

Pénzügykutató Rt

***AZ EURO BEVEZETÉSÉNEK RÖVID- ÉS
KÖZÉPTÁVÚ HATÁSAI A MAGYAR
GAZDASÁG SZÁMÁRA***

Gáspár Pál és Várhegyi Éva

PÜK Munkafüzet

1999/1

Budapest, 1998 december

Tartalomjegyzék

BEVEZETÉS	3
ÖSSZEFOGLALÁS	5
I. AZ EGYSÉGES EURO-ÖVEZET KIALAKULÁSÁNAK NÖVEKEDÉSI ÉS MAKROGAZDASÁGI HATÁSAI	8
1. Hatások az EMU gazdaságára	8
2. Az euro bevezetésének hatásai a hazai makrogazdasági folyamatokra	10
2.1. Várható hatások a magyar gazdaság növekedésére	10
2.2. Hatások a tőkeáramlásokra	11
2.3. Az euro bevezetésének hatása a külső adósság és a devizatartalékok menedzselésére	12
II. AZ EURO BEVEZETÉSÉNEK HATÁSA AZ ÁRFOLYAMOKRA	13
1. A keresztárfolyamok alakulására ható tényezők	13
2. A keresztárfolyamok változása az euro kialakulását követően	17
2.1. Az euro övezet relatív gazdasági ereje a dollárhoz és a jenhez képest	17
2.2. Átrendeződések a nemzetközi portfóliók devizaszerkezetében	18
2.3. A hegemon valuta előnyei	21
2.4. Az Európai Központi Bank státusza és monetáris politikai preferenciái	22
2.5. Az euro kezdeti alulértékelttsége a dollárral szemben	23
2.6. Az EMU-n belül várható gazdaságpolitikai mix és hatása az euro árfolyamára	24
2.7. Lehetséges forgatókönyvek az euro felértékelődésére	25
3. Az euro várható árfolyamváltozásának hatása a forint árfolyamának alakulására	26
III. AZ EURO BEVEZETÉSÉNEK TŐKEPIACI ÉS MIKROGAZDASÁGI HATÁSAI	27
1. Az euro bevezetésének hatása a tőkeáramlásokra, a nemzetközi tőke- és pénzpiacok méretére	27
2. Az euro-piacokon kialakuló kondíciók a hazai kibocsátók számára	29
3. Az euro bevezetésének a hatásai magyar gazdaság főbb szektoraira	31
3.1. A Monetáris Unió várható hatásai a pénzügyi szektorra	31
3.2. Az euro hatásai a vállalati szektorra	35
3.3. Következtetések	36

IV. AZ ERM-II ÁRFOLYAMMECHANIZMUS GAZDASÁGPOLITIKAI KÖVETKEZMÉNYEI	38
1. Az ERM-II árfolyammechanizmus eltérései az ERM-I-től	38
2. Következmények a magyar gazdaságpolitika számára	40
3. A monetáris rendszer megválasztásának kérdései az ERM II tükrében	42
V. AZ ERM-CSATLAKOZÁS FELTÉTELEI ÉS EGYES STRATÉGIAI KÉRDÉSEI	45
1. A konvergencia-kritériumok és a költségvetési politika	45
2. Elvárások a monetáris és felügyeleti intézményrendszerrel szemben	47
2.1. A jegybanki függetlenség erősítése	47
2.2. A monetáris eszközök harmonizálása	50
2.3. A pénzügyi intézményrendszer stabilitása, a felügyelet függetlensége	51
3. Az ERM-II-be való belépés stratégiai kérdései	52
HIVATKOZÁSOK	55
FÜGGELÉK	58

BEVEZETÉS

A feltörekvő piacok válsága és ennek a fejlett gazdaságokra történő tovagyűrűzése és kezelése mellett a nemzetközi pénzügyi folyamatokat rövidtávon elsősorban az egységes európai valuta bevezetése és az egységes európai monetáris övezet kialakulása fogja befolyásolni. Bár az euro bevezetésével sem szűnnek meg az egységes monetáris politika hatásáról, az aszimmetrikus sokkokra történő reagálások természetéről, vagy a monetáris uniónak az EU nemzetközi versenyképességére gyakorolt hatásáról folyó viták, az Európai Bizottság döntése az EMU-ba belépő gazdaságok köréről, valamint az egységes valuta bevezetésének technikai feltételeiről egyértelműbbé tette az EMU kialakulásának várható hatásait a makrogazdasági folyamatokra, a keresztárfolyamokra, a tőkeáramlások szerkezetére és irányára.

Az egységes európai valutaövezet kialakulásának jelentős hatása lesz a nemzetközi reál- és pénzügyi, illetve makrogazdasági folyamatokra. A közös valuta bevezetése nyomán jelentős átrendeződés következhet be a vezető valuták keresztárfolyamában, a nemzetközi kereskedelemben és a pénzügyi tranzakciókban játszott szerepükben, a tőkepiacok integráltságában és a tőkeáramlások irányában, a közepesen fejlett gazdaságok hozzáférési lehetőségeiben a tőkepiacokhoz

Az euro övezet kialakulása módosítja az Európai Unió növekedési kilátásait, visszahatóan érinti e gazdaságok strukturális paramétereit (pl. reál- és pénzpiaci nyitottság), amelyek hatással lesznek a világgazdaságra, a GDP és világkereskedelem növekedési dinamikájára. Az egységes valuta bevezetése egyszeri exogén sokkot jelent az EU-hoz kapcsolódó gazdaságok számára, amelyet - az említett tényezők és az EMU megvalósulása eredményességének függvényében - már rövidtávon továbbiak követnek.

A Pénzügyminisztérium megbízásából készült tanulmány az euro bevezetése nyomán várható rövid- és középtávú hatásokat vizsgálja.¹ Nem célja az EMU bevezetésével, működésével, a stabilitás garantálására szolgáló megállapodásokkal, valamint az egységes európai jegybank várható politikájával és működésével kapcsolatos szempontok elemzése.² A tanulmány csak érintőlegesen tér ki azokra a feltételekre, amelyeket a hazai gazdaságnak és gazdaságpolitikának kell teljesítenie annak érdekében, hogy előbb az ERM-II, majd ezt követően az egységes európai monetáris övezet része legyen.

A tanulmány első részében az euro bevezetésének várható makrogazdasági hatásait vizsgáljuk az euro-övezethez tartozó gazdaságok növekedési dinamikájára, nyitottságára, majd ennek tükrében a magyar gazdaságot érintő változásokat elemezzük, különös tekintettel a növekedésre és a tőkebeáramlásokra. A következő részben az egységes valuta bevezetésének várható hatásait prognosztizáljuk a kulcsvaluták árfolyamának változására, a nemzetközi

¹ Igyekeztünk figyelembe venni *Rácz Margitnak, Szalai Zoltánnak, Náray Lászlónak, Dezséri Kálmánnak, Réz Andrásnak és Király Árpádnak* a tanulmány első változatához fűzött értékes észrevételeit, amelyekért köszönettel tartozunk. A tanulmány megállapításaiért természetesen a szerzők viselik a felelősséget.

² E kérdések kiváló leírását tartalmazzák *D. Begg (1997), R. Dornbusch et al. (1998), Goodhart (1995), (1996), de Grauwe (1994), Persson (1996)* tanulmányai.

tartalékok alakulására, továbbá megvizsgáljuk, hogy a várható átrendeződéseknek milyenek lesznek a hatásai a forint nominális és reál-effektív árfolyamára.

A harmadik rész az egységes valuta kialakulásának a nemzetközi tőkepiacokra gyakorolt hatásait elemzi, és megvizsgálja ezek mikro-gazdasági következményeit a magyar gazdaság fontosabb szektoraira. A következő rész az ERM-II árfolyam mechanizmus sajátosságait, valamint a belépés monetáris- és gazdaságpolitikai vonatkozásait elemzi. A tanulmány záró része az ERM II-be való belépés feltételeit és fontosabb stratégiai kérdéseit vizsgálja.

ÖSSZEFOGLALÁS

A tanulmány főbb megállapításai a következőkben összegezhetők röviden:

1. Az euro-övezet kialakulása - a tranzakciós költségek csökkenése, az árfolyamkockázat és az árfolyamingadozások megszűnése, a pénzügyi fegyelem erősödése, az áru-, a munkaerő és a tőkepiacok teljes mértékű egységesülése, a közös valuta révén felerősödő verseny miatt - javítja az *EMU-ba tartozó gazdaságok növekedési kilátásait*, amit a meglévő bizonytalansági tényezők - az aszimmetrikus sokkok lehetősége, az ECB politikájának kérdőjelei - sem ellensúlyoznak. A reálgazdaság bővülését a tőkebeáramlások erősödése kíséri.
2. A magyar gazdaság növekedése számára is húzóerőt jelent az EMU gyorsabb növekedése, növekvő importja, bár a várható pozitív hatást mérsékelheti az euro - és ennek hatására a forint reálárfolyamának - várható felértékelődése a dollárral szemben. Az intézményi befektetők portfólió-diverzifikálási kényszere hatására számítani lehet a portfólió-befektetések növekedésére, miközben az euro bevezetése csekély hatással lesz a kelet-európai térségbe irányuló FDI-ra.
3. Mivel az euro hatására módosulni fog a tőkebeáramlások devizaszerkezete, és mind inkább fontossá válik, hogy a *devizatartalékok* szerkezet is ehhez igazodjon, az egynemű euro-kosár bevezetésével célszerű lehet módosítani a mai valutakosárhoz igazodó devizatartalékolás rendszert, növelni a kosáron kívüli devizák súlyát.
4. A hatótényezők sokoldalú elemzése alapján az egységes európai valutaövezet kialakulását követően az *euro* várhatóan *relatív felértékelt* helyzetbe kerül a dollárhoz képest, mint amilyenben a márka és a többi európai valuta volt a dollárral szemben. Egyebek mellett ebbe az irányba hat a nemzetközi portfóliók átrendeződése az euro javára és a dollár rovására, az euro kezdeti alulértékelttsége, az európai gazdaságok többségében kialakuló laza fiskális - szigorú monetáris politikai mix kamatnövelő hatása.
5. Az euro relatív felértékelődése *lassítani fogja a forint nominális effektív árfolyamának leértékelődését*, ami kedvezőtlenül hathat a dollárban denominált kereskedelem versenyképességére, a fizetési mérleg egyes tételeinek dinamikájára és szerkezetére. A kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegeiben érzékelhető hatás azonban nem lesz jelentős.
6. Az euro bevezetése kedvezően érinti az *európai tőkepiacok* fejlődését: felerősíti a dereguláció, liberalizálás, intézményi fejlődés által teremtett kedvező hatásokat és ez a tőkepiaci kereskedelem volumenének növekedéséhez, a spreadek csökkenéséhez, a piacok transzparens jellegének erősödéséhez vezethet. Az egységesüléssel likvidebbé és mélyebbé váló euro-piac, a csökkenő tranzakciós költségek, a kockázati különbségek jobb átláthatósága a kelet-európai kibocsátóknak is kedvezőbb feltételeket kínál, bár a prudenciális szempontok előtérbe kerülése a kibocsátók egy részét kedvezőtlenül is érintheti.
7. Az euro magyar mikro-gazdaságra gyakorolt hatásainak eredőjét pozitívan ítélnék meg. Bár a pénzügyi szektort érintő közvetlen költségek jelentősek lesznek, a közvetett

költségeket jelentő változások zöme az egységes európai piacra való belépésünket is szolgálja. A magyar gazdaság fejlődése szempontjából határozottan előnyösek ugyanakkor az euro bevezetésének a vállalati szektor tőkeszerzési kondícióit javító, tranzakciós költségeket mérséklő hatásai. Az euro-piaci kötvények kamatszintjének csökkenése, valamint a portfólió befektetők diverzifikációs kényszere a magyar állam finanszírozását is olcsóbbá teheti.

8. Az *ERM-II árfolyam-mechanizmus* rugalmasabb, ugyanakkor aszimmetrikusabb árfolyamrendszer lesz, mint az ERM-I. A nagyobb rugalmasság tágabb lehetőséget teremt a rögzített árfolyam fenntartására és az ERM-II-tagságból eredő előnyök érvényesülésére. A nagyobb aszimmetria miatt viszont a költségek terheinek zömét a belépőkre fogja hárítani.
9. A magyar gazdaságpolitika számára rendkívül fontos az *ERM-II-be történő belépés* megfelelő időzítése és jó előkészítése. Az ERM-II tagság elérése és fenntartása erőteljesebb gazdaságpolitikai fegyelmet és szilárdabb makrogazdasági fundamentumokat kíván meg, mint amit a kevésbé fejlett gazdaságok követettek az ERM-I-ben. Az ERM-II-be való belépést meg kell, hogy előzze egy olyan gazdaságpolitikai irányvonal, amelyben a dezinflációs folyamat a monetáris és a költségvetési politika együttes szigora mellett megy végbe. Azzal is számolni kell, hogy az ERM-II rendszerbe belépő gyengébb valutákkal szemben nagyobb lehet a sikeres támadás valószínűsége, mint amit az 1990-es években az ERM-I-en belül tapasztaltunk.
10. Ahhoz, hogy a *forint nagyobb megrázkódtatások nélkül* kapcsolódhasson be a létrejövő ERM-II-be, elengedhetetlen, hogy a magyar *árfolyamrendszer* a mainál *rugalmasabbá váljon*, csökkenjen az árfolyam volatilitása és erősödjön a monetáris politika autonómiája. A monetáris konvergencia és az euro-hoz viszonyított valutastabilitás előkészítéséhez célszerű lehet a *közvetlen inflációs célkitűzés rendszerének* alkalmazása, mivel az erősíti az ERM-II-be való belépéshez szükséges gazdaságpolitikai hitelességet és a hatékony dezinflációt. Az "utolsó leértékelés szindróma" elkerülhető, ha idejében rugalmassá válik az árfolyamrendszer és ezzel a csatlakozáshoz szükséges leértékelődés fokozatosan megy végbe. Ezt a széles intervenció sáv és a viszonylag ritka intervenció biztosíthatja.
11. Az ERM-tagság eléréséhez és a későbbi EMU-tagsághoz elengedhetetlen reálkonvergencia érdekében *szigorú, a külső korlátokhoz alkalmazkodó költségvetési politikát* kell folytatni. Az aszimmetrikus sokkok megléte, illetve a valuta elleni támadás veszélye miatt célszerű lehet középtávon a 3 százalékos hiánynál is alacsonyabb deficit elérését kitűzni. A költségvetési alkalmazkodást megnehezíti, hogy az EU-tagság megkövetelte harmonizációs folyamat nagy valószínűséggel csak a fiskális bevételek csökkenésével mehet végbe, miközben az országra háruló kötelezettségek teljesítése a kiadások növekedését idézi elő, továbbá, hogy a dezinflációs folyamat kedvezőtlen hatást gyakorolhat az elsődleges egyenlegre.
12. Az EMU működésének egyik fő pillére a *jegybank függetlensége*. Bár a magyar MNB-törvény ennek szellemében került kialakításra és módosításra, az EMU szempontjából néhány rendelkezése is sértheti a jegybanki függetlenségét a monetáris politika önálló alakítása és végrehajtása terén. Ezért a következő években módosítani szükséges a Kormány gazdaságpolitikájának támogatására, a központi költségvetésnek átmeneti likviditási hitel nyújtására, a Kormány és az MNB kapcsolatára, valamint a jegybanktanács külső tagjaira vonatkozó néhány pontot. A monetáris eszközök harmonizálása terén a *kötelező tartalékráta* magas szintje jelent kritikus pontot.

13. Az EMU elsődleges céljának, a monetáris stabilitásnak a megteremtéséhez a pénzügyi intézmények és piacok stabilitására is szükség van. Ebből a szempontból kiemelkedően fontos, egyúttal a pénzügyi intézményeket felügyelő hatóságok függetlenségét is érintő kérdés a problémás bankok kezelése. Bár a hatályos hitelintézeti törvény a korai beavatkozás tekintetében hasonlóan szigorú szabályokat rögzít, mint amilyenek az EMU ajánlásaiban megfogalmazódnak, *a felügyelet függetlensége* a politikai befolyásolás lehetőségétől ma még nem teljes mértékben biztosított.
14. Az ERM-II-be való belépés *stratégiai kérdései* közül a legfontosabb a megfelelő felkészülés és az időzítés. A stabil makrogazdasági alapok mellett fontos, hogy a pénzügyi intézményrendszer és a bankfelügyeleti ellenőrzés már kellően erős legyen, a nemzeti valuta volatilitása mérséklődjön és a monetáris politika autonómiája is megfelelő legyen. További fontos stratégiai - és tárgyalási - kérdés, miként érvényesíti majd az ECB az ún. biztonsági záradékot, milyen eljárással határozzák meg a valuták kétoldalú rögzítését az ERM II keretében. A belépés előtt több fontos monetáris politikai kérdésben is állást kell foglalni.

I. AZ EGYSÉGES EURO-ÖVEZET KIALAKULÁSÁNAK NÖVEKEDÉSI ÉS MAKROGAZDASÁGI HATÁSAI

1. Hatások az EMU gazdaságára

Az euro-övezet kialakulása jelentős mértékben befolyásolja az EMU-ba tartozó gazdaságok növekedési és makrogazdasági kilátásait. Egyrészt az egységes európai monetáris övezet kialakulása révén módosulnak az európai gazdaságok és tágabb értelemben a teljes *EMU-régió strukturális paramétereit*. Ezek közül az egyik legfontosabb a *reál- és pénzügyi nyitottság ellentétes változása*: miközben a korábbi külkereskedelem belső kereskedelemmé válik és a reálgazdasági nyitottság mérséklődik, addig a pénzügyi tovább erősödhet a közös valuta kialakulásának tőkepiacokat erősítő és egységesítő hatása nyomán.

Hasonlóképpen fontos szerkezeti változás lesz a pénzügyi struktúrák, a *pénzkeresleti függvények módosulása* az egységes monetáris övezet kialakulása nyomán. Ez átalakítja a gazdaságok reagálását a monetáris politikára, illetve módosítja a hatékony monetáris politikai eszközök körét és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusát. Az EMU kialakulása nyomán módosuló szerkezeti paraméterek módosítják a gazdaságok *külső sokkokra történő reagálását*, valamint befolyásolják a gazdaságpolitikai eszközök hatását.

Az egységes európai monetáris övezet kialakulásának másik fontos hatása, hogy *módosulnak a gazdaságpolitika által hatékonyan alkalmazható eszközök*. Egyes eszközök alkalmazhatósága a gazdaságpolitikai célok elérése érdekében megszűnik, más eszközök alkalmazását a külső exogén korlátok (nevezetesen a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai) szűkíthetik, miközben jelentőségében felerősödik a strukturális és monetáris politikák szerepe. Az euro bevezetésével módosul a sokkokra történő alkalmazkodás gazdaságpolitikai eszköztára: felértékelődik a tényezőpiacok rugalmassága, a költségvetési transzferek szerepe.

Az egységes valuta kialakulása - a gazdaságpolitikákat és a szerkezeti paramétereket adottnak tekintve is - módosítja az euro-övezet makrogazdasági kilátásait. Az egységes valuta kialakulásának egyik legfontosabb rövidtávú hatása, hogy felgyorsulhat az európai gazdaságok *növekedési üteme*. Az euro-övezet kialakulásának addicionális növekedési hatásait az előrejelzések 1 százalékpont körül határozták meg, de pl. az Osztrák Gazdaságkutató Intézet szerint középtávon a növekedési többlet akár 1,75 százalékpont is lehet.

A növekedési többlet fő forrása a devizakockázat eltűnésével, a piacok egységesülésével összefüggő skálahatékonyabb növekedés lesz: a piacokon bekövetkező egységesülés, a piaci méretek bővülése által generált keresleti többlet hatékonyabb termelési szerkezetet alakíthat ki. Az egységes valutában denominált széles piacon, a fogyasztók által jobban összehasonlítható árak mellett a piaci verseny bővülni fog, és még egységesebbé válnak az *áru-, a munkaerő és a tőkepiacok*. A közös valuta révén felerősödő *verseny* növelni fogja a határokon átnyúló tőke- és árupiaci tranzakciók volumenét, jelentős költségmegtakarítást és versenyképesség javulást fog generálni, ami pozitív hatásként jelentkezik majd a növekedési ütemekben is.

A növekedési többlet további forrása az *árfolyamkockázat és az európai keresztárfolyamok ingadozásának megszűnése*: számos tanulmány mutatott ki negatív kapcsolatot az árfolyam-ingadozás mértéke és az export növekedése illetve ezen keresztül az árfolyam-ingadozás és reál GDP növekedés között (ld. pl. *Dollar* (1986)). Az euro árfolyamának alakulása is lehet ingatag, de ennek közvetlen hatása az európai gazdaságokra a kisebb reálgazdasági nyitottság miatt mérsékeltebb lesz, ráadásul az euro stabilabb valuta lesz a leendő EMU tagok korábbi nemzeti valutáinál.

Az euro-övezet kialakulásának kedvező növekedési hatása lesz a gazdaságpolitikákra gyakorolt addicionális *pénzügyi fegyelemből*. A pénzügyi fegyelmet erősítheti az árfolyam- és a monetáris politika mint alkalmazkodási eszköz kiesése, valamint a Stabilitási és Növekedési Paktumban lefektetett szigorú fiskális politikai irányelvek. Ráadásul mivel nem áll a gazdaságpolitika rendelkezésére a pénzpolitikák alkalmazása a külső sokkokhoz történő alkalmazkodás elősegítése érdekében, ezért - figyelembe véve az európai munkaerőpiacok merevségét- a jövedelempolitika mozgástere a korábbiaknál is korlátozottabb lesz. Mindezek következtében az euro-övezeten belül erőteljesebb lesz a pénzügyi stabilitásra fektetett hangsúly és ennek (illetve az euro-övezet kialakulásának eredményeképpen megerősödő árstabilitásnak) kedvező növekedési hatása lehet. Azt is figyelembe kell venni, hogy az euro-övezet kialakítása illetve az oda történő belépés érdekében követett fiskális politikák restriktív jellege a jövőben kisebb mértékben fog érvényesülni, mint az elmúlt 1-2 évben, amikor a konvergencia kritériumok teljesítése érdekében követett alkalmazkodás megtörtént.

Végezetül kedvezően érinti a reál GDP növekedését az euro-övezeten belül a *tranzakciós költségek megszűnése*, amelyek a különböző számítások (pl. *EU* (1994)) szerint a GDP 0,5 százalékát tették ki az 1990-es évek elején. Ezek megszűnése addicionális növekedési impulzust gyakorolhat az ebből profitálók számára.

Az említett kedvező növekedési hatásokat várhatóan nem semlegesítik a kétségtelenül meglévő *bizonytalansági tényezők*. Az egyik bizonytalansági tényező, hogy mennyiben lesznek aszimmetrikusak a régió gazdaságait érintő megrázkódtatások és miképpen képesek ezekhez a gazdaságok alkalmazkodni a pénzpolitikai eszközök hiányában. Ez a probléma különösen élesen annak a fényében vetődik fel, hogy az EMU-ban éppen azok az eszközök fognak hiányozni a sokkok kezeléséhez, amelyekre az optimális valutaövezet elmélet szerint a monetáris uniókban a leginkább szükség van: erőteljes régiók közötti munkaerő mobilitásra, valamint a központi költségvetés transzferekre. Ebben a tekintetben az euro-övezet sokkal kedvezőtlenebb helyzetben van, mint a ma működő monetáris uniók: a munkaerő mobilitás még az egyes országokon belül is alacsony, illetve a központi költségvetés a közös GDP alig 1 százalékát osztja újra.

A másik bizonytalansági tényező az Európai Központi Bank monetáris politikájához kapcsolódik. Az ECB-nek ugyanis az euro stabilitásának biztosítása és hitelességének megalapozása érdekében vélhetően a kívánatosnál kissé szigorúbb monetáris politikával kell működését kezdenie. Ennek mértéke azonban nem lesz drámai (hiszen a stabilitást, az euro iránti kereslet növekedését egyéb tényezők is ösztönzik és a hitelesség megalapozására is az ECB rendelkezésre állnak a megfelelő eszközök (függetlensége, státusza, céljai és eszközei, stb.) és ez nem fogja semlegesíteni az euro-övezet kialakulásából eredő kedvező növekedési hatásokat.

A *kamatok* tekintetében a fő változások még az egységes valuta kialakulása előtt lezajlanak, amennyiben a korábban magasabb inflációval és kamatprémiummal rendelkező

gazdaságokban a rövidlejáratú kamatlábak az irányadónak tekintett francia és német kamatlábak szintjére *konvergálnak*. A kamateltérések minimálisra csökkennek az egységes valuta kialakulásával, függetlenül az egyes gazdaságok konjunkturális helyzetében jelenleg fennálló jelentős eltérésektől. A hosszú lejáratú kamatlábak esetében a konvergencia fokozatos lesz és a különbségek tovább fennmaradnak, tükrözve a különböző kibocsátók kockázatosságában fennálló eltéréseket.

A kamateltérések csökkenése is eredményez addicionális növekedési hatásokat, azonban itt már problémaként jelentkezhethet, hogy további kamatcsökkenésre elsősorban a már amúgy is kissé túlfűtött konjunkturális pozícióban lévő gazdaságokban (pl. Írország és Spanyolország) kerülhet sor, ami kedvezőtlen lehet az ECB céljai és az euro-övezet egészének stabilitása szempontjából.

Az euro-övezet megteremtése jelentősen növelheti a *tőkebeáramlást* az EMU-hoz tartozó gazdaságokba. A közvetlen tőkebefektetéseket a nagyobb piac, az eltűnő tranzakciós költségek, valamint a termelési tényezők jobb összevethetősége ösztönzi. Ezzel szemben a portfólió befektetések növekedése elsősorban a tőke- és pénzpiacok egységesülése és bővülése, valamint az euro-övezet kialakulása nyomán várható kedvező növekedési hatások nyomán következhet be.

A *reálgazdasági nyitottság csökkenése* részben azt eredményezi, hogy mérséklődhet az exogén reál sokkok hatása az EMU-gazdaságokra. Az EMU tagállamok konjunktúrája sokkal erősebben fog a belső keresleti és kínálati tényezőktől függeni, mint a külsőktől. A kisebb nyitottság viszont nagyobb szabadságot engedélyez az Európai Központi Bank számára az euro külső árfolyamának alakításában az említett kisebb közvetlen reálgazdasági hatások miatt.

2. Az euro bevezetésének hatásai a hazai makrogazdasági folyamatokra

2.1. Várható hatások a magyar gazdaság növekedésére

A magyar gazdaság növekedési lehetősége ma már jelentős mértékben függ az EU növekedésétől, hiszen az export, illetve az import 71, illetve 63 százaléka EU-tagországokkal bonyolódik, és ezen belül is döntő a leendő EMU-tagok súlya. Az Osztrák Gazdaságkutató Intézet prognózisa szerint az EMU harmadik fázisa középtávon átlagosan 1,75 százalékponttal magasabb növekedési pályára állíthatja a résztvevő országokat, s ezen belül az "erős" valutájú országokét 2 százalékponttal magasabbra. Minthogy 1997-ben a magyar kivitel fele Németországba (37 %) és Ausztriába (12 %) irányult, ezen országok gyorsuló növekedésének hatása igen jelentős lehet a magyar gazdaságra, becslések szerint a magyar kivitel 2,7 százalékponttal, *a magyar GDP növekedését pedig 0,9 százalékponttal is növelheti* (vö. *Backé-Radzyner*, 1998).

Ezt a pozitív hatást elvileg két tényező ellensúlyozhatja. Egyrészt az, hogy az euro létrejötte a valutakockázat kiküszöbölése és a tranzakciós költségek csökkenése miatt felerősíti az euro-zónán belüli kereskedelmet. Ennek hatására ezek az országok átirányíthatják harmadik országgal folytatott kereskedelmük egy részét az euro-övezetre. Az Európai Bizottság és az IMF becslése szerint azonban az ilyen eltérítés nem lesz jelentős. A kereskedelemterelő hatás

korlátozott érvényesülése részben annak köszönhető, hogy az euro-övezet kialakulását megelőzően is teljes körű volt az övezeten belül az áruk áramlásának liberalizáltsága. Másrészt önmagában az egységes valuta bevezetésétől várt árfolyam stabilitás nem fog kereskedelemterelő hatásokat eredményezni, mert az EMU-ra történő felkészülés jegyében az elmúlt években is már gyakorlatilag minimális keresztárfolyam mozgás jellemezte a leendő monetáris unió tagjait.

A másik ellentételező hatást az euro és harmadik országok valutái közötti árfolyamváltozások okozhatják. Az *euro esetleges felértékelődése* a dollárral szemben ronthatja azoknak az országoknak a folyó fizetési mérleg pozícióját, amelyek valutája az euro-hoz van kötve. Az IMF szakértői becslése szerint 10 százalékos felértékelődés négy év alatt 1-3 százalékponttal ronthatja a GDP-arányos folyó fizetési mérlegét, és hasonló mértékben csökkentheti a GDP növekedési ütemét az euro-orientált árfolyamrendszerű átalakuló gazdaságokban. Bár Magyarországon a jelenlegi, a külkereskedelmi valuta-arányokhoz illeszkedő valutakosár mellett ez a hatás nem érvényesülne, a tisztán euro-kosár 2000-beli bevezetésének e negatív hatásával számolnia kell a magyar gazdaságpolitikának. A hazai exportszektor versenyképességére kedvezőtlen hatással lehet az is, ha az esetleg erőteljesen romló folyó fizetési mérlegre a válasz a protekcionistább kereskedelempolitika lenne.

Összességében az euro bevezetése nyomán a magyar kereskedelmi mérleget javíthatja az övezet gyorsabb növekedése, a nagyobb árfolyamstabilitás, valamint a piaci méretek növekedéséből eredő dinamikus hatások. Ezeket a kedvező hatást részben ellensúlyozhatja majd az euro felértékelődése, a versenyképes kínálat bővülése az euro piacokon és az esetleg protekcionistább kereskedelempolitika.

2.2. Hatások a tőkeáramlásokra

Az euro létrejötte a *működő-tőke befektetésekre* (FDI) két eltérő irányú hatást gyakorolhat. Egyrészt a kereskedelmi kapcsolatok már említett átrendeződése az euro-zóna javára felerősítheti a zónán belüli FDI-t, ami csökkentően hathat a zónán kívüli országokba, így Magyarországra történő befektetésekre. Másfelől azonban az euro-övezeten belüli országok külső importjának növekedése növelheti a külső országokba irányuló működő-tőke befektetések volumenét. Ösztönzőleg hathat a külső tőkebefektetésekre a piaci méretek növekedése is, mert ez a magasabb skálahatékonyság révén addicionális versenyelőnyhöz juttatja az alacsonyabb termelési költségű gazdaságokat. Összességében várhatóan *pozitív, de nem jelentős hatással lesz az euro bevezetése a kelet-európai térségbe irányuló FDI-ra.*

A *portfólió-befektetésekre* gyakorolt hatás várhatóan pozitív lesz. A kelet-európai befektetéseket ösztönözni fogja az euro-övezeten belüli hozamok konvergenciája, mivel a kívánatos hozam/kockázat kombináció elérése érdekében fokozottabb mértékben fordulnak az övezeten kívülre. A csatlakozó országok (köztük Magyarország) átvehetik a dél-európai országok szerepét a nemzetközi befektetők portfóliójában, mivel az általuk kínált eszközök hasonlóan a magasabb hozamot párosítják a magasabb, de mérsékelt kockázattal. Ugyancsak ezeket a portfólió-átrendeződéseket idézik elő az euro bevezetésének további következményei: az üzleti ciklusok összehangolódása az euro-övezeten belül, az értékpapírosítás felgyorsulása, az intézményi befektetőknek az egységes valuta miatt bekövetkező portfólió-módosításai.

A tőkebeáramlások euro miatt várható megnövekedése - amit a feltörekvő piacokra jellemző jelenlegi válság beláthatatlan ideig ellensúlyozhat - felvetheti az árfolyamrendszer rugalmassága növelésének kérdését. Ezzel a kérdéssel később tágabb aspektusban, az ERM-II kapcsán foglalkozunk.

2.3. Az euro bevezetésének hatása a külső adósság és a devizatartalékok menedzselésére

A kamat- és árfolyamváltozások negatív hatásainak elkerülése érdekében kívánatos, hogy a külföldi adósságállomány devizaszerkezete összhangban legyen a valutakosárral. A 2000-től bevezetésre kerülő tisztán euro kosár mellett ez azt feltételeznél, hogy a kormányzati szektor teljes külső adóssága euroban lesz denominálva. A tiszta euro-kosár bevezetésével ugyanakkor megszűnik a devizatartalékok és a külkereskedelmi forgalom valutaszerkezete közötti összhang, amit mind a jelenlegi, mind az 1999-től életbe lépő 70-30 arányú euro - dollár kosár biztosít.

Az is igaz, hogy az euro bevezetése nyomán Magyarország a külkereskedelmi forgalmának valutaszerkezete azonban várhatóan módosulni fog, mivel a dollárforgalom egy részét a kelet-európai kereskedelemben felválthatja az euro. Ilyen változás a csatlakozás előtt álló országok, Csehország, Lengyelország és Szlovénia viszonylatában várható, amelyek a magyar külkereskedelmi forgalomban együttesen 5-6 %-os súllyal vesznek részt. Ezért 2000-re nőhet az euro-ban bonyolított forgalom aránya, bár valószínűleg akkor sem éri el a 75 százalékot. A dollár kiiktatása a kosárból így mindenképp diszkrepanciát idéz elő a devizatartalékok és a külkereskedelmi forgalom deviza-összetétele között. Ennek a hatása azonban mindenképpen függ a dollár és az euro keresztárfolyamának alakulásától, valamint a dollárban elszámolt kereskedelem súlyának alakulásától.

Tekintettel a kereskedelmi forgalom és a tőkeáramlások sebessége, illetve volumene közötti eltérésekre, a devizatartalékok nagyságának és szerkezetének megválasztása során növekvő súllyal esik latba a *tőkeáramlások alakulása*. A tőkeáramlások devizaszerkezetében is növekedni fog az euro részesedése az egységes monetáris övezet kialakulását követően. Ennek ellenére várhatóan a jövőben is jelentős marad a dollár-, illetve kisebb mértékben a jen-övezetből befektetők köre, és az ebben a valutákban eszközölt befektetések volumene.

Figyelembe véve a tőkeáramlások volatilitását, a befektetői várakozások erőteljes hatását a tőkeáramlások irányára, (arra, hogy a beáramlások volumenét nagymértékben befolyásolja az adott piacról történő kilépés lehetősége és költsége), illetve azt a tényt, hogy az ERM-II előtt és az ERM-II-ben is a hazai jegybankra hárulnak a forint stabilitás biztosításának terhei, célszerű, ha a devizatartalékok szerkezete tükrözi a tőkebeáramlások devizaszerkezetét.

A valutakosárhoz igazodó devizatartalékolás rendszere a tiszta euro kosár kialakítása után a kockázat terítése szempontjából is problémát okozhat, hiszen végképp megszűnik a portfólió diverzifikálásának lehetősége. Mindezek miatt megfontolandó a *tartalékportfóliót más devizák bevonásával diverzifikálni*, figyelembe véve a tőkeáramlások és külkereskedelem devizaszerkezetének alakulását.

II. AZ EURO BEVEZETÉSÉNEK HATÁSA AZ ÁRFOLYAMOKRA

1. A keresztárfolyamok alakulására ható tényezők

Az euro kialakulása nyomán erőteljes átrendeződés várható az egyes valutáknak a nemzetközi kereskedelem- illetve pénzügyi tranzakciók lebonyolításában játszott szerepét, valamint a fontosabb kulcsvaluták keresztárfolyamait illetően. Egy valutának a nemzetközi kereskedelmi- és pénzügyi műveletekben betöltött szerepét három jelentősebb tényező határozza meg. Az egyik a *gazdaság relatív súlya a világkereskedelemben és világtermelésben*, amely meghatározza a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi tranzakciókban történő közvetlen részvételét. A másik tényező a *privát szektor adott deviza iránt támasztott kereslete*, amely elsősorban a valuta fizetési eszköz, tartalék funkciójának alakulásától függ. Ennek mértékét a kulcsvaluta mögötti gazdasági övezet nyitottsága, pénz- és tőkepiacának méretei, tőke- és pénzügyi szabályozásának liberalizáltsága határozza meg. A harmadik tényező a *történelmi- és inerciális folyamatok (Portes-Rey(1998))*, amelyek lassítják/befolyásolják az egyes kulcsvaluták közötti arányok átrendeződését.

Gazdasági erő. Az egyes valuták relatív erősségét nagymértékben meghatározza, hogy milyen gazdasági erő áll mögöttük. Az Európai Unió gazdasági önmagukban sokkal kisebb gazdasági erőt képviselnek, mint az USA vagy Japán: a leendő euro-övezeten belül legjelentősebb német gazdaság részesedése a világ GDP-jének előállításában alig éri el a japán GDP 50 százalékát és az amerikai 30 százalékát. Ugyanakkor, ha figyelembe vesszük az EMU-t megvalósító 11 gazdaság népességét és GDP-jét, akkor látható, hogy ezen régió gazdasági ereje már meghaladja Japánét és megközelíti az USA-t (ld. 1 táblázatot). Ha még azt is figyelembe vesszük, hogy vélhetően a kimaradó gazdaságok is előbb-utóbb csatlakozni fognak az EMU-hoz, akkor majdan a 15 tagot tartalmazó euro-övezet gazdasági ereje számottevően meghaladja az USA-ét, sőt az USA-val szorososan összefonódó Kanadával és Mexikóval együtt számított Észak-Amerikai övezetét is. Mindezekből valószínűsíthető, hogy a közös európai valuta ereje és nemzetközi szerepe meghaladja majd az egyes európai valuták jelenlegi együttes súlyát a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi tranzakciókban.

1. táblázat

EU, Japán, Észak-Amerika makrogazdasági és pénzügyi mutatói 1995-ben (milliárd USA dollárban)

	Népesség millió főben	GDP	Összes tartalék	Privát adósságot megtest. értékpa- pírok	Közösségi adósságot megtest.ér- tékpapírok	Összes adósság	Banki eszközök	Kötvény, részvény, és banki eszközök	Kötvény, részvény, és banki eszközök a GDP %-ban
EU-15	369,0	8427,0	376,3	4814,4	3858,6	8673	14818	27269,5	323,6
EU-11	286,1	6803,9	284,5	3909,7	3093,5	6993,2	11971,6	21084,2	309,9
Észak- Amerika	387,7	8065,6	106,7	7332,2	4411,9	11744,1	5652,4	24711,1	306,4
Kanada	29,6	565,6	15	589,1	93,3	682,4	515,8	1564,5	276,6
USA	263,3	7253,8	74,8	6712,4	4295,1	11007,5	5000	22865,1	315,2

Japán	125,2	5114	183,3	3450,3	1875,5	5325,8	7382,2	16375,2	320,2
--------------	-------	------	-------	--------	--------	--------	--------	---------	-------

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

A két övezet pénzügyi mutatói kisebb mértékben térnek el egymástól, mint a reálgazdaságiak. A pénzügyi eszközök értéke azonos az EMU-11-ben és az USA-ban (kb. 23000 milliárd USA dollár), az eszközök értékének aránya a GDP-hez mind a három kulcsvaluta esetében közel azonos és több mint háromszorosán haladja meg a nemzeti jövedelmet. A 2-es táblázat is jól mutatja, hogy amennyiben Nagy-Britannia is csatlakozik az EMU-hoz, akkor a pénzügyi eszközök értéke London kiemelt pénzügyi központ szerepéből fakadóan a széles EMU-ban már jelentősen meghaladhatja az amerikai és japán mutatót.

Jelentősebb eltérések vannak ugyanakkor a pénzügyi eszközök szerkezetében, jelezve az angolszász és a kontinentális pénzügyi rendszerek közötti eltéréseket. Miközben az EMU-hoz tartozó gazdaságokban a pénzügyi vagyon zöme elsősorban banki eszközökben testesül meg, addig az USA-ban ez inkább a közösségi és privát szektorok által kibocsátott értékpapírokban. Ennek megfelelően a tőkepiaci kapitalizáció mértéke mind nominálisan, mind a GDP-hez viszonyítva is jelentősebb az USA-ban, mint az európai monetáris övezetben.

2. táblázat

A 3 fő valutaövezet fontosabb tőkepiaci adatai milliárd ECU-ben illetve a GDP százalékában 1996-ban

	Bejegyzett hazai vállalatok	Tőkepiaci kapitalizáció (ECU)	Tőkepiaci kapitalizáció (%)	Hazai forg. (ECU)	Külföldi forg. (ECU)	Teljes forg. (ECU)	Teljes forg. (%)
EU teljes	3997	3590,6	52,8	1669,5	614,1	2283,6	24,6
Amszterdam	217	302,1	96,1	149,6	653	150,2	47,5
Németország	681	531,5	28,3	621,5	18,8	640,2	33,1
London	557	1368	153,6	335,6	580,7	916,4	37,6
Milánó	244	206,9	21,8	82,5	18	82,5	8,7
Párizs	686	472,4	38,5	220,6	4828	225,4	17,9
Bécs	94	25,7	14,1	8,2	281	8,5	4,55
New York	2617	5395,9	90,23	3014,9	190,3	3204,7	50,4
Tokio	1766	2374,6	64,88	738,1	1214	739,9	20,2

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

Nemzetközi kereslet a kulcsvaluta iránt. Az egyes kulcsvaluták iránt jelentkező nemzetközi kereslet elsősorban annak a függvénye, hogy miképpen alakul az adott gazdasági övezet részesedése a nemzetközi pénz- és árupiaci áramlásokban. Az euro-övezetbe tartozó gazdaságok részesedése a világkereskedelemből kis mértékben meghaladja az USA részesedését, ennek ellenére a nemzetközi kereskedelemnek sokkal nagyobb hányada bonyolódik dollárban, mint az európai valutákban összesen (ld. 3. táblázat).

Az eltérés az egyes valuták súlyát illetően még szembetűnőbb, ha összevetjük a dollár és a márka szerepét: miközben a német gazdaság részesedése a világkereskedelemben kétharmada az amerikaiak, addig a márka aránya az export valuta denominálásában alig harmada a

dollárénak. Az aszimmetria oka elsősorban a kulcsvaluták nemzetközi pénzügyi tranzakciókban betöltött szerepével magyarázható.

3. táblázat

A világermelés és kereskedelemről való részesedés 1995-ben

	Termelés	Kereskedelem
USA	26,7	18,3
EU	30,8	20,4
Németország	8,9	12,4
Japán	21	10,3

Forrás: Bergsten(1998)

Ha a *pénzpiaci mutatókat* vetjük össze, akkor megállapítható, hogy a dollár részesedése minden tekintetben meghaladja az európai valutákét és jelentősebb annál, amit az amerikai gazdaság nemzetközi termelésben és tőkeáramlásban betöltött szerepe alapján feltételezhető lenne. Így a dollár részesedése a hivatalos devizatartalékokban több mint háromszorosan múlta felül 1995-ben az összes európai valuta arányát. Ugyanakkor a dollár aránya valamelyest mérséklődött az 1970-es évekhez képest: a Bretton Woods-i árfolyamrendszer felbomlásának évében a dollár részesedése 76 százalék volt, miközben a márkáé 7 és az összes európai valutáé 14 százalék.

Mind a fejlett, mind a fejlődő gazdaságok jegybankjainál a dollár bizonyult a legfontosabb tartalékvalutának, míg az egyéb valutákat elsősorban kockázati hatások kezelése és a nemzetközi tranzakciók zökkenőmentes finanszírozása érdekében halmozták fel a monetáris hatóságok.

4. táblázat

A kulcsvaluták aránya a nemzetközi pénzügyekben 1995-ben százalékban

	USD	DEM	EU valuták összesen	Yen
Hivatalos devizatartalékok	64,1	15,9	21,2	7,5
Fejlődők devizatartalékai	63,5	15,6	21,9	8,3
Banki betétek külföldi tulajdonlása	47,5	18,4	42,5	4,2
Nemzetközi értékpapír kibocsátás (1990-1995)	38,8		40,6	20,6
Fejlődők adóssága	50		16,1	18
Nemzetközi export valutadenominálása	47,6	15,3	33,5	4,8
Devizapiaci forgalom	42	19	28	12
Összes nemzetközi privát eszközök értéke	37,9	15,5	32	12,4

Forrás: Bergsten(1998)

A dollár meghatározó nemzetközi szerepét mutatja a kulcsvaluták részesedése is a nemzetközi értékpapír kibocsátásokban, illetve a devizapiaci forgalomban (4-es táblázat) . A kötvény kibocsátásban a dollár súlya azonban már nem annyival jelentősebb az európai valutáknál, ami

a fejlett európai tőkepiacoknak köszönhető: a két régió egyenként 35-35 százalékos részese mellett a yen aránya 20 százalékos volt (5-ös táblázat).

5. táblázat

A nemzetközi kötvénykibocsátások (eurojegyek és nemzetközi kötvények) értéke 1996-ban, Mrd. US dollárban

	Összeg
US dollár	1139
Yen	520,8
EU valuták	1056,3
Egyéb	346,1
Összes	3062,1

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

Ezzel szemben a korábbiakban jelzeteknél is jelentősebb a dollár szerepe a devizapiaci tranzakciókban, ami azt mutatja, hogy változatlanul a dollár iránt volt a legjelentősebb a privát szereplők tranzakciós és spekulatív kereslete. Annak ellenére, hogy 1989 és 1995 között részesedése 10 százalékkal mérséklődött, változatlanul a dollár szerepel a devizapiaci tranzakciók 40 százalékának egyik oldalán és szerepét sem a márka, sem a yen nem közelítette meg az elmúlt években: a márka részesedése 18,5 százalék, a yenne 12 százalék és az angol fonté 5 százalék volt (6-os táblázat).

6. táblázat

Az egyes valuták alkalmazása a devizapiaci tranzakciók egyik oldalán (a teljes piaci forgalom százalékában)

	1989 április	1992 április	1995 április
USA dollár	90	82	83
Német márka	27	40	37
Yen	27	23	24
Font sterling	15	14	10
Francia frank	2	4	8
Svájci frank	10	9	7
Kanadai dollár	1	3	3
Ausztrál dollár	2	2	3
ECU	1	3	2
Egyéb EMS valuta	3	9	13
Egyéb valuta	22	11	10
Összes valuta	200	200	200
EMS valuták beleértve az ECUt	48	70	70

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

A nemzetközi tőkeáramlásokban, illetve világkereskedelemben játszott szerepénél is kisebb mértékű az összes európai valuta részesedése a fejlődő országok devizaadósságában.

Miközben jelentős regionális eltérések vannak annak megfelelően, hogy a fejlődő országok adott csoportja melyik kulcsvalutához tartozik szorosabban, a devizaadósság valamivel több mint fele dollárban van denominálva és az európai valuták részesedése összességében alig haladja meg a teljes adósság 16 százalékát.

7. táblázat

A fejlődő országok adósságának devizaszerkezete 1996 végén százalékban

	USA dollár	Yen	EU valuták	Egyéb	Összesen
Latin-Amerika	67,4	10,6	11,5	10,4	100
Ázsia	46,3	32,7	9,6	11,5	100
Kelet-Európa	37	11,4	27,3	24,3	100
Teljes	50,2	18,1	15,8	15,9	100

Forrás: McCauley-White (1998)

Még a kelet-európai régióban is, ahol az euro régióval fennálló pénzügyi és reálgazdasági kapcsolatok a legerőteljesebbek ott is jelentősebb a dollár, illetve az egyéb valuták részesedése a devizaadósságon belül. Az alacsony részesedés egyik kiváltó oka a dollár nemzetközi pénz- és tőkepiaci forgalomban játszott meghatározó szerepe, valamint az európai hitelnyújtók relatíve jelentős tartózkodása az ezeken a területeken történő befektetésektől.

2. A keresztárfolyamok változása az euro kialakulását követően

Figyelembe véve az egyes kulcsvaluták nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi folyamatokban játszott szerepét és a keresztárfolyamok hosszabb távú alakulását meghatározó tényezőket, megbecsülhető, hogy milyen változások következnek be a kulcsvaluták között az euro kialakulását követően. E tényezők elemzése alapján az egységes európai valutaövezet kialakulását követően jelentős átrendeződés várható az euro javára a többi kulcsvalutával szemben. Ezzel párhuzamosan az euro várhatóan relatíve felértékeltebb helyzetbe kerül a dollárhoz képest, mint amilyenben a márka és a többi európai valuta volt a dollárral szemben. Milyen tényezők valószínűsítik az említett változásokat az euro elfogadottságában és erősségében?

2.1. Az euro övezet relatív gazdasági ereje a dollárhoz és a jenhez képest

Az euro dollárral és yennel szembeni várható relatív erejének alakulását elsősorban az *euro-övezet márkával szembeni nagyobb gazdasági ereje* fogja meghatározni. Ahogy említettük a német gazdaság főbb paramétereiben jelentősen elmaradt az amerikai és a japán gazdaságoktól, de az euro-övezet gazdasági ereje felülmúlja mindkét vetélytársát.

A gazdasági erő változása azonban aszimmetrikus lesz: a GDP-t tekintve jelentősebb lesz, míg a gazdaság nyitottságát és ezen keresztül a nemzetközi kereskedelemben betöltött szerepét illetően kisebb mértékű. Az előrejelzések szerint miközben jelenleg a német gazdaság a világ GDP-jének 9 és a világkereskedelem 12 százalékából részesedik, addig az euro-övezet esetében az arányok 31 és 20 százalékra változnak.

A GDP arány növekedését nem kíséri olyan mértékben a kereskedelemben betöltött részesedés növekedése, mert az euro-övezeten belül meghatározó súlya van a régió belüli kereskedelemnek, amely az egységes valuta kialakulásával belső kereskedelemmé alakul át. A pénzügyi szektorban azonban - ahogy azt a következő fejezetben található számszerű elemzés is mutatja - az euro-övezet részesedésének növekedése dinamikusabb lesz és a szinergikus hatások eredményeképpen a nemzetközi tranzakciók nagyobb hányadát fogja képviselni. Az euro mögötti reálgazdasági és pénzügyi háttér növeli majd az euro iránti nemzetközi keresletet.

A gazdasági erő növekedése mellett az *egységes valuta kialakulásának növekedési hatásai* is kedvezően érintik az euro iránti kereslet és ezen keresztül az euro árfolyamának alakulását. Számos nemzetközi tanulmány mutatta ugyanis ki, hogy pozitív korreláció áll fenn a kulcsvaluta iránti kereslet és a kulcsvaluta ország reál GDP növekedési üteme között.

Így *Eichengreen-Frankel* (1996) tanulmánya szerint a kulcsvaluta gazdaság/övezet reál GDP-jének 1 százalékpontos növekedése a világ GDP-n belüli részesedésen belül az adott valuta arányát a jegybankok nemzetközi tartalékán belül 0,5-1,35 százalékponttal növeli (annak függvényében hogy a számításoknál a hivatalos vagy a vásárlóerő paritásos árfolyamot használják). Ennek megfelelően, ha figyelembe vesszük hogy a márka és az euro aránya a világ termelésben 9 illetve 31 százalékos lesz, a váltás nyomán az euro szerepe/súlya a világ hivatalos devizatartalékaiban 25-135 %-kal növekedhet. Ráadásul az idézett tanulmány eredményeinél figyelembe kell venni azt is, hogy számításuk a kereskedelmi áramlásokra alapul és nem veszi figyelembe a tőkeáramlásokat, noha azok növekvő szerepet játszanak egy pénz nemzetközi súlyának meghatározásában. Mindez ez euro iránti kereslet növekedését eredményezi és ennek nyomán várható az euro relatív erősödése a dollárral és a többi kiemelt valutával szemben.

Az euro nemzetközi elfogadottságának növekedését és a kulcsvalutákkal szembeni megerősödését a japán *jen gyengélkedése* is befolyásolja. Annak ellenére, hogy a japán gazdaság méretét tekintve több mint kétszerese a német gazdaságnak a yen nemzetközi szerepe elmarad a márkáétól. Ebben szerepet játszik az, hogy a japán pénzpiacok zártsága miatt korlátozottabb a jenben denominált tőke- és értékpapír piaci kibocsátások volumene, ami csökkenti a jen szerepét a nemzetközi pénzpiaci tranzakciókban. Emellett a kereskedelemben sem érvénysül a tripolaritás, mert a szemben az USA-val és Németországgal, Japán körül nem alakult ki jelentősebb kereskedelmi blokk (amit jelez, hogy a délkelet-ázsiai régió belüli kereskedelem jelents része dollárban bonyolódik).

A jen mai korlátozott szerepéhez képest nem várható elmozdulás a közeljövőben. Egyrészt a japán gazdaság relatív súlya jelentősen mérséklődik az egységes európai gazdasággal összevetve. Másrészt a mai gazdaságpolitikai gondok szerkezeti jellegűek, amelyek kezelése időigényes folyamat és ez tartóan visszavetheti a gazdaság dinamizmusát, a yen nemzetközi szerepét. Végezetül továbbra sem várható, hogy a yen pénzpiaci szerepének növeléséhez szükséges mértékű legyen a japán tőke- és pénzpiacok liberalizálása, ami további korlátja lesz a jen erősödésének és az euro felértékelődését indirekt módon ösztönözheti.

2.2. Átrendeződések a nemzetközi portfóliók devizaszerkezetében

Az euro bevezetése hatására jelentősebb változások várhatók a pénzügyi befektetések devizaszerkezetében. Az átrendeződés három területen következhet be: a hivatalos

devizatartalékok valuta szerkezetében, a tőkeáramlások irányában, valamint a magánszektor által birtokolt pénzügyi eszközök valutaszerkezetében.

A hivatalos devizatartalékok átrendeződése. A fejlett és fejlődő országok jegybankjainak és monetáris hatóságainak devizatartalékai 1996-ban megközelítették az 1400 milliárd USA dollárt nagyjából egyenlő megoszlásban. A devizatartalékokon belül meghatározó volt a dollár szerepe, mert a teljes devizatartalékon belül 62 százalékos volt részesedése, miközben a fejlődő országok esetében 60 százalék a többi európai valuta közel 20 százalékos aránya mellett. Az euro kialakulása nyomán várhatóan jelentős átrendeződés következik be a devizatartalékok szerkezetében a dollár rovására és az euro előnyére. Az átrendeződésnek több oka van.

Az egyik fontos ok, hogy az európai gazdaságok külkereskedelmének 60 százaléka 1999-től belkereskedelemmé változik át és a külkereskedelem (ezen belül az import) volumenének csökkenésével párhuzamosan *mérséklődnek a jegybankok devizatartalékolási szükségletei* is. Az import volumenének említett csökkenése feltételeznél a jegybanki devizatartalékok hasonló mértékű csökkenését, de valójában a csökkenés ennél kisebb lesz.

Az Európai Központi Bank (ECB) devizatartalékainak szintjét ugyanis már elsősorban nem az import volumene és az import/tartalék aránya határozza meg, hanem a tőkeáramlások és az euro árfolyamának alakulása, valamint az ERM-II-n belüli beavatkozási kötelezettsége (*Prati, 1998*). E tényezők változásának iránya és annak mértéke éppen ellentétes lehet a kereskedelem és az import várható változásának. Emiatt vélhetően kisebb mértékű lesz a felesleges tartalékok szintje és a tartalékok leépülése is. Számítások szerint az euro bevezetése 25 százalékkal mérsékelheti az ECB tartalékolási igényét a mostani 11 jegybank együttes tartalékához képest, ami a kb. 200 milliárd USA dolláros jelenlegi tartalékállományuk mellett 50 milliárd dolláros csökkenést jelent.

Az euro mint tartalékvaluta iránti kereslet növekedését eredményező másik fontos tényező a *jegybankok portfólió diverzifikálási stratégiája* jelenti. A nem európai fejlett és fejlődő gazdaságok esetében a dollár mint tartalékvaluta jelentőségét csökkentheti az egységes és erős euro megjelenése. Ez ugyanis lehetőséget ad a jegybankok számára olyan tartalékszerkezet kialakításához, amely figyelembe veszi az egyes tartalékokban elérhető hozamokat, valamint a hozamok egymással való kovarianciáját. Masson és Turtelboom(1998) számításai - amelynek alapját a CAPM modell képezte - az optimális tartalékportfólió kialakítása nyomán jelentősen (akár a korábbi érték felére) csökkenhet a dollár részesedése a hivatalos devizatartalékokon belül az euro javára.

Ha feltételezzük, hogy a két valuta részesedése a mai 60:20 százalékos arányról fokozatosan kiegyenlítődik, akkor a devizatartalékok 1400 milliárd dolláros állományából kiindulva Bergsten (1998) szerint kb. 200-300 milliárd dollár értékű lehet az a tartalékvolumen amit a hivatalos tartalékon belül átváltanak dollárról euróra.

A jegybankok tartalékolási politikáját a hozamok és kockázatok optimalizálása mellett a *befektetési lehetőségek elérhetősége* is befolyásolja. A jegybanki tartalékok fő befektetési területe a rövidlejáratú kincstárjegyek: itt jelenleg egyértelmű az amerikai kötvények domináns globális szerepe. Ugyanakkor a tőkepiaci részben elemezendő okok miatt némileg tovább fog növekedni az európai állampapírpiacok volumene és transzparenciája, ami az egységes euro kincstárjegy piac kialakulását eredményezi. Ennek mérete a jövőben is elmarad

majd az amerikaitól, de aránya növekedni fog, ami további ösztönzést ad a jegybankoknak az euro tartalékaik növelésére.

Az euro mint tartalékvaluta iránti keresletet továbbá növeli az euro részesedésének növekedése a nemzetközi kereskedelemben, a tőkeáramlásokban és a tőkepiaci műveletekben. Ráadásul vélhetően több gazdaság fogja nemzeti valutáját az eurohoz kötni mint a márkához, ami az adott országok jegybankjai számára megfelelő euro tartalékállomány kialakítását teszi szükségessé. Ezek a tényezők összességében azt eredményezik, hogy a hivatalos devizatartalékokon belül sokkal nagyobb lesz az euro részesedése a márkával összevetve, ami jelentősen csökkenti majd a dollár hivatalos devizatartalék szerepét.

A privát vagyoneszközök devizaszerkezetének átrendeződése. A privát szektor tulajdonában lévő pénzügyi vagyoneszközök (kötvények, részvények és banki betétek) értéke számítások szerint 3500 milliárd dollár. Ennek megoszlása az egyes devizák között még a hivatalos jegybanki tartalékoknál is aránytalanabb, mert 50 százaléka dollárban és mindössze 10 százaléka európai valutában van denominálva.

Bergsten (1998) számításai szerint abban az esetben, ha a devizanemenkénti megoszlás a mai arányoktól 40:20-ra módosulna, akkor 350 milliárd USA dollár értékű, ha 30:30-ra, akkor 700 milliárd USA dollár értékű portfólió átrendeződésre kerülne sor a privát vagyoneszközök tartói között. Ez az óriási átrendeződés természetesen nem azonnal, hanem fokozatosan - az euro iránti bizalom és az átrendeződést ösztönző intézményi és kínálati feltételek megteremtődésével párhuzamosan - következne be, de mindenképpen alapvető változásokat idézne elő a befektetők portfólióinak devizaszerkezetében és ezen keresztül a keresztárfolyamokban is.

Figyelembe véve a hivatalos tartalékok és a magán vagyoneszközök deviza denominálásában várható változásokat, összességében 500-1000 milliárd USA dollár értékű kereslet jelentkezhet az euroban denominált befektetések iránt és ennyivel mérséklődhet a dollárban eszközölt befektetések értéke.

A hivatalos és privát tőkeáramlások iránya. Az euro kialakulása erőteljes hatást gyakorol az egyes kulcsvaluták, illetve pénzügyi centrumok közötti tőkeáramlás irányára és volumenére is. Az euro zónával fennálló tőkeáramlás alakulásának intenzitását előreláthatólag három tényező határozza meg. Az egyik az euro várható ereje és stabilitása, ami - figyelembe véve az ECB antiinflációs elkötelezettségét és a korábbi dezinflációs sikereket - biztosított. A másik tényező a devizatartalékok szerkezetének átalakulása: mint láttuk itt jelentős átrendeződésre kerül sor az elkövetkező időszakban.

Ezen intézményi és keresleti tényezők mellett a harmadik tényező kínálati, és elsősorban az európai pénz- és tőkepiacok fejlődésével, az ezeken bekövetkező liberalizálás és intézményi fejlődés ütemével van összefüggésben. Minél erőteljesebb a liberalizáltság, illetve nagyobb a pénzpiaci mélysége, annál jelentősebb lehet az euro térhódítása a befektetők számára. Az egységes valuta megteremtéséből eredő előnyöket ugyanis csak a tőkepiacok forgalmának és

likviditásának további bővülése, a forgatott eszközök számának gyarapodása mellett lehet érvényesíteni, figyelembe véve az amerikai tőkepiacok paramétereit.³

Az euro tőke- és kötvénypiacokra történő tőkebeáramlását kedvezően érinti az euro várható stabilitása, különösen összevetve az ERM árfolyam mechanizmuson belül gyakran jelentkező valuta-instabilitással. A nemzetközi tapasztalatok ugyanis azt jelzik, hogy pozitív a kapcsolat az árfolyam stabilitás, illetve a tőke- és kötvénypiacok forgalma között. Az árfolyam instabilitás kiiktatásával mérséklődhet a tőkepiaci befektetések volatilitása és ez növekvő vonzerőt gyakorolhat a külső befektetők számára az euro-zónában történő befektetések növelésére.

A csökkenő volatilitás mellett valószínűsíthető, hogy a befektetők párhuzamosan fogják növelni részvény- és kötvény befektetéseiket, mert a valutakockázat kiküszöbölésével ez a kockázatok csökkentése érdekében követethető befektetési stratégiát jelenthet. Az euro zóna szempontjából külső befektetők általi befektetések volumene is növekedni fog ezekben a piaci szegmensekben különösen a jelentősebb amerikai intézményi befektetők megjelenése nyomán, akik számára az egységes, nagyobb és átláthatóbb piac jelentős befektetéseket ösztönző tényező lesz.

Összességében az egységes euro-övezet kialakulása jelentős addicionális befektetési lehetőséget jelent a befektetőknek és várhatóan nagyobb volumenű tőkebeáramlással fog párosulni. Mindezek következtében a nemzetközi portfóliók állományában erőteljes átrendeződés kezdődik meg az euro térnyerésével a dollár rovására.

A stock alkalmazkodás azonban időigényes folyamat lesz és a jelzett kínálati és intézményi feltételek megvalósulásának sebességétől függ. A folyó mutatókban ez az euroban denominált eszközök iránt rövid- és középtávon jelentkező erőteljes többletkeresletben fog megnyilvánulni, amely hatással lesz az euro és a dollár, illetve az euro és a jen közötti keresztárfolyamok alakulására.

2.3. A hegemon valuta előnyei

Az euro övezet kialakulása lehetőséget ad az Európai Központi Bank számára, hogy kiaknázza a hegemon valutából eredő előnyöket, amelyeknek három jelentősebb forrása van. Egyrészt a hegemon valutával rendelkező gazdaság külkereskedelmében saját valutáját használhatja fizetési eszközként és ennek eredményeképpen partnerére kényszerítheti rá az esetleges alkalmazkodás szükségességét és terheit.

Másrészt a hegemon valutával rendelkező gazdaság a nemzeti bankja által kibocsátott és a nemzetközi pénzügyi forgalomban elfogadott valutával finanszírozhatja folyó és teljes fizetési mérleg egyenlegének hiányát. Mindezek nyomán nem kell a külső egyensúly periodikus változásához alkalmazkodnia, hanem adott keretek között a tartalékvaluta iránt jelentkező nemzetközi kereslet fényében növelheti annak emisszióját és a külső hiányt finanszírozó

³ Az euro kialakulása párhuzamosan eredményezi majd egyes európai tőkepiacok összeolvadását, a tőzsdei kereskedés koncentrációját, illetve a kisebb jelentőségű, regionális tőzsdék háttérbe szorulását.

szerepét. Harmadrészt a hegemon valutát kibocsátó nemzetgazdaság rendelkezhet a valuta kibocsátásából eredő seigniorage bevételekkel.

Az euro stabilitásából és a nemzetközi tranzakciók lebonyolításában játszott növekvő szerepéből eredő előnyök meghaladják majd a stabilitás biztosításának makrogazdasági költségeit. Emiatt az ECB az árstabilitás prioritása mellett az euro külső stabilitásának erősítésében érdekelt lesz.

2.4. Az Európai Központi Bank státusza és monetáris politikai preferenciái

Az Európai Központi Bank státusza, ezen belül céljai, ezek elérése rendelkezésre álló eszközei és rövidtávú preferenciái is erőteljesen befolyásolják az euro árfolyamának várható alakulását. Az ECB alapokmányában lefektetett függetlensége, valamint az árstabilitás elsődleges célként történő megfogalmazása miatt erőteljes antiinflációs politikát fog folytatni. Emellett a német befolyás, illetve a Bundesbank által élvezett hitelesség továbbvitele is szigorú és óvatos monetáris politikát valószínűsít. A tartós antiinflációs elkötelezettség az Európai Központi Bank részéről biztosíthatja az euro árfolyamának hosszabb távú felértékelődését a dollárral szemben.

E tényezők hatása a keresztárfolyamok alakulására abban az esetben is érvényesül, ha figyelembe vesszük, hogy rövidtávon számos tényező nehezítheti az Európai Központi Bank antiinflációs elkötelezettségét. Az egyik ilyen tényező, hogy az egységes európai monetáris övezet kialakulása erőteljes szerkezeti átrendeződéseket eredményez (piacok méretében és mélységében, a piaci szereplők számában és viselkedésében), ami visszahatva az egységes piacon jelentkező pénzkereslet alakulására nehezítheti az inflációs célokkal konzisztens pénzmennyiség kialakítását.

A kezdeti nehézségekhez az is hozzájárulhat, hogy bizonytalan miképpen fog alakulni a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa, mennyire lesz ebben a tekintetben az euro-övezet hasonló a korábbi nemzeti monetáris politikákhoz. Hasonlóan kérdéses mennyire lehet hatékony a közös monetáris politika az üzleti ciklus jelentős eltérései mellett, amelyek jelenleg jellemzik az euro-övezet tagjait. Bizonytalanságot eredményezhet az is, hogy korábban jelentősen eltértek a monetáris szabályozás eszközei az egyes gazdaságokban, és kérdéses- hogy az elmúlt években az ebben a tekintetben is bekövetkezett konvergencia mellett- miképpen reagálnak a pénzpiaci szereplők a minden piacon érvényesülő eszközök alkalmazására.

Ezen tényezők hatása az euro árfolyamának alakulására összességében vélhetően mérsékeltebb lesz még rövidtávon is az euro erősödését ösztönzőkkel összevetve, nem beszélve a hosszabb távú hatásokról. Az Európai Központi Bank monetáris politikájának euro árfolyamára gyakorolt hatásánál figyelembe kell venni a hegemon valuta pozíciójának eléréséből eredő említett előnyöket, amely javítja az euro bevezetéséből eredő költség-haszon megoszlását és az Európai Központi Bankot is szigorú politikára ösztökéli. Ez kezdetben a hosszú távon várható monetáris fegyelmen túlmenő mértékben is érvényesülhet, ha figyelembe vesszük, hogy rövidtávon az Európai Központi Bank túlzott szigora érvényesülhet.

Az ECB ugyanis nem öröklő automatikusan a Bundesbank által élvezett hitelességet. A két bank felépítésében, státuszában, céljaiban és antiinflációs elkötelezettségében meglévő hasonlóságok ellenére az Európai Központi Bank nem lesz a piaci szereplők előtt a hitelességet megalapozó múltja, a stabil (bár az utóbbi időben az egységesülés miatt

átrendeződő) német gazdasággal szemben egy strukturálisan átalakuló összeurópai gazdaságot kell szabályoznia, illetve döntéseiben az egyértelműen antiinflációs elkötelezettségű mag államok mellett a célfüggvényükben alacsonyabb inflációs preferenciával rendelkező gazdaságok befolyása is érvényesül.

Mindezek következtében az Európai Központi Bank várhatóan a szükségesnél és a monetáris és fiskális kondíciók alakulása által indokoltnál is szigorúbb lesz, hogy a pénzpiaci szereplők előtt bizonyítsa egyértelmű antiinflációs elkötelezettségét. Az addicionális szigor további nyomást eredményez az euro dollárral szemben történő rövidtávú felértékelődése irányába.

2.5. Az euro kezdeti alulértékeltsége a dollárral szemben

A gazdasági erőben, valamint a jegybankok státuszában és céljaiban fennálló hosszabb távú eltérések mellett az euro dollárral szembeni felértékelődését valószínűsíti az európai valuták 1998-ban megfigyelhető relatív gyengülése a dollárral szemben. A 1998-ban bekövetkezett leértékelődésnek részben a globális tőke- és pénzpiaci folyamatokból eredő, részben az egységes európai valutaövezetre történő felkészülésből származó okai vannak.

Az európai valuták relatív értékvesztéséhez 1998-ban mindenképpen hozzájárult a feltörekvő piacokon kialakult valutaválságok és ezek tovagyrűzésének hatása, aminek eredményeképpen a befektetők a kockázatosabb piacokról kiszállva elsősorban az amerikai állampapírok arányát növelték portfólióikban. Az amerikai kötvény- és részvénypiacokra történő tőke visszaáramlás erőteljes többletkeresletet teremtett a dollár iránt, felértékelve annak árfolyamát.

Tovább erősítette a felértékelődést, hogy az azonos inflációs ráták mellett magasabbak voltak az irányadó és a piaci kamatlábak az USA-ban, mint az európai államokban. (A legjobb adósnak felszámított kamatlábak azonos infláció mellett 5,5% voltak az USA-ban és 3,5% Németországban 1998 közepén). Ezt részben az okozta, hogy az amerikai és a kontinentális gazdaságok az üzleti ciklus eltérő szakaszában voltak: miközben az amerikai gazdaság az üzleti ciklus előrehaladott szakaszában volt (akárcsak az angolszász világ zöme, beleértve Nagy-Britanniát is), addig az európai gazdaságok a fellendülés kezdeti stádiumában voltak, aminek egyértelmű hatása van az aktuális és a piaci szereplők által rövidtávon várt kamatlábak alakulására.

A kamatdifferenciát emellett az európai gazdaságok többségében az elmúlt évben bekövetkező jelentős kamatcsökkenés is okozza. A kamatcsökkenésben jelentkeznek az inflációs konvergenciában, illetve a maastrichti konvergencia kritériumok teljesítésében elért sikerek, valamint az európai egységes valutaövezet határainak meghatározását követően a leendő tagok kockázati prímiumában beálló csökkenés hatása is.

Az európai valuták dollárral szembeni leértékelődését nem gátolták az európai jegybankok sem. A leértékelődő nemzeti árfolyamok ugyanis lehetőséget adtak a nettó export növelésére és ezen keresztül a fiskális megszorítások keresleti nyomást csökkentő hatásának részbeni ellensúlyozására. Emellett az alulértékelt árfolyamok addicionális teret engednek a várható felértékelődésének a monetáris és fiskális politika módosítása nélkül, illetve elősegíthetik az egyes gazdaságok külső sokkokhoz történő hatékonyabb alkalmazkodását. Az amerikai valuta felértékelődése és az amerikai folyó fizetési mérleg erőteljes romlása által az amerikai gazdaság fizeti meg azt, hogy a monetáris integráció előestéjén távolról sem tekinthető optimális valutaövezetnek a leendő euro-zóna.

Az európai valuták gyengülése a dollárral szemben megállt 1998 utolsó negyedében, de összességében az említett tényezők hatására az európai nominális és reálárfolyamok az egyensúlyi értékük alá kerültek. A fundamentális egyensúlyi árfolyamok (FEER) az európai gazdaságok többségében alulértékelték, különösen a dollárral szemben. *Az európai valuták alulértékeltége a dollárral szemben azt eredményezi, hogy az euro fundamentális egyensúlyi értéke is magasabb az egyensúlyi szintnél. Ez lehetőséget ad arra, hogy az euro kialakulását követően az egyensúlyi pálya mentén erősödjön az euro a dollárral szemben anélkül, hogy ennek erőteljes hatása lehetne a külső és belső egyensúly fenntartására, különösen a folyó fizetési mérleg egyenlegére.*

2.6. Az EMU-n belül várható gazdaságpolitikai mix és hatása az euro árfolyamára

Az Európai Központi Bank státusza, valamint Stabilitási és Növekedési Paktumban, illetve a maastrichti szerződésben megfogalmazott kritériumok szigorú monetáris és fiskális politikát feltételeznek az euro övezet kialakulását követően. A szigorú érvényesülését a monetáris politikában ezt az egyértelmű antiinflációs mandátum, míg a fiskális politikában a fiskális kritériumok nem teljesítése esetén életbe lépő büntetés elrettentő ereje garantálhatja.

Azonban figyelembe kell venni, hogy az euro övezet távolról sem tekinthető optimális valutaövezetnek (akár a *Mundell* által említett szabad tényezőáramlást, akár a *Kenen* által említett specializálódást, akár a *McKinnon* által említett rugalmas tényezőpiacokat vesszük figyelembe) és ezért a térség gazdaságait érhetik aszimmetrikus sokkok a jövőben is.

Tekintettel a közös költségvetés rendkívül alacsony mértékére (a közös költségvetésen keresztüli újraelosztás nem haladja meg az európai GDP 2 százalékát, miközben a federális felépítésű Kanada és USA esetében meghaladja a GDP 20 százalékát), továbbá, hogy az egységes valuta kialakulásával kiiktatózott az árfolyam- és monetáris-politikai alkalmazkodási mechanizmus, és a tényezőáramlás nem megfelelő, a nemzeti fiskális politikákra erőteljes nyomás nehezedik majd az alkalmazkodási terhek vállalására.

Mindez valószínűsíti, hogy miközben az egységes európai irányítás alatt álló monetáris politika kellőképpen (és eleinte ennél is nagyobb mértékben) szigorú marad, addig a *nemzeti költségvetési politikákban kisebb fellazulások* lesznek. Ez annál is inkább valószínűsíthető, mert a Stabilitási és Növekedési Paktumban a költségvetési korlátok megszegése esetén a kilátásba helyezett szankciók csak hosszabb távon, többlépcsős egyeztetést követően érvényesülnek és nem jelentenek súlyos terhet a nem teljesítő gazdaság számára. Az exogén sokkokhoz történő alkalmazkodásra a nemzeti gazdaságpolitika számára rövidtávon csak a fiskális politika alkalmazása marad, ami azonban nem fog szükségszerűen erőteljes fiskális expanziót jelenteni, tekintettel a piacok költségvetési politikákat fegyelmező hatására.

Összességében az ellentétes hatások eredményeképpen nagy valószínűséggel a *laza fiskális és szigorú monetáris politika együttese* valósulhat meg az európai gazdaságok többségében, aminek *kamatnövelő hatása* lehet. Ennek együttes hatása első lépésben az euroban denominált államadósságok utáni kockázati prémiumok eltéréseiben és növekedésében jelentkezhet, de idővel a kamatlábak növekedésében is érvényesülhet, ami tovább erősítheti az *euro felértékelődését*.

Az európai gazdaságokban várható gazdaságpolitikai mix mellett az euro-dollár keresztárfolyam alakulására befolyást gyakorol az USA makrogazdasági mutatóinak - és ezen belül az államháztartási egyenlegnek - az alakulása is. Az USA-ban a költségvetési deficit

tartós csökkenése figyelhető meg, és ez - a két változó erőteljes együttmozgása miatt - idővel mérsékelheti az amerikai folyó fizetési mérleget (Bergsten, 1998). Mindezek nyomán fokozatosan mérséklődhetnek a kamatlábak és ez a dollár leértékelődését eredményezheti.

2.7. Lehetséges forgatókönyvek az euro felértékelődésére

Részben az említett tényezők figyelembe vétele alapján Portes-Rey (1998) tanulmánya 3 lehetséges scenáriót tételez fel a kulcsvaluták egymással szemben várható relatív súlyának alakulását illetően, amely a jelenleg fennálló, a dollár által uralt helyzetet válthatja fel. Jelenleg ugyanis a dollár meghatározó jelentőségű a három gazdasági övezet (Japán, USA és EU) közötti pénzügyi és kereskedelmi tranzakciók lebonyolításában mind a három relációban.

A jelenlegi helyzet fennmaradását valószínűsítő scenárió szerint a jövőben is megmarad a dollár hegemoniája, és az egységes európai valuta csak az EMU és Japán közötti tranzakciókban veszi át a dollár szerepét. Így ebben a scenárióban a dollár változatlan súlya és hegemon valuta szerepe mellett nem jön létre a kulcsvalutákat illetően a bipolaritás. A másik szélső, "nagy euro"-nak nevezett scenárió szerint viszont a nemzetközi portfóliók devizaszerkezetében olyan mértékű eltolódás következik be, amelynek eredményeképpen a meghatározó kulcsvalutává az euro válik, amely átveszi a dollár szerepét az euro-övezet és Japán, illetve USA közötti kapcsolatokban és a dollár csak az USA-Japán relációban marad jelentős. Ezen túlmenően a három övezeten kívül is az euro válik a meghatározó jelentőségű valutává.

A "középső euro"-nak keresztelt scenárió szerint viszont az euro csak részben erősödik meg a dollár rovására, mert miközben az előzőekhez hasonlóan az euro-övezet és Japán, illetve USA között a tranzakciók euroban, míg Japán és USA között dollárban zajlanak, de a nemzetközi forgalomban a dollár szerepe meghatározó marad. A legnagyobb valószínűsége ennek az utóbbi (a hivatkozott tanulmány szerint egyébként a világ és az egyes régiók jólétét leginkább javító) scenáriónak van, amely összességében az euro jelentős megerősödését eredményezi. A szerzők megállapításai is megerősítik azt a következtetést, hogy *az említett tényezők hatására az euro szerepének növekedésére és árfolyamának tartós felértékelődésére lehet számítani.*

A várható *felértékelődés mértéke és üteme* három tényező függvénye lesz:

1. A monetáris stabilitás biztosításának és az euro ereje növelésének szerepe az Európai Központi Bank monetáris politikájában. Az ECB mandátumából, céljaiból kiindulva, a pénzügyi stabilitásra fektetett hangsúly egyértelműen jelentős. Az árfolyam stabilitása a jegybank döntéseiben kisebb fontosságú, különösen akkor, ha ez ellentétbe kerül az árstabilitás kritériumával. Ezt figyelembe véve is az ECB vélhetően érdekelt lesz az euro külső stabilitásának erősítésében az ebből eredő leírt előnyök miatt és politikáját ebben a tekintetben nem a "benign neglect" megközelítés határozza majd meg.
2. A pénzügyi nyitottság erősödése, a tőke- és pénzpiacok integrálódásának sebessége: e tényező és az euro nemzetközi súlya, illetve relatív értékének alakulása között egyértelműen pozitív a kapcsolat. Minél gyorsabb az integráció, annál erőteljesebb lehet az európai régió felértékelődése a befektetők szemében a tőkepiacok egységesülése által generált skálahatékonyosság miatt a már ma is integrált amerikai piacok rovására.

3. Nagy-Britannia EMU-ba történő belépésének időpontja. London belépése tovább növelné az európai pénzpiacok súlyát, elősegítené a tőke- és pénzpiacok közötti diverzifikálódást és egységesülést az árfolyamkockázat és volatilitás megszűnése nyomán. London belépése stabilizálóan hathat az Európai Központi Bank politikájára is, mert fokozza a pénzpiacok fegyelmező erejét. .

3. Az euro várható árfolyamváltozásának hatása a forint árfolyamának alakulására

Az euro bevezetésével a kulcsvaluták árfolyamában bekövetkező átrendeződésnek jelentős hatása lehet a forint nominális és reálárfolyamának alakulására és az árfolyampolitika mozgásterére. Ez részben abból származik, hogy az euro-övezet részesedése a hazai külkereskedelemben meghaladja a 70 százalékot és nagyjából hasonló a részesedése a tőkeáramlásokban is. Emellett 1999-ben az euro veszi át a márka szerepét, és 2000-től várhatóan a dollár szerepét is a devizakosárban.

A forint nominális effektív árfolyamának leértékelődése lassulni fog az euro erősödése nyomán, mert a valutakosáron belül 70 százalékos részesedésű valuta relatíve erősödni fog a jelenlegi keresztárfolyamhoz képest. A lassuló nominális effektív árfolyam leértékelődés változatlan inflációs eltérések mellett a reál effektív árfolyam felértékelődéséhez vezet a keresztárfolyam hatás miatt. Amikor előreláthatólag 2000-ben a forint kosárral szembeni rögzítését felváltja az euroval szembeni, az euro várhatóan tartós felértékelődése okozhat nehézségeket a dollárban denominált kereskedelem versenyképességének alakulására, mind az exportszektorok mind az importhelyettesítő termelők esetében.

A forint reál effektív árfolyamának felértékelődése azonban nem csak a nominális effektív árfolyam és inflációs eltérések alakulásán keresztül befolyásolja a versenyképességet, hanem harmadik ország árfolyamváltozása révén is. Az euro-övezetben a hazai exportőrök legjelentősebb vetélytársai a távol-keleti és kelet-európai termelők. A távol-keleti gazdaságok valutáival szemben a forint reál felértékelődése várható, mert ezek valutája továbbra is alapvetően dollárhoz kötődik. Ezzel szemben a kelet-európai gazdaságoknál a rögzítésben az euro súlya meghatározó lesz, és ez a hasonló irányú nominális effektív árfolyamváltozás miatt nem okoz relatív versenyképesség-romlást a hazai termelők számára.

Az euro várhatóan tartós felértékelődése kedvezően érinti az euro-övezetbe történő tőkebeáramlást, mert a befektetők számára árfolyamnyereség realizálását teszi lehetővé. Hasonlóképpen az eurohoz kötött valutával rendelkező gazdaságokhoz, a keresztárfolyamok említett változásának Magyarországon is lehet kedvező hatása a hazai tőkemérleg alakulására. A fennmaradó kamatkülönbségek mellett ugyanis a forint relatív erősödése *addicionális tőkebeáramlást eredményezhet* a kockázati feltételek változatlansága esetén. A tőkebeáramlás növekedése viszont a nemzetközi tapasztalatok szerint akár további *addicionális felértékelődési hatást* is okozhat, különösen ha tartós jövedelem-növekedés gyorsulással párosul. _

A keresztárfolyamok változásából eredő nominális és reál effektív árfolyam-módosulásoknak *lehet hatása a fizetési mérleg egyes tételeinek dinamikájára és szerkezetére is*. A felértékelődés elsősorban a dollárban denominált export versenyképességét ronthatja, mert az importban magasabb a kevésbé árfolyamérzékeny primer tételek részesedése. Ennek hatása a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegeiben azonban nem lesz jelentős.

III. AZ EURO BEVEZETÉSÉNEK TŐKEPIACI ÉS MIKROGAZDASÁGI HATÁSAI

1. Az euro bevezetésének hatása a tőkeáramlásokra, a nemzetközi tőke- és pénzpiacok méretére

Az euro kialakulása, az európai tőkepiacok kedvező strukturális adottságaival párosulva, a tőkepiacok erőteljes bővülését, a kereskedési volumenek növekedését, a tőkepiacok közötti eltérések csökkenését és ezzel a piacok fokozatos egyesülését eredményezi.

Az egységes valuta megteremtése önmagában is ösztönzőleg hat az európai tőkepiacok növekedésére. Egyrészt az euro bevezetésével megszűnik az euro-övezeten belüli tőkepiacok közötti áramlásokat eddig korlátozó *devizakockázat*, ami különösen a kisebb tőzsdék további nemzetköziesedését eredményezheti. A devizakockázat megszűnése mérsékelni fogja az egyes kibocsátások kockázati kondíciói közötti eltéréseket és a hitelspredek csökkenése is ösztönzőleg hat a kereskedési volumenek növekedésére.

A devizakockázat megszűnése mellett az euro-övezeten belül megszűnik a *currency matching szabálynak* a befektetők döntéseit korlátozó, az optimálisnál kedvezőtlenebb befektetési szerkezetet eredményező hatása. A túlzott mértékű devizakockázatok elkerülése és a befektetők védelme érdekében ugyanis eddig az egyes intézményi befektetőknek (elsősorban a befektetési és nyugdíjalapoknak) más devizában denominált kötelezettségeiket meghatározott (80) százalékig le kellett fedniük az adott valutában eszközölt befektetésekkel. Ezen korlátozások az egységes deviza következtében önmaguktól megszűnnek és ez az egyik legerőteljesebb ösztönzést adhatja a tőkepiaci integrációnak.

A tőkepiacok fejlődése szempontjából további kedvező hatás származik az egységes valuta bevezetéséből a *befektetők portfólió döntésein* keresztül. Eddig az árfolyamkockázatok mérséklése, illetve az optimális hozam és kockázat szerkezet elérése érdekében a befektetők a különböző devizában denominált portfóliókat alakítottak ki. Az egységes valuta kialakulásával és az árfolyamkockázat megszűnésével a portfólió diverzifikálás alapelve a különböző eszközökbe történő befektetés lesz, ami erősítheti az egyes piaci szegmensek növekedési kilátásait.

A tőkepiacok bővülését az euro bevezetése mellett kedvezően érinti azok rendkívül likvid jellege, amit a közösségi szektor oldaláról a változatlanul magas államadósság refinanszírozása és az ebből eredő kötvény-kibocsátási kötelezettség, míg a privát szektor oldaláról a jelentős magánadósság- kibocsátások teremtenek meg. Emellett az európai tőkepiacok fejlődését ösztönzi a tőkeáramlások felerősödése, amelyek egyik célpontjává az egységes valuta bevezetését követően az euro piacok válnak.

Az egységes valuta bevezetése jelentősen megnöveli az EMU-n belüli tőkepiacok méretét. Egyrészt az árfolyamkockázat megszűnése, másrészt az euro kulcsvaluta szerepe várhatóan jelentős, becslések szerint 3000 milliárd dolláros többletlikviditást teremt, ami elsősorban a vállalati kötvénykibocsátásokat növelheti meg. Nemzetközi pénzügyi elemzők (Merrill Lynch) azzal számolnak, hogy évente 300-400 milliárd dollárnyi új kibocsátásra kerül sor, és néhány év alatt Európa GDP-arányos kibocsátása eléri az USA-ét. A bankhitelek rovására történő kötvénykibocsátások főleg azon országok bankjai számára teremtenek új helyzetet,

ahol a bankhitelek arány viszonylag magas (Németország, Franciaország, Ausztria). Az európai kötvénypiac a jelenlegihez képest várhatóan *spekulatívabbá* válik, hasonlóan az USA piacához, ahol a spekulatív fokozatú kötvények aránya eléri a 70 százalékot.

Az említett tényezők hatására az euro bevezetése felerősíti a deregulációt, liberalizálást, intézményi fejlődést által teremtett kedvező hatásokat és ez a *tőkepiaci kereskedés volumenének növekedéséhez, a spreadek csökkenéséhez, a piacok transzparens jellegének erősödéséhez* vezethet.

Miként alakul az egyes piaci szegmensek várható fejlődése?

Részvénypiacok. A részvénypiacokon az euro bevezetése az elektronikus kereskedés erősödése mellett ösztönözni fogja a határokon átnyúló részvénykereskedést, valamint a tőzsdéi tevékenységek koncentrációját. Ez fokozatosan egyes tőzsdék egységesülését eredményezheti, miközben a kisebb tőzsdék elsősorban a helyi vállalatok részvényeinek kereskedésével foglalkoznak majd.

A pénzügyi központok versenyében kiválasztódik a leghatékonyabb és legolcsóbb európai értéktőzsde, ahol a jelenlegi 2-5 értéknapi 1-re csökken. A future piacon várhatóan 2-3 központ marad fenn. Másrészt megváltozik a befektetési politikák portfólió-optimalizálási szempontrendszer: új kockázatelemzés és a részvények közötti új korrelációk felállítása válik szükségessé. Az euróra történő átállásra az övezet tőzsdéin egy lépésben (1999. január 4-én) kerül sor, ettől kezdve minden instrumentum kereskedelme és árfolyamjegyzése euroban történik.

Kötvénypiacok. Az egységes európai kötvénypiacok kialakulásában az euro bevezetése mellett fontos tényező lesz a benchmarkként szereplő kötvények kialakulása. Annak ellenére, hogy 1998 elején még a francia állampapírok piaci értékesítési és forgathatósági technikája fejlettebb volt a német rövidlejáratú állampapírokénál, vélhetően a benchmark kötvényt a német papírok fogják adni. Az európai szintű benchmark kialakulása fontos a kötvények jobb beárazása, a kamatkondíciók meghatározása érdekében.

Az *állampapírok piacának* jelentős bővülése várható, mert elsősorban itt fog érvényesülni az említett változás a befektetői magatartásban, az, hogy a befektetők a valutakockázat helyett elsősorban a likviditáskockázatot veszik majd figyelembe és ez a különböző lejáratú szegmensekben történő portfólió-diverzifikálódást fogja ösztönözni.

Az egységes európai valutának a kötvénypiacot bővítő hatása abban is érvényesülhet, hogy ennek nyomán megszűnik a belső és a devizaadósság közötti kockázati eltérés. Eddig ugyanis a hitelminősítők kockázatosabbnak ítélték a devizában denominált államadósság teljesítését a hazai valutában denomináltnál, elsősorban azért, mert a belföldi adósságszolgálathoz szükséges források (akár az adók akár az inflációs adóbevételek növelésével) könnyebben előteremthetők voltak. Az euro bevezetése nyomán ez az eltérés is megszűnik, a teljes államadósság kockázata átalakul a korábbi külső államadósság szintjére. Ez kedvező lehet a piacok likviditása szempontjából, mert az adósságok átlagos minősítése kedvezőbb lesz és megszűnnek a befektetőket kedvezőtlenül érintő kockázatok.

Ugyanakkor a devizakockázat eltűnése mellett a hitelkockázat növekedni fog, mert a közös valutában az egyes kötvények kockázata jobban összevethető lesz. A kedvezőtlenebb közösségi szektor flow és stock pozícióval rendelkező gazdaságok állampapírpiacainak

növekedését befolyásolja a kamatspread mértéke, amit a benchmark kötvények hozama felett kell fizetniük.

Az állampapírpiacon bővülését ugyanakkor korlátozza majd, hogy a monetáris unió teremtette pénzügyi fegyelem és a Stabilitási és Növekedési Paktum (SGP) szigorúbb költségvetési politikát követel meg, limitálva az államháztartási hiány és ebből fakadóan az új állampapír kibocsátások volumenét. Itt azonban figyelembe kell venni, hogy a gyakorlatban a fiskális politika a lefektetett elveknél kevésbé lesz szigorú, hogy jelentős marad egyes gazdaságokban az államadósság és kamatkiadások GDP arányos szintje, ami magas szinten tarthatja a kibocsátási volument.

Összhatásként a piaci likviditás bővülése várható. Az európai kötvénypiacok internacionalizálódása szempontjából további tényező lesz, hogy az említett folyamatok hatására növekedni fog az amerikai befektetési bankok érdeklődése az európai állampapírpiacon befektetések iránt, ami addicionális hatásként a piaci likviditás erősödését is eredményezi majd.

A *vállalati kötvénypiacok* esetében is a kibocsátások növekedésével, a piacok egységesülésével lehet számolni. A piaci bővülését keresleti és kínálati tényezők egyaránt ösztönözni fogják. A kínálati oldalt a vállalatok növekvő kötvény kibocsátási kedve fogja jellemezni, amit a devizakockázatok eltűnése, a likvidebb piacok kialakulása és a vállalati kondíciók jobb összevethetősége eredményez. A keresletet pedig elsősorban a potenciális befektetői kör bővülése fogja élénkíteni. Ez elsősorban az európai alapok növekedésében, illetve az amerikai befektetési alapok növekvő érdeklődésében jelentkezik, amelyek a korábbinál nagyobb skálahatékonyt tudnak realizálni az egységes piacokon.

Az egységes európai pénz- és tőkepiac kialakulása a *kelet-európai térségre* is hatással lesz:

- Az egységes európai kötvénypiac létrejöttével a kelet-európai országok is mind inkább euro-kötvényeket fognak kibocsátani, hogy kiiktassák az árfolyam-kockázatát. Az euro-kötvények piacán megnövekvő likviditás, a tranzakciós és a kibocsátáshoz kapcsolódó egyéb költségek csökkenése a kelet-európai kibocsátóknak is kedvez, miközben az euro piacokon történő kibocsátások növekedése addicionális versenyt támaszt a kelet-európai (így hazai) bankok hitelkihelyezéseinek.
- Mivel az euro-övezet nyugdíjalapjainak befektetései az övezeten belül szabályozási szempontból (eszköz-forrás valutáris megfelelés) egyenrangúvá válik, várható, hogy a portfólió diverzifikálása érdekében megnövekszenek kelet-európai befektetések. Ez különösen a viszonylag stabil, az EU-csatlakozási tárgyalásokban résztvevő országokat érinthetik, komoly versenyt támasztva az ottani intézményi befektetőknek és a banki kihelyezéseknek.

2. Az euro-piacokon kialakuló kondíciók a hazai kibocsátók számára

Az egységes európai valuta kialakulása közvetve hatással lesz a hazai állami és privát szereplők kibocsátásaira is a nemzetközi kötvény- és hitelpiacokon. Az egységes európai valuta megteremtésének eredményeképpen felgyorsul a nemzetközi tőkepiacok integrálódása, ami befolyásolja az euro övezethez nem tartozó, de ott kibocsátási szándékkal fellépő hitelfelvévők lehetőségeit, a kibocsátás kondícióit is.

Előnyök. A tőkepiaci integrálódás kedvező hatása lesz, hogy a hazai kibocsátóknak a korábbiaknál *alacsonyabb tranzakciós költségekkel* kell számolniuk a kibocsátás során, valamint számottevően *mérséklődnek* a kibocsátással kapcsolatos *árfolyamkockázatok* is. További kedvező hatás, hogy a tőkepiacok egységesülése nyomán a korábbinál *mélyebb és likvidebb piacok* jönnek létre, ahol a kibocsátók közötti kockázati különbséget az azonos valutában történő kibocsátás nyomán a kamatfelár tükrözi majd. Az euro-kötvénypiacon ezért kedvezőbbek lesznek a hazai kibocsátók lehetőségei a mai nemzeti valuták által szegmentált piacokkal összevetve.

A közös valuta kialakulásából eredő előny az is, hogy jobban összevethetőek az alternatív kibocsátások kockázatai, ami kedvezően érintheti a jó makrogazdasági háttérrel és kedvező pénzügyi kilátásokkal rendelkező gazdaságok kibocsátóit. Az alacsonyabb kockázati besorolású kibocsátók ezért könnyebben és kisebb költségek mellett tudják finanszírozási igényeiket kielégíteni.

A kockázattal összefüggő másik fontos hatás, hogy a tőkepiacok mélyülése, az árfolyamkockázat megszűnése növelheti a befektetők diverzifikálási hajlandóságát, ami kedvezően érintheti az euro övezethez nem tartozó és ezáltal az átlagosnál kockázatosabb kibocsátók helyzetét.

Költségek. A közös europiac kialakulásának azonban az euro övezethez nem tartozó ország kibocsátói számára *költségei* is lesznek. A legfontosabb az, hogy az árfolyamkockázatok megszűnésével az összehasonlíthatóság erősödik, aminek következtében a *prudenciális szempontok* érvényesülése a korábbiaknál szigorúbb lehet. A hazai kibocsátókat érintő másik hatás az erősödő versenyből ered: a mélyülő tőkepiacokon vélhetően növekedni fog a kibocsátások volumene, ami fokozódó versenyt támaszt a rendelkezésre álló megtakarítások felhasználását illetően. Ezeket a költségeket azonban várhatóan felülmúlják az egységes valuta bevezetéséből származó, a kötvénypiacok méreteiben, diverzifikáltságában jelentkező változások kedvező hatásai.

A kibocsátás valutáneme. A tőkepiacok egyesülése és mélyülése mellett a kibocsátás valutánemére is befolyást gyakorolhat az egységes európai tőkepiacok kialakulása. A hazai kibocsátók számára a kisebb árfolyamkockázat miatt valószínűleg nagyobb vonzereje lesz az euroban történő kibocsátásnak a dollár kibocsátással szemben. A forint csúszása ugyanis 1999-től kezdődően olyan valutakosárral szemben következik be, amiben kezdetben 70, majd 100 százalékkal részesedik az euro, tehát a forint árfolyam alakulása egyre szorosabban kapcsolódik majd az euro változásához. Ezért a befektetők számára kisebb árfolyamkockázattal jár majd a hitelfelvétel, illetve kötvénykibocsátás euroban, mind dollárban, illetve jenben.

Az euroban történő kibocsátást ösztönözni fogja az euro, illetve a dollárkamatok eltérő alakulása is. Ebben az egységes európai, illetve az amerikai gazdaság konjunktúraciklusainak eltérése mellett szerepet játszik az euro bevezetésével összefüggésben várható portfólió-átrendeződés és árfolyammozgás a kulcsvaluták között. Ezért a jövőben is fennmaradnak a konjunkturális ciklusból és az árfolyammozgásból eredő eltérések a monetáris politikákban és ezen keresztül a kamatlábak szintjében.

Mindezek következtében az elkövetkező időben vélhetően alacsonyabb lesz az euro kamatszint a dollárnál, ami növeli e piacokon történő eladásodás vonzerejét. Így a hazai kibocsátóknak mind az árfolyamkockázat, mind pedig az eltérő valutában történő kibocsátás

kamatkhatásainak mérlegelése alapján érdemes lesz az euroban történő kibocsátás, illetve hitelfelvétel arányát növelni.

3. Az euro bevezetésének a hatásai magyar gazdaság főbb szektoraira

3.1. A Monetáris Unió várható hatásai a pénzügyi szektorra

Az EMU beindulása a legjelentősebb közvetlen hatást a pénzügyi szektorra és intézményeire gyakorolja. A pénzügyi közvetítő intézményeknek már rövidtávon komoly költségeket jelent az euro bevezetésével kapcsolatos technikai feladatok megoldása (fizetési és elszámolási rendszerek átalakítása, IT-fejlesztések). A közvetett hatások is jelentősek lehetnek, amelyek részben a verseny felerősödéséből, részben a pénzügyi szolgáltatások iránti igények struktúrájának megváltozásából fakadnak.

A változások nem egyformán hatnak a pénzügyi szektor különböző szereplőire. A várható pénz- és tőkepiaci folyamatok valószínűsítik, hogy a legnagyobb kihívással a bankoknak kell szembenézniük: nekik a technikai átállás költségein kívül a szervezeti alkalmazkodás és az üzleti stratégiák módosításának költségeit is viselniük kell, miközben a várható előnyök számukra látszanak a legcsekélyebbeknek. Ezért a következőkben a bankszektorra gyakorolt hatásokra helyezük a fő hangsúlyt.

A legkorábbi közvetlen hatást a *fizetési-elszámolási rendszerek* változása váltja ki, ami a bankok számára elsősorban pótlólagos költségeket okoz, míg az elérhető megtakarítás csekély.

Az átutalási és fizetési rendszerek átalakulása folyamatban van az EU-országokban. Az EU-ban a bankközi zsrórendszerek az utóbbi években *valós idejű bruttó elszámolási rendszerek*⁴ (RTGS) alakultak át, aminek összekapcsolásával jön létre az EU TARGET-rendszere (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System). A TARGET-rendszerben - a nemzeti központi bankok fizetési rendszereihez hasonlóan - biztosítva lesz fedezet ellenében a napközbeni (intra-day) hitel, ezt azonban a nap végére rendezni kell. A rendszer tervezése úgy folyik, hogy a napközbeni hitel lehetősége minden ESCB tag számára nyitva áll, az ECB azonban limiteket állapíthat meg, amely akár 0 is lehet.

Magyarországon is folynak az előkészületek a magyar RTGS, a VIBER létrehozására, az MNB szándéka szerint 1999. második felétől működésbe lép. A rendszer növeli a bankok likviditási igényét, és várhatóan magasabb díjjal is párosul, tehát növeli a tranzakciós költségeket.

A VIBER technikailag alkalmas lesz arra, hogy - amint azt a politikai döntések lehetővé teszik - rákapcsolódhasson az EU TARGET-rendszerére. A tagfelvételt

⁴ Olyan bruttó elvű elszámolási rendszer, amelyben a fizetési megbízások feldolgozása és végleges kiegyenlítése folyamatosan zajlik az érintett résztvevők valós idejű értesítése mellett. A megbízások kiegyenlítésére egyenként, a terhelések és jóváírások beszámítása nélkül kerül sor. A rendszer a nagy összegű, illetve sürgős fizetési megbízások zavartalan, automatikus lebonyolítására szolgál.

követően a VIBER az addigi forint mellett párhuzamosan euroban is végzi a műveleteket, majd Magyarország EMU-tagságától kezdve már csak euroban.

Az euro bevezetése az *értékpapír-piaci elszámolásokra* is hatással lesz. A kisebb valuta-kockázat miatt az euroban történő kibocsátások a hazai kibocsátók körében is növekedni fognak. Ennek kezelését elősegíti, hogy a KELER új integrált rendszere megvalósítja a több devizában történő elszámolást, ami arra is lehetőséget teremt, hogy a külföldi befektetők számára is biztosítsa a DVP (Delivery Versus Payment) elv alkalmazását.⁵

Az euro bevezetése elkerülhetetlenné teszi, hogy a magyar bankok is átalakítsák saját *fizetési rendszerük infrastruktúráját* (home és back office rendszerüket, kezelői, felhasználói és egyéb rendszereiket). Az euro-övezeten kívüli euro-fizetéseknél elegendő minimális módosítás a SWIFT használatában, miközben az infrastruktúra változatlan maradhat. Korlátozott módosítást igényel a fizetési rendszer infrastruktúrájában (és így nagyobb költséggel jár), ha néhány tranzakció euroban történő megvalósítását tűzik ki célul. A legköltségesebb megoldás, ha minden tranzakcióra kiterjedő elvi lehetőséget biztosítanak az infrastruktúra módosításával. Hosszabb távra nyilvánvalóan ez utóbbi megoldás a célszerű, hiszen ekkor a bankok alkalmassá válnak euro-számlán euro összegek nyilvántartására és euroban való fizetés teljesítésére, illetve ezek forintra történő konvertálására, ha a fogadó számla forintszámla. Ez a megoldás felkészíti a bankokat arra a jövőbeli helyzetre, amikor Magyarország is az euro-övezet tagja lehet.

Mivel a nemzetközi kereskedelembe beágyazott, az euro-övezet vállalataival fizetési kapcsolatban lévő hazai vállalatok is áttérnek az euro használatára, fontos, hogy hazai bankkapcsolatukon keresztül konverziós költségek nélkül bonyolíthassák pénzforgalmukat. Ezért a magyar bankoknak is szükségük lesz *euro-likvidításra*. Ebben a tekintetben előnyt élveznek azok a bankok, amelyek tulajdonosai között EMU tagországbeli bank is található.

Az euro bevezetésével ugyanakkor *csökkenthető a nostro-számlák száma*, és így felülvizsgálható a *levelező bankok* köre is. Ez a magyar bankok számára is költségmegtakarítást tesz lehetővé. Az euro-övezetben az a célkitűzés, hogy a kisösszegű, de nagy tömegű fizetéseknél a levelező banki kapcsolatokat elektronikus elszámoló-házi kapcsolatokkal helyettesítsék. A nagy értékű kereskedelmi fizetési rendszer, a TARGET mellett kis összegű, határokon átmenő fizetési rendszerek is működnek (pl. az EBA), amelyek költsége alacsonyabb.

Az EMU létrejötte és az euro bevezetése jelentős mértékben *átalakítja a bankszektort és az egyes bankok helyzetét*. A bankok *költségei* elsősorban a következőkből adódnak:

- Az euro és a nemzeti valuták párhuzamos kezelése miatt szükségessé váló *infrastrukturális* (hardware-software) *beruházások*, a logisztikai rendszer átalakítása, az alkalmazottak betanítása, az információszolgáltatás átalakítása becslések szerint a banki költségek 2 százaléka körül alakul. A költségek mintegy fele az IT rendszerek átállításához kötődik: a

⁵ A KELER is - az MNB-hez hasonlóan - várhatóan 1999. második felére helyezi üzembe VIBER-rendszerét, így lehetővé válik, hogy az általa lefedett klíringkör valós idejű elszámolással kapcsolódhasson az MNB által kiszolgált bankok pénzforgalmához.

felmérések szerint egy-egy banknál legalább 10 millió dollárt tesz ki a deviza-elszámolási rendszerek átalakítása.

- A bankok elvesztik a *valutaátváltásokból* és a kapcsolódó szolgáltatásokból *származó jövedelmük* egy részét. Ez bankonként eltérő mértékű jövedelem-kiesést okoz. Azok a bankok veszítenek többet, amelyeknél jelentősebb a külkereskedelem finanszírozás és a határon átnyúló tevékenység
- Nem számszerűsíthető a jövedelemcsökkenés, amit a *felerősödő verseny* idéz elő, s amely szintén különböző mértékben érinti az egyes bankokat.

Az előnyök viszont közvetlenül nem a bankszektort érintik, hanem ügyfeleiket. Ezek elsősorban a tranzakciós és az "in-house" költségek csökkenésében, a hitelkamatlábak és az infláció mérséklődésében jelentkeznek. A bankokra nézve *kedvező közvetett hatást* jelenthet a kereskedelem várható növekedése (a nominális árfolyam-ingadozás kereskedelem-torzító hatásának megszűnése miatt), ami a finanszírozási lehetőségeket is bővítheti.

A költségek következtében jelentősen átalakul az európai bankok üzleti *tevékenységi és szervezeti struktúrája*:

A hagyományos jövedelemszerző tevékenységek csökkennek, egyúttal megerősödnek a *befektetési banki tevékenységek*, a nagy és likvid összeurópai értékpapírpiac kialakulása miatt, amit elsősorban a nyugdíjalapok portfólió-átrendezései indukálnak. A privatizáció és az M&A-k is növekvő üzleti lehetőséget kínálnak. Azok a bankok kerülnek ki nyertesnek, amelyek képesek a kereskedelmi banki tevékenységüket befektető bankival kiegészíteni.

Mivel a vállalatok csökkentik bankkapcsolataik számát (egy tipikus multinacionális vállalat pl. 24 európai bankkapcsolatát várhatóan 4-5-re csökkenti), a vállalatfinanszírozó és levelező banki tevékenységekben összevonásokra kerül sor. Felmérések szerint a bankok 60 százaléka *egy központba vonja össze európai back-office tevékenységét*.⁶ A vállalatok és a levelezőbankok az egész Európára kiterjedt tevékenységű bankokat részesítik előnyben.

Az euro bevezetése nem egyformán érinti a *magyar bankokat*. Versenyelőnyhöz juthatnak azok, amelyek tulajdonosi kapcsolatuk révén transz-európai hálózat részei, mint pl. az MKB, a K&H, az ABN Amro, a CIB, a Raiffeisen Unicbank, az Inter-Európa, a Takarékbank, vagy a Mezőbank. Ezek a bankok számíthatnak arra, hogy anyabankjuk együttműködik velük euro-kompatibilis információtechnológiai háttér kiépítésében. Segítséget kaphatnak továbbá az euro-likviditás biztosításához, illetve euro-hitelek nyújtásához. Az euro-likviditás fontosságát az is indokolja, hogy a jelentős európai kapcsolatokkal rendelkező hazai vállalatok (elsősorban multinacionális cégek leányai) egyre inkább euro-forgalmat fognak bonyolítani, euro-hiteleket fognak igényelni, illetve euro-befektetési lehetőségeket fognak keresni. E cégek olyan bankot keresnek, amely képes a vállalati cash-menedzsmentet euroban végezni az összes EMU-tagországra.

⁶ Pl. a Citibank devizauzletágát Londonba, vállalatfinanszírozó szolgáltatásait pedig Dublinba telepíti.

Az EMU-hátterű a magyar bankok segítséget kaphatnak ügyfelei *kötvényeinek elhelyezéséhez* az EU-piacokon, valamint ahhoz, hogy - marketing-stratégiájuk részeként - ügyfeleinek az euro bevezetésével szükségessé váló valutáris, pénzügyi, átutalási, számviteli átállásához technikai támogatást nyújtsanak. E bankok számára hosszabb távon az is komoly előnyt jelenthet, ha az anyabank tulajdonos a hazai bankok *back-office tevékenységét* az EU-beli központba összpontosítja, legalábbis azokon a területeken, ahol az azonosság fennáll. Ez jelentős költségmegtakarítást tesz lehetővé és növeli e bankok versenyképességét.

Az euro bevezetése várhatóan felerősíti a bankszektoron kívüli *tőkepiaci intézmények* szerepét, súlyát, ami tovább élezi a nem-banki szektor felől jövő versenyt. Ez a bankok üzleti stratégiáját, szervezeti kereteit is módosítja. A verseny erősödésére leginkább az *értékpapírok piaca* felől kell számolni. Az egységesülő európai piac gerjesztette több ezer milliárd dolláros pótlólagos likviditás hatása előbb-utóbb a hazai vállalati ügyfélkörben is érzékelhetővé válik, tekintettel arra, hogy közöttük jelentős számban vannak nemzetközi hitelminősítéssel rendelkező cégek.

A tőkeliberalizáció kiteljesedésével, a devizahatósági engedélykötelesség megszűnésével a rövid lejáratú külföldi hiteleszközök is a magyar vállalatok rendelkezésére állnak, így - a halasztott fizetésen túl is - növekvő mértékben juthatnak hozzá értékpapír- (pl. kereskedelmi papír-) kibocsátás révén forrásokhoz, illetve rövidlejáratú bankhitelekhez. Az euro következtében bővülő külföldi hitelkínálat így a hazai vállalatok növekvő külföldi hitelkeresletével találkozhat, ami a hazai bankok versenypozícióját rontani fogja.

A nem-banki versenyre adható válasz a *bankcsoporton belüli* mind szorosabb *együttműködés*, a bankhálózat felhasználása a nem-banki termékek értékesítésére, amit biztosítók alapítása, illetve működő biztosítókkal történő keresztértékesítési együttműködés egészíthet ki. Mivel a bankok előnyét nem-banki versenytársaikkal szemben egyre inkább elosztási csatornájuk nyújtja, ennek mind jobb kihasználása jelentheti a piaci részarány megőrzésének kulcsát.

A banki tevékenységek közül a *befektetési banki üzletágnak* lesz a leginkább bővülő piaca, miközben hosszabb távon a kereskedelmi banki tevékenység visszaszorulása várható. Magyarországon ez az eltolódási folyamat lassúbb lesz, mint az EU-ban, mivel - főleg a lakossági ügyfélkörben - jelentős fejlődési potenciál van még. A vállalati ügyfélkörrel való kapcsolatban egyre fontosabbá válik a *kötvénykibocsátásokban való közreműködés*, míg a lakossági ügyfélkörben a komplex *befektetési szolgáltatásnyújtás és tanácsadás* (private banking) válik fontossá. E tevékenységek erősítése eltolódást okoz a hazai bankok, bankcsoportok mai tevékenységi struktúrájában, sőt, egyes bankoknál szervezeti módosítást (pl. az értékpapír-kereskedelmi tevékenység integrálását) is előidézhet.⁷

A fentiekben tárgyalt hatások várhatóan *módosítják a magyar pénzügyi közvetítő rendszer jelenlegi struktúráját*. Az - elsősorban a *corporate* piacon - felerősödő verseny hatására

⁷ Bár csaknem minden jelentősebb hazai bank rendelkezik brókercéggel, nem mindegyikük kíván élni az új értékpapír-törvény adta lehetőséggel arra, hogy ezt a tevékenységüket a bankszervezetbe integrálhassák. Sok bank úgy ítéli meg, hogy célszerűbb a kínai falat a szervezeti elkülönüléssel is erősíteni. További érv az elkülönültség fenntartása mellett, hogy a kétféle tevékenység kockázatainak eltérései eltérő szakmai kultúrát követel meg, ami miatt a személyi állomány integrálása nehezen elképzelhető.

tovább fog nőni a nyomás a fúziókra, felvásárlásokra. A magyar bankok, biztosítók tulajdonosi hátterét figyelembe véve elsősorban ott kerülhet sor ilyen akciókra, ahol az anyaintézmények között is hasonló folyamat megy végbe. A közelmúltban világszerte felerősödött, és az euro bevezetésével tovább erősödő *fúziós hullámok* néhány év múlva várhatóan a magyar piac szereplőit is elérik, ezért csökkenni fog az önálló szervezetek száma, és *nőni fog a piacok koncentrációja*. Ez a folyamat a hazai pénzügyi szektor megerősödéséhez, nemzetközi versenyképességének növekedéséhez vezethet, miközben - tekintettel tőkeliberalizáció már elért fokára és további kiteljesedésére - a fogyasztók számára sem jár negatív, kiszolgáltatottságukat növelő hatásokkal.

3.2. Az euro hatásai a vállalati szektorra

A vállalati szektor egyes csoportjait eltérő módon érintik az euro életbe lépésének hatásai. A vállalati szektorban a változások fő haszonélvezői a jelentős *exporttevékenységű* szektorok és vállalatok lesznek, ahol a valutaátváltáshoz kötődő tranzakciós és "in-house" költségek (a valuta-tranzakciókat irányító menedzsment fenntartási költségei) viszonylag nagyok. Mivel a magyar export zömét már ma is az itt letelepedett multinacionális cégek produkálják, az anyavállalat technológiájára, pénzügyi infrastruktúrájára és euro-likviditására építve alacsonyabb költséggel is meg tudják oldani a fizetési forgalommal, a pénzügyi irányítással, a könyvvitelrel, a szerződésekkel kapcsolatos átállási feladatokat.

Ugyanakkor az euro bevezetése a *kis- és középvállalatok* körében komoly problémákat okozhat, mivel azok kevésbé profitálnak a tranzakciós költségek csökkenéséből, ugyanakkor a kettős nyilvántartás és a nagyvállalatok irányából felerősödő verseny hátrányosan érinti őket. A magyar kis- és középvállalkozások számára az is hátrányt jelenthet, hogy a fő piacukat jelentő multinacionális cégek kikényszeríthetik az euro használatát.⁸

Az euro bevezetése eltérően érinti a vállalatokat attól függően is, hogy *beszerzéseik és értékesítéseik milyen piacokon valósulnak meg*. Azokban az ágazatokban, ahol a cégek döntően dollárért vásárolják alapanyagaikat, miközben az EU-ba exportálnak, a dollár/euro árfolyamának megváltozása, a dollár várható gyengülése a mai DEM-hez, illetve jövőbeli eurohoz képest javíthatja a jövedelmezőséget. Ilyen ágazatok tipikusan a vegyiparban találhatóak. Magyarországon elsősorban az EU-országokba exportáló gyógyszergyárak pozícióit érintheti kedvezően a ki- és bemenő számlázás eltérő valutaneve.

A jelentős exportot megvalósító gépipari cégeknél kevésbé áll fenn a számlázás eltérő valutaneve, mivel itt jelentős az EU-ból származó import szerepe. Az élelmiszergazdaságban, ahol viszonylag magas a hazai alapanyag aránya, nem kell jelentősebb hatással számolni, mivel a hazai valuta továbbra is - sőt növekvő mértékben - döntően az EU-hoz kötődik. Az exportőrök pozícióját elsősorban a hazai árfolyam-politika fogja meghatározni.

Az egységesülő euro-piacok likviditásának bővülése, ennek nyomán a hitelkamatlábak mérséklődése, a *tőkepiaci finanszírozás* kondícióinak javulása, valamint a kereskedelem várható bővülése sem egyformán érinti a különböző szektorokat és vállalatokat. Mint már szó

⁸ Jó példa erre a Siemens svédországi leányvállalata, amely arról tájékoztatta beszállítóit és ügyfeleit, hogy 1999. január 1-től üzleteit euroban bonyolítja, két azonos ajánlatot tevő alvállalkozó közül pedig azt választja, aki euroban tette ajánlatát (Svédország nem lesz tagja az EMU-nak).

volt róla, az európai tőkepiacok egységesülése kedvező hatást gyakorol az euro övezethez nem tartozó vállalatok hitelfelvételi lehetőségeire, a kibocsátás kondícióira is:

- A tőkepiaci integrálódás hatására a külső kibocsátók a korábbiaknál *alacsonyabb tranzakciós költségekkel* számolhatnak. A tőkepiacok egységesülése nyomán korábbinál *mélyebb és likvidebb piacok* jönnek létre, ahol a kibocsátók közötti kockázati különbséget az azonos valutában történő kibocsátás nyomán a kamatfelár tükrözi majd. Az egységes valuta kötvénypiacán kedvezőbbek lesznek így a *külső kibocsátók lehetőségei*.
- A közös valuta kialakulásával jobban összevethetőek lesznek az alternatív kibocsátások kockázatai, ami kedvezően érintheti a jó makrogazdasági háttérű és jó pénzügyi kilátású kibocsátókat, amelyek ezért könnyebben és kisebb költségek mellett tudják finanszírozási igényeiket kielégíteni.
- A tőkepiacok mélyülése, az árfolyamkockázat megszűnése növelheti a befektetők *diverzifikálási hajlandóságát*, ami kedvezően érintheti az euro övezethez nem tartozó és ezáltal az átlagosnál kockázatosabb kibocsátók helyzetét.

Az európai tőkepiacokra már ma is kilépő nagyvállalatok mellett a likviditás bővülésének és a kibocsátási kondíciók javulásának azok a *közepes méretű hazai vállalkozások* is haszonélvezői lehetnek, amelyek eddig nehezen jutottak forrásokhoz a pénz- és tőkepiacokon. Az euro-piac bővülő likviditása és Magyarország csatlakozási folyamatának előrehaladása várhatóan megnöveli a hazai cégekbe befektetők számát és a befektetések volumenét. A budapesti tőzsde harmadik szekciójának megnyitása elősegíti, hogy a közepes méretű vállalkozások mind nagyobb számban megjelenhessenek a nyilvános tőkepiacon.

3.3. Következtetések

Az euro magyar mikro-gazdaságra gyakorolt hatásainak eredőjét pozitívan ítélnéljük meg. Bár mint láttuk, a magyar pénzügyi szektort érintő közvetlen költségek jelentősek lesznek, a közvetett költségeket jelentő - szervezeti átállásokban, stratégia-váltásokban jelentkező - változások zöme az egységes európai piacra való belépésünket is szolgálja. A pénzügyi szektor várhatóan végbemenő átstrukturálódása egyidejűleg növeli nemzetközi versenyképességét, így ezek a költségek az EMU létrejötte nélkül sem lennének megkerülhetők. Kétségtelen azonban, hogy az EMU előbbre hozza a hazai pénzügyi közvetítők piaci alkalmazkodásának folyamatát, és így a felkészületlenebb szereplőket hátrányos helyzetbe hozza, esetenként piaci kihullásukat idézheti elő. A magyar pénzügyi piac mai szereplőinek zöme mögött azonban tőkeerős külföldi pénzügyi intézmény áll, amelyek alkalmasak a szükséges stratégiai-szervezeti változások menedzselésére és finanszírozására.

A magyar gazdaság fejlődése szempontjából határozottan előnyösek ugyanakkor az euro bevezetésének a vállalati szektor tőkeellátását javító, tranzakciós költségeiket mérséklő hatásai. Az európai tőkepiacok bővülő likviditása és a kamatok csökkenése javítja a hitelképes nagyvállalatok tőkebevonási lehetőségét, ami a beszállítói hálózatuk finanszírozását is lehetővé teszi. Ezért közvetve a stabil beszállítói kapcsolatokkal rendelkező középvállalatok finanszírozási helyzete is javulhat.

Az euro-piaci kötvények kamatszintjének csökkenése a magyar állam finanszírozását is olcsóbbá teheti, amennyiben az ország-kockázat megítélése nem romlik. A költségvetés kamatterheit az a közvetett hatás is mérsékelheti, hogy a csökkenő európai kamatszint mellett

és a portfólió befektetők diverzifikációs kényszere miatt a forint instrumentumok kamatfelára is csökkenthető anélkül, hogy veszélyeztetné az ország tőkevonzó képességét.

IV. AZ ERM-II ÁRFOLYAMMECHANIZMUS GAZDASÁGPOLITIKAI KÖVETKEZMÉNYEI

1. Az ERM-II árfolyammechanizmus eltérései az ERM-I-től

Az euro övezet kialakulását követően az ebből kimaradó, illetve ebbe belépni szándékozó gazdaságok egységes árfolyam-mechanizmusba kerülnek az euroval szemben. Az ERM-II keretén belül a kimaradók illetve kintlévők valutáinak árfolyamát rögzítik az euroval szemben, miközben a központi paritás körül széles lebegési sávot határoznak meg. Az árfolyam-stabilitás növelése érdekében széleskörű együttműködés alakul ki az ECB és a nemzeti jegybankok között a gazdaságpolitikák koordinálása és - elsősorban - az új ERM-tagok gazdaságpolitikai alkalmazkodásának elősegítése érdekében.

Az ERM-II-t a működő ERM-I rendszerrel összevetve a számos hasonlóság mellett még több eltérés fogja jellemezni, amit a hazai árfolyam- és gazdaságpolitika alakításakor figyelembe kell venni. Az ERM-II elsősorban abban fog hasonlítani az ERM-I-hez, hogy elsődleges célja az árfolyam-ingadozások mérséklése, az ebből származó hátrányok kiküszöbölése érdekében. Abban is hasonlítani fog a két árfolyamrendszer egymáshoz, hogy rögzített központi árfolyamparításokra alapszik majd széles lebegési sávok mellett (hasonlóan az ERM-I-ben az 1992-1993-as valutaválságokat követően kialakult rendszerhez).

A hazai gazdaságpolitika számára levonandó tanulságok érdekében a hasonlóságok mellett a különbségeket is érdemes kiemelni. Melyek a fontosabb eltérések az ERM-II és az ERM-I között?

1. Az ERM-I-ben az Európai Unió tagjainak részvétele kötelező jellegű volt, az EU-n belüli árfolyammozgások korlátozása és ennek eredményeképpen az áru- és tőkeáramlások akadályozásának csökkentése érdekében. A kötelező tagság mellett eleinte a megengedett árfolyam-volatilitásban lehetett eltérés: a stabilabb monetáris rendszerrel rendelkező gazdaságok esetében ez +/- 2,25% volt, míg a magasabb inflációs rátával rendelkező országokban (Nagy-Britannia, Olaszország), illetve a reáljövedelem erőteljes konvergálása miatt tartós reálárfolyam-felértékelődéssel jellemzett gazdaságokban (Spanyolország, Portugália) +/-6% volt. Az EMS 1992-1993-as válsága nyomán a tőkeáramlások hatásainak kezelése érdekében a sávokat egységesen +/-15%-ra szélesítették ki.

Ezzel szemben az ERM-II-ben *a tagság önkéntes lesz*: azok a gazdaságok fogják valutájuk árfolyamát az euroval szemben rögzíteni, amelyek vagy az EMU tagjai kívánnak később lenni (az EMU-tagság egyik meghatározó kritériuma a tagságot megelőző 2 évben a leértékeléstől való tartózkodás), vagy a rögzítéstől addicionális előnyöket várnak dezinflációs politikájuk segítése és/vagy külkereskedelmi stabilitásuk biztosítása érdekében.

2. Az ERM-I árfolyamrendszeren belül a német márka meghatározó súlya mellett is a keresztárfolyamok rögzítettsége érvényesült az össze valuta tekintetében. Miközben a német valuta kulcsszerepe nem kérdőjeleződött meg, az egyes valuták mozgásterét a belső inflációs folyamatok és nemzetközi versenyképesség alakulása mellett a nemzeti bankok bilaterális döntései határozták meg. Ennek megfelelően az árfolyamparítások védelme illetve esetleges

módosítása a rendszerben résztvevő összes gazdaság döntésén múlt, és erőteljes volt a közös érdek a paritások fenntartására.

Ezzel szemben az ERM-II árfolyamrendszerben *az euro egyedüli, meghatározó jelentőségű kulcsvaluta szerepet fog betölteni*. Ennek megfelelően erőteljesebb lesz az EMU-ból kimaradó államok alkalmazkodási szükséglete, egyoldalúbbak lesznek az in-ek és out-ok viszonyai, mint amilyen az ERM-I-en belül volt a tagok kapcsolata.

3. Az ERM-II-ben eltérő lesz az Európai Központi Bank beavatkozási preferenciája attól, amilyen a Bundesbanké volt az ERM-I-en belül. Az ECB sokkal kisebb súlyt fog helyezni politikájában az ERM-II-n belül kialakult árfolyamparitások fenntartására, esetleges védelmére a potenciális spekulatív támadások esetén, mint azt a Bundesbank tette a többi jegybankkal karöltve az ERM-I keretén belül. Ennek egyik oka az, hogy az egységes euro övezet kialakulásával az Európai Unió számára a fő kereskedelmi partnerek az USA és Japán lesznek, miközben az ERM-I-en belül a fő kereskedelmi kapcsolatok még az EU-n belül bonyolódtak.

Ezért az ECB elsőrendű prioritása az euro jennel illetve dollárral szembeni árfolyam-stabilitásának biztosítása lesz, míg a Bundesbank és a többi jegybank elsődleges célja az ERM-I-en belül a bilaterális paritások rendszeren belüli stabilizálása volt (az egységes piac elmélyítése és a stabil árfolyamoktól várt kedvező növekedési és inflációs eredmények biztosítása érdekében).

Másrészt az egységes európai jegybank egyértelműbb inflációs prioritással rendelkezik célfüggvényében, mint amivel számos jegybank bírt az ERM-I-e belül. Ezért az ECB sokkal kisebb mértékben lesz hajlandó a külső árfolyamparitások védelmére akkor, ha az kedvezőtlen inflációs következményekkel (azaz euro-kibocsátás növekedésével) jár, mint azt a nemzeti bankok tették az ERM-I-en belül.

Mindezek következtében az ERM-II sokkal *aszimmetrikusabb rendszer lesz* az ERM-I-nél. Az utóbbiban bilaterális illetve multilaterális alapon történt az árfolyamparitások fenntartása és védelme. Ezzel szemben az ERM-II-ben ez alapvetően egyoldalúan az eurohoz rögzített valutákat kezelő jegybankok beavatkozásai, a gazdaságpolitikák alkalmazkodásai alapján fog megvalósulni. Az ECB világossá tette, hogy csak addig - igen szűk sávban elképzelhető - pontig hajlandó az ERM-II-ben az árfolyamparitás védelmére, amíg ez elsődleges célját, az árstabilitást nem sérti. Ezért *az árfolyamparitás védelmének és az ehhez szükséges gazdaságpolitikai alkalmazkodásnak a terheit elsősorban a kívülállók fogják viselni*.

4. Az eltérő árfolyamvédelmi beavatkozások mellett az aszimmetria további megnyilvánulása *a gazdasági erőiben mutatkozó eltérés*. Az ERM-I-en belül is jelentős eltérések voltak az egyes gazdaságok reáljövedelmi szintje és mérete között, ezek azonban eltörpültek ahhoz képest, amilyenek az ERM-II-ben lesznek az eltérések az euro-övezet és a kívül maradók között - akár még a fejlett országok (Nagy-Britannia, Svédország) vonatkozásában is. Ez tovább erősíti az alkalmazkodás, beavatkozás, árfolyamparitás védelmében meglévő aszimmetriát és egyoldalúságot. Ugyanakkor éppen a méretbeli differenciák miatt felvethető, hogy az ECB részvétele a kisebb országok árfolyam-problémáinak kezelésében nem veszélyeztetné az EMU inflációs elkötelezettségét.

5. Az aszimmetria további megnyilvánulása lesz *a keresztárfolyamok alakulása az ERM-II nem euro övezethez tartozó tagjai között*. Az ERM-I-en belül kölcsönösen meghatározott és

jegybanki beavatkozásokkal is fenntartott keresztárfolyamok léteztek, amelyeket nem csak a kulcsvalutával de az összes ERM-I valutával szemben megállapítottak. Mindezek következtében nem csak a német márkával, de a többi valutával szemben is korlátozott volt az árfolyammozgás mértéke.

Ezzel szemben az ERM-II-n belül az euroval szembeni stabilitás a nem euro övezethez tartozó valuták árfolyamainak jelentős egymással szembeni volatilitásával párosulhat. Mivel az euroval szemben ezen valuták +/-15 %-os sávban mozognak, egymással szemben akár a +/-30 %-os mozgás is elképzelhető, ami jelentős nominális és reálárfolyam korrekciókat indukálhat. Ennek komoly következménye lehet ezen gazdaságok *egymással szembeni versenyképességére*.

6. További eltérés, hogy a kialakuló árfolyamrendszer *rugalmasabb lesz* elődjénél. Ezt elsősorban a szélesebb árfolyamsávok teszik lehetővé, melyek elégséges teret biztosíthatnak a gazdaságoknak a váratlan aszimmetrikus sokkokhoz történő alkalmazkodásra, illetve esetleges támadás esetén a nemzeti valuta árfolyamának megvédésére.

7. Végül eltérést jelent az ERM-II-ben az ERM-I-hez képest, hogy *az ERM-II tagság előfeltétele az EMU-ba történő belépésnek*. Mivel a gazdaságpolitika hitelessége függ attól, hogy képes-e az ERM-II-ben meghatározott feltételek teljesítésére, ezért vélhetően csak azok a gazdaságok fogják nemzeti valutájuk árfolyamát az euroval szemben rögzíteni, amelyek olyan makrogazdasági stabilitást teremtettek, hogy nem fenyegeti őket a rendszerből történő esetleges kilépés veszélye.

A *kilépés* ugyanis sokkal *nagyobb makrogazdasági veszteségekkel járna*, mint az ERM-I-en belül történő árfolyam korrekció. Ennek nyomán ugyanis egyrészt a távolabbi jövőbe kerül az EMU-s tagság lehetősége és ennek megfelelően az ebből származó makrogazdasági előnyök is elvesznek. Másrészt az esetleges leértékeléssel és az ERM-II-ből történő kilépéssel a gazdaságpolitika későbbi spekulatív támadásoknak teszi ki magát, mert a piacok ismételten tesztelni fogják a gazdaságpolitika képességét a rögzített árfolyamok fenntartására. Harmadrészt a rögzített árfolyam feladásának makrogazdasági költségei azért is lehetnek magasabbak, mert a paritás fenntartásának terhe sokkal inkább az EMU-n kívüli jegybankok feladata, mint amennyire az ERM-I-ben volt.

A számbavett hasonlóságok és eltérések alapján megállapítható, hogy *az ERM-II egyfelől rugalmasabb, másfelől aszimmetrikusabb árfolyamrendszer lesz mint az ERM-I*. A nagyobb rugalmasság tágabb lehetőséget teremt a rögzített árfolyam fenntartására és az ERM-II-tagságból eredő előnyök érvényesülésére. A nagyobb aszimmetria viszont azt jelenti, hogy ezen előnyökhöz szükséges előfeltételek megteremtése és költségek vállalása sokkal egyoldalúabban fogja a belépőket érinteni, mint az ERM-I-en belül a valutájukat a márkához kötő gazdaságokat.

2. Következmények a magyar gazdaságpolitika számára

A kialakuló ERM-II a hazai gazdaságpolitika számára is fontos következményekkel jár:

1. Rendkívül fontos az ERM-II-be történő belépés *időzítése*: csak szilárd makrogazdasági fundamentumok és kedvező kilátások mellett szabad végrehajtani. Ennek az oka az, hogy miközben az ERM-II-ből jelentős előnyök származhatnak a gazdaságpolitika és a makrogazdasági stabilitás számára, még nagyobbak lehetnek azok a hátrányok/költségek, amelyeket egy túl korai ERM-II-tagság esetleges kényszerű feladását követően kellene vállalnia a gazdaságpolitikának. Ezek közül a hitelesség-vesztést, az EMU-csatlakozás lehetőségének kitolódását és a spekulatív támadások valószínűségének növekedését érdemes kiemelni.
2. A belépés időzítése során azt is figyelembe kell venni, hogy az árfolyam túl korai rögzítése esetén túlságosan csökkenhet a monetáris politika mozgásterét, ami miatt egyoldalúan a költségvetési politikára helyeződik a dezinfláció felelőssége. Az ERM-II-be való belépést ezért meg kell, hogy előzze egy olyan gazdaságpolitikai irányvonal, amelyben a dezinflációs folyamat *a monetáris és a költségvetési politika együttes szigorja mellett* megy végbe. Amennyiben a költségvetési konvergencia és a dezinfláció nagy része még az ERM-II-be történő belépés előtt végbemegy, akkor kisebb lehet a gazdasági növekedés átmeneti visszaesésében és a munkanélküliségben jelentkező költség, mivel kevésbé lesz szükség a magas kamatokkal (kamattdifferentiával) operáló szigorú monetáris politikára (Gaynor K. B. - E. Karakitsos, 1997).
3. Az ERM-II tagság elérése és ennek fenntartása *erőteljesebb gazdaságpolitikai fegyelmet és szilárdabb makrogazdasági fundamentumokat* kíván meg, mint amit a kevésbé fejlett gazdaságok követettek az ERM-I-ben. Ezt egyrészt az ERM-II működési mechanizmusa, a több oldalról is megnyilvánuló aszimmetria, valamint a kilépés magas költsége kényszeríti ki. Másrészt ezt az elvárást fogja erősíteni az ECB felügyeleti (surveillance) tevékenysége a többi EU ország makrogazdasági politikája felett, amivel az ECB az árfolyamok védelmé érdekében szükséges beavatkozását kívánja minimalizálni, és állandó nyomást fog gyakorolni a nem EMU tagállamokra a szigorú gazdaságpolitika érdekében.
4. Azzal is számolni kell, hogy az ERM-II rendszerbe belépő *gyengébb valutákkal szemben nagyobb lehet a sikeres támadás valószínűsége*, mint amit az 1990-es években az ERM-I-en belül tapasztaltunk. Ezt részben a tőkeáramlások elmúlt időszakban jelentősen növekvő volumene és volatilitása okozza, részben az ERM-II működési mechanizmusa, elsősorban az egyoldalú paritásvédelem. Emellett a nem EMU-tagoknál jóval magasabb lesz a kockázati prémium, mint az euro-övezetbe tartozó államokban, ami fokozhatja a spekulatív jellegű tőkeáramlások valószínűségét. Ezeket a kockázati tényezőket a szélesebb árfolyamsáv mérsékelheti, amely a sávon belüli nagyobb árfolyammozgás miatt lehetővé teszi a spekulatív támadások árfolyam- korrekció nélküli kezelését. Ennek ellenére is nagyobb lesz az ERM-II-ben a támadás valószínűsége a gyengébb valutákkal szemben, mint az ERM-I-n belül volt.

Mindebből végső soron az következik, hogy bár a majdani EMU-tagsággal járó jelentős előnyök miatt a magyar gazdaságpolitikának törekednie kell az ERM-II-be történő belépés feltételeinek megteremtésére, a belépésre csak akkor szabad sort keríteni, amikor a magyar gazdaság makrogazdasági stabilitása és a konvergencia foka kellően erős lesz.

3. A monetáris rendszer megválasztásának kérdései az ERM II tükrében

Az ERM-II-be történő belépés és az ehhez szükséges makrogazdasági előfeltételek megteremtése felveti a megfelelő monetáris rendszer megválasztásának problémáját. A monetáris politika számára rendelkezésre álló monetáris, árfolyam, inflációs és nominális GDP célkitűzés rendszerek⁹ közül a csatlakozást célul kitűző gazdaságok számára az inflációs és árfolyamcél kitűzés (inflation és exchange rate targeting) alkalmazható rendszer.

Ahhoz, hogy a forint nagyobb megrázkódtatások nélkül kapcsolódhasson be a létrejövő ERM-II-be, elengedhetetlen, hogy a magyar *árfolyamrendszer a mainál rugalmasabbá váljon, csökkenjen az árfolyam volatilitása és erősödjön a monetáris politika autonómiája*. A jelenlegi árfolyamalapú, kamatcéllal operáló monetáris rendszerben erre az intervenció sáv szélesítése teremt lehetőséget. A rendszer - akár szélesebb sáv mellett történő - fenntartása esetén is számolni kell azonban azokkal a nehézségekkel, amelyeket a leértékelési ütemhez illeszkedő kamatkülönbözet kialakítása idéz elő. A belső és külső kamatszint közötti túlságosan nagy különbség esetén a tőkebeáramlás előidézte sterilizációs kényszer okozhat költségeket, míg a túl alacsony belső kamatszint a megtakarításokat veszélyeztetheti, illetve a kereslet kívánatosnál gyorsabb bővülése révén okozhat inflációs nyomást.

A monetáris konvergencia és az euro-hoz viszonyított valutastabilitás előkészítéséhez sokan az *inflációs célkitűzés rendszerének* bevezetését javasolják azon EU-országok, illetve az EU-csatlakozás előtt álló társult országok számára, amelyek az ERM-II rendszerében kívánnak belépni [Wyplosz (1997), Mishkin (1997), Orlowski (1998), Svensson (1997)]. A rendszer fő előnyét¹⁰ abban látják, hogy ez teszi leginkább megvalósíthatóvá az ERM-II-be való belépéshez szükséges gazdaságpolitikai *hitelesség megteremtését* és a *hatékony dezinfláció* folytatását.

Az inflációs célkitűzés rendszerében megszüntethető a monetáris politika folytatásának diszkrecionális módja, amelyet az árstabilitás elsődleges célja mellett megválasztott közbülső és operatív cél elérése tesz elkerülhetetlenné. Mind a magyar és lengyel rendszerekben (ahol a közbülső cél az árfolyam sávon belüli tartása illetve az M2, az operatív célváltozó pedig a kamatkülönbözet illetve a WIBOR), mind a cseh rendszerben (ahol az irányított lebegtetésre való áttérés után az M2 lett a közbülső cél és az egy hetes PRIBOR az operatív célváltozó) a központi bankok a *kamatcélok gyakori változtatására* kényszerülnek annak érdekében, hogy a kitűzött közbülső céloknak megfelelően befolyásolják a pénzügyi piacokat és intézményeket. Noha a kamatcél lehetőséget ad arra, hogy viszonylag jól eltalálják a célváltozót, a rendszer a pénzügyi piac szereplői számára *nem kellően átlátható és előre jelezhető*. Emiatt a bankok óvatossági megfontolásból a jegybankoknál tartják fölösleges tartalékaikat. A kamatcél követése ráadásul tovább *erősíti a pénzmennyiség* - az átalakuló országokban amúgy is erőteljes - *volatilitását és növeli a pénzforgási sebesség instabilitását*.

⁹ A monetáris rendszerekkel és a közöttük történő választás szempontjaival kapcsolatosan ld. Canzoneri-Nolan-Yates (1996), Clarida(1997), Lowe (1997), Masson (1997) tanulmányait.

¹⁰ A tanulmány nem elemzi az inflációs célkitűzés előnyeit és hátrányait, hanem csak az ERM-mel összefüggő aspektusait vizsgálja.

A problémát az okozza, hogy a közbülső és operatív célok megválasztása során átváltás van a jól kontrollálhatóság és a végső célhoz illeszkedés között. A kamatcéllal, mint operatív változóval működő rendszernek a fő előnye az elszámoltathatóság, miközben sérülhet az árstabilitás végső célja. Az inflációs célkitűzéses rendszerben viszont erősebben érvényesül a monetáris stabilitás iránti elkötelezettség és az előre meghatározott inflációs pályához való hatékony ragaszkodás révén *hitelességet nyerhet a jegybank*. A kevésbé diszkrecionális, szabályszerűbb politika nagyobb biztosítékot ad az elsődleges dezinflációs cél elérésére.

A közvetlen inflációs célkitűzéses rendszer szélesebb és szűkebb tolerancia határ mellett is működtethető; az előbbi esetében szigorú, az utóbbi esetében rugalmas rendszerről beszélhetünk.

- *A szigorú inflációs célkitűzéses rendszerben* a célinflációtól csak kis mértékben térhet el az aktuális infláció. Ezt ritkán alkalmazzák, mivel ez aktív korrekciókat és gyakori, diszkrecionális kiigazításokat tesz szükségessé. Így gyakran van szükség devizapiaci intervencióra a piaci árfolyamok kiigazítása érdekében, vagy a csúszó leértékelés ütemének kiigazítására, vagy a tartalékráta módosítására. A tapasztalatok azt tükrözik, hogy ebben az esetben a leghatékonyabb módszer az árfolyam kiigazítása, mivel a monetáris transzmissziós csatornák közül ez a leggyorsabb hatóidejű (gyorsabb, mint a várakozások vagy az összkereslet csatornájéé (Svensson, 1997). Emiatt viszont a szigorú inflációs cél rendszer az árfolyamok és a kamatok erőteljes fluktuációjához vezethet, és így instabilitást okoz a pénzügyi változókban. A másik problémát az jelenti, hogy igen rövid a döntéshozásra rendelkezésre álló idő: a jegybanknak a kitűzött inflációs pályától való legkisebb eltérésre is gyorsan kell reagálnia.
- *A rugalmas inflációs célkitűzéses rendszerben* szélesebb tolerancia sávot alkalmaznak a kijelölt inflációs pálya körül. Ennek az a fő előnye, hogy több időt hagy a döntéshozatalra: annak eldöntésére, hogy a megfigyelt inflációs zavar átmeneti és képes önmagát korrigálni, vagy pedig tartós és ezért be kell avatkozni. A széles sáv lehetőséget ad arra, hogy kevésbé diszkrecionális monetáris politikát alkalmazzon a jegybank. Másfelől azonban a rendszer hatékony alkalmazása megköveteli, hogy egy komplex inflációs modellre alapozva jól meghatározott politikai szabályokat és irányelveket alakítson ki a központi bank.

Még fontosabb jellegzetessége a rendszernek, hogy lehetőséget ad arra, hogy a jegybank a *dezinfláció hosszú távú céljára* koncentráljon. A precízen meghatározott inflációs célpálya körüli szélesebb sávnak ugyanakkor konzisztensnek kell lennie az árfolyam megengedett fluktuációjával. A nagyobb árfolyam rugalmasság egyúttal megnöveli a spekulánsok kockázatát és így javíthatja a tőkebeáramlások kockázati struktúráját.

Mindezen vonások miatt az EU-csatlakozás előtt álló, az EU-val összevetve pozitív növekedési réssel, illetve két számjegyű inflációval rendelkező országok számára sokan az utóbbi *rugalmas rendszert javasolják* alkalmazni. A gyakorlati tapasztalatok szerint a rendszer jól segítheti azt a kiigazítási folyamatot, amelyet mind az EU-, mind az EMU-csatlakozás megkövetel. Az inflációs célpálya megtervezésére a maastrichti követelménnyel konzisztens módon és a reális dezinflációs lehetőségek ismeretében kerülhet sor.

A politika megtervezésének kritikus pontja a *toleranciasáv megválasztása* (Orlowski 1998). A *kezdeti időben*, amíg az infláció nem áll be egy *biztonsággal megőrizhető* szintre, célszerű *viszonylag szűk toleranciasávot* kijelölni. A toleranciasávnak azonban elég szélesnek kell lennie ahhoz, hogy kellő időt hagyjon a bekövetkezett folyamatok felismerésére és a

szükséges döntések meghozatalára. Ugyanakkor elég szűknek is kell lennie annak érdekében, hogy hatékonyan mérsékelje a kamatok és árfolyamok volatilitását.

Ha a rendszer megfelelő működése következtében erősödik a jegybank hitelessége, a jobb előreláthatóság miatt megnöveli a befektetések és a forward valutaügyletek időhorizontját. Ilyen körülmények között a reálkamatok sokkal inkább előre jelezhetővé válnak, ami pozitív hatást gyakorol a bankszektor eszköz-forrás struktúrájának lejáratú összhangjára, miközben a diszkrecionális kamatkiszárazítások jelenlegi rendszeréhez képest átláthatóbbá váló monetáris politika következtében az aszimmetrikus információk okozta problémák is csökkennek.

Amikor az infláció egy biztosabban fenntartható szintre süllyed (ezt általában 5 % körüli értékre teszik), akkor a *toleranciasáv átmenetileg kiszélesíthető* egy olyan szintre, amely kellő rugalmasságot biztosít az EU-csatlakozáshoz is szükséges gazdasági fejlődés igényelte beruházások hitelezésére. Később, az *ERM II-be való belépéskor* azonban fokozatosan *újából szűkíteni kell a toleranciasávot* annak érdekében, hogy a forint euro-hoz való rögzítése minél kisebb megrázkódtatással járjon, elkerülhető legyen az ún. utolsó leértékelés szindrómája. Mivel a toleranciasáv fokozatos szűkítése, a szigorúbb rendszerre való áttérés az ERM-II kínálta széles árfolyamsávval fog együtt járni, elégséges tere marad a gazdaságpolitikának a váratlan aszimmetrikus sokkokhoz történő alkalmazkodásra.

A szakirodalomban Görögország ERM-csatlakozási erőfeszítései kapcsán tárgyalt *utolsó leértékelés szindrómája* elsősorban olyan gazdaságok számára jelent megrázkódtatást, ahol a bankrendszer eszköz-forrás struktúrájában jelentősen eltérő arányt képviselnek a devizaeszközök és források, illetve ahol a magas belföldi kamatok miatt a rövid lejáratú forrásokban jelentősen megnő a devizaforrások aránya, miközben az eszközök zömmel hazai valutában és hosszabb lejáratokra vannak kihelyezve. Ebben az esetben a leértékelés megnöveli az adósságszolgálat terhét és súlyos likviditási zavarokat, kiélezett helyzetben akár válságot idézhet elő a bankrendszerben. Magyarországon a bankrendszer jelenlegi eszköz-forrás struktúrája nem ad okot aggodalomra. 1997-ben a bankok forrásaiban átlagosan 36,8 százalék, eszközeiben pedig átlagosan 32,6 százalék volt a deviza aránya; a devizaforrások összességében 240 milliárd forinttal haladták meg a devizaeszközöket, az eltérés a bankrendszer mérleg-főösszegének tehát alig 5 százaléka.

Az utolsó leértékelés szindróma elkerülhető, ha idejében *rugalmassá válik az árfolyamrendszer* és ezzel a csatlakozáshoz szükséges leértékelődés fokozatosan megy végbe. Ezt a *széles intervenció sáv* és a viszonylag ritka intervenció biztosíthatja.

Ugyanakkor célszerű tűnhet, ha az utolsó leértékelés a *tőkeáramlások átmeneti kontrolljának* erősítésével társul. Bár a tőkeliberalizálás ilyen átmeneti felfüggesztését mind az OECD, mind az EU lehetővé teszi, az eszköz alkalmazása Magyarországon a liberalizálás jelenlegi szintjén komoly veszélyt is hordoz magában, hiszen a már megtett liberalizáció visszavonása megrendítheti a kormány iránti bizalmat. Emellett a tőkepiaci instrumentumok mai kifinomultsága mellett a korlátozások értelme, hatásossága is kérdéses, hiszen viszonylag könnyű és sok esetben csekély tranzakciós költséggel jár az átjárás a különböző tőkeáramlási formák között.

V. AZ ERM-CSATLAKOZÁS FELTÉTELEI ÉS EGYES STRATÉGIAI KÉRDÉSEI

Az ERM-hez, majd később az EMU-hoz történő csatlakozás több területen is módosítást kíván meg a hazai gazdaságpolitikában, valamint a gazdaság szabályozási-intézményi kereteiben. A szükséges változások elsősorban a költségvetési politikát és a monetáris politikát érintik.

1. A konvergencia-kritériumok és a költségvetési politika

A költségvetési fegyelem fontosságát az EMU-ban jól tükrözi az államháztartásra vonatkozó maastrichti konvergencia kritériumok, valamint a Stabilitási és Növekedési Paktumba beépített, a fiskális politika lazaságát büntető szankciók. Az euro-övezethez csatlakozást elősegítő hazai gazdaságpolitikának ezért kiemelt figyelmet kell fordítania arra, hogy a költségvetési kritériumokat teljesítse és stabilitás-orientált költségvetési politikát folytasson.

Milyen érvek szólnak a költségvetési szigor mellett a hagyományos stabilitásorientált és a maastrichti kritériumokkal kapcsolatos vitákban (ld. *Begg (1997), Buitter (1996)*) megfogalmazott érveken túlmenően?

1. Az egységes euro-övezeten belül a költségvetési szigor indokoló legfontosabb tényező *a monetáris és árfolyam-politika autonómiájának megszűnése és alárendelődése az ECB politikájának*. Az ECB elsődleges célja eléréséhez elengedhetetlen a költségvetési hiányok-adósságok növekedéséből eredő monetáris kockázatok minimálisra csökkentése.

Noha ez a szempont az ERM-hez közeledés időszakában még nem érvényesül Magyarország esetében, a monetáris és árfolyam-politika autonómiája jelentősen korlátozódik. Az ERM-be történő belépést megelőzően is korlátozott lesz már az árfolyam-politika alkalmazhatósága az egyensúlyi zavarok kezelésére. A monetáris politika autonómiáját pedig a tőkeáramlások liberalizáltságának foka illetve további liberalizálása, az előre meghatározott árfolyampálya korlátozza. Ezért a belső és külső egyensúly fenntartásában a gazdaságpolitikai eszközök oldaláról növekvő nyomás fog a költségvetési politikára nehezedni.

2. A költségvetési szigor fontosságának megítélésénél figyelembe kell venni azt is, hogy Magyarországot nagyobb valószínűséggel éri *aszimmetrikus sokkok*, mint az euro-övezet országait. Az alkalmazkodásban felerősödik a költségvetési politika szerepe, mivel a magyar gazdaság és az euro-övezet között az aszimmetrikus sokkok kezeléséhez rendelkezésre álló egyéb eszközök (termelési tényezők áramlása, fiskális kompenzálás, stb.) még korlátozottabbak, mint az euro-övezeten belül (erről korábban esett már szó), továbbá mivel a kedvezőbb reálnövekedés mellett erősödhet a reálbér merevsége.

Ebből az következik, hogy a költségvetésnek célszerű lehet középtávon a 3 százalékos hiánynál is alacsonyabb deficit elérését kitűznie, mert ez adna lehetőséget arra, hogy a sokkokhoz történő szélesebb körű alkalmazkodásra a maastrichti kritériumok megszegése nélkül kerülhessen.

3. Az ERM-II-vel kapcsolatosan megfogalmazott vélemény, nevezetesen hogy szemben az ERM-I-gyel a fennálló árfolyamok biztosításában aránytalanul magas teher hárul majd a csatlakozó országokra, szintén a fiskális szigor szükségességét erősíti. A szélesebb

árfolyamsávok ellenére a fennálló árfolyamparitás kikezdésére irányuló *spekulatív támadások valószínűsége nagyobb lesz az ERM-II-ben*, mint volt az ERM-I-ben. A kötött árfolyamok válságával kapcsolatos irodalom a spekulatív támadások különböző modelljeit tartalmazza, amelyek közül a költségvetési politika szempontjából most kettő fontos:

- A valutaválságok első generációs elmélete szerint a kötött árfolyamok feladásának fő oka a makrogazdasági fundamentumok inkonzisztenciája a meghirdetett árfolyampályával, ezen belül a költségvetés túlzott mértékű hiánya.
- A valutaválságok első generációs elmélete szerint a válságok kiváltó oka, hogy a piaci szereplők nem hisznek abban, hogy a gazdaságpolitika képes a meghirdetett árfolyampálya fenntartása érdekében vállalt korlátok teljesítésére és a kötött árfolyam inkonzisztens lesz a fundamentumok várt alakulásával. Ennek nyomán indul meg a spekuláció a valutával szemben, amely önbeteljesítő jellegű lesz és kikényszeríti a kötött árfolyam feladását.

Mindkét megközelítésből az a következtetés vonható le a költségvetési politika számára, hogy önmagában a szigorú, konzisztens költségvetési politika nem garantálja a valutaválság elkerülhetőségét. Ugyanakkor mind a makrogazdasági fundamentumokból, mind a piaci szereplők várakozásaiból eredő válság kockázata csökkenthető a *külső korlátokhoz alkalmazkodó fiskális politika mellett*. Mivel a piaci szereplők tisztában lesznek azzal, hogy az ERM-II és a későbbi EMU-tagságnak egyaránt alapvető előfeltétele az adósság és hiánykritériumok teljesítése és a hazai gazdaságpolitikát ennek kell alárendelni, ezért az ettől való eltérés növelheti az árfolyam-politika módosítására irányuló piaci nyomást és kockázatot.

4. Végül a költségvetési kritériumok teljesítése, sőt esetleges túlteljesítése indokolt a *gazdaság felzárkózásának*, az európai átlagos jövedelmi szinthez történő konvergálásának elősegítése szempontjából is. A konvergencia elengedhetetlen feltétele a magánberuházások növekedése, amihez fontos, hogy a szűkös megtakarításokon belül csökkenő legyen az államháztartás nettó finanszírozási igénye által lekötött nagyság. Továbbá annak érdekében, hogy a felzárkózás folyamatát ne akadályozzák periodikusan visszatérő folyó fizetési mérleg gondok, elengedhetetlen, hogy a költségvetés nettó megtakarítói pozíciója stabil szinten maradjon. Különösen fontos ez annak figyelembe vétele mellett, hogy a hazai és EU átlagos reál GDP növekedési ütemek közötti eltérés a hazai valuta reálfelértékelődésével párosul majd, aminek külső egyensúlyra gyakorolt hatását is mérsékelheti a szigorú fiskális politika.

Figyelembe véve a felsorolt tényezőket, a gazdaságpolitikának az ERM-tagság eléréséhez és a későbbi EMU-tagsághoz elengedhetetlen reál konvergencia biztosítása érdekében is szigorú költségvetési politikát kell folytatnia. Ha összevetjük a maastrichti kritériumokat a hazai államadósság és államháztartási egyenleg mutatóival, akkor első pillantásra úgy tűnhet, hogy nincsen szükség jelentősebb alkalmazkodásra, hiszen az államadósság tartósan csökken és a hiány sem haladja meg 1,5 százalékponttal a limitet. A magyar gazdaságnak sokkal kisebb mértékű (és időben jobban elosztott) alkalmazkodásra van szüksége a kritériumok teljesítése érdekében, mint amekkorára a dél-európai államoknak, vagy egyes súlyosan eladósodott országoknak volt (van) szükségük.

A látszólag kedvező induló helyzet mellett azonban több tényező nehezítheti a sikeres alkalmazkodást:

- a) Az EU-tagság megkövetelte harmonizációs folyamat nagy valószínűséggel csak a fiskális bevételek csökkenésével mehet végbe, miközben az országra háruló kötelezettségek

teljesítése a kiadások növekedését idézik elő. Ezért a tagság elnyerése érdekében tett lépések - *ceteris paribus* - kedvezőtlenül érintik az elsődleges egyenleget.

- b) Azt is figyelembe kell venni, hogy az infláció csökkenése általában kedvezőtlenül érinti az államháztartást, mivel addicionális alkalmazkodásra kényszeríti. Az infláció mérséklése nyomán növekedhet a kamatkidadások reálértéke, de - a kiadási oldal merevsége, az anticipált infláció miatt - már az elsődleges egyenlegre is kedvezőtlen hatást gyakorolhat a deflációs folyamat.

Az említett tényezők növelhetik a költségvetési alkalmazkodás mértékét és nehezítik a maastrichti kritériumok teljesítését.

2. Elvárások a monetáris és felügyeleti intézményrendszerrel szemben

2.1. A jegybanki függetlenség erősítése

Az EMU működésének egyik fő pillére a monetáris hatóság, a jegybank függetlensége. Ez az intézményi biztosítéka annak, hogy a közös monetáris politika elsődleges célja, az árszínvonal stabilitása semmilyen körülmények között sem szenvedhessen csorbát. A független jegybank és monetáris politika intézményi és személyi feltételeit a jegybanktörvény teremti meg. A szakirodalom és annak nyomán az EU monetáris intézete, az EMI a következő kritériumok alapján minősíti a jegybanki függetlenséget: 1. az *intézményes függetlenség*: a törvényben megszabott elsődleges célkitűzés; 2. a *funkcionális függetlenség*: a monetáris politika alakítása során élvezett függetlenség; 3. a *pénzügyi függetlenség*: a közösségi szektornak nyújtott hitellehetőségek tilalma, valamint a jegybank pénzügyi függetlensége; 4. a *személyi függetlenség*: a jegybankelnök státusza és a jegybanki vezetők kinevezésének módja, időtartama.

Bár az MNB-törvény az eddigiekben is a jegybanki függetlenség követelményének figyelembe vételével került kialakításra, az Európa Bizottságnak a magyar csatlakozási kérelemről 1997-ben alkotott véleménye és más szakértők megítélése¹¹ szerint néhány ponton még nem tesz ennek maradéktalanul eleget.

Intézményi függetlenség. Mivel a maastrichti egyezmény 105 (1) bekezdése szerint az ESCB elsődleges célja az árstabilitás fenntartása, az EU tagállamok és a csatlakozni kívánó országok jegybank-törvényeiben ezt elsődleges célkitűzésként egyértelműen meg kell fogalmazni. A hatályos MNB-törvényben ez nem teljesen egyértelmű, mivel ott "a nemzeti fizetőeszköz belső és külső vásárlóerejének védelme" van megjelölve az MNB alapvető feladatául, ami - bár tartalmában az árstabilitás fenntartását jelenti - az EMI által megfogalmazott szigorú értelemben nem tükrözi egyértelműen annak elsődlegességét.

Funkcionális függetlenség: a monetáris politika kialakítása és végrehajtása. A maastrichti egyezmény 105 (2) bekezdése értelmében az ESCB támogatja a Közösséget az általános gazdaságpolitikában, amennyiben ezzel *nem sérti* az árstabilitás célkitűzését. Ugyanakkor

¹¹ Vö. *European Commission* (1997), *Radzyner - Riesinger* (1997), *Horváth - Dvorsky - Backé - Radzyner* (1997) és *Backé - Radzyner* (1998)

további rendelkezések megtiltják, hogy az ECB, az egyes nemzeti központi bankok, valamint döntéshozó testületük tagjai *instrukciókat kérjenek vagy fogadjanak el* bármely közösségi, illetve tagállami kormányzati intézménytől vagy azok testületétől. Hasonlóan tiltott, hogy a bármely külső erő, így pl. kormányok, vagy parlamentek *aktívan befolyást gyakoroljanak* az ECB vagy a *nemzeti központi bankok testületeiben*, azaz nem adhatnak utasítást, nem hagyhatják jóvá és nem függeszthetik fel, illetve halaszthatják el döntéseiket, határozataikat nem vizsgálhatják felül, nem folytathatnak előzetes konzultációkat tervezett döntéseikről és szavazati joggal nem vehetnek részt döntéshozó testületeik munkájában. Kölcsönös konzultáció természetesen lehetséges (sőt, kívánatos is) a nemzeti bankok és kormányok/parlamentek között abból a célból, hogy bizonyos politikai párbeszédet biztosítson a monetáris és politikai hatóságok között.

A maastrichti egyezmény értelmében a jegybanki függetlenség fontos feltétele, hogy saját felelősségükre határozzák meg a monetáris politikát és megvalósítása módját, ami magában foglalja a közbülső célokra, a kulcs kamatlábakra és a tartalékokra vonatkozó döntéseket, valamint a megvalósításukat szolgáló irányelveket.

A fentiek tükrében az MNB-törvény néhány rendelkezése is sértheti a jegybank függetlenségét a monetáris politika önálló alakítása és végrehajtása terén az EMU szempontjából.

- Az leginkább kritikus pont a magyar törvény azon kitétele, hogy "az MNB a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel *támogatja a Kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását*" (3. §). Mivel nincs hozzáfűzve, hogy ez az elvárás csak akkor érvényes, amennyiben nem sérti az MNB-t elsődleges célját, az árstabilitást, a megfogalmazás inkonzisztens a jegybanki függetlenség követelményével.
- A *Kormány és az MNB közötti kapcsolat* sem teljesen egyértelműen szabályozott a magyar törvényben a jegybanki függetlenség szempontjából. A kormányprogram és a monetáris politikai irányelvek kölcsönös véleményezése, illetve a különböző testületi üléseken való részvétel és az információcsere összhangban áll a jegybanki függetlenség EMI szerinti értelmezésével. Aggályt vethet föl ugyanakkor, hogy a 43. §. alapján nem egyértelmű, vajon az MNB-nek *kötelezettsége-e* a konzultáció a Pénzügyminisztériummal a monetáris politika kérdésében, vagy csupán lehetősége. A kérdés élét esetleg tompíthatja, hogy törvény egyértelműen kimondja, hogy a Jegybanktanács ülésére a Kormány képviselőjét "tanácskozási joggal" kell meghívni, tehát szavazati joga nincs.¹² Ugyancsak aggályos lehet a 44. §-a, amely előírja, hogy a Kormány - az Országgyűlésnek történő bemutatás előtt - *állást foglal* a monetáris politikai irányelvekről, mivel ez ellentétes azzal az EMU-szabállyal, hogy a központi bankok nem folytathatnak előzetes konzultációkat tervezett döntéseikről a kormánnyal és a Parlamenttel.
- Bár a magyar jegybanktörvény általában megadja a lehetőséget arra, hogy az MNB maga határozza meg a monetáris politika megvalósítását szolgáló eszközöket, az árfolyampolitikát illetően korlátozott az autonómiája, hiszen a hatályos MNB-törvény 13. §. (2) bekezdése szerint "az árfolyamok megállapításának, illetőleg befolyásolásának rendjét a Kormány az MNB-vel egyetértésben állapítja meg". Szigorúan értelmezve az EMU

¹² Ezt azért kell hangsúlyozni, mert van olyan felvetés, mely szerint ez nem egyértelmű a magyar törvényben, vö. *Radzyner - Riesinger* (1997) 66. o.

politikáját, ez a rendelkezés sértheti a jegybanki függetlenség elvét. Bár az árfolyampolitikát illetően az EMU-ban is elismerik a pénzügyminiszterekből álló tanács illetékességét az ECB mellett, ott a központi bank számára egyértelműen a *belső* árstabilitás célját határoztak meg, szemben Magyarországgal, ahol a külső árstabilitás is célként szerepel.

Pénzügyi függetlenség. A pénzügyi függetlenségnek két oldala van. Az egyik - a maastrichti egyezményben tételesen is megfogalmazott - követelmény, hogy a *közösségi szektor hitelezését lehetőségét* minden módon zárja ki a törvény. A másik oldala a kérdésnek magának a jegybanknak a költségvetési függetlensége, azaz, hogy biztosítottak-e a megfelelő pénzügyi eszközök ahhoz, hogy a kormány szervektől függetlenül elláthassa feladatát.

A maastrichti egyezmény 104 (1) bekezdése megtiltja, hogy a jegybankok bármilyen hitellehetőséget nyújtsanak - beleértve a folyószámlahitelt is - a központi kormányoknak, illetve szerveinek, a helyi vagy más közösségi hatóságoknak, továbbá, hogy közvetlenül adósságeszközöket vásároljon tőlük. Bár explicit módon csak a direkt hitelezés van megtiltva, indirekt hitelezésre - pl. állami értékpapír vásárlásra a másodlagos piacon - kizárólag monetáris politikai céllal kerülhet sor. A hatályos MNB-törvény igen akkurátusan szabályozza a jegybank és az államháztartás kapcsolatát, és egyetlen kivétellel megfogalmazott bekezdéstől eltekintve meg is felel a függetlenségi követelménynek. A kivételt korlátozott mértékű és időtartamú *likviditási hitel* nyújtásának a 19. § (4) bekezdésben megadott lehetősége jelenti.

Az MNB költségvetési függetlenségét illetően is vetődhetnek fel kérdések. Noha a jegybank jól szabályozott módon befizeti a tartalékképzés után fennmaradó nyereségét, a veszteségeket pedig a költségvetés állja, aggályos lehet az, hogy a nyereségelvonás mértékét előre beépítik a költségvetési törvénybe. Ugyancsak problémát jelenthet az MNB által a költségvetés jegybanki számlája után fizetendő kamat megállapításának módja is.

Személyi függetlenség. A legfontosabb monetáris döntéshozó testületek tagjainak személyes függetlensége az egyik legalapvetőbb előfeltétele a jegybankok függetlenségének. A személyi függetlenséget a jegybanki vezetők kinevezési-visszahívási rendje (beleértve a kinevezés időtartamát), a velük szemben támasztott szakmai követelmények és az összeférhetlenségi szabályok biztosíthatják. Ez utóbbi az EMI értelmezésében azt a követelményt támasztja a jegybanki döntéshozó testületek tagjaival szemben, hogy ne gyakorolhassanak olyan egyéb funkciót, amely érdekkonfliktust idézhet elő.

A kinevezésekkel kapcsolatos alapvető követelmény, hogy időtartamuk hosszabbak legyenek a választási ciklusnál. Az MNB-törvény módosítása nyomán az alelnököket az elnökhöz hasonlóan hat évre nevezik ki, de a jegybanktanács külső tagjainak mandátuma továbbra is három évre szól. A jelölés és kinevezés rendje, valamint a megfogalmazott követelmények kielégítően biztosítják a bank felső vezetőinek a személyi függetlenségét. Kérdéses azonban, hogy a jegybanki vezetők elmozdításának törvényi szabályozása megfelel-e a függetlenségi követelményeknek.

A legnagyobb problémát az *összeférhetlenségi szabályok hiányossága* jelentheti. Míg az elnökre, alelnökökre és igazgatóság tagjaira megfelelő előírások vannak arra nézve, hogy semmilyen más szervezetben nem létesíthetnek munkaviszonyt, addig a jegybanktanács külső tagjaira csupán a hitelintézeti kapcsolat van kizárva, miközben más gazdasági szervezettel és kormány szervvel állhatnak munkaviszonyban, illetve lehet ilyenekben funkciójuk (egyedül a

pártfunkciót tiltja a törvény). Az összeférhetetlenség laza szabályozása lehetővé teszi, hogy a jegybanktanács tagjául kormányzati funkciót viselő személyt válasszanak meg, ami a jegybanki függetlenség szempontjából nyilvánvalóan ellentétes a maastrichti egyezmény szellemével, hiszen így akarva-akaratlanul sérülhet a kormányzattól való függetlenség. Az EMU-csatlakozásig szigorúbb összeférhetetlenségi szabályokat kell hozni a jegybanktanács külső tagjaira vonatkozóan is.

Az EU-gyakorlat alapján erre több lehetőség is kínálkozik. Az egyik, amikor a vezető testületekben részt vevő kormányzati tisztviselők nem kapnak szavazati jogot (Spanyolország). Ilyen megoldás esetén azonban sérülne a jegybanktanácsban kialakított belső-külső arány. Ennél ésszerűbb lehetőség annak előírása, hogy a külső tagok kizárólag a tudomány képviselői lehetnek (Görögország), ami az eddigi magyar gyakorlattól sem áll távol.

Szükséges törvénymódosítások. Összességében elmondható, hogy az EMU által megkövetelt jegybanki függetlenség az MNB-törvény viszonylag kevés pontját érintő módosításokkal elérhető. A fontosabb *módosítandó rendelkezések* a következők:

- a Kormány gazdaságpolitikájának támogatásáról szóló rendelkezés kiiktatása, esetleg módosítása (2. §)
- a központi költségvetésnek átmeneti likviditási hitel nyújtására szóló lehetőség megszüntetése (19. § (4))
- a Kormány és az MNB kapcsolatát érintő rendelkezések finomítása (43. és 44. §)
- a jegybanktanács külső tagjai kinevezési időtartamának hosszabbítása (57. § (4))
- az összeférhetlenségi szabályok szigorítása a jegybanktanács külső tagjainál, az összeférhetetlenség kiterjesztése a kormányzati, illetve gazdasági (nem csak hitelintézeti) szervezetenél betöltött funkciókra (70. §)

A jegybanki függetlenséggel kapcsolatos harmonizációt szolgáló törvény-módosításokat az EU-csatlakozás várható időpontjáig el kell végezni. Bár vannak példák arra, hogy az EMU-hoz nem csatlakozó EU tagországok haladékot kaptak a teljes jegybanki függetlenség megteremtésére (ld. Nagy-Britannia), a jövőben csatlakozó országokkal szemben feltehetően szigorúbb elvárásokat érvényesítenek. Az is a módosítások korai megtétele mellett szól, hogy az MNB-törvény már ma is igen közel áll a jegybanki függetlenség követelményének teljesítéséhez, és a szükséges módosítások többsége nem áll távol az eddig folytatott gyakorlattól.

2.2. A monetáris eszközök harmonizálása

Az EMU-hoz való közeledés fontos feltétele, hogy a *monetáris politikai cél- és eszközrendszer* mielőbb megközelítse az ott alkalmazottakat. Ennek Az MNB-törvény módosítása mellett a monetáris politika eszközrendszerét is fokozatosan közelíteni kell az EMU-ban kialakuló gyakorlathoz annak érdekében, hogy az MNB felkészülhessen az ECB monetáris politikai döntéseinek alkalmazására.

A hazai monetáris politikában jelenleg alkalmazott eszközrendszerben a fő problémát a *kötelező tartalék mértéke* jelenti, mivel az jóval magasabb annál, amit a jelenlegi elképzelések szerint az EMU megfelelőnek tart. A kötelező tartalékráta mérséklése nemcsak a csatlakozáshoz szükséges harmonizáció szempontjából kívánatos, hanem a hazai bankrendszer nemzetközi versenyképessége is fontossá teszi, hiszen a mai mérték jelentősen megdrágítja a pénzügyi közvetítés költségét. Az effektív tartalékolás csökkentésének a bankok likviditására gyakorolt hatását piaci eszközökkel kell ellentételezni, ami viszont a reálkamatok emelkedéséhez vezet és növeli a költségvetés terheit. A bankrendszer és a költségvetés közötti jövedelemátcsoportosítás hatásainak időbeli elnyújtására - és így a sokszerű hatás elkerülésére - a tartalékráta fokozatos csökkentése ad módot, ami a mérséklés mielőbbi megkezdését teszi szükségessé.

2.3. A pénzügyi intézményrendszer stabilitása, a felügyelet függetlensége

Az EMU elsődleges céljának, a monetáris stabilitásnak a megteremtéséhez a pénzügyi intézmények és piacok stabilitására is szükség van. Ebből a szempontból kiemelkedően fontos, egyúttal a pénzügyi intézményeket felügyelő hatóságok függetlenségét is érintő kérdés a *problémás bankok kezelése*, ennek során a *felügyeleti hatóság viselkedése*.

A független szakértőkből létrejött European Shadow Financial Regulatory Committee (ESFRC) nem véletlenül ebben a kérdéskörben bocsátotta ki első állásfoglalását ez év júniusában. Az EMU követelményrendszerét szem előtt tartva tesznek ajánlást arra vonatkozóan, hogy a hatóságok milyen magatartást tanúsítsanak, illetve milyen eljárást folytassanak a problémás bankokkal kapcsolatban. (ld. pl. *The Banker* 1998. augusztus). A szakértőcsoport szerint a felügyelet legfontosabb feladata, hogy világos, *előre specifikált eljárásokat* dolgozzon ki a korai beavatkozásra és restrukturálásra vonatkozóan (Structured Early Intervention and Restructuring, SEIR) annak érdekében, hogy még a fizetőképtelenség előtt kezelhetőek legyenek a problémák.

Az SEIR alapja, hogy előre specifikált tőke-szintekre előre meghatározott indékedésekre kerüljön sor. Így pl. az első jelzésnél a hatóság átvilágításnak veti alá a bankot, a második jelzésnél szigorú korlátozások lépnek életbe a bank tevékenységére és az osztalékfizetésre vonatkozóan, a harmadik jelzésnél pedig a bank eszközeinek és üzleteinek eladását kell szorgalmaznia a felügyeletnek. Amikor a bank tőkéje 0-ra csökken, vagy annak közelébe kerül, *a bank azonnali bezárását és felszámolását* kell kezdeményezni. A pénzügyi rendszer stabilitása miatt az is fontos, hogy a felszámolási eljárása során a hitelezők kielégítési rendje előre részletesen specifikálva legyen, és ebben a likviditási fok legyen a fő szempont. Így célszerű első helyre sorolni az O/N bankközi hiteleket, ezt követhetik a látra szóló betétek, majd a lekötött betétek. A javaslat kiemelt fontosságúnak tartja, hogy a *központi bank csak kivételesen és kizárólag átmeneti likviditási zavar esetén nyújtson hitelt* a bajba került banknak, inszolvenca esetén azonban ezt ne tegye meg.

Annak, hogy a problémás bankok kezelése a pénzügyi rendszer stabilitásának céljával összhangban történjen, ugyancsak fontos előfeltétele, hogy a kormány semmilyen körülmények között *se védje meg a tulajdonosokat és hitelezőket* a kötelező betétbiztosítási rendszerben foglalt kötelezettségeken túl. A beavatkozási rendszer és a felszámolási eljárás integritása érdekében arra is szükség van, hogy a *felügyelet független legyen minden nemű politikai befolyástól*.

A *hatályos magyar hitelintézeti törvény* a korai beavatkozás tekintetében hasonlóan szigorú szabályokat rögzít, mint amelyek az ESFRC ajánlásaiban megfogalmazódnak. Az első komolyabb beavatkozási pontot a 6 százalékos tőke-megfelelési mutató jelenti, amikor - egyebek mellett - helyreállítási tervet készíttethet az intézménnyel, korlátozhatja az osztalék kifizetését, egyes tevékenységek végzését, stb. A második beavatkozási pont a 4 százalékos tőke-megfelelési mutató, amikor a csődeljárást helyettesítő ún. kivételes intézkedéseket tehet, beleértve nem banküzemi célú eszközök értékesítését, a kötelezettségvállalások illetve teljesítések megtiltását, a felügyeleti biztos kirendelését, a tulajdonosok felszólítását a tőkehelyzet rendezésére, illetve szavazati joguk felfüggesztésére, stb.

Ha direkt módon nincs is a törvényben kimondva, mikor kell a felügyeletnek a felszámolási eljárást megindítania, az egyes intézkedések időtartamára megadott határidők (egy év + hat hónapos hosszabbítás) *elvileg* behatárolja a működőképesség biztosításához rendelkezésre álló időt. Így tehát valójában a 4 százalékos tőke-megfelelési mutató elérése *elvileg* lehetőséget ad a felügyeletnek a felszámolás kezdeményezésére, amennyiben záros határidőn belül a tulajdonosok nem állítják helyre a pénzügyi intézmény tőkepozícióját.

Az eddigi gyakorlatban mégis néhányszor sor kerülhetett a bajok nem időben történő észlelésére illetve a beavatkozás halogatására (ld. például a Postabank, vagy a Reálbank esetét), ami mögött - a szakmai gyengeségek mellett - az önálló cselekvés kormányzati függőségből fakadó hiánya is felfedezhető. A felügyeletnek adott "fogak" az eddigiekben nem bizonyultak elegendőnek arra, hogy a problémás bankok időben fennakadjanak a szűrőn, és a rendezésre illetve - végső esetben - a felszámolásra minél kisebb veszteség mellett kerülhessen sor.

Ha azonban csupán a jogszabályi feltételekből indulunk ki annak megítéléséhez, hogy vajon a felügyelet az adott keretek között alkalmas-e arra, hogy a pénzügyi intézmények stabilitásának védelmével a monetáris stabilitást szolgálja, akkor is találhatunk gyenge pontokat. A legfontosabb az, hogy az ÁPTF-ről szóló 1996. évi CXIV. törvény *nem biztosítja kellően a felügyelet függetlenségét a politikától*. A Kormány felügyelete alatt működő intézmény ugyanis még akkor sem mentesülhet a politikai befolyás alól, ha elnökét és helyetteseit hat évre nevezi ki a miniszterelnök, tehát működése túlnyúlik a választási cikluson. A felügyelet kinevezett vezetői például akkor is felmenthetőek, ha "tevékenységével a Felügyelet működését veszélyeztetik", ami meglehetősen puha kategória.

Az EMU támasztotta függetlenségi követelmények és a pénzügyi stabilitás biztosítása miatt ezért megfontolandó lenne az ÁPTF-nek is hasonlóan független státuszt adni, mint ami az MNB-nek van. A másik - egyéb szempontokból is ésszerű - megoldás az lenne, ha az ÁPTF az MNB szerveként, annak felügyeleti részlegeivel együttműködve végezné tevékenységét. A felügyelet működésének ugyanis igen komoly konzekvenciái lehetnek a monetáris hatóságra, annak "végső hitelező" szerepe miatt, még akkor is, ha az MNB megpróbálja elkülöníteni az inszolvenca és illikviditás jelenségeit.

3. Az ERM-II-be való belépés stratégiai kérdései

Az előnyök és veszélyek mérlegelése alapján a szakirodalomban az az ajánlás fogalmazódik meg, hogy az EU-csatlakozás előtt álló országoknak csak megfelelő *felkészülést követően*, az ERM-II bevezetése után mintegy két évvel célszerű belépniük a rendszerbe. Akkor, amikor a makrogazdasági alapok már elég stabilak, amikor a pénzügyi intézményrendszer és a

bankfelügyeleti ellenőrzés már kellően erős, és amikor a belépés már kevésbé növeli a nemzeti valuták volatilitását, valamint a monetáris politika autonómiája is megfelelő mértékű (Orlowski, 1998, Wyplosz, 1997). Ebben az esetben gyorsan jelentkezhet a rendszerhez tartozás fő előnye, a bérek és árak indexálásából fakadó inflációs nyomás mérséklődése. A túl korai belépés azonban veszélyekkel is járhat: felerősítheti ezen országok valutájának volatilitását, mivel a kezdeti időszakban még bizonytalan, hogy milyen stabil lesz az euro.

Az ERM-II-be való belépés konkrét időpontjától függetlenül is szükséges az EMU-hoz való közeledés általános stratégiájának mielőbbi kidolgozása és azok érvényesítése a csatlakozási tárgyalások során. A főbb stratégiai kérdések a következők:

- Az egyik fontos stratégiai kérdés, miként érvényesíti majd az ECB az ún. *biztonsági záradékot*, azaz azt a lehetőséget, hogy felfüggeszse az intervenciót és finanszírozást olyan esetekben, ha az veszélyeztetné az árstabilitás célját.
- Másik fontos tárgyalási kérdés annak tisztázása, hogy miként dolgozható ki az árfolyam-monitoring szabályainak egy olyan rendszere, amely teljesen átlátható és összhangban áll egyfelől az EU és ECB preferenciákkal, másfelől Magyarország árfolyam- és dezinflációs politikájával.
- További fontos probléma, milyen eljárással határozzák meg *a valuták kétoldalú rögzítését az ERM II keretében*. Az ERM II - az ERM I-től eltérően - az out-ok és az ECB közötti bilaterális valuta-megállapodásokon alapul, amelyet az "out"-ok jegybankelnökei, valamint az ECB és az Európa Bizottság hoznak meg. Bár az árfolyamok kellő flexibilitásának biztosítása érdekében várhatóan fennmarad a jelenlegi +/- 15 %-os sáv szélesség, az egyes valuták esetében szűkebb sáv is kialakítható, amennyiben a konvergencia folyamatában előrehaladás következik be. A sáv szűkítése annak demonstrálására ad lehetőséget, hogy az ország közelebb került az EMU megkövetelte kritériumokhoz és ezért csökkent az árfolyam-ingadozás mértéke.
- A sáv szélesség esetleges csökkentésének kérdése felveti azt a dilemmát, hogy a hivatalos sávot célszerű-e szűkíteni, vagy egy fokozatosan szűkülő *nem publikus belső sávot* érdemes inkább kialakítani. Az utóbbi megoldás mellett szóló érv, hogy a devizapiacoknak elegendően rugalmas árfolyamot biztosító széles publikus sáv csökkentené a reálértékelődésre vonatkozó várakozásokat, és így mérsékelné a forint elleni spekulatív támadások kockázatát. A fokozatos sáv szűkítés mindkét megoldása alkalmas ugyanakkor arra, hogy, amennyiben a rugalmas inflációs cél rendszere bevezetésre kerül, az inflációs cél tolerancia-sávja szűkíthető legyen, és így konvergálhasson az EMU-ban követett monetáris politikához.
- Már az ERM-II-be való belépés előtt több fontos monetáris politikai kérdés is megoldásra vár. Az egyik, hogy miként mérsékelhető *a külföldi és a belföldi kamatok közötti különbség* úgy, hogy a belső keresletszabályozás se csorbuljon. Mint már az előző részben szó volt róla, a szakirodalomban egyre többen érvelnek a *közvetlen inflációs célkitűzés rendszere* mellett, amely sokkal inkább lehetőséget nyújt arra, hogy a kamatkülönbség egyensúlyi szinten alakulhasson ki, mint az árfolyamalapú, közvetlen kamatcéllal operáló rendszerekben.
- Végül az EMU-csatlakozás közeledtével újra kell gondolni a *devizatartalékok szintjét*. A devizatartalékok csökkentése mellett szól egyrészt annak inflációs hatása, másrészt az,

hogy az EMU-ban ez a feladat az ECB-re hárul. A tartalékok mérséklése egyúttal szükségessé teszi a kamatkülönbözet csökkentését, a tőkebeáramlás ösztönzöttségének enyhítését. Ugyanakkor a tartalékok csökkentése ellen szól a valuta elleni támadás és az árfolyamrendszerből való kiesés veszélye.

HIVATKOZÁSOK

- Alogouskoufis G.- R. Portes (1998):** "The Euro, the Dollar and the International Monetary system". In: *P.Masson- Th. Krueger- B. Turtelboom* (ed.): EMU and the international monetary system. *IMF 1998. Washington*
- Backé - Radzyner (1998):** The introduction of the euro: Implications for Central and Eastern Europe - The case of Hungary and Slovenia. *Oesterreichische Nationalbank. Focus on Transition 1/1998.*
- Bayoumi T.-E.Prasad(1995):** Currency unions, economic fluctuations and Adjustment: some empirical evidence. *CEPR Discussion Papers 1995/1172*
- Begg D.(1997):** On the design of EMU. *IMF Working Paper 1997/99. Washington. DC.*
- Bergsten F.(1998):** "The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation" In: *P.Masson- Th. Krueger- B. Turtelboom* (ed.): EMU and the international monetary system. *IMF 1998. Washington*
- Berrigan J.- Carre H. (1998):** "Exchange arrangement between the EU and the countries in Eastern Europe, the Mediterranean and the CFA Zone". In: *P.Masson- Th. Krueger- B. Turtelboom* (ed.): EMU and the international monetary system. *IMF 1998. Washington*
- Canzoneri M.- Nolan C.- Yates A.(1996):**"Mechanisms for achieving monetary stability: Inflation targeting versus the ERM" *Journal of Money, Credit and Banking 1996/2*
- CEPR (1992):** The road to EMU: managing the transition to the single currency. *CEPR, London, 1992.*
- Clarida(1997):** Monetary policy rules in practice. Mimeo.
- Dornbusch R. et all. (1998):** "Immediate challenges for the ECB" *Economic Policy 1998/6*
- Fatas C.(1997):** "Countries or regions? Lessons from the EMS experience". *European Economic Review 1997/may*
- Frenkel J. - A. Rose (1997):** "Is EMU more justifiable ex post than ex ante." *European Economic Review 1997/may*
- De Grauwe P. (1994):** The economics of monetary integration. *Oxford Univ Press 1994*
- De Grauwe P.(1998):** "Exchange rate arrangements between the ins and out., .In: *P.Masson- Th. Krueger- B. Turtelboom* (ed.): EMU and the international monetary system. *IMF 1998. Washington*
- EMI(1997):** The single monetary policy in EMU. *EMI, Frankfurt*
- European Commission (1997):** Commission opinion on Hungary's Application for Membership of the European Union. Brüssel.

- Gaynor K. B. - E. Karakitsos (1997):** Economic convergence in a multispeed Europe. *Macmillian Press Ltd.*
- Giavazzi - Torres (1993) :** The Transition to Economic and Monetary Union in Europe. 1993. *Cambridge University Press, New York.*
- Goodhart Ch. (1996) :** "European monetary integration" *European Economic Review 1996,40*
- Goodhart Ch.(1995):** "The political economy of monetary Union" In: *P.Kenen: The macroeconomics of open economy. Princeton Univ. Press.*
- de Grauwe P. (1996):** "The economics of convergence: Towards monetary Union in Europe" *Weltwirtschaftliches Archiv 1996/1*
- Horváth - Dvorsky - Backé - Radzyner (1997):** EU opinions - The qualifying round for applicants.. *Oesterreichische Nationalbank. Focus on Transition 2/1997.*
- Horváth Ágnes- Szalai Zoltán(1997):** Gazdasági és Monetáris Unió. *MNB Műhelytanulmányok 12. Budapest 1997*
- Lowe P. (1997):** Monetary policy and inflation targeting. Proceedings of a conference *Alken Press Australia 1997*
- Masson P.- Savastano M.- Sharma S. (1997):** The scope for inflation targeting in developing economies. *IMF Working Paper 1997/130*
- Masson P. - B. Turtelboom (1997) :** Characteristics of euro, EMU. *IMF Working Paper 1997/58*
- Masson P. (1997):** EMU and the international monetary system. *IMF Working Paper 1997/140*
- McCauley R.- White W.(1998):** "The euro and the European financial markets" In: *P.Masson- Th. Krueger- B. Turtelboom (ed.): EMU and the international monetary system. IMF 1998. Washington*
- Mishkin, F. (1997):** The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers. In: *Maintaining financial stability in global economy. The Federal Reserve Bank of Cansas.*
- Orlowski, L. T. (1998):** Exchange rate policies in Central Europe in response to the EMU. *Institute for Economic Reseach Halle. Discussion Paper. May 1998*
- Pauer F. (1997):** "Will asymmetric shock pose a serious problem in the EMU?" In *Oesterreichische Nationalbank Working papers 23. Vienna.*
- Persson T.- Tabellini G.(1996):** "Monetary Cohabitation in Europe" *Swiss Political Science review 1996/1, 183-188p.*

Prati A.- Schinasi G (1998): "EMU and international capital markets: structural implications and risks" In: *P.Masson- Th. Krueger- B. Turtelboom* (ed.): EMU and the international monetary system. *IMF 1998. Washington*

Radzyner, O. - S. Riesinger (1997): Central bank independence in transition. . *Oesterreichische Nationalbank. Focus on Transition 1/1997.*

G. Scinarri - A. Prati(1998): EMU and international capital mobility. *Mimeo, MTA VKI*

Svensson, L. (1997): Inflation targeting in an open economy: strict or flexible inflation targeting. *Reserve Bank of New Zealand. Discussion Paper G97/8.*

Szalai Z.(1998): Értékpapírbefektetés az EU-ban. *MNB Műhelytanulmányok 14.* Budapest, MNB

Wyplosz, Ch. (1997): Monetary policy options for the "outs". In: Monetary policy in transition in East and West. *Oesterreichische Nationalbank.*

FÜGGELÉK

Táblázat. Az EU és az USA növekedési ütemei és nyitottsági mutatói százalékban

	EU	EU	USA	USA
	növekedés	nyitottság	növekedés	nyitottság
1971-1975		20,7		13,5
1976-1980		24,5		18,1
1981-1985		22,5		18,9
1986	2,8	21,9	2,9	17,8
1987	2,9	20,7	3,1	18,7
1988	4,1	20,6	3,9	19,9
1989	3,5	21,3	2,5	20,4
1990	3	20,5	0,8	20,9
1991	3,4	19,6	-1,2	20,8
1992	1	18,7	3,3	20,4
1993	-0,8	21,1	2,4	20,7
1994	2,5	22,3	3,3	21,6
1995	2,3	22,5	2	23,1
1996	1,6		2,4	

Forrás: Bergsten(1998)

Táblázat. Az egyes valutákban végrehajtott kamat- és devizaswappok értéke Mrd. USA dollárban, 1995-ben

	Összeg	Új swapok
Kamatswap	12810,7	8698,8
US dollár	4371,7	2856,5
Yen	2895,9	2259,3
EU valuták:	4620,9	3160,9
Német márka	1438,9	984,5
Francia frank	1219,9	1113,5
Font sterling	854	433,4
Devizaswappok	2394,8	910,2
US dollár	837,8	307,9
Yen	400	164,5
EU valuták	684,7	248,1
Német márka	238	78,1
Francia frank	81,4	41,6
Font sterling	91,5	23,4

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

Táblázat A befektetési alapok adatai 1996-ban (Nettó eszközök (USD Mrd.-ban)

	Részvény	Kötvény	Pénzpiaci	Összes
EU	366,74	533,9	496,3	1396,9
USA	1532,4	741,8	817,6	3091,9
Japán	119,1	189,4	102,2	410,7
Alapok száma				
EU	7136	4436	1912	13484
USA	2611	2390	995	5996
Japán	4118	2060	15	6193

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

Táblázat. A külföldi devizaadósság aránya a teljes államadósságban az egyes gazdaságokban, százalékban

	Devizaadósság	Év
EU államok		
Ausztria	21,7	1995
Franciaország	1,8	1995
Németország	0,01	1995
Olaszország	12,9	1996
Nagy Britannia	5,3	1995
Észak-Amerika		
Kanada	4	1996
Mexikó	89	1996
USA	0	1996
Japán	0	1996

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)