödése miatt meginduló tőkekiáramlás komoly nyomás alá helyezheti, illetve akár leértékelődésre is kényszerítheti a nemzeti valutát, ami könnyen meghiúsíthatja az árfolyamra, az inflációra, illetve a kamatlábakra vonatkozó kritériumok teljesítését. A gazdaságpolitika szavahihetősége tehát messze nem pusztán csak önmagáért való dolog, hanem elengedhetetlen szerepet játszik a közös valuta átvételére való felkészülési folyamatban. A forint szervezett keretek közötti és viszonylag zökkenőmentes lecserélése tehát egyszerűen nem képzelhető el az elmúlt években megrendült hitelesség legalább részleges, de inkább átfogó mértékű helyreállítása nélkül.

A témakör zárógondolataként annyit mindenképpen leszögezhetünk, hogy a 2010-es dátum valószínűsíthető feladása, vagyis további kényszerű eltolása a disszertációnkban felsorakoztatott érvrendszer alapján semmiképpen sem tűnik ideális lépésnek. Közgazdaságilag indokolt lett volna a kijelölt deficitpályához rakaszkodva

mielőbb bekormányozni a magyar gazdaság hajóját az eurózónába. Ráadásul azt is érdemes szem előtt tartanunk, hogy a módosított célkitűzés ellehetetlenülése valószínűleg már szinte jóvátehetetlen károkat okozna a magyar gazdaságpolitika reputációjában, aminek a későbbiekben is komoly negatív konzekvenciái lehetnek a növekedési-felzárkózási kilátásainkra, vagyis ehhez már kormányzati ciklusokon átívelően ragaszkodniuk kellene a hazai döntéshozóknak.

5. Konklúziók

A disszertációnk utolsó fejezetében a korábbiakban kifejtettek alapján a relevánsnak tűnő és a bevett tudományos szabályoknak megfelelően verifikált nézeteinket gyűjtjük csokorba. Mivel az elemzett problémakörök a KKE-térségben folyó egyik legaktuálisabb gazdaságpolitikai vitafolyamhoz szisztematikusan illeszkednek, ezért a kutatómunkánk zárásaként leszűrt tanulságok akár normatív ajánlásokként is interpretálhatók az érintettek, továbbá olyan országok számára, amelyek a későbbiekben kerülnek a most frissen csatlakozottakhoz hasonló helyzetbe. Ez utóbbiak lehetnek a 2004-es uniós bővítési körből kimaradt, de hivatalosan vagy netán középtávon potenciálisan tagjelölt országok a térségben, valamint azon államok, amelyek valamely nagy partnerország valutájának egyoldalú vagy konszenzusos átvételét tervezgetik, illetve regionális valutaunió létrehozásának szándékával rendelkeznek.

A következtetések végiggondolása azért is érdekes, mert megítélésünk szerint az értekezésünkben tanulmányozott kérdéskör kimagaslóan aktuális marad a nemzeti fizetőeszközök elmúlt évtizedben megkezdődött fogyatkozási trendjének várható továbbgördülése miatt. Ezen folyamat felgyorsulása olyannyira nem lenne meglepő, hogy a szakma néhány jelesének véleménye szerint (v.ö.: *Dornbusch* [2001], *Rogoff* [2001]) már régen nem az az igazán izgalmas kérdés, hogy 15-20 év múlva valóban drasztikusan kevés valuta lesz forgalomban a Földünkön, hanem sokkal inkább az, hogy a folyamat végén néhány nagy regionális pénz marad-e fenn, vagy netán csak egyetlen világpénz?

A fenti nézettel szemben ugyanakkor *Cohen* [2003b] amellet érvel, hogy a jelenleg létező valuták többsége sem a közeli, sem a távolabbi jövőben sem veszti el a területi jellegét, függvényszerű kapcsolódását a nemzetgazdaságokhoz. A manapság egyébként is töredező állami szuverenitást szimbolizáló politikai jelentőségükön túlmenően az is fizetőeszközök globális sokszínűsége fennmaradásának irányába mutat, hogy a monetáris egységesülési folyamatokban (legyen szó valutaunióról vagy egyoldalú dollarizációról/euróizációról) potenciálisan vezető szerepet játszani képes államok többsége vonakodik feladni a számuka megfelelő *status quo*-t. A nagy belső piaccal rendelkező, a monetáris stabilitást önállóan is megteremteni képes gazdaságok

nem iparkodnak majd kockázatosnak ítélt valutáris együttműködésekben részt venni, ugyanis a hagyományos befolyási övezetük szorosabbra szövésén és némi kereskedelembővülésért cserébe nem éri meg a monetáris autonómia teljes, vagy akár csak korlátozott megosztása. Ebből a szemszögből az európai monetáris unió létrejötte az elmúlt évtizedek páratlan integrációs erőfeszítései megalapozta sajátos kivétel inkább, mint a világ többi része számára irányadó minta. A vita során megfogalmazott prognózisok helyességét nyilván csak a jövő döntheti el, a témakör relevanciája azonban egyik forгатókönyv esetén sem fog elveszni a következő évtizedekben.

5.1. A doktori kutatás tanulságai és tézisei

A pénzügypolitikai stratégia megtervezésének közgazdaságtudományi háttere radikális metamorfózison esett át az elmúlt két-három évtizedben. Ennek az elméleti átalakulásnak több olyan gazdaságpolitikai következménye van, amelynek a végiggondolása fontos tanulságokat hordoz a valutauniós tagság előnyeinek és hátrányainak, valamint az eurózónához vezető út feltételeinek mérlegelése szempontjából is. A monetaristák és az újklasszikusok egymással is vitázó forradalmának az eredményeképpen az árstabilitás a monetáris politika kitüntetett céljává vált. A makroökonomiai modellek logikailag is megmagyarázták azt a gazdasági idősorokban is egyértelműen jelentkező összefüggést, hogy már középtávon sem létezik a gazdaságpolitika által meglovagolható ereszkedő Phillips-görbe, vagyis a monetáris eszköztárral nem lehet befolyásolni tartósan a gazdasági növekedést és a munkanélküliséget. A legtalálóbban a Lucas-kritikával és a dinamikus inkonzisztencia koncepciójával fémjelezhető új tételek pedig általánosan is kikezdték a gazdaságpolitikai finomhangolás szupremáciájába, a tudományosan magasan képzett, felvilágosult döntéshozók bölcsességébe vetett hitet, ami a XX. század középső harmadában áthatotta a közgazdaságtani gondolkodást.

Rátérve az európai monetáris integráció eddigi történetére, azt láthattuk, hogy mindvégig szorosan összekapcsolódtak a közgazdasági és a politikai megfontolások, hosszú ideje teret kínálva az éles vitáknak arról a dilemmáról, hogy melyik tényezőcsoport töltött be dominánsabb szerepet a közös valutához elvezető folyamatban. Bár nem lehet alábecsülni a politikai elkötelezettség jelentőségét az euró és a közös jegybank megszületésében, a disszertációnkban több helyütt is vitába szálltunk azokkal a nézetekkel, amelyek kizárólagosan a föderalista eszme térnyerésére

és egyfajta politikai logikára akarják visszavezetni a projektet. A liberalizált tőkepiacok és a nemzetközi trilemma vastörvényei miatt a monetáris önállóság feladása nem volt igazán komoly mértékű áldozat a legtöbb európai ország részéről, vagyis a korábban megszokott gazdaságpolitikai szuverenitás a közös valuta átvételétől függetlenül már nem volt megőrizhető. A pénzügyi válságok gyakoriságának növekedése és a sebezhetőség gyorsabb kialakulása is arra ösztönözte a tagországokat, hogy egy nagyobb valutaövezeten belül, annak stabilitásából részesülve szegüljenek szembe a globális pénzpiac gyakran heves hullámozásaival.

A Csatlakozási Szerződés ugyan jogi kötelezettséggé teszi az új tagállamoknak a közös valuta előírásos rendnek megfelelő átvételét, de ettől függetlenül a valutauniótól várható többletstabilitás, a beruházásokat élénkítő alacsonyabb reálkamatszínvonal és az egységes pénz kereskedelemteremtő hatása közgazdaságilag is előnyössé teszi a részvételt a térség országainak. Az előírányzott 4-5 éves felkészülési időszakok jellemzően elégségesnek látszanak a feltételek teljesítéséhez, hiszen a 12 jelenlegi tagállam egy része sem volt kedvezőbb kiinduló helyzetben a maastrichti kritériumokat tekintve ugyanilyen távolságra az eurótól, ráadásul makro- és mikroszerkezeti relációkban, valamint a pénzügyi közvetítés mélységét tekintve is kielégítő módon hasonultak a rendszerváltás során a volt szocialista gazdaságok a nyugat-európai mintához.

A közös valuta növekedési hatásaival kapcsolatban alapvetően kétféle, ellentétes előjelű tényezővel célszerű számolnunk. Egyrészt az euró átvétele a fentebb is említett csatornák jóvoltából növekedésösztönző hatásokkal bír, másrészt ugyanakkor a szigorú feltételek teljesítése a közkeletű vélekedés szerint növekedési áldozatokkal is járhat. Az utóbbihoz kapcsolódóan disszertációnkban erőteljesen vitába szálltunk azzal az elterjedt nézetrendszerrel, mely szerint a nominális konvergenciát előtérbe helyező makrogazdasági stratégia nem egyeztethető össze az KKE-országok versenyképességi és felzárkózási céljaival. Ebből következően már rövid távon sem kívánatos olyan gazdaságpolitikát folytatni a térségben, amely nem a maastrichti kritériumok teljesítésének prioritására épül.

Ráadásul a szakirodalomban feltárt növekedési hatások egyenlege is pozitívnak valószínűsíthető az euró átvételét illetően, ugyanakkor mégsem ez képezi szakmai meggyőződésünk szerint a lehető leghamarabbi eurózónás csatlakozás melletti argumentáció leglényegesebb részét. A közös valuta minél sietősebb bevezetése ugyanis elsősorban azzal indokolható, hogy az akadálytalan tőkeáramlások és globális pénzügyi

piacok érájában aránytalanul sebezhetővé tesz egy kis országot a pénzügypolitikai autonómia fenntartása. Az átmenet elnyújtása melletti érvek egyrészt túlbecsülik az önálló árfolyam- és monetáris politika hatásosságát, másrészt indokolatlanul felnagyítják azokat a feszültségeket, amik a reál és a nominális konvergencia között húzódnak meg a posztoszocialista országok esetén. Fontosnak tartjuk ezen a ponton leszögezni, hogy az elmúlt évtized globális tapasztalatai alapján a kelet-közép-európai gazdaságok felzárkózási esélyei számára kisebb fenyegetést jelentenek a klasszikus reálgazdasági sokkok (pl.: világgazdasági kereslet szerkezeti változásai), mint a pénzügyi fertőzések romboló hatásai. A monetáris kondíciók testreszabására való potenciális képesség pedig csak az elsőként említett típus esetén kecsegtet némi (és a tőkepiaci liberalizációval párhuzamosan egyre korlátozottabb hatókörű) beavatkozási lehetőséggel, míg a pénzügypolitikai önállóság definíció szerint hozzájárul a sebezhetőség fennmaradásához.

A valutáris autonómia akár átmeneti megőrzését szorgalmazó nézetekkel szemben mind a modern közgazdasági elmélet, mind a közelmúlt gazdaságpolitikai tapasztalata inkább arrafelé mutat, hogy az árstabilitás és a fegyelmezett fiskális pozíció inkább támogatja a dinamikus növekedést, mintsem hátráltatná, netán visszafogná azt, gondoljunk csak például a régi uniós tagok fiskális konszolidációs intézkedései kapcsán megjelenő nem-keynesi hatásokra. Vagyis az euró átvétele nemcsak önmagából fakadóan segíti elő az uniós átlagoz történő jövedelmi felzárkózás gyorsulását, hanem azért is, mert kedvező (stabil és kiszámítható) üzleti és intézményi környezetet teremt a vállalati szektor számára.

A fentebb mondottakból következően az euró bevezetésének legfontosabb hozadéka a korábban instabil valutával, gyenge intézményekkel és rossz inflációs teljesítménnyel rendelkező országcsoporthoz számára a makroökonómiai hitelességnövekedés. A keményen rögzített pólushoz sorolható egyéb opciók kevésbé vonzóak, ugyanis monetáris uniós tagság esetén a gazdaságpolitika szavahihetősége sokkal nagyobb mértékben nő, mint más rendszerek (valutatanács vagy dollarizáció-euróizáció) alkalmazása esetén. Ennek háttérében pedig egyrészt az húzódik meg, hogy az előbbi sokkal kevésbé visszafordítható folyamatként értékelhető. Másrészt az egyoldalú lépésekről beláttuk, hogy valójában csak az uniós tagságtól évtizedes távolságra lévő gazdaságok számára jelent életképes alternatívát. Következésképpen, az eurózónás csatlakozás kitolása vagy lebegtetése, akár egy tudatos döntés, akár a

felelőtlen gazdaságpolitika következménye is legyen a halogatás, közgazdasági érvekkel nem igazolható.

1. tézis: A monetáris uniós tagság elérése a kelet-közép-európai új tagállamokban elsősorban nem az európai szabályokból következő jogi és politikai kényszerként interpretálandó, hanem a egybeesik a felzárkózó európai gazdaságok jól felfogott önértékeivel is. Az elméleti irodalom és a közelmúlt gazdaságtörténeti tapasztalata alapján az aktivista pénzügypolitika nem nyújt megoldást a globalizáció és az egységesülő tőkepiacok támasztotta kihívásokra, ezért a mihamarabbi betagozódás tűnik a közgazdaságilag legindokoltabb gazdaságpolitikai pályának.

Az eurózóna keleti kibővítése nem csak gazdaságpolitikai szempontból lesz kulcsfontosságú az érintett államok életében, hanem a szélesebb nyilvánosság szemében is kiemelten szimbolikus jelentőségű sorsfordulónak ígérkezik. A monetáris uniós csatlakozás a közvélemény számára valószínűleg sokkal látványosabb, szó szerint is kézzelfoghatóbb esemény lesz, mint az uniós belépés volt. Az euró átvételekor ugyanis egyértelműbb módon sűrűsödik össze egy konkrét fordulónapra (illetve az azt közvetlenül megelőző és követő rövid időszakra) a változás. Emlékezhetünk rá, hogy az uniós tagság hatásai időben széthúzva, több évtized alatt jelentkeztek-jelentkeznek az KKE-országokban. Gondoljunk csak arra például, hogy a kereskedelmi akadályok döntő részének lebontására már a társulási szerződések megkötése után, az 1990-es évek első felében sor került, míg bizonyos területeken csak a 2010-es években (pl.: környezetvédelem, agrárpolitika, munkaerő-áramlás) a derogációk és a különféle átmeneti korlátozások lejárta után válnak érvényessé az európai szabályok és eljárások. A 2004 májusi taggá válással szemben a közös valuta bevezetése azonnal megragadható újdonságot hoz a mindennapi életben, ezért a lakosság számára várhatóan sokkal intenzívebben reprezentálja majd az európai családba történő be- (illetve egyben vissza) integrálódásunkat. Ez a tény természetesen nem jelent garanciát arra nézve, hogy a közös valuta később is élvezni fogja a kelet-közép-európai választópolgárok túlnyomó többségének a támogatását, ez annak is függvénye, hogy mennyire zökkenőmentesen sikerül a térség gazdaságait benavigálni, majd utána beilleszteni az egységes valuta övezetébe.

A kelet-közép-európai térségben már az eddigiekben is érvényesült a bipolarizációs trend, amelyet tágabb időhorizonton vizsgálva integrációs folyamatot

majd teljessé tehet az összes posztszocialista ország csatlakozása az eurózónához. A két pólus térnyerését *Tavlas* [2004] (99-100. o.) szellemesen az árfolyamrendszerek darwinista megközelítéseként aposztrofálja, amelynek keretében a korábban instabil nemzeti pénzek elhullanak egyfajta evolúciós logika mentén, és az életképesebb erősebb pozíciójú valuták, vagy újonnan létrehozott közös valuták lépnek a helyükre a természetes szelekció jegyében (ez talán egy harmadik „köztes” scenárió lehet a fejezet elején megfogalmazott két ellentétes álláspont között a devizák jövőbeli számosságát illetően).

Az eddigi térségbeli fejlemények alapján a valutauniós felkészüléshez választott gazdaságpolitikai pályák összehasonlításakor talán elhamarkodott ítélet lehet a valutatanács rezsimek jobb alkalmazhatóságát deklarálni. A döntő szempont a nominális és reálkonvergencia párhuzamos biztosításához a gazdaságpolitika minősége (fegyelmezettsége és reformkészsége), amit nem lehet egyszerűen megnyerni pusztán az árfolyamrendszer megválasztása révén. A régi és az új tagállamok tapasztalatai is alátámasztják, hogy mindkét pólus használhatónak bizonyult a megfelelő elkötelezettséggel vegyítve a kijelölt cél eléréséhez. A szigorú rezsimeket érő pénzügyi válságok pedig arra figyelmeztethetnek bennünket, hogy önmagában a monetáris szuverenitás előzetes feladása nem varázsszer, ugyanis *per se* ez sem véd meg az esetleges kormányzati túlköltekezés és az újjáéledő populizmus kedvezőtlen konzekvenciáitól.

Ugyanakkor szeretnénk ezen a ponton leszögezni, hogy a fentiek belátásából semmiképpen nem következik, hogy a tranzíciós országcsoporthoz számára hosszú távon az eurózónán kívül bármely pólus megfontolandó alternatívát kínálna. Az utóbbi két évtized pénzügyi trendjeinek talán legfőbb tanulsága a felzárkozó gazdaságoknak, hogy semmilyen önálló árfolyampolitikai rendszer nem nyújt teljesen megnyugtató védelmet a gyakran önbeteljesítő jellegű és ezért előrejelezhetetlen spekulációs támadások ellen. A feltörekvő piacokon minden árfolyamrezsimeket potenciálisan fenyegető valutaválságok veszélye mellett az is alátámasztja a kiinduló megállapítást, hogy a kis országok pénzügyi közvetítő szektorai önállóan nem képesek olyan hatékony és likvid piacokat kínálni a gazdasági szereplőknek, amiket a nagyobb valutaövezetek üzleti szervezetei adottságként élveznek. A felemelkedő országok pénzügyi intézményrendszerének ezen „eredendő bűne” pedig komoly versenyhátrányként jelentkezhet a globalizációs folyamat felerősödése miatt mára amúgy is öldöklővé vált világgpiaci küzdelemben.

Egy másfajta kihívásként jelentkezik a feltörekvő országokban a Balassa-Samuelsón hatás, amivel kapcsolatban hangsúlyoztuk az értekezésünkben, hogy ez egy egyensúlyi jelenség a felzárkózási pályán. Következésképpen, mind a nontradable szektor relatíve gyorsabb áralkalmazkodásából fakadó strukturális többletinfláció, mind a reálárfolyamok felértékelődése a gazdasági fejlődés természetes velejárója, amikkel (de különösen az elsőként említettel) még várhatóan évtizedekig együtt kell élnie a térség országainak. A pénzügypolitikai szempontból egyáltalán nem elhanyagolható jelentőségű számszerű mértéket illetően egyre inkább körvonalazódik a vonatkozó szakirodalomban egyfajta konszenzus az enyhe pozitív értéktartomány megjelölése mellett. Ugyanakkor mivel ez évente önmagában ténylegesen kezelhető mértékű pótlólagos inflatorikus nyomást jelent, önmagában a jelenség létéből nem következik konkrét elköteleződés valamely pénzügypolitikai pálya mellett.

Az eurózóna egészének az érdeke is azt kívánja bizonyos szempontból, hogy olyan országok is csatlakozzanak a monetáris unióhoz, amelyek jegybanki-kormányzati vezetésének élő tapasztalatai vannak a monetáris döntések gyakorlása terén. Ha csupa valutatanács-jellegű rezsimeket üzemeltető országgal gyarapodna az EMU, amelyek képviselői természetesen helyet kapnának a döntéshozó szervezetekben, akkor előbb-utóbb problémák merülhetnek fel az új tagok delegáltjainak kompetenciáit illetően. További érvként említhető a jelenleg tapasztalható pénzügypolitikai sokszínűség mellett, hogy várhatóan az üzleti-pénzügyi szféra is felkészültebb az esetlegesen a monetáris döntésekből fakadó sokkok hatékony kezelésére abban az országban, amelyik monetáris önállósága legalábbis részlegesen megmaradt a közös valuta bevezetése előtti időszakban.

2. tézis: A bipoláris logikának megfelelő mindkét út járható a tranzíciós országok számára az eurózónára való felkészülési folyamatban, aminek a belátása különösen azért fontos, mert a monetáris uniós csatlakozást közvetlenül megelőző időszakban nem lenne szerencsés már semmilyen nagyobb szabású rezsinváltásba bocsátkozni. A rendszerváltási és integrációs folyamatban kialakított pénzügypolitikai hagyományok érvényesülése a legindokoltabb megoldás az érintett országokban, tekintve, hogy egy új rendszer mindig több éves betanulási időt igényel mind a gazdasági vezetés, mind a piaci szereplők részéről.

Az európai tapasztalatok áttekintésekor regisztráltuk, hogy az új közös jegybank stratégiájában egyre dominánsabbá válnak az inflációs célkövetésre utaló jegyek. Habár az eurózóna első hat éve sok szempontból nem igazolta az előzetes – talán túlzottan is optimista – reményeket, de a csalódásokért véleményünk szerint a legkevésbé a közös monetáris politika a felelős. A kontinentális piacgazdasági modell (az európai jóléti állam) strukturálisan elkorhadtnak látszik, és ennek az állapotnak a végérvényes felszínre kerülése időben egybeesik az euró megjelenésével, ami sok megalapozatlan kritikát és bírálatot is a közös valutára zúdít. Szakmai szempontok alapján mérlegre téve az Európai Központi Bank első éveit, azt állapíthatjuk meg, hogy sikeres volt a monetáris stabilitás biztosításában, illetve a hosszú távú inflációs várakozások alacsony szinten rögzítésében az euróövezetben. A fenti értékelést globális keretbe helyezi a gazdasági környezet világszerte tapasztalható viharos átalakulása, melynek hatására a monetáris politikának az elmúlt években különösen bizonytalan környezetben kellett működnie. Amellett, hogy jelentkeztek a szinte szokásosnak mondható külső sokkok a gazdaságpolitika számára (nyersanyagpiaci áremelkedések, háborús konfliktusok, terrorista támadások), napjainkban a gazdaság mélyrétegeiben komoly strukturális változások is zajlanak, amik kiváltképpen megnehezítik az előrelátást. Az utóbbi szerkezeti átalakuláshoz sorolható a munkanélküliség természetes rátájának a növekedése, az eszközár-buborékok kialakulása az értékpapírpiacokon, vagy a korábban kiszámíthatóan mozgó termelékenységi ráták viharos változékonysága. Ilyen kedvezőtlen tervezési feltételek között mindenképpen pozitívnak értékelhető az árstabilitás fenntartása az euróövezet országaiban. Persze emellett szükséges lehet az EKB monetáris stratégiájának és kommunikációs politikájának további finomítása, csiszolása, vagy akár a tiszta IT rezsím felé történő elmozdulás is, amire az idő múlásával a szereplők körében felhalmozódó kölcsönös tanulás és tapasztalatszerzés révén számottevő esély is mutatkozik.

Az eddig eltelt időszak megítélésével összefüggésben *Rogoff* [2005] arra figyelmeztet, hogy az eurózóna működésének és sikerességének értékelésekor nem szabad a rövid távú problémákat azonosítani a teljes kihatással. Egyrészt hosszú távon az euró várhatóan hozzájárul az integráció további elmélyüléséhez, ami tagadhatatlanul növekedésösztönző hatással bír egész Európában. Másrészt nem szabad megfedkezünk az új valuta potenciális globális externáliáiról sem. Az európai monetáris unió ugyanis rengeteg tapasztalat forrása lehet más hasonló terveket szövögető régiók számára. Ráadásul a létrejött pán-európai kötvénypiac remek

portfólió-diverzifikációs lehetőséget jelent mind a központi bankok, mind a privát intézményi alapok számára szerte a világon.

Az európai tapasztalatokból megfogalmazható általánosítható tanulságok kapcsán kellő óvatosságra inthet bennünket *Christl – Just* [2004] tanulmánya, mivel nagy a csábítás, hogy a legmélyebb együttműködési szintre jutó és legnagyobb múltra visszatekintő példát használjuk modellként a többi országcsoporthoz számára is. A csatlakozó országok tapasztalatai, illetve tágabban értelmezve az európai monetáris egységesülés eddigi fejleményei tehát csak korlátozott mértékben érvényesek a többi világgazdasági régió (kiemelten Latin-Amerika és az ázsiai gazdaságok) fejlődési, integrálódási lehetőségei szempontjából. A nem európai feltörekvő országok ugyanis értelemszerűen nélkülözik azt az intézményi mintát, és az integrációs szabályrendszerből következő multilaterális gazdaságpolitikai felügyeletet¹⁸⁶, ami a disszertációnkban elemzett országcsoporthoz számára adottságként jelent meg az uniós csatlakozási folyamatban. Ezt az alapos és jól strukturált makrogazdasági felügyelést ugyanakkor helyettesítheti nemzeti szintű fiskális szabályok törvénybe iktatása (pl.: számszerű korlátok a folyó államháztartási hiányra, vagy az adósságrátára), valamint erős felügyeleti szervek (pénzügyi és versenyszabályozás) kiépítése. A dollár szerepe jelenleg is kiemelkedő az Európán kívüli gazdasági tranzakciókban, de sok esetben a dollarizáció nem jelent igazán jó megoldást. Jellemző példa, hogy néhány dél-amerikai ország esetében az Európai Unióval folytatott kereskedelem részaránya felülmúlja az Egyesült Államok súlyát, és a konjunktúraciklusok szinkronizáltsága is inkább az európai minta irányába mutat. Ezért közgazdaságilag racionálisabb volna, ha a bipoláris logika hosszú távon itt is egy regionális közös valuta bevezetésének formájában érvényesülne.

Az elméleti fejezetben részletesen bemutatott elméleti megújulásnak az egyik látványos intézményi következménye volt a jegybanki függetlenség megteremtésének alapvető normává válása a fejlett országokban az elmúlt két évtizedben. Egy másik – az előbbihez szervesen kapcsolódó – alkalmazott közgazdaságtani aspektus pedig az inflációs célkövetéses rezsimek megjelenése és villámgyors karrierje elsőként a fejlett, a későbbiekben a felzárkózó piacokon. A gyorsulva változó makrogazdasági környezetben az egyre gazdagabb nemzetközi tapasztalatok alapján alkalmazkodóképesnek bizonyult a közvetlen inflációs célkitűzés filozófiája, ugyanis a

¹⁸⁶ A monetáris egységesülési folyamat során szerzett európai tapasztalatok globális alkalmazásának kérdéseiről lásd még *de Macedo* [2001].

végző célra koncentrálja a gazdaságpolitika figyelmét, nem valamely közbenő nominális változó (pénzkínálat, árfolyam) felügyeletére. Ennek a viszonylag újnak számító monetáris politikai rezsimnek a vonzerejét erőteljesen növelte, hogy még a globalizált tőke- és pénzpiacokon kialakuló pénzügyi válságok idején is sikeres teljesítményt mutatott fel. Bár a rezsim működtetése és az előzetesen nyilvánosan rögzített inflációs célok elérése jóval bonyolultabb feladat a feltörekvő, mint a fejlett országokban, még az eltérések világos és nyilvános kommunikálása is segíthet a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak lehorgonyzásában. Következésképpen a felemelkedő országok a megszokottnál nagyobb hibahatárral működő rendszerei is sikeresek lehetnek hosszabb távon a gazdaságpolitikai hitelesség megteremtésében és megerősítésében, valamint az áremelkedési dinamika ütemes csökkentésében. A fentebb kiemelt tapasztalatok alapján az eurózónás felkészülés pénzügypolitikai keretének feladatára az IT rendszere alkalmas rezsimnek ítéhető, mind a felvételi kritériumok teljesítése, mind a reálkonvergenciát előmozdító monetáris makroökonómiai környezet biztosítása vonatkozásában.

3. tézis: Az inflációs célkövetéses pénzügypolitika a nemzetközi és a szűkebben vett régiós fejlemények alapján alkalmas keretrendszer egy frissen csatlakozott ország bekormányzására az egységes monetáris övezetbe. A dezinfláció előmozdításában, a gazdasági várakozások előretekintővé formálásában és lehorgonyzásában sikeresnek bizonyult az IT, és a tapasztalatok további felhalmozódásával egyre bátrabban ajánlható a feltörekvő országok döntéshozó elitje számára stratégiai vezérfonalként a monetáris kondíciók szabályozására.

A disszertációnk elkészítésének lezárulta után még természetesen nyitva maradt néhány problémakör (bízunk benne, hogy némileg kevesebb, mint amikor elkezdjük a tudományos munkát), ami egyben természetesen kijelölheti számunkra a további kutatásaink megvizsgálandó kérdéseit is. Dolgozatunkban kiemelt figyelmet fordítottunk a magyar fejleményekre, de a többi kelet-közép-európai ország pénzügypolitikai története is feldolgozható esettanulmány jelleggel, részletesen megvizsgálva, hogy miként érvényesültek a feltárt régiós minták, hogyan alakultak a gazdaságpolitikai döntések az integrációs folyamatban. A későbbiekben tanulságos számvetések készíthetők, hogy mennyire igazolódtak be a monetáris uniótól várt

növekedési előnyökre vonatkozó becslések, illetve mennyiben nyert bizonyítást az endogenitási hipotézis a régi és az új tagországokban egyaránt. A szűkebb térségünkben elemzett pénzügypolitikai átrendeződések (az alkalmazott monetáris és árfolyamrezsimek mintázatának megváltozása) más régiókban történő részletes történeti és összehasonlító gazdaságtani vizsgálata is további kutatások fókuszába kerülhet.

6. Hivatkozási jegyzék

- ÁBEL ISTVÁN – SIKLOS, PIERRE L. [2002]: Is Hungary Ready for Inflation Targeting? *Economic Systems*, 26. évf. 4. sz. 309-333. o.
- ÁBEL, ISTVÁN – SIKLOS, PIERRE L. [2004]: Secrets to the Successful Hungarian Bank Privatization: the Benefits of Foreign Ownership through Strategic Partnerships. *Economic Systems*, 28. évf. 2. sz. 111-123. o.
- ACEMOGLU, DARON - JOHNSON, SIMON – ROBINSON, JAMES – THAICHAROEN, YUNYONG [2003]: Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth. *Journal of Monetary Economics*, 50. évf. 1. sz. 49-123. o.
- ÁDÁM ZOLTÁN [2004]: The Power of Path Dependence? State Capacity and Autonomy in East Central Europe during Transition. *Competitio*, 3. évf. 1. sz. 154-168. o.
- AGUR, ITAI – DORRUCCI, ETTORRE – MONGELLI, FRANCESCO P. [2005]: What does European Institutional Integration Tell Us about Trade Integration? *ECB Occasional Paper Series* 40. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- AFONSO, ANTÓNIO – NICKEL, CHRISTIANE – ROTHER, PHILIPP C. [2005]: Fiscal Consolidations in the Central and Eastern European Countries. *ECB Working Paper Series* 473. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- ALESINA, ALBERTO – ARDAGNA, SILVIA [1998]: Tales of Fiscal Adjustment. *Economic Policy*, 13. évf. 27. sz. 487-545. o.
- ALESINA, ALBERTO – BARRO, ROBERT J. [2002]: Currency Unions. *Quarterly Journal of Economics*, 117. évf. 2. sz. 409-436. o.
- ALESINA, ALBERTO – SUMMERS, LAWRENCE H. [1993]: Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25. évf. 2. sz. 151-162. o.
- AMATO, JEFFERY D. – GERLACH, STEFAN [2002]: Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a Decade. *European Economic Review*, 46. évf. 4-5. sz. 781-790. o.
- ANDOR LÁSZLÓ [2003a]: Monetáris evolúció Európában. Szükségyszerűség és esetlegesség a pénzügyi integráció fejlődésében és az EU bővítésében. Megjelent: Wiener György (szerk): *Euró. Érvek és ellenérvek. Kormányzati Stratégiai Elemző Központ Stratégiai Füzetek* 16. sz., Miniszterelnöki Hivatal, Budapest, 27-58. o.
- ANDOR LÁSZLÓ [2003b]: *Nemzetek és pénzügyek. Európa Iskola-sorozat, Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest*
- ANTAL LÁSZLÓ [2004]: *Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest*
- ANNUAL ECONOMIC REPORT [1999]: Európai Bizottság, Brüsszel
- ARON, JANINE [2000]: Growth and Institutions: A Review of the Evidence. *The World Bank Research Observer*, 15. évf. 1. sz. 99-135. o.
- ARRATIBEL, OLGA – RODRIGUEZ-PALENZUELA, DIEGO – THIMANN, CHRISTIAN [2002]: Inflation Dynamics and Dual Inflation in Accession Countries: a “New Keynesian” Perspective. *ECB Working Papers* 132. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- ÁRVAI ZSÓFIA – VINCZE JÁNOS [1998a]: Valuták sebezhetősége – pénzügyi válságok a 90-es években. *MNB Füzetek* 1. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- ÁRVAI ZSÓFIA – VINCZE JÁNOS [1998b]: Valuták sebezhetősége – pénzügyi válságok a kilencvenes években. *Közgazdasági Szemle*, 45. évf. 6. sz. 509-533. o.
- ATKINS, RALPH [2005]: Monetary Union „Will Still Be a Success”. *Financial Times*, június 4-5. 3. o.

- BABETSKII, IAN [2005]: Trade Integration and Synchronization of Shocks: Implications for EU Enlargement. *Economics of Transition*, 13. évf. 1. sz. 105-138. o.
- BACKÉ, PETER – WÓJCIK, CEZARY [2003]: Unilateral Euroization: a Suitable Road towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries? Megjelent: Sepp, Urmas – Randveer Martti (szerk.): *Alternative Regimes in Entry to EMU*. Észt Nemzeti Bank, Talinn, 199-243. o.
- BACKÉ, PETER – WÓJCIK, CEZARY [2004]: The Unilateral Euroization Debate in Central and Eastern European EU Accession Countries: A Stocktaking Exercise. *Acta Oeconomica*, 54. évf. 2. sz. 123-157. o.
- BACKUS, DAVID – DRIFFILL, JOHN [1985]: Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime. *Review of Economic Studies*, 52. évf. 2. sz. 211-221. o.
- BÁCSKAI TAMÁS [1997]: Az euró - visszatérés a valódi pénzhez. *Európa Fórum*, 7. évf. 2. sz. 77-81. o.
- BAELE, LIEVEN – FERRANDO, ANNALISA – HÖRDAHL, PETER – KRYLOVA, ELIZAVETA – MONNET, CYRIL [2004]: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*. ECB Occasional Paper Series 14. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- BÁGER GUSZTÁV [2002]: Az IMF és a Világbank befolyása a gazdaságpolitikára. *Társadalom és Gazdaság*, 24. évf. 1. sz. 5-19. o.
- BALASSA BÉLA [1964]: Purchasing Power Parity Doctrine – A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72. évf. 6. sz. 584-596. o. (Magyarul: A vásárlóerőparitás elméletének újraértékelése. Megjelent: Darvas Zsolt – Halpern László (szerk.) [1998]: *Árfolyamelmélet*. Osiris-Láthatatlan Kollégium, Budapest, 35-47. o.)
- BALDWIN, RICHARD [2005]: The Euro's Trade effect. A tanulmány a „What Effects is EMU Having on the Euro Area and its Member Countries?” konferenciára készült, Európai Központi Bank, Frankfurt, június 16-17.
- BALDWIN, RICHARD – BERGLÖF, ERIK – GIAVAZZI, FRANCESCO – WILDGRÉN, MIKA [2001]: Nice Try: Should the Treaty of Nice be Ratified? *Centre for Economic Policy Research, Monitoring European Integration* 11. sz., London
- BALL, LAURENCE – SHERIDAN, NIAMH [2003]: Does Inflation Targeting Matter? *NBER Working Paper*, 9577. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- BALLS, ANDREW [2005]: Fed Edges Closer to Setting Inflation Targets. *Financial Times*, február 17.
- BARA ZOLTÁN – CSABA LÁSZLÓ - GEDEON PÉTER [2000]: Összehasonlító gazdaságtan és közgazdaságtan. Megjelent: Bara Zoltán - Szabó Katalin (szerk): *Gazdasági rendszerek, országok, intézmények*. Bevezetés az összehasonlító közgazdaságtanba. Aula Kiadó, Budapest, 3-51. o.
- BARABÁS GYULA (SZERK.) [2003]: A felértékelődési spekuláció kezelése. *MNB Háttér tanulmányok*, 3. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- BARLOW, DAVID [2005]: The Hungarian Exchange Rate and Inflation over the Transition. *Economic Systems*, 29. évf. 1. sz. 87-97. o.
- BARRO, ROBERT J. [1974]: Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, 82. évf. 6. sz. 1095-1117. o.
- BARRO, ROBERT J. – GORDON, DAVID B. [1983a]: A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91. évf. 4. sz. 589-610. o.
- BARRO, ROBERT J. – GORDON, DAVID B. [1983b]: Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12. évf. 1. sz. 101-122.
- BARTHA ATTILA – MATHEIKA ZOLTÁN – OBLATH GÁBOR – PÁSZTORI VERONIKA [2003]: Magyarország csatlakozása az euró-övezethez. Az EMU-csatlakozás előnyei és lehetséges hátrányai. *Kopint-Datorg Műhelytanulmányok* 36. sz., Budapest
- BAUMOL, WILLIAM J. [2000]: What Marshall Didn't Know: On the Twentieth Century's Contributions to Economics. *Quarterly Journal of Economics*, 115. évf. 1. sz. 1-44. o.

- BAYOUMI, TAMIM – EICHENGREEN, BARRY [1992]: Shocking Aspects of European Monetary Unification. NBER Working Paper 3949. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- BEBESY DÁNIEL [2004]: Az ERM II: Horgony vagy célpont? ICEG EC Munkafüzet 5. sz., International Center for Economic Growth European Center, Budapest
- BEGG, DAVID – EICHENGREEN, BARRY – HALPERN LÁSZLÓ – VON HAGEN, JÜRGEN – WYPLOSZ, CHARLES [2001]: Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries. Centre for Economic Policy Research, London
- BEGG, DAVID – CANOVA, FABIO – DE GRAUWE, PAUL – FATÁS, ANTONIO – LANE, PHILIP R. [2002]: Surviving the Slowdown. Monitoring the European Central Bank 4. sz., Centre for Economic Policy Research, London
- BÉKÉS GÁBOR [1998]: Optimális valutaövezetek, gazdasági integráltság és hasonlatosság: az Európai Unió példája. Közgazdasági Szemle, 45. évf. 7-8. sz. 709-737. o.
- BÉKÉS GÁBOR – RÁTFAI ATTILA [2003]: Inflációs célt! De hogyan? Világgazdaság, április 14. (1. rész), május 8. (2. rész)
- BENCZES ISTVÁN [1999a]: Az Európai Monetáris Unió, mint optimális valutaövezet. MTA Világgazdasági Kutatóintézet, Műhelytanulmányok 19. sz., Budapest
- BENCZES ISTVÁN [1999b]: Fiskális politika a Gazdasági és Monetáris Unióban. Közgazdasági Szemle, 46. évf. 4. sz. 362-379. o.
- BENCZES ISTVÁN [2003]: A Stabilitási és Növekedési Paktum kritikai értékelése. Európai Tükör, 8. évf. 4-5. sz. 59-78. o.
- BENCZÚR PÉTER – RÁTFAI ATTILA [2005]: Economic Fluctuations in Central and Eastern Europe. The Facts. MNB Füzetek 2. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- BENCZÚR PÉTER – SIMON ANDRÁS – VÁRPALOTAI VIKTOR [2003]: Fiskális makropolitika és a növekedés elemzése kalibrált modellel. MNB Füzetek, 9. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- BENSAID, BERNARD – JEANNE, OLIVIER [1997]: The Instability of Fixed Exchange Rate Regimes When Raising the Nominal Interest Rate is Costly. European Economic Review, 41. évf. 8. sz. 1461-1478. o.
- BERGER, HELGE – KOPITS GYÖRGY – SZÉKELY P. ISTVÁN [2004]: Fiscal Indulgence in Central Europe: Loss of the External Anchor. IMF Working Paper 62. sz., Nemzetközi Valutaalap, Washington
- BERNANKE, BEN S. – MISHKIN, FREDERIC S. [1997]: Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy. Journal of Economic Perspectives, 11. évf. 2. sz. 97-116. o.
- BERNANKE, BEN S. – LAUBACH, THOMAS – MISHKIN, FREDERIC S. – POSEN, ADAM S. [1999]: German and Swiss Monetary Targeting: Precursors to Inflation Targeting. Megjelent: Bernanke, Ben S. – Laubach, Thomas – Mishkin, Frederic S. – Posen, Adam S. [1999]: Inflation Targeting – Lessons from the International Experience. Princeton University Press, Princeton, 41-85. o.
- BERTHOLD, NORBERT [1993]: Fiskális föderalizmus. Közgazdasági Szemle, 40. évf. 6. sz. 469-482. o.
- BHAGWATI, JAGDISH [1998]: The Capital Myth. Foreign Affairs, 77. évf. 3. sz. 7-12. o.
- BLANCHARD, OLIVIER [2000]: What Do We Know about Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not? Quarterly Journal of Economics, 115. évf. 4. sz. 1375-1409. o.
- BLINDER, ALAN S. [1997]: What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice Versa. Journal of Economic Perspectives, 11. évf. 2. sz. 3-19. o.
- BLINDER, ALAN S. [2000]: Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? American Economic Review, 90. évf. 5. sz. 1421-1431. o.
- BOKOR LÁSZLÓ [2003]: Inflációs célkitűzés: Járható hazai út? ICEG EC Vélemény 4. sz., International Center for Economic Growth European Center, Budapest
- BOKROS LAJOS [2000]: Visegrad Twins' Diverging Path to Relative Prosperity. Comparing the Transition Experience of the Czech Republic and Hungary. A tanulmány a Cseh Nemzeti Bank konferenciájára készült, szeptember 22., Prága

- BONIN, JOHN – WACHTEL, PAUL [2003]: Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 12. évf. 1. sz. 1-66. o.
- BORDO, MICHAEL D. - JONUNG, LARS [1999]: The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? NBER Working Paper 7365. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- BORDO, MICHAEL – EICHENGREEN, BARRY – KLINGEBIEL, DANIELA – MARTINEZ-PERIA, MARIA S. [2001]: Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, 16. évf. 32. sz. 51-82. o.
- BOROWSKI, JAKUB [2004]: Costs and Benefits of Poland's EMU Accession: A Tentative Assessment. *Comparative Economic Studies*, 46. évf. 1. sz. 127-145. o.
- BRATKOWSKI, ANDRZEJ – ROSTOWSKI, JACEK [2000]: The EU Attitude to Unilateral Euroisation: Misunderstandings, Real Concerns, and Ill-designed Admission Criteria. Megjelent: Brzeski, Andrzej – Winiecki, Jan (szerk.): *A Liberating Economic Journey: Post-Communist Transition*. The Cromwell Press for CRCE, London, 199-232. o.
- BRIOTTI, MARIA G. [2004]: Fiscal Adjustment Between 1991-2002: Stylised Facts. ECB Occasional Paper Series 9. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- BRIOTTI, MARIA G. [2005]: Economic Reactions to Public Finance Consolidation: A Survey of the Literature. ECB Occasional Paper Series 38. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- BROUWER, HENK – DE HAAS, RALPH – KIVIET, BAS [2003]: Banking Sector Development and Financial Stability in the Run-up to EU Accession. Megjelent: Teunissen, Jan Joost – Teunissen, Mark (szerk.) (2003): *Financial Stability and Growth in Emerging Economies: The Role of the Financial Sector*. Forum on Debt and Development, 97-123. o. Webcím: <http://www.fondad.org/publications/stability/contents.htm>, letöltve: 2004. 11. 15.)
- BRUNO, MICHAEL – EASTERLY, WILLIAM [1996]: Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship. *Federal Reserve of St. Louis Review*, 78. évf. 3. sz. 139-146. o.
- BRUNO, MICHAEL – EASTERLY, WILLIAM [1998]: Inflation Crises and Long-run Growth. *Journal of Monetary Economics*, 41. évf. 1. sz. 3-26. o.
- BRUSZT LÁSZLÓ – OBLATH GÁBOR – TÓTH ANDRÁS [2003]: Összehangolt cselekvés. Gondolatok egy középtávú társadalmi-gazdaságpolitikai megállapodásról. *Népszabadság*, szeptember 27.
- BUCHANAN, JAMES M. – WAGNER, RICHARD E. [1977]: *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Academic Press, New York
- BUFMAN, GIL – LEIDERMAN, LEONARDO [2000]: Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel. Megjelent: Blejer, Mario I. – Ize, Alain – Leone, Alfredo M. – Werlang, Sérgio (szerk.): *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. Nemzetközi Valutaalap, Washington, 70-79. o.
- BUITER, WILLEM H. – GRAFE, CLEMENS [2001]: Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries. *Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF) Studies*, 11. sz., Bécs
- BULLETIN OF THE EC [1970]: Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of EMU in the Community. *Werner Report*, 11. sz.
- BURTON, DAVID – FISCHER, STANLEY [1998]: A mérsékelt infláció felszámolása. Megjelent: Cottarelli, Carlo – Szapáry György (szerk.): *Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai*. Nemzetközi Valutaalap és Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 25-93. o.
- CALOMIRIS, CHARLES W. [2003]: Lessons from Argentina and Brazil. *Cato Journal*, 23. évf. 1. sz. 33-45. o.
- CALVO, GUILLERMO A. – REINHART, CARMEN M. [2002]: Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117. évf. 2. sz. 379-408. o.

- CALVO, GUILLERMO A. – MISHKIN, FREDERIC S. [2003]: The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17. évf. 4. sz. 99-118. o.
- CAMBA-MÉNDEZ, GONZALO – GARCIA, JUAN ANGEL – PALENZUELA, DIEGO RODRIGUEZ [2003]: Relevant Economic Issues Concerning the Optimal Rate of Inflation. ECB Working Paper 278. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- CAMPOS, NAURO F. – CORICELLI, FABRIZIO [2002]: Growth in Transition: What We Know, What We Don't, and What We Should. *Journal of Economic Literature*, 40. évf. 3. sz. 793-836. o.
- CARARE, ALINA – STONE, MARK R. [2003]: Inflation Targeting Regimes. IMF Working Paper 9. sz., Nemzetközi Valutaalap, Washington
- COHEN, BENJAMIN J. [2003a]: Can the Euro Ever Challenge the Dollar? *Journal of Common Market Studies*, 41. évf. 4. sz. 575-596. o.
- COHEN, BENJAMIN J. [2003b]: Are Monetary Unions Inevitable? *International Studies Perspectives*, 4. évf. 3. sz. 275-292. o.
- COLLARD, FABRICE – DELLAS, HARRIS [2004]: The Great Inflation of the 1970s. ECB Working Paper 336. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- CORICELLI, FABRIZIO [2002]: Exchange Rate Policy during Transition to the European Monetary Union: The Option of Euroization. *Economics of Transition*, 10. évf. 2. sz. 405-417. o.
- CORICELLI, FABRIZIO – JAZBEC, BOSTJAN [2001]: Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies. CEPR Discussion Papers 2869. sz., Centre for Economic Policy Research, London
- CHURCHILL, RANDOLPH (SZERK.) [1948]: The Sinews of Peace. Post-war Speeches by Winston S. Churchill. Cassell, London
- CHRISTL, JOSEF – JUST, CHRISTIAN [2004]: Regional Monetary Arrangements: Are Currency Unions the Way Forward? Oesterreichische Nationalbank Working Paper 92. sz. 41-70. o., Osztrák Nemzeti Bank, Bécs
- CUKIERMAN, ALEX [1992]: Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. MIT Press, Cambridge (US)
- CUKIERMAN, ALEX - WEBB, STEVEN B. - NEYAPTI, BILIN [1992]: Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6. évf. 3. sz. 353-398. o.
- CUKIERMAN, ALEX – MILLER, GEOFFREY P. – NEYAPTI, BILIN [2002]: Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies – an International Perspective. *Journal of Monetary Economics*, 49. évf. 2. sz. 99-112. o.
- CZAKÓ VERONIKA [2004]: Az inflációs célkitűzéses monetáris politikai rendszer működése Brazíliában. ICEG EC Munkafüzet 4. sz., International Center for Economic Growth European Center, Budapest
- CZEGLÉDI PÁL [2004]: Növekedélmélet osztrák-intézményi perspektívában. *Competitio*, 3. évf. 3. sz. 157-173. o.
- CSABA LÁSZLÓ [1995]: A nemzetközi pénzügyi szervezetek és a kelet-európai rendszerátalakító politika. *Közgazdasági Szemle*, 42. évf. 2. sz. 117-138. o.
- CSABA LÁSZLÓ [1997]: A rendszerváltozás állása és néhány új elméleti összefüggése. *Európa Fórum*, 7. évf. 3. sz. 3-22. o.
- CSABA LÁSZLÓ [1998]: A második reformtól a rendszerváltozáson át a szociális piacgazdaságba (1970-1996). Megjelent: Csaba László – Szamuely László: Rendszerváltás a közgazdaságtanban – közgazdaságtan a rendszerváltásban. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, Budapest, 71-185. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2000]: A rendszerváltozás közgazdaságtana – új lehetetlenségi tétel felé? *Külgazdaság*, 45. évf. 6. sz. 4-20. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2001a]: Az Unió keleti politikája és a kibővítés. *Európai Szemle*, 12. évf. 1. sz. 61-94. o.

- CSABA LÁSZLÓ [2001b]: Hitting a Moving Target: Economic Challenges for Hungary in the EU Enlargement in Comparative Perspective. *Central European Political Science Review*, 2.évf. 6. sz. 57-73. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2002a]: Pótlólagos felvételi követelmény-e az euróérettség? *Külgazdaság*, 46. évf. 2. sz. 32-46. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2002b]: Laekentől a bővülésig. *Európai Tükör*, 7. évf. 1-2. sz. 3-16. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2002c]: A magyar modell. (Tündöklés és bukás). *Competitio*, 1. évf. 1. sz. 2-12. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2003]: A Non-Stability and Anti-Growth Pact for Europe? A tanulmány a „From here and from There: New and Old Members’ Perception on EU Enlargement” konferenciájára készült, Groningen, szeptember 25-27.
- CSABA LÁSZLÓ [2005a]: *The New Political Economy of Emerging Europe*. Akadémiai Kiadó, Budapest
- CSABA LÁSZLÓ [2005b]: Az unió vezérelte átalakulás vége. *Külgazdaság*, 49. évf. 9. sz. 4-25. o.
- CSAJBÓK ATILLA – CSERMELY ÁGNES (SZERK.) [2002]: Az euró bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. *MNB Műhelytanulmányok* 24. sz. Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- CSATLAKOZÁSI SZERZŐDÉS [2003]: A Magyar Köztársaság Külügyminisztériuma. (Webcím: <http://www.kulugyminiszterium.hu/NR/rdonlyres/7F4DB2B5-F0FB-453B-8751-48C0B95B1D35/0/13Acthu3.pdf>, letöltve: 2003. 11. 16.)
- CSEH ATTILA – MOSOLYÓ ZSUZSA [2000]: A görögországi konvergenciafolyamat és állampapírpiaci következményei. *Külgazdaság*, 44. évf. 12. sz. 56-67. o.
- CSERMELY ÁGNES [1997]: Az inflációs célkitűzés rendszere. *Közgazdasági Szemle*, 44. évf. 3. sz. 233-253. o.
- CSERMELY ÁGNES [2004]: Convergence Expectations and Convergence Strategies: Lessons from the Hungarian Experiences in the pre-EU Period. *Comparative Economic Studies*, 46. évf. 1. sz. 104-126. o.
- CSNB [2004]: *The CNB's Inflation Target from January 2006*. Cseh Nemzeti Bank, Prága
- CSONTOS LÁSZLÓ - KIRÁLY JÚLIA - LÁSZLÓ GÉZA [1997]: Az ezredvégi nagy borzongás. *Közgazdasági Szemle*, 44. évf. 7-8. sz. 569-596. o.
- CSONTOS LÁSZLÓ [1999]: Mire szolgál és mit jelent a jegybank függetlensége? Megjelent: Csontos László: *Ismeretelmélet, társadalomelmélet, társadalomkutatás*. Osiris, Budapest, 242-254. o.
- DABROWSKI, MAREK – GOMULKA, STANISLAW – ROSTOWSKI, JACEK [2001a] Whence Reform? The Critique of the Stiglitz Perspective. *The Journal of Policy Reform*, 4. évf. 4. sz. 291-324. o.
- DABROWSKI, MAREK – GOMULKA, STANISLAW – ROSTOWSKI, JACEK [2001b]: The Stiglitz-Elleman Rejoinder: Our Main Criticisms Remain Unanswered. *The Journal of Policy Reform*, 4. évf. 4. sz. 339-348. o.
- DARVAS ZSOLT [1998]: Csúszó árfolyamrendszerek. Elmélet és nemzetközi tapasztalatok. *MNB Műhelytanulmányok*, 16. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- DARVAS ZSOLT [2003]: Nagymértékű reálfelértékelődések nemzetközi összehasonlítása. *Külgazdaság*, 47. évf. 7-8. sz. 30-56. o.
- DARVAS ZSOLT – SZAPÁRY GYÖRGY [1999]: A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben. *MNB Füzetek*, 10. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- DARVAS ZSOLT – SZAPÁRY GYÖRGY [2004]: Konjunktúraciklusok együttmozgása a régi és új EU tagállamokban. *MNB Füzetek* 1. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- DARVAS ZSOLT – ROSE, ANDREW K. – SZAPÁRY GYÖRGY [2005]: Fiscal Divergence and Business Cycle Synchronization: Irresponsibility is Idiosyncratic. *NBER Working Paper* 11580. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- DEBELLE, GUY - FISCHER, STANLEY [1994]: How Independent Should a Central Bank Be? Megjelent: Fuhrer, Jeffrey C. (szerk.): *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 195-225. o.

- DE BROECK, MARK – SLOK, TORSTEN [2001]: Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries. IMF Working Papers 56. sz., Nemzetközi Valutaalap, Washington
- DE GRAUWE, PAUL [1997]: The Economics of Monetary Integration. Oxford University Press, Oxford
- DE LOMBAERDE, PHILIPPE – VINHAS DE SOUZA, LÚCIO (SZERK.) [2006]: The Periphery of the Euro: Monetary and Exchange Rate Policy in CIS Countries. Ashgate, Aldershot (Hampshire)
- DE LONG, BRADFORD J. [1999]: Financial Crises in the 1890s and the 1990s: Must History Repeat? Brookings Paper on Economic Activity, 2. sz., 253-294. o.
- DE LONG, BRADFORD J. [2000]: The Triumph of Monetarism. Journal of Economic Perspectives, 14. évf. 1. sz. 83-94. o.
- DE MACEDO, BRAGA J. [2001]: The Euro in the International Financial Architecture. Acta Oeconomica, 51. évf. 3. sz. 287-314. o.
- DE WOLFF, PIET [1941]: Income Elasticity of Demand, a Micro-economic and a Macro-economic Interpretation. Economic Journal, 51. évf. 201. sz. 140-145. o.
- DOMBI ÁKOS [2003]: Az extern inflációs többlet Magyarországon és az euró bevezetésének optimális időpontja. Külgazdaság, 47. évf. 12. sz. 53-82. o.
- DORNBUSCH, RUDIGER [1976]: Expectations and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy, 84. évf. 6. sz. 1161-1176. o. (Magyarul: Várakozások és árfolyampolitika. Megjelent: Darvas Zsolt – Halpern László (szerk.) [1998]: Árfolyamelmélet. Osiris-Láthatatlan Kollégium, Budapest, 66-80. o.)
- DORNBUSCH, RUDIGER [1997]: Fiscal Aspects of Monetary Integration. American Economic Review, 87. évf. 2. sz. 221-223. o.
- DORNBUSCH, RUDIGER [2001]: Fewer Monies, Better Monies. American Economic Review, 91. évf. 2. sz. 238-242. o.
- DYSON, KENNETH [1994]: Elusive Union: The Process of Economic and Monetary Union in Europe. Longman, London és New York
- DVORSKY, SANDRA [2000]: Measuring Central Bank Independence in Selected Transition Countries. Oesterreichische Nationalbank Focus On Transition, 2. sz. 77-95. o., Osztrák Nemzeti Bank, Bécs
- EB [1990]: One Market, One Money: an Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. European Economy 44. sz., Európai Bizottság, Brüsszel
- EB [2000]: Exchange Rate Strategies for EU Candidate Countries. Note of August. Európai Bizottság, Brüsszel
- EB [2006a]: Economic Forecasts Spring. European Economy, 2. sz., Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel
- EB [2006b]: 2006 Convergence Report on Lithuania. European Economy, Special Report 2. sz., Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel
- EB [2006c]: National Numerical Fiscal Rules and Institutions for Sound Public Finances. Megjelent: Public Finances in EMU. European Economy, 3. sz., Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel, 120-168. o.
- ECOFIN [2000]: Exchange Rate Strategies for Accession Countries. Council of Economic and Finance Ministers, statement, November 7., Brüsszel
- ECONOMIC SURVEY OF EUROPE [2004]: United Nations Economic Commission for Europe, 1. sz., Genf (Webcím: <http://www.unece.org/ead/pub/041/041c0.pdf>, letöltve: 2004. 06. 10.)
- EDWARDS, SEBASTIAN [1999]: How Effective are Capital Controls? Journal of Economic Perspectives, 13. évf. 4. sz. 65-84. o.
- EDWARDS, SEBASTIAN [2001]: Dollarization. Myths and Realities. Journal of Policy Modeling, 23. évf. 3. sz. 249-265. o.

- ÉGERT BALÁZS [2002a]: Estimating the Impact of the Balassa-Samuelson Effect on Inflation and the Real Exchange Rate during the Transition. *Economic Systems*, 26. évf. 1. sz. 1-16. o.
- ÉGERT BALÁZS [2002b]: Investigating the Balassa-Samuelson Hypothesis in the Transition: Do We Understand What We See? A Panel Study. *Economics of Transition*, 10. évf. 2. sz. 273-309. o.
- EICHENGREEN, BARRY [1993]: European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature*, 31. évf. 3. sz. 1321-1357 o.
- EICHENGREEN, BARRY [1994]: Fiscal Policy and EMU. Megjelent: Eichengreen, Barry - Frieden, Jeffrey (szerk.): *Political Economy of European Monetary Unification*. Westview Press, Oxford, 167-188. o.
- EICHENGREEN, BARRY [2002]: When to Dollarize. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34. évf. 1. sz. 1-24. o.
- EICHENGREEN, BARRY [2005a]: Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target? Megjelent: Driver, Rebecca L. – Sinclair, Peter J. N. – Thoenissen, Christoph (szerk.): *Exchange Rates, Capital Flows and Policy*. Routledge, London, 10-38. o.
- EICHENGREEN, BARRY [2005b]: Europe, the Euro and the ECB: Monetary Success, Fiscal Failure. *Journal of Policy Modeling*, 27. évf. 4. sz. 427-439. o.
- EICHENGREEN, BARRY – TOBIN, JAMES – WYPLOSZ, CHARLES [1995]: Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. *The Economic Journal*, 105. évf. 428. sz. 162-172. o.
- EICHENGREEN, BARRY – ROSE, ANDREW K. – WYPLOSZ, CHARLES [1996]: Contagious Currency Crises. NBER Working Paper 5681. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- EIJFFINGER, SYLVESTER C. W. – DE HAAN, JAKOB [1996]: The Political Economy of Central Bank Independence. *Special Papers in International Economics* 19. sz., Princeton University, Princeton (New Jersey)
- EIJFFINGER, SYLVESTER C. W. – DE HAAN, JAKOB [2000]: The Democratic Accountability of the ECB. *Journal of Common Market Studies*, 38. évf. 3. sz. 393-407. o.
- EKB [1998]: A Stability-oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB. Sajtóközlemény, Európai Központi Bank, Frankfurt, Webcím: http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html, Letöltve: 2000. 11. 10.
- EKB [2003a]: The ECB's Monetary Policy Strategy. Sajtóközlemény, Európai Központi Bank, Frankfurt, Webcím: http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html, Letöltve: 2003. 05. 10.
- EKB [2003b]: The Outcome of the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy. Megjelent: *Monthly Bulletin*, június. Európai Központi Bank, Frankfurt, 79-92. o.
- EKB [2003c]: Policy Position of the Governing Council of the European Central Bank on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries. Állásfoglalás, Európai Központi Bank, Frankfurt
- EKB [2004a]: The European Constitution and the ECB. Megjelent: *Monthly Bulletin*, augusztus. Európai Központi Bank, Frankfurt, 51-64. o.
- EKB [2004b]: 2004. évi konvergenciajelentés. Európai Központi Bank, Frankfurt
- EKB [2004c]: Economic Integration in Selected Regions Outside the European Union. Megjelent: *Monthly Bulletin*, október. Európai Központi Bank, Frankfurt, 64-84. o.
- ELLERMAN, DAVID – STIGLITZ, JOSEPH [2001]: Not Poles Apart: „Whither Reform?” and „Whence Reform?”. *The Journal of Policy Reform*, 4. évf. 4. sz. 325-338. o.
- ELSTER, JOHN [1994]: Constitutional Courts and Central Banks: Suicide Prevention or Suicide Pact? *East European Constitutional Review*, 3. évf. 3-4. sz. 66-82. o.
- ESTRELLA, ARTURO – MISHKIN, FREDERIC S. [1997]: Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy? *Journal of Monetary Economics*, 40. évf. 2. sz. 279-304. o.
- ERDŐS TIBOR [2003]: Fenntartható gazdasági növekedés. Akadémiai Kiadó, Budapest

- ETTL, HELMUT – KRZAK, MACIEJ [1999]: Is Direct Inflation Targeting an Alternative for Central Europe? The Case of the Czech Republic and Poland. *Oesterreichische Nationalbank Focus On Transition*, 1. sz. 28-59. o., Osztrák Nemzeti Bank, Bécs
- EUROPEAN VOICE [2005]: Fazio Must Go before He Does More Harm to Eurozone. *European Voice*, szeptember 8. 9. o.
- FARKAS BEÁTA – VÁRNAY ERNŐ [2000]: Bevezetés az Európai Unió tanulmányozásába. JATEPress, Szeged
- FATÁS, ANTONIO – MIHOV, ILIAN – ROSE, ANDREW K. [2004]: Quantitative Goals for Monetary Policy. NBER Working Paper 10846. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- FEDERAL RESERVE [2005]: Minutes of the Federal Open Market Committee, február 1-2. Federal Reserve Bank, Washington
- FELDSTEIN, MARTIN [1992]: Europe's Monetary Union. The Case Against EMU. *The Economist*, június 13. 19-22. o.
- FELDSTEIN, MARTIN [1997]: EMU and International Conflict. *Foreign Affairs*, 76. évf. 6. sz. 60-73. o.
- FIDRMUC, JARKO [2004]: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade, and EMU Enlargement. *Contemporary Economic Policy*, 22. évf. 1. sz. 1-12. o.
- FIDRMUC, JARKO – KORHONEN, IIKKA [2003]: Similarity of Supply and Demand Shocks between the Euro Area and the CEECs. *Economic Systems*, 27. évf. 3. sz. 313-334. o.
- FISCHER, CHRISTOPH [2002]: Real Currency Appreciation in Accession Countries: Balassa-Samuelson and Investment Demand. *Deutsche Bundesbank Discussion Papers* 19. sz., Német Központi Bank, Frankfurt
- FISCHER, JOSCHKA [2000]: Az államszövetségtől a föderációig. *Európai Szemle*, 11. évf. 2. sz. 3-14. o.
- FISCHER, STANLEY [1993]: The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics*, 32. évf. 3. sz. 485-512. o.
- FISCHER, STANLEY [1993]: Why are Central Banks Pursuing Long-run Price Stability? „Achieving Price Stability” Economic Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, 7-52. o.
- FISCHER, STANLEY [2001]: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*, 15. évf. 2. sz. 3-24. o.
- FLEMING, MARCUS J. [1962]: Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*, 9. évf. 3. sz. 369-379. o.
- FORDER, JAMES [2000]: Central Bank Independence and Credibility: Is There a Shred of Evidence? *International Finance*, 3. évf. 1. sz. 167-185. o.
- FRACASSO, ANDREA – GENBERG, HANS – WYPLOSZ, CHARLES [2003]: How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks. *Geneva Reports on the World Economy Special Report* 2. sz., Centre for Economic Policy Research, London
- FRANKEL, JEFFREY A. – ROSE, ANDREW K. [1997]: Is EMU More Justifiable Ex Post than Ex Ante? *European Economic Review*, 41. évf. 3-5. sz. 753-760. o.
- FRANKEL, JEFFREY A. – ROSE, ANDREW K. [1998]: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108. évf. 449. sz. 1009-1025. o.
- FRANKEL, JEFFREY A. – ROSE, ANDREW K. [2002]: An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. *Quarterly Journal of Economics*, 117. évf. 2. sz. 437-466. o.
- FRAGA, ARMINIO – GOLDFAJN, ILAN – MINELLA, ANDRÉ [2004]: Inflation Targeting in Emerging Market Economies. Megjelent: Gertler Mark - Rogoff Kenneth (szerk.): *NBER Macroeconomics Annual 2003*. MIT Press, Cambridge (US) 365-400. o.
- FRIEDMAN, MILTON [1953]: The Case for Flexible Exchange Rates. Megjelent: *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago, 157-203. o.

- FRIEDMAN, MILTON [1961]: The Lag in Effect of Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 69. évf. 5. sz. 447-466. o.
- FRIEDMAN, MILTON [1962]: Should There be an Independent Monetary Authority? Megjelent: Yeager, Leland B. (szerk.): *In Search of a Monetary Constitution*. Harvard University Press, Cambridge (US)
- FRIEDMAN, MILTON [1968]: The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58. évf. 1. sz. 1-17. o. (Magyarul: A monetáris politika szerepe. Megjelent: Friedman, Milton [1986]: *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 221-240. o.)
- FURCERI, DAVIDE – KARRAS, GEORGIOS [2006]: Are the New EU Members Ready for the Euro? A Comparison of Costs and Benefits. *Journal of Policy Modeling*, 28. évf. 1. sz. 25-38. o.
- GÁSPÁR PÁL [2003]: Forintválság: okok, következmények és kiutak. *International Center for Economic Growth - European Center, ICEG Vélemény*, 9. sz.
- GERN, KLAUS-JÜRGEN – HAMMERMANN, FELIX – SCHWEICKERT, RAINER – VINHAS DE SOUZA, LÚCIO [2004]: European Monetary Integration after the 2004 EU Enlargement. *Kiel Discussion Papers* 413. sz., Kiel Institute for World Economics, Kiel
- GHOSH, ATISH R. – GULDE, ANNE-MARIE – WOLF, HOLGER C. [2000]: Currency Boards: More than a Quick Fix? *Economic Policy*, 15. évf. 31. sz. 269-335. o.
- GHOSH, ATISH R. – GULDE, ANNE-MARIE – WOLF, HOLGER C. [2002]: Exchange Rate Regimes. Choices and Consequences. The MIT Press, Cambridge (US) és London
- GIAVAZZI, FRANCESCO – PAGANO, MARCO [1988]: The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility. *European Economic Review*, 32. évf. 5. sz. 1055-1075. o.
- GIAVAZZI, FRANCESCO – PAGANO, MARCO [1996]: Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience. *Swedish Economic Policy Review*, 3. évf. 1. sz. 67-103. o.
- GIBSON, HEATHER D. – TSAKALOTOS, EUCLID [2004]: Capital Flows and Speculative Attacks in Prospective EU Member States. *Economics of Transition*, 12. évf. 3. sz. 559-586. o.
- GLICK, REUVEN – ROSE, ANDREW K. [2002]: Does a Currency Union Affect Trade? The Time-series Evidence. *European Economic Review*, 46. évf. 6. sz. 1125-1151. o.
- GOODHART, CHARLES A. E. [1994]: Game Theory for Central Bankers: A Report to the Governor of the Bank of England. *Journal of Economic Literature*, 32. évf. 1. sz. 101-114. o.
- GROS, DANIEL – THYGESEN, NIELS [1998]: *European Monetary Integration*. Longman
- GROS, DANIEL [2000]: How Fit are the Candidates for EMU? *The World Economy*, 23. évf. 10. sz. 1367-1378. o.
- GROS, DANIEL [2002]: The Euro for the Balkans? *Economics of Transition*, 10. évf. 2. sz. 491-511. o.
- GRUBEL, HERBERT [2005]: Small Country Benefits from Monetary Union. *Journal of Policy Modeling*, 27. évf. 4. sz. 509-523. o.
- GUISSO, LUIGI – JAPPELLI, TULLIO – PADULA, MARIO – PAGANO, MARCO [2004]: Financial Market Integration and Economic Growth in the EU. *Economic Policy*, 19. évf. 40. sz. 525-577. o.
- GULDE, ANNE-MARIE – KAHKONEN, JUHA S. – KELLER, PETER M. [2000]: Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-Up to EU Accession and Participation in the Euro Zone. *IMF Policy Discussion Paper* 1. sz., Nemzetközi Valutaalap, Washington
- GYÖRFFY DÓRA [2005a]: Euró, hiány és növekedés az Európai Unió tagállamaiban. *Európai Tükör*, 10. évf. 2. sz. 97-112. o.
- GYÖRFFY DÓRA [2005b]: Eurócsatlakozás és fiskális konszolidáció Magyarországon. Tanulságok a globális tőkepiacok történetéből. *Külgazdaság*, 49. évf. 3. sz. 69-81. o.
- HAHN, FRANK [1991]: The Next Hundred Years. *The Economic Journal*, 101. évf. 404. sz. 47-50. o.

- HALPERN LÁSZLÓ – WYPLOSZ, CHARLES [1997]: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. IMF Staff Papers, 44. évf. 4. sz. 430-461. o.
- HALPERN LÁSZLÓ – WYPLOSZ, CHARLES [2001]: Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection. UNECE EAD Discussion Papers 2. sz., United Nations Economic Commission for Europe, Genf
- HÁMORI BALÁZS [2003]: Kísérletek és kilátások: Daniel Kahneman. Közgazdasági Szemle, 50. évf. 9. sz. 779 - 799. o.
- HANKE, STEVE H. [2002]: On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception. The Journal of Policy Reform, 5. évf. 4. sz. 203-222. o.
- HARROD, ROY F. [1939]: International Economics. Cambridge University Press, Cambridge (Egyesült Királyság)
- HAUG, ALFRED A. – DEWALD, WILLIAM G. [2004]: Longer-Term Effects of Monetary Growth on Real and Nominal Variables, Major Industrial Countries, 1880-2001. ECB Working Paper 382. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- HAUSMANN, RICARDO [1999]: Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five? Foreign Policy, 30. évf. 3. sz. 65-79. o.
- HAVRYLYSHYN, OLEH - VAN ROODEN, RON [2003]: Institutions Matter in Transition, But So Do Policies. Comparative Economic Studies, 45. évf. 1. sz. 2-24. o.
- HAWKINS, JOHN – MASSON, PAUL [2003]: Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. Megjelent: Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. BIS Papers 17. sz., Nemzetközi Fizetések Bankja, Bázél, 4-41. o.
- HEBC [2005]: Út az eurózónához. Éves jelentés, Magyar Európai Üzleti Tanács, Budapest
- HELLER FARKAS [1925]: A szerkesztő előszava. Közgazdasági Szemle, 4. sz. 208-209. o.
- HICKS, JOHN [1937]: Mr. Keynes and the Classics: a Suggested Interpretation. Econometrica, 5. évf. április, 149-157.o.
- HITIRIS, THEODORE [1998]: European Union Economics. Prentice Hall Europe
- HOCHREITER, EDUARD – WAGNER, HELMUT [2002]: The Road to the Euro: Exchange Rate Arrangements in European Transition Economies. Megjelent: Tavlas, George S. – Ulan, Michael K. (szerk.): Annals of the American Academy of Social and Political Science, 579. sz. 168-182. o.
- HOLLAND, MARTIN [1995]: European Integration – from Community to Union. Pinter Publishers, London
- HOOVER, KEVIN D. [1988]: The New Classical Macroeconomics. A Sceptical Inquiry. Basil Blackwell, Cambridge (USA), Oxford
- HORNOK CECÍLIA – JAKAB M. ZOLTÁN (SZERK.) [2002]: Forecasting Inflation. A Case Study on the Czech, Hungarian, Polish, Slovakian and Slovenian Central Banks. MNB Háttér tanulmányok, 2. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- HORVÁTH ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN [1997]: Gazdasági és Monetáris Unió, MNB Műhelytanulmányok 12. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- HORVÁTH ÁGNES – SZAPÁRY GYÖRGY [1999]: Az európai Gazdasági és Monetáris Unió – I. és II. rész. Külgazdaság, 44. évf. 2. sz. 27-45. o. és 44. évf. 3. sz. 33-46. o.
- HORVÁTH ÁGNES – VARRÓ LÁSZLÓ [1997]: Az új európai árfolyam-mechanizmus. Kézirat, MNB Közgazdasági és Kutatási Főosztály, Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- HORVÁTH ÁRON – SZILÁGYI KATALIN [2004]: Konszenzusból nyugvópontra: elmélet-történeti áttekintés a makroökonómia viharos évtizedeiről. Külgazdaság, 48. évf. 11. sz. 4-19. o.
- HORVATH, JULIUS [2003]: Optimal Currency Area Theory: A Selective Review. BOFIT Discussion Papers 15. sz., Bank of Finland Institute for Economies in Transition, Helsinki
- HORVATH, JULIUS [2004]: Choice of an Exchange Rate Regime: the Role of Optimum Currency Area Theory. Competitio, 3. évf. 3. sz. 21-40. o.
- HORVATH, JULIUS – RÁTFAI, ATTILA [2004]: Supply and Demand Shocks in Accession Countries to the Economic and Monetary Union. Journal of Comparative Economics, 32. évf. 2. sz. 202-211. o.

- HORVÁTH LÁSZLÓ – KIRÁLY JÚLIA [2000]: Se elkezdve, se befejezve. A mi 20. századi közgazdaságtanunk. Századvég, Új folyam 19. sz. 115-132. o.
- HU, YIFAN [2003]: Empirical Investigation of Inflation Targeting. IIE Working Papers 6. sz., Institute for International Economics, Washington
- IRELAND, PETER N. [1999]: Does the Time-Consistency Problem Explain the Behavior of Inflation in the United States? *Journal of Monetary Economics*, 44. évf. 2. sz. 279-291. o.
- ISSING, OTTMAR [2001]: Why Price Stability? Megjelent: Herrero, Alicia G. – Gaspar, Vitor – Hoogduin, Lex – Morgan, Julian – Bernhard, Winkler: Why Price Stability? First ECB Central Banking Conference, Európai Központi Bank, Frankfurt, 179-202. o.
- ISSING, OTTMAR [2005]: The ECB and the Euro – the First 6 years: A View from the ECB. *Journal of Policy Modeling*, 27. évf. 4. sz. 405-420. o.
- ISSING, OTTMAR – GASPAR, VITOR – ANGELONI, IGNAZIO – TRISTANI, ORESTE [2001]: Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision-Making at the European Central Bank. Cambridge University Press, Cambridge
- JANKOVICS LÁSZLÓ [1998]: What can Europe Learn from Werner? Kézirat, Aalborgi Egyetem Európai Tanulmányok Központ, Aalborg
- JANKOVICS LÁSZLÓ [1999a]: Az európai Gazdasági és Monetáris Unió és magyar vonatkozásai. Kézirat, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Debrecen
- JANKOVICS LÁSZLÓ [1999b]: Az európai Gazdasági és Monetáris Unió történe és politikai vonatkozásai. Kézirat, Debreceni Egyetem Bölcsészettudományi Kar, Politikatudományi és Szociológiai Intézet, Debrecen
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2002]: The Bumpy Road to EMU – Similarities and Discrepancies in the Accession Countries. A tanulmány az ICEG European Center „Exchange Rate Strategies During EU Enlargement” konferenciájára készült, november 27-30, Budapest
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2003]: A csatlakozási tárgyalások értékelése a Gazdasági és Monetáris Unió, valamint az európai közös valuta összefüggésében. *Competitio*, 2. évf. 1. sz. 75-87. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2004a]: Roadmap for the Adoption of the Euro in Hungary: Dangers and Opportunities. *Competitio*, 3. évf. 1. sz. 132-142. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2004b]: A gazdaságpolitika dilemmáiról a 10 éves a debreceni közgazdász képzés kapcsán. *Debreceni Szemle*, 12. évf. 2. sz. 342-346. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2004c]: A modern pénzügypolitika elméleti háttéréről. *Competitio*, 3. évf. 3. sz. 139-156. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2005a]: A monetáris politika intézményi kérdései. Megjelent: Hámori Balázs – Czeglédi Pál – Jankovics László – Sági Balázs (szerk.): Paradigm Shift – Information, Knowledge and Innovation in the New Economy. *Competitio* könyvek 4. sz., Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Debrecen, 239-253. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2005b]: Hitelesség a gazdaságpolitikában. Nemzetközi trendek és hazai deficittek. Beszélő, harmadik folyam, 10. évf. 6-7. sz. 34–39. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2005c]: Inflációs célkitűzés rendszere: az első másfél évtized tanulságai. *Külgazdaság*, 49. évf. 10. sz. 4-25. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2005d]: Az euró és a gazdasági növekedés az új tagállamokban. *Európai Tükör*, 10. évf. 12. sz. 35-57. o.
- JANKOVICS LÁSZLÓ [2006]: Az euró és az új tagállamok: politikai vagy közgazdasági kihívás? *Competitio*, 5. évf. 1. sz. 69-93. o.
- JONÁS, JIRÍ [2000]: Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience. Megjelent: *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*. Cseh Nemzeti Bank, Prága, 17-38. o.
- JONÁS, JIRÍ – MISHKIN, FREDERIC S. [2003]: Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects. NBER Working Paper 9667. sz., National Bureau of Economic Research, Washington

- KAMINSKY, GRACIELA L. – LIZONDO, SAUL – REINHART, CARMEN M. [1998]: Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers*, 45. évf. 1. sz. 1-48. o.
- KAMINSKY, GRACIELA L. – REINHART, CARMEN M. – VÉGH, CARLOS A. [2003]: The Unholy Trinity of Financial Contagion. *Journal of Economic Perspectives*, 17. évf. 4. sz. 51-74. o.
- KARÁDI PÉTER [1999]: Jegybankfüggetlenség Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 46. évf. 11. sz. 969-992. o.
- KENEN, PETER B. [1969]: The Optimum Currency Area: An Eclectic View. Megjelent: Mundell, Robert A. – Swoboda, Alexander (szerk): *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, Chicago, 41-60. o.
- KENEN, PETER B. [1995]: Economic and Monetary Union in Europe. *Moving Beyond Maastricht*. Cambridge University Press, Cambridge
- KING, MERVIN [1997]: Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice. *Journal of Monetary Economics*, 39. évf. 1. sz. 81-97. o.
- KING, MERVIN [2004]: The Institutions of Monetary Policy. *American Economic Review*, 94. évf. 2. sz. 1-13. o.
- KING, STEPHEN [2002]: Why Price Stability Is not Enough. *Central Banking*, 13. évf. 3. sz. 15-19. o.
- KIRÁLY JÚLIA [1998]: A makroökonómia vége, avagy egy megkésített Nobel-díj (Robert E. Lucas). *Közgazdasági Szemle*, 45. évf. 12. sz. 1082 - 1095. o.
- KIRÁLY JÚLIA [2000]: Robinson és a közgazdászok. *Café Babel*, 10. évf. 2. sz. 107-113. o.
- KISS GERGELY – KREKÓ JUDIT [2004]: Optimális infláció Magyarországon. *MNB Háttér-tanulmányok 1. sz.*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- KLEIN, LAWRENCE R. [1946]: Macroeconomics and the Theory of Rational Behavior. *Econometrica*, 14. évf. 2. sz. 93-108. o.
- KÓBOR, ÁDÁM – SZÉKELY, P. ISTVÁN [2004]: Foreign Exchange Market Volatility in EU Accession Countries in the Run-up to Euro Adoption: Weathering Uncharted Waters. *IMF Working Paper 16. sz.*, Nemzetközi Valutaalap, Washington
- KONDOR PÉTER [2000]: Ha a jegybank átalakul...Egy játékelméleti modell. *Társadalom és Gazdaság*, 22. évf. 2. sz. 209-238. o.
- KONDRÁT ZSOLT – WENHARDT TAMÁS [2004]: Magyarország helyzete nemzetközi összehasonlításban a Gazdasági és Monetáris Unió konvergenciakritériumainak teljesítésében 2003 végén. *MNB Műhelytanulmányok 29. sz.*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- KOPINT DATORG [2003]: Economic Trends in Transition Economies. 12. évf. 2. sz. Budapest
- KOPITS GYÖRGY [2000]: A közép- és kelet-európai országok árfolyam-politikája az európai Gazdasági és Monetáris Unió összefüggésében. *Külgazdaság*, 45. évf. 2. sz. 44-74. o.
- KOPITS GYÖRGY [2001]: Globalizáció, integráció és felzárkózás: külföldi tanulságok Magyarország számára. *Valóság*. 44. évf. 9. sz. 9-18. o.
- KOPITS GYÖRGY [2002]: Central European EU Accession and Latin American Integration: Mutual Lessons in Macroeconomic Policy Design. *Oesterreichische Nationalbank, Working Paper 75. sz.*, Osztrák Nemzeti Bank, Bécs
- KOPITS GYÖRGY – SZÉKELY P. ISTVÁN [2003]: Fiscal Policy Challenges of EU Accession for the Baltics and Central Europe. Megjelent: Tumpel-Gugerell, Gertrude – Mooslechner, Peter (szerk.): *Structural Challenges for Europe*. Edward Elgar, Cheltenham (Egyesült Királyság) – Northampton (USA), 277-297. o.
- KORHONEN, IIKKA [2003]: Some Empirical Tests on the Integration of Economic Activity between the Euro Area and the Accession Countries. *Economics of Transition*, 11. évf. 1. sz. 177-196. o.
- KORNAI JÁNOS [2000]: Tíz évvel a Röpírat angol kiadásának megjelenése után. *Közgazdasági Szemle*, 47. évf. 9. sz. 647-661. o.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS (SZERK.) [2002]: On the Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in Five Central and Eastern European Countries. *MNB Füzetek 5. sz.*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest

- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [2004]: Disentangling the Balassa-Samuelson Effect in CEC5 Countries in the Prospect of EMU Enlargement. Megjelent: Szapáry György – von Hagen, Jürgen (szerk.): Monetary Strategies for Joining the Euro. Edward Elgar, Cheltenham (Egyesült Királyság) – Northampton (USA), 79-108. o.
- KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS – SIMON ANDRÁS [1998]: A reálárfolyam összetevői. MNB Füzetek 3. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- KRUGMAN, PAUL [1979]: A Model of Balance-of-Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking, 11. évf. 3. sz. 311-325. o.
- KRUGMAN, PAUL [1991]: Target Zones and Exchange Rate Dynamics. Quarterly Journal of Economics, 56. évf. 3. sz. 669-682. o. (Magyarul: Sávós árfolyamrögzítés és árfolyamdinamika. Megjelent: Darvas Zsolt – Halpern László (szerk.) [1998]: Árfolyamelmélet. Osiris-Láthatatlan Kollégium, Budapest, 160-172. o.)
- KRUGMAN, PAUL [1993]: Lessons of Massachusetts for GMU. Megjelent: Torres, Francisco – Giavazzi, Francesco (szerk.): Adjustment and Growth in the European Union. Cambridge University Press, Cambridge, 241-261. o.
- KRUGMAN, PAUL [1998a]: What Happened to Asia? Webcím: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, letöltve: 2000.10.17.
- KRUGMAN, PAUL [1998b]: It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers on Economic Activity, 2. sz., 137-187. o.
- KRUGMAN, PAUL [1999]: The Return of Depression Economics. Foreign Affairs, 78. évf. 1. sz. 56-74. o.
- KRUGMAN, PAUL R. – OBSTFELD, MAURICE [2003]: Nemzetközi gazdaságtan. Elmélet és gazdaságpolitika. Panem Könyvkiadó, Budapest
- KYDLAND, FINN E. – PRESCOTT, EDWARD C. [1977]: Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, 85. évf. 3. sz. 473-492. o.
- LAHIRI, AMARTYA – VEGH, CARLOS A. [2003]: Delaying the Inevitable: Interest Rate Defense and Balance of Payments Crises. Journal of Political Economy, 111. évf. 2. sz. 404-424. o.
- LEVINE, ROSS [1997]: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, 35. évf. 2. sz. 688-726. o.
- LEVINE, ROSS – LOAYZA, NORMAN – BECK, THORSTEN [2000]: Financial Intermediation and Growth: Casualty and Causes. Journal of Monetary Economics, 46. évf. 1. sz. 31-77. o.
- LEWIN, ANDREW T. – NATALUCCI, FABIO M. – PIGER, JEREMY M. [2004]: Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes. European Central Bank Working Paper Series, 383. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt
- LORD, CHRISTOPHER [2003]: The European Parliament in the Economic Governance of the EU. Journal of Common Market Studies, 41. évf. 2. sz. 249-268. o.
- LNB [2003]: Monetary Policy Strategy Beyond 2003. Lengyel Nemzeti Bank, Varsó
- LNB [2005]: Information from the Meeting of the Representatives of the Government of the Republic of Poland with the Monetary Policy Council. Sajtóközlemény, február 7., Lengyel Nemzeti Bank, Varsó
- LŐRINCNÉ ISTVÁNFFY HAJNA [2001]: Pénzügyi integráció Európában. KJK Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft, Budapest
- LUCAS, ROBERT E. [1972]: Expectations and the Neutrality of Money. Journal of Economic Theory, 4. évf. 2. sz. 103-124. o.
- LUCAS, ROBERT E. [1976]: Econometric Policy Evaluation: A Critique. Carnegie Rochester Conference on Public Policy, North Holland Publishing, Amszterdam, 19-46. o.
- LUCAS, ROBERT E. [1980]: Methods and Problems in Business Cycle Theory. Journal of Money, Credit and Banking, 12. évf. 4. sz. 696-715. o.
- LUCAS, ROBERT E. [1996]: Monetary Neutrality. Journal of Political Economy, 104. évf. 4. sz. 661-682. o.

- MACDOUGALL, D. [1977]: Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration. Európai Bizottság, Brüsszel
- MAGYAR KÖZTÁRSASÁG KORMÁNYA [2003]: Magyarország középtávú gazdaságpolitikai programja az uniós csatlakozás megalapozásához. Webcím: <http://www.p-m.hu>, letöltve: 2003. 11. 16.
- MAGYAR KÖZTÁRSASÁG KORMÁNYA [2004a]: Magyarország konvergencia programja. Webcím: <http://www.p-m.hu>, letöltve: 2004. 10. 21.
- MAGYAR KÖZTÁRSASÁG KORMÁNYA [2004b]: Magyarország aktualizált konvergencia programja, 2004 december. Webcím: <http://www.p-m.hu>, letöltve: 2005. 01. 17.
- MAGYAR KÖZTÁRSASÁG KORMÁNYA [2005]: Magyarország aktualizált konvergencia programja, 2005 december. Webcím: <http://www.p-m.hu>, letöltve: 2005. 12. 10.
- MAGYAR KÖZTÁRSASÁG KORMÁNYA [2006]: Magyarország aktualizált konvergencia programja, 2006 szeptember. Webcím: <http://www.p-m.hu>, letöltve: 2006. 09. 01.
- MALISZEWSKA, MARYLA – MALISZEWSKI, WOJCIECH [2005]: The Exchange Rate: Shock Generator or Shock Absorber? Megjelent: Dabrowski, Marek – Rostowski, Jacek (szerk.): The Eastern Enlargement of the Eurozone. Springer Verlag, Heidelberg – New York, 15-40. o.
- MALISZEWSKI, WOJCIECH [2000]: Central Bank Independence in Transition Economies. Economics of Transition, 8 évf. 3.sz. 749-789.o.
- MANKIW, GREGORY N. [1988]: Recent Developments in Macroeconomics: A Very Quick Refresher Course. Journal of Money, Credit and Banking, 20. évf. 3. sz. 436-449. o.
- MANKIW, GREGORY N. [1990]: A Quick Refresher Course in Macroeconomics. Journal of Economic Literature, 28. évf. 4. sz. 1645-1660. o.
- MANKIW, GREGORY N. [1997]: Macroeconomics. Worth Publishers, New York (Magyarul: Mankiw, Gregory N. [1999]: Makroökonómia. Osiris Kiadó, Budapest)
- MATOLCSY GYÖRGY (SZERK.) [2004]: Magyar euróstratégia. Az euró hazai bevezetésének forgatókönyvei, egy társadalmi és gazdasági szempontból optimális ütemezés feltételrendszere. Növekedéskutató Intézet, Budapest
- MAXFIELD, SYLVIA [1997]: Gatekeepers of Growth. The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries. Princeton University Press, Princeton
- MCCALLUM, BENNETT T. [1995]: Two Fallacies Concerning Central Bank Independence. American Economic Review, 85. évf. 2. sz. 207-211. o.
- MCCALLUM, BENNETT T. [1997]: Critical Issues Concerning Central Bank Independence. Journal of Monetary Economics, 39. évf. 1. sz. 99-112. o.
- MCCALLUM, JOHN [1995]: National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns. American Economic Review, 85. évf. 3. sz. 615-623. o.
- MCCANDLESS, GEORGE T. – WEBER, WARREN E. [1995]: Some Monetary Facts. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19. évf. 3. sz. 2–11. o.
- MCKINNON, RONALD I. [1963]: Optimum Currency Areas. American Economic Review, 53. évf. 4. sz. 717-725. o.
- MCKINNON, RONALD I. [1997]: EMU as a Device for Collective Fiscal Retrenchment. American Economic Review, 87. évf. 2. sz. 227-229. o.
- MELLÁR TAMÁS [2001]: Mikor éri el a magyar gazdaság fejlettsége az Európai Unió átlagát? Közgazdasági Szemle, 48. évf. 12. sz. 995-1008. o.
- MELLÁR TAMÁS [2003]: A közgazdasági elmélet és a makroszabályozás viszonyának rövid története. Megjelent: Bekker Zsuzsa (szerk): Tantörténet és közgazdaságtudomány. Aula, Budapest, 287-294. o.
- MELLÁR TAMÁS [2005]: A gazdasági növekedési lehetőségei az európai uniós csatlakozás után. Megjelent: Dombi Ákos (szerk): Gazdasági növekedés Magyarországon. Műegyetemi Kiadó, Budapest, 119-130. o.
- MÉRŐ KATALIN [2002]: A bankok pénzügyi közvetítésben betöltött szerepének változása. Megjelent: Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól. MNB Műhelytanulmányok 26. szám, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 12-37. o.

- MEYER, LAURENCE H. [2004]: Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting. The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 86. évf. 4. sz. 151-160. o.
- MICCO, ALEJANDRO – STEIN, ERNESTO – ORDOÑEZ, GUILLERMO [2003]: The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU. Economic Policy, 18. évf. 37. sz. 316-356. o.
- MIHÁLYI PÉTER [2005]: Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája. Közgazdasági Szemle, 52. évf. 7-8. sz. 712-731. o.
- MINFORD, PATRICK – MEENAGH, DAVID – WEBB, BRUCE [2004]: Britain and EMU: Assessing the Costs in Macroeconomic Variability. The World Economy, 27. évf. 3. sz. 301-358. o.
- MISHKIN, FREDERIC S. [1999]: International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Journal of Monetary Economics, 43. évf. 3. sz. 579-605. o.
- MISHKIN, FREDERIC S. [2000]: Inflation Targeting in Emerging-Market Countries. American Economic Review, 90. évf. 2. sz. 95-99. o.
- MISHKIN, FREDERIC S. – SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS [2001]: One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? NBER Working Paper 8397. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- MISHKIN, FREDERIC S. – SAVASTANO, MIGUEL [2002]: Monetary Policy Strategies for Latin America. Journal of Development Economics, 66 évf. 1. sz. 415-444. o.
- MISHKIN, FREDERIC S. [2004]: Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? NBER Working Paper 10646. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- MLADEK, JAN [2003]: Csehország és az euró. Európai Szemle, 14. évf. 1-2. sz. 79-84. o.
- MNB [2001a]: Közlemény a monetáris politika új rendszeréről. Sajtóközlemény, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, Webcím: <http://www.mnb.hu>, letöltve: 2002. 09. 12.
- MNB [2001b]: A Magyar Nemzeti Bank véleménye az erős forintnak tulajdonított negatív hatásokról. Állásfoglalás, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, Webcím: <http://www.mnb.hu>, letöltve: 2002. 09. 12.
- MNB [2002a]: A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról és azok lehetséges következményeiről. Állásfoglalás, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, Webcím: <http://www.mnb.hu>, letöltve: 2002. 09. 12.
- MNB [2002b]: Monetáris politika Magyarországon. Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- MNB [2004a]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról (június). Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- MNB [2004b]: Inflációs jelentés (augusztus 16.). Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- MNB [2005a]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról (április). Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- MNB [2005b]: Közlemény a középtávú inflációs cél kitűzéséről. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, Webcím: <http://www.mnb.hu>, letöltve: 2005. 08. 22.
- MNB [2005c]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról (október). Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- MORANDÉ, FELIPE – SCHMIDT-HEBBEL, KLAUS [2000]: Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile. Megjelent: Blejer, Mario I. – Ize, Alain – Leone, Alfredo M. – Werlang, Sérgio (szerk.): Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies. Nemzetközi Valutaalap, Washington, 60-69. o.
- MÓRÉ CSABA [2000]: Bankválságok okai és indikátorai. Bankszemle, 44. évf. 11-12. sz. 45-64. o.
- MÓRÉ CSABA [2002]: Jövedelmezőségi tendenciák a bankszektorban. Megjelent: Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól. MNB Műhelytanulmányok 26. szám, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 122-143. o.
- MÓRÉ CSABA – NAGY MÁRTON [2004]: Verseny a magyar bankpiacon. MNB Füzetek, 9. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- MORRIS, RICHARD – ONGENA, HEDWIG – SCHUKNECHT, LUDGER [2006]: The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact. ECB Occasional Paper Series 47. sz., Európai Központi Bank, Frankfurt

- MUNCHAU, WOLFGANG [2005]: Is the Euro Forever? As the Strains Turn to Pain, its Foundations Look Far from Secure. *Financial Times*, június 8. 15. o.
- MUNDELL, ROBERT A. [1960]: The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Quarterly Journal of Economics*, 74. évf. 2. sz. 227-257. o.
- MUNDELL, ROBERT A. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51. évf. 4. sz. 657-664. o.
- MUNDELL, ROBERT A. [1963]: Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29. évf. 4. sz. 475-485. o.
- NAGYNÉ VAS ERZSÉBET [2002]: A lakossági bankszolgáltatások nemzetközi és hazai trendjei. Megjelent: *Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól*. MNB Műhelytanulmányok 26. szám, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 60-90. o.
- NEMÉNYI JUDIT [2003]: Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 50. évf. 6. sz. 479-504. o.
- NITSCH, VOLKER [2002]: Honey, I Shrank the Currency Union Effect on Trade. *World Economy*, 25. évf. 4. sz. 457-474. o.
- NORDHAUS, WILLIAM D. [1975]: The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies*, 42. évf. 2. sz. 169-190. o.
- NORTH, DOUGLASS C. [1994]: Economic Performance Through Time. *American Economic Review*, 84. évf. 3. sz. 359-368. o.
- NUTI, MARIO D. [2002]: Costs and Benefits of Unilateral Euroization in Central and Eastern Europe. *Economics of Transition*, 10. évf. 2. sz. 419-444. o.
- OBLATH GÁBOR [1999a]: A maastrichti szerződés fiskális kritériumai és a hazai államháztartási helyzet értelmezése. *Közgazdasági Szemle*, 46. évf. 1. sz. 851-872. o.
- OBLATH GÁBOR [1999b]: Capital Inflows to Hungary and Accompanying Policy Responses, 1995–1996. Megjelent: Gács, János – Holzmann, Robert – Wyzan, Michael L. (szerk): *The Mixed Blessing Of Financial Inflows. Transition Countries in Comparative Perspective*. Edward Elgar, Cheltenham (Egyesült Királyság) – Northampton (USA), 105-140. o.
- OBLATH GÁBOR [2002]: Egy társadalmi-gazdasági megállapodás esélye 1-2. *Világgazdaság*, július 16. 6. o. és július 17. 6. o.
- OBLATH GÁBOR [2003]: Az euró hazai bevezetése: Belül biztonságosabb. *Figyelő*, 47. évf. 18. sz. 24-28. o.
- OBLATH GÁBOR – PÉNZES PETRA [2004]: A nemzetgazdaság nemzetközi versenyképessége: értelmezések, mutatók és néhány tanulság. *Külgazdaság*, 48. évf. 2. sz. 33-64. o.
- OBSTFELD, MAURICE [1984]: Balance-of-Payments Crises and Devaluation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16. évf. 2. sz. 208-217. o.
- OBSTFELD, MAURICE [1986]: Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. *The American Economic Review*, 76. évf. 1. sz. 72-81. o.
- OBSTFELD, MAURICE [1995]: International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1. sz., 119-220. o.
- OBSTFELD, MAURICE [1998]: The Global Capital Market: Benefactor or Menace. *Journal of Economic Perspectives*, 12. évf. 4. sz. 9-30. o.
- OBSTFELD, MAURICE – ROGOFF, KENNETH [1995]: The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9. évf. 4. sz. 73-96. o.
- OBSTFELD, MAURICE – TAYLOR, ALAN M. [2002]: Globalization and Capital Markets. NBER Working Paper 8846. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- OBSTFELD, MAURICE – SHAMBAUGH, JAY C. – TAYLOR, ALAN M. [2004]: The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. NBER Working Paper 10396. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- ON THE RECORD [2000]: Interview with Sir Eddie George. *Central Banking*, 11. évf. 1. sz. 23-32. o.

- ORBÁN GÁBOR – SZAPÁRY GYÖRGY [2004]: A Stabilitási és Növekedési Egyezmény az új tagállamok szemszögéből. MNB Füzetek 4. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- ORLOWSKI, LUCJAN T. [1999]: Exchange-Rate Regimes and Monetary Policies for EU Candidates. Megjelent: Brabant, Van Jozef M. (szerk.): Remaking Europe: The European Union and the Transition Economies. Rowman & Littlefield Publisher, Lanham, 93-109. o.
- OZSVALD ÉVA – PETE PÉTER [2003]: A japán gazdasági válság - likviditási csapda az új évezredben? Közgazdasági Szemle, 50. évf. 7-8. sz. 571 - 589. o.
- PADOA-SCHIOPPA, TOMMASO [1994]: The EMS is not Enough: The Need for Monetary Union. Megjelent: Padoa-Schioppa, Tommaso: The Road to Monetary Union in Europe. Clarendon Press, Oxford, 93-112. o.
- PALÁNKAI TIBOR [2004]: Economics of Enlarging European Union. Akadémiai Kiadó, Budapest
- PALOTAI DÁNIEL [2000]: Az inflációs célkitűzések rendszere (Inflation Targeting). Társadalom és Gazdaság, 22. évf. 2. sz. 239-267. o.
- PERSSON, TORSTEN – TABELLINI, GUIDO (SZERK.) [1994]: Monetary and Fiscal Policy. Volume 1: Credibility. The MIT Press, Cambridge (US)
- PETE PÉTER [1996]: Mi az általános az általános egyensúlyelméletben? Közgazdasági Szemle, 43. évf. 5. sz. 437-442. o.
- PETE PÉTER [1998]: Infláció és inflációs várakozás – egy elméleti megközelítés. Megjelent: Gács János – Köllő János (szerk): A „túlzott központosítástól” az átmenet stratégiájáig. Tanulmányok Kornai Jánosnak. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 277-293. o.
- PETE PÉTER [1999]: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről. Közgazdasági Szemle, 46. évf. 5. sz. 389-402. o.
- PETE PÉTER [2001]: Elemzési keret egy leendő államháztartási reform alapelveihez. Közgazdasági Szemle, 48. évf. 10. sz. 810-823. o.
- PILBEAM, KEITH [1992]: International Finance. Macmillan, London
- PHILLIPS, ALBAN W. [1950]: Mechanical Models of Economic Dynamics. *Economica*, 17. évf. 67. sz. 283-305. o.
- PHILLIPS, ALBAN W. [1958]: The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957. *Economica*, 25. évf. 100. sz. 283-299. o.
- POLGÁR ÉVA KATALIN [2003]: Az Európai Monetáris Rendszer és az ERM-2. Közgazdasági Szemle, 50. évf. 4. sz. 350-369. o.
- RÁCZ MARGIT [1998]: Töprengés a start előtt a Gazdasági és Monetáris Unióról. Közgazdasági Szemle, 45. évf. 6. sz. 576-590. o.
- RÁCZ MARGIT [2000]: Az euró első éve és a rövid távon várható változások. Közgazdasági Szemle, 47. évf. 10. sz. 843-856. o.
- RÁTFAI ATTILA [1993]: A monetáris politika hitelességének néhány gazdaságelméleti értelmezéséről. Közgazdasági Szemle, 40. évf. 9. sz. 754-774. o.
- REINHART, CARMEN M. – ROGOFF, KENNETH S. [2004]: The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 119. évf. 1. sz. 1-48. o.
- RÉTHI SÁNDOR [2000]: Gyöngyvirágtól lombohullásig – az orosz tőzsde tündöklése és bukása. Közgazdasági Szemle, 47. évf. 4. sz. 321-340. o.
- RNB [2005]: Inflation Report (augusztus 15.). Román Nemzeti Bank, Bukarest
- ROBINSON, JOAN [1972]: The Second Crisis of Economic Theory. *American Economic Review*, 62. évf. 2. sz. 1-10. o.
- ROCKOFF, HUGH [2000]: How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area? NBER Historical Paper 124. sz., National Bureau of Economic Research, Washington

- ROGOFF, KENNETH [1985]: The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics*, 100. évf. 4. sz. 1169-1189. o.
- ROGOFF, KENNETH [2001]: Why Not a Global Currency? *American Economic Review*, 91. évf. 2. sz. 243-247. o.
- ROGOFF, KENNETH [2005]: The Euro at Five: Short-Run Pain, Long-Run Gain? *Journal of Policy Modeling*, 27. évf. 4. sz. 441-443. o.
- ROSE, ANDREW K. [2000]: One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, 15. évf. 30. sz. 7-33. o.
- ROSE, ANDREW K. [2002]: Honey, the Currency Union Effect on Trade Hasn't Blown Up. *World Economy*, 25. évf. 4. sz. 475-480. o.
- ROSE, ANDREW K. [2004]: A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade. NBER Working Paper 10373. sz., National Bureau of Economic Research, Washington
- ROSE, ANDREW K. – VAN WINCOOP, ERIC [2001]: National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union. *American Economic Review*, 91. évf. 2. sz. 386-390. o.
- ROSTOWSKI, JACEK [1999]: Adopting the Euro. *Financial Times*, augusztus 9.
- ROSTOWSKI, JACEK [2002]: Why Unilateral Euroization is Suitable for (some) Applicant Countries? A tanulmány az ICEG European Center „Exchange Rate Strategies During EU Enlargement” konferenciájára készült, november 27-30., Budapest
- ROSTOWSKI, JACEK [2003]: When Should the Central Europeans Join the EMU? *CASE Studies and Analyses* 253. sz., Center for Social and Economic Research, Varsó
- SACHS, JEFFREY D. [1996]: Economic Transition and the Exchange-Rate Regime. *American Economic Review*, 86. évf. 2. sz. 147-152. o.
- SAMUELSON, PAUL A. [1964]: Theoretical Notes on Trade Problems. *Review of Economics and Statistics*, 46. évf. 2. sz. 145-154. o.
- SAMUELSON, PAUL A. – NORDHAUS, WILLIAM D. [2000]: *Közgazdaságtan*. KJK-Kerszöv, Budapest
- SARGENT, THOMAS J. – WALLACE, NEIL [1975]: Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, 83. évf. 2. sz. 241-254. o.
- SARGENT, THOMAS J. – WALLACE, NEIL [1976]: Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. *Journal of Monetary Economics*, 2. évf. 2. sz. 169-184. o.
- SARGENT, THOMAS J. – WALLACE, NEIL [1981]: Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5. évf. 3. sz. 1-17. o.
(Magyarul: Egy kis monetarista számtan. Megjelent: Sargent, Thomas J. [2005]: *Infláció és a racionális várakozások*. Nemzeti Tankönyvkiadó - Közgazdasági Kiskönyvtár, Budapest, 175-212. o.)
- SCHADLER, SUSAN – DRUMMOND, PAULO F. N. – KUIJS, LOUIS – MURGASOVA, ZUZANA – VAN ELKAN, RACHEL [2005]: Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration. *IMF Occasional Paper* 234. sz., Nemzetközi Valutaalap, Washington
- SEATER, JOHN J. [1993]: Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature*, 31. évf. 1. sz. 142-190. o.
- SHILLER, ROBERT J. [1997]: Why Do People Dislike Inflation? Megjelent: Romer, Christina D.-Romer, David H. (szerk.): *Reducing inflation: Motivation and Strategy*. University of Chicago Press, Chicago és London, 13-65. o.
- SIKLOS, PIERRE L. [2000]: Capital Flows in a Transitional Economy and the Sterilization Dilemma: The Hungarian Experience, 1992-97. *Journal of Policy Reform*, 3. évf. 3. sz. 373-392. o.
- SIMON ANDRÁS [2001]: Central Eastern European Convergence and the Euro. Megjelent: *The Polish Way to the Euro*. Konferencia-kiadvány, Lengyel Nemzeti Bank, Varsó, 220-228. o.

- SKOREPA, MICHAL – KOTLÁN, VIKTOR [2003]: Assessing Future Inflation in Inflation Targeting: Forecasts or Simulations? Megjelent: Monetary Policy in a Changing Environment. BIS Papers 19. sz., Nemzetközi Fizetések Bankja, Bázél, 147-157. o.
- SÖDERSTEN, BO – REED, GEOFFREY [1994]: International Economics. Macmillan, London
- SOÓS JÁNOS [1999]: Az Európai Központi Bank működési keretei. MNB Műhelytanulmányok 19. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- SRINIVASAN, T. N. [2000]: The Washington Consensus a Decade Later: Ideology and the Art and Science of Policy Advice. The World Bank Research Observer, 15. évf. 2. sz. 265 - 270. o.
- STIGLITZ, JOSEPH E. [1998]: Central Banking in a Democratic Society. De Economist, 146. évf. 2. sz. 199-226. o.
- STIGLITZ, JOSEPH E. [1999]: The World Bank at the Millennium. The Economic Journal, 109. évf. 459. sz. 577-597. o.
- STONE, MARK R. [2003]: Inflation Targeting Lite. IMF Working Paper 12. sz., Nemzetközi Valutaalap, Washington
- SUMMERS, LAWRENCE H. [1986]: Some Skeptical Observations on Real Business Cycle Theory. Quarterly Review of Federal Reserve Bank of Minneapolis, 10. évf. 4. sz. 24-27. o.
- SUMMERS, LAWRENCE H. [2000]: International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures. American Economic Review, 90. évf. 2. sz. 1-16. o.
- SURÁNYI GYÖRGY [2002]: Az egyensúlyromlásnak infláció a beceneve. Népszabadság, december 24.
- SVENSSON, LARS E. O. [1997a]: Optimal Inflation Targets, "Conservative" Central Banks, and Linear Inflation Contracts. American Economic Review, 87. évf. 1. sz. 98-114. o.
- SVENSSON, LARS E. O. [1997b]: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. European Economic Review, 41. évf. 6. sz. 1111-1146. o.
- SVENSSON, LARS E. O. [1999a]: Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. Journal of Monetary Economics, 43. évf. 3. sz. 607-654. o.
- SVENSSON, LARS E. O. [1999b]: Inflation Targeting: Some Extensions. Scandinavian Journal of Economics, 101. évf. 3. sz. 337-361. o.
- SVENSSON, LARS E. O. [2000]: The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not? American Economic Review, 90. évf. 2. sz. 95-99. o.
- SVENSSON, LARS E. O. [2001]: Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance. Webcím: <http://www.treasury.govt.nz/monopolreview>, letöltve: 2005. 05. 08.
- SWEENEY, JOAN – SWEENEY, RICHARD JAMES [1977]: Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby Sitting Co-op Crisis: Comment. Journal of Money, Credit and Banking, 9. évf. 1. sz. 86-89. o.
- SZAPÁRY GYÖRGY – JAKAB M. ZOLTÁN [1998]: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 45. évf. 10. sz. 877-905. o.
- SZAPÁRY GYÖRGY [2000a]: Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU. MNB Füzetek 7. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- SZAPÁRY GYÖRGY [2000b]: Az árfolyamrendszer kiválasztása az átmenet országában az EMU-csatlakozás előtt. Közgazdasági Szemle, 47. évf. 12. sz. 951-961. o.
- SZNB [2004]: Monetary Programme of the National Bank of Slovakia until the Year 2008. Szlovák Nemzeti Bank, Pozsony
- TARAFÁS IMRE [2001]: A kamat, az árfolyam és a forint hátralévő évei. Közgazdasági Szemle, 48. évf. 6. sz. 480-497. o.
- TAVLAS, GEORGE S. [2004]: Benefits and Costs of Entering the Eurozone. Cato Journal, 24. évf. 1-2. sz. 89-106. o.

- TEMPRANO-ARROYO, HELIODORO – FELDMAN, ROBERT A. [1999]: Selected Transition and Mediterranean Countries: an Institutional Primer on EMU and EU Accession. *Economics of Transition*, 7. évf. 3. sz. 741-806. o.
- THE ECONOMIST [2001]: The Federal Reserve. A Fragile Superpower. *The Economist*, augusztus 4. 66. o.
- THE ECONOMIST [2005]: The Euro and its Troubles. *The Economist*, június 11. 67-68. o.
- THOM, RODNEY – WALSH, BRENDAN [2002]: The Effect of a Common Currency on Trade: Ireland before and after the Sterling Link. *European Economic Review*, 46. évf. 6. sz. 1111-1123. o.
- TOBIN, JAMES [1972]: *The New Economics One Decade Older*. Princeton University Press, Princeton
- TOBIN, JAMES [1998]: Financial Globalization: Can National Currencies Survive? Megjelent: Pleskovic, Boris – Stiglitz, Joseph E. (szerk.): *Annual World Bank Conference on Development Economics*. Világbank, Washington, 63-75. o.
- TORNELL, AARÓN – VELASCO, ANDRÉS [1998]: Fiscal Discipline and the Choice of a Nominal Anchor in Stabilization. *Journal of International Economics*, 46. évf. 1. sz. 1-30. o.
- TÓTH LEVENTE [2005]: Gazdálkodási válságban van az ország – interjú Demján Sándorral. *Népszabadság*, július 16. 12. o.
- TÓTH MÁTÉ [2003]: Árfolyampolitikai problémák és nehézségek 2003-ban. ICEG EC Vélemény 9. sz., International Center for Economic Growth European Center, Budapest
- TRICHET, JEAN-CLAUDE [2001]: The Euro after Two Years. *Journal of Common Market Studies*, 39. évf. 1. sz. 1-13. o.
- TSOUKALIS, LOUKAS [1997]: *The New European Economy Revisited*. Oxford University Press, Oxford
- TUMA, ZDENEK [2003]: Monetary Policy Towards E(M)U Accession: A Central Banker's View. *Atlantic Economic Journal*, 31. évf. 4. sz. 297-302. o.
- TURJÁN ANIKÓ [2001]: A jegybanki tevékenység fejlődésének nemzetközi tendenciái. *Bankszemle*, 45. évf. 3. sz. 1-23. o.
- URSPRUNG JÁNOS [2002]: Euró – most. *Népszabadság*, január 11. 12. o.
- VÍGH-MIKE SZABOLCS [2002]: Változások a pénzügyi közvetítés struktúrájában. Megjelent: *Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól*. MNB Műhelytanulmányok 26. szám, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 144-164. o.
- VINCZE JÁNOS [2001]: Financial Stability, Monetary Policy and Integration: Policy Choices for Transition Economies. *MNB Füzetek* 4. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- VINCZE JÁNOS [2003]: Infláció és árfolyamok, avagy infláció és árfolyampolitika? Megjelent: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei, JATEPress, Szeged, 110-124. o.
- VINCZE JÁNOS [2004]: Eurót? Mikor? (De miért is?). Beszélő, *Harmadik folyam*, 9. évf. 4. sz. 18-26. o.
- WALSH, CARL E. [1995]: Optimal Contracts for Central Bankers. *American Economic Review*, 85. évf. 1. sz. 150-167. o.
- WERNER, RIECKE [2005]: Ingoványos talajon haladva. *Világgazdaság*, július 21. 20. o.
- WILLIAMSON, JOHN [1990]: What Washington Means by Policy Reform. Megjelent: Williamson, John (szerk.): *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Institute for International Economics, Washington, 7-20. o.
- WILLIAMSON, JOHN [1993]: Democracy and the „Washington Consensus”. *World Development*, 21. évf. 8. sz. 1329-1336. o.
- WILLIAMSON, JOHN [1994]: In Search of a Manual for Technopols. Megjelent: Williamson, John (szerk.): *The Political Economy of Economic Policy Reform*. Institute for International Economics, Washington, 11-28. o.
- WILLIAMSON, JOHN [1997]: *The Washington Consensus Revisited*. Megjelent: Emmerij, Louis (szerk.): *Economic and Social Development into the XXI Century*. Inter-American Development Bank, Washington, 48-61. o.

- WILLIAMSON, JOHN [2000a]: What Should the World Bank Think About the Washington Consensus. *The World Bank Research Observer*, 15. évf. 2. sz. 251-264. o.
- WILLIAMSON, JOHN [2000b]: Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option. *Policy Analysis in International Economics* 60. sz., Institute for International Economics, Washington
- WILLIAMSON, JOHN [2003]: From Reform Agenda to Damaged Brand Name. A Short History of the Washington Consensus and Suggestions for What to Do Next. *Finance and Development*, 40. évf. 3. sz. 10-13. o.
- WISNIEWSKI ANNA [2005]: A nominális és reálkonvergencia alakulása a négy visegrádi országban. *ICEG EC Munkafüzet* 9. sz., International Center for Economic Growth European Center, Budapest
- WÓJCIK, CEZARY [2000]: A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals: The Case of Poland. *Oesterreichische Nationalbank Focus On Transition*, 2. sz. 48-76. o., Osztrák Nemzeti Bank, Bécs
- WOODFORD, MICHAEL [1999]: Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics. A tanulmány a „Frontiers of the Mind in the Twenty-First Century” konferenciára készült, Library of Congress, Washington, június 14-18.
- WU, THOMAS Y. [2004]: Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries. *Banco Central do Brasil Working Paper Series*, 83. sz., Brazil Nemzeti Bank, Brasília
- WYPLOSZ, CHARLES [2006]: European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success. *Economic Policy*, 21. évf. 46. sz. 208-261. o.
- ZOLI, EDDA [2005]: How Does Fiscal Policy Affect Monetary Policy in Emerging Market Countries? *BIS Working Papers* 174. sz., Nemzetközi Fizetések Bankja, Bazel