

Pénzügykutató Rt

# **Az EMU kialakulásának rövid- és középtávú következményei a magyar gazdaság számára**

***Gáspár Pál és Várhegyi Éva***

**Budapest 1998 október**

## Tartalomjegyzék

<b>Bevezetés</b>	<b>3</b>
<b>I. Az egységes euro övezet kialakulásának növekedési és makrogazdasági hatásai az Európai Unióra</b>	<b>5</b>
<b>II. Az euro kialakulásának hatása a nemzetközi árfolyammozgásokra</b>	<b>8</b>
<b>II.1. A keresztárfolyamok alakulására jelenleg ható tényezők</b>	<b>8</b>
<b>II.2. Milyen irányban változik az egyes valuták nemzetközi súlya és a keresztárfolyamok az euro kialakulását követően?</b>	<b>13</b>
1. Az euro övezet relatív gazdasági ereje a dollárhoz és a yenhez képest	13
2. Átrendeződések a nemzetközi portfóliók devizaszerkezetében	15
3. A hegemon valuta előnyei	18
4. Az Európai Központi Jegybank státusza és monetáris politikai preferenciái.	19
5. Az egységes valuta alulértékelt szinten történő megteremtése.	21
6. Az EMU-n belül követendő várható gazdaságpolitikai mix.	22
7. Lehetséges scenáriók és a felértékelődési ütemet befolyásoló tényezők	23
<b>II.3. Az euro várható árfolyamváltozásának hatása a forint árfolyamának alakulására és az árfolyam-politikára</b>	<b>25</b>
<b>III. Az euro bevezetésének hatása a tőkeáramlások alakulására, a nemzetközi tőke- és pénzpiacok méretének változására</b>	<b>26</b>
<b>III.1. Az egyesült euro piacokon történő kibocsátás kondíciói a hazai kibocsátók számára</b>	<b>30</b>
<b>IV. Az euro bevezetésének a hatásai magyar gazdaság főbb szektoraira</b>	<b>32</b>
<b>IV. 1. A Monetáris Unió várható hatásai a pénzügyi szektorra</b>	<b>32</b>
<b>IV.2. Az euro hatásai a vállalati szektorra</b>	<b>37</b>
<b>IV.3. Az euro-piaci kötvénykibocsátás várható feltételei</b>	<b>38</b>
<b>IV.4. Következtetések</b>	<b>39</b>
<b>V. Az euro bevezetésének hatásai a hazai makrogazdasági folyamatokra</b>	<b>40</b>
<b>V.1. Várható hatások a magyar gazdaság növekedésére</b>	<b>40</b>
<b>V.2. Hatások a tőkebeáramlásokra</b>	<b>41</b>
<b>V.3. Az euro bevezetésének hatása a külső adósság és a devizatartalékok menedzselésére</b>	<b>42</b>
<b>VI. Az ERM II kialakulásának árfolyam- és gazdaságpolitikai következményei</b>	<b>43</b>
<b>VII.1. Az ERM-II árfolyam mechanizmus összehasonlítása az ERM-I-gyel és az ebből eredő következtetések a gazdaságpolitika számára</b>	<b>43</b>
<b>VI.2. A monetáris rendszer megválasztásának kérdései az ERM II tükrében</b>	<b>48</b>
<b>VII. Az ERM-csatlakozás fő stratégiai kérdései</b>	<b>51</b>
<b>VII.1. A konvergencia-kritériumok és a költségvetési politika</b>	<b>52</b>
<b>8.2. A jegybanki függetlenség biztosítása és a monetáris eszközök harmonizálása</b>	<b>54</b>
<b>VII.3. Az ERM II-be való belépés stratégiai kérdései</b>	<b>60</b>
<b>Statisztikai Melléklet</b>	<b>62</b>
<b>Hivatkozások:</b>	<b>64</b>

## **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. Miközben az egységes monetáris politika hatásával, az aszimmetrikus sokkokra történő reagálások természetével, az egységes monetáris unió EU nemzetközi versenyképességének javítására gyakorolt hatásával kapcsolatos viták nem szűnnek meg az euro bevezetésével, az Európai Bizottság döntése az EMU-ba belépő gazdaságok körére, valamint az egységes valuta bevezetésének technikai feltételeire vonatkozólag 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 jelentősebb átrendeződés következhet be a vezető valuták keresztárfolyamában, a nemzetközi kereskedelemben és pénzügyi tranzakciókban játszott szerepükben, a tőkepiacok integráltságában és a tőkeáramlások irányában, a közepesen fejlett gazdaságok tőkepiacokhoz történő hozzáférési lehetőségeiben és ennek kamatkondícióiban.

Az euro övezet kialakulása módosítja az Európai Unió növekedési kilátásait, a makrogazdasági folyamatokra visszahatóan érinti ezen gazdaságok strukturális paramétereit (pl. reál- és pénzpiaci nyitottság), amelyek visszahatnak a világ GDP és világkereskedelem növekedési dinamikájára is. Az egységes valuta bevezetése egyszeri exogén sokkot jelent az EU-hoz kapcsolódó gazdaságok számára, amelyet továbbiak követnek már rövidtávon az előbb említett tényezők és az EMU megvalósulás eredményességének függvényében.

A tanulmány céljának megfelelően az euro bevezetéséből várható rövid- és középtávú hatásokat vizsgálja, amelyek eltérő intenzitással a következő 2-3 évben fognak érvényesülni. Nem célja az EMU bevezetésével, működésével, a stabilitás garantálására szolgáló megállapodásokkal, valamint az egységes európai jegybank várható politikájával és működésével kapcsolatos szempontok elemzése.

Ezen részletesen elemzett kérdések kiváló leírását tartalmazzák D. Begg (1997), R. Dornbusch et al. (1998), Goodhart (1995), Goodhart (1996), de Grauwe (1994),

Persson (1996) tanulmányai. A tanulmány szintén 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 további része a következő szerkezetben elemzi a monetáris unió és a közös valuta kialakulásának rövid- és középtávú következményeit a magyar gazdaságra. Az elemzés első fejezete vizsgálja, hogy melyek az euro bevezetéséből eredő főbb reálgazdasági és pénzügyi folyamatok az euro-övezethez tartozó gazdaságokban, különös tekintettel az EU növekedési dinamikájára, nyitottságának, importkeresletének és exportjának alakulására.

A második fejezet tanulmányozza, hogy melyek az egységes valuta bevezetésének várható hatásai a kulcsvaluták árfolyamának változására, a nemzetközi tartalékok alakulására és hogy a várható átrendeződéseknek milyenek lesznek a hazai nominális és reál effektív árfolyamra gyakorolt hatásai.

A harmadik fejezet elemzi, hogy milyen az egységes valuta kialakulásának hatása a tőkeáramlások szerkezetének átrendeződésére, a fejlett és közepes jövedelmű gazdaságok (ezen belül kiemelten Kelet-Európa) közötti áramlások várható alakulására.

A következő fejezet összesíti az euro bevezetéséből a hazai gazdaság számára eredő rövid- és középtávú előnyöket és költségeket. Az ötödik fejezet az euro bevezetéséből a hazai makrogazdasági folyamatokra - különös tekintettel a kamatlábak, az infláció és az államháztartási egyensúly alakulására - gyakorolt hatások, a gazdaságpolitikai alkalmazkodás felmérését tartalmazza.

A tanulmány zárófejezete az ERM-II árfolyam mechanizmus kialakulásának és ebbe történő belépés árfolyam- és gazdaságpolitikai előfeltételeit és következményeit elemzi.

## I. Az egységes euro övezet kialakulásának növekedési és makrogazdasági hatásai az Európai Unióra

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 pénzpiaci tovább erősödhet a folytatódó tőkepiaci liberalizálás, a közös valuta kialakulásának tőkepiacokat erősítő és egységesítő hatása nyomán.

Hasonlóképpen fontos szerkezeti változás lesz az egységes monetáris övezet kialakulása nyomán a pénzpiaci struktúrák, a pénzkeresleti függvények módosulása. Ez természetesen átalakítja a gazdaságok reagálását a monetáris politikára, 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 és hatékonyságát.

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, miközben más eszközök alkalmazását elsősorban a külső exogén korlátok (nevezetesen a Stabilitási és Növekedési paktum előírásai) szűkíthetik.

Végezetül 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 százalékpontos is lehet.

A növekedési többlet egyik forrása 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. A tranzakciós költségekhez hasonlóan

kedvezően érinti a növekedést az *árfolyamkockázat* és az európai *keresztárfolyamok ingadozásának megszűnése*: számos tanulmány mutatott ki negatív kapcsolatot az árfolyamingadozás mértéke és az export növekedése illetve ezen keresztül az árfolyamingadozás és reál GDP növekedés között (Id. 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 másik kedvező növekedési hatása a gazdaságpolitikákra gyakorolt addicionális *pénzügyi fegyelemből* ered. 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 mozgásteret 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 ástabilitásnak) kedvező növekedési hatása lehet.

Ugyanakkor 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.

További kedvező növekedési hatások várhatók az *áru-, a munkaerő és a tőkepiacok további egységesüléséből*, a közös valuta által teremtett addicionális versenyből. Az egységes valuta kialakulása 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.

Az említett kedvező növekedési hatásokat sem tudják semlegesíteni a *bizonytalansági tényezők*. Az egyik ilyen bizonytalansági tényező, hogy mennyiben lesznek aszimmetrikusak a régió gazdaságait érintő megrázkódtatások és miképpen képesek ezekhez a gazdaságok alkalmazkodni a pénzpolitikai eszközök hiányában.

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 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 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 vagy 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.

## **II. Az euro kialakulásának hatása a nemzetközi árfolyammozgásokra**

### **II.1. A keresztárfolyamok alakulására jelenleg 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 3 jelentősebb tényező határozza meg. Az egyik tényező a *gazdaság relatív súlya a világ kereskedelemben 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 tőkepiaci méretei, tőke- és pénzpiaci szabályozásának liberalizáltsága határozza meg. A harmadik tényező a *történelmi- és inerciális folyamatok* (Portes-Rey(1998)), amelyek lassítják az egyes kulcsvaluták közötti arányok átrendeződését.

**1. Gazdasági erő.** Az egyes valuták relatív erősségét nagymértékben meghatározza, hogy milyen gazdasági erő áll mögöttük. Az Európai Unió gazdaságai 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 50 százalékát és az amerikai GDP 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 amerikaiét.

Ráadásul ha figyelembe vesszük, hogy vélhetően a kimaradó gazdaságok is előbb-utóbb csatlakozni fognak az EMU-hoz, akkor a táblázatból jól láthatóan a 15tagot tartalmazó euro-övezet gazdasági ereje számottevően meghaladja az USA-ét, sőt az USA-val szorosan 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.

**Táblázat 1. EU, Japán, Észak-Amerika makrogazdasági és pénzügyi mutatói 1995-ben milliárd USA dollárban**



	Népesség millió főben	GDP	Összes tartalék	Privát adóságot megtesztető értékpapírok	Közöségi adóságot megtesztető értékpapírok	Összes adóság	Banki eszközök	Kötvények, részvények és banki eszközök	Kötvények, részvények és banki eszközök a GDP %-ban
<b>EU-15</b>	369	8427	376,3	4814,4	3858,6	8673	14818	27269,5	323,6
<b>EU-11</b>	286,1	6803,9	284,5	3909,7	3093,5	6993,2	11971,6	21084,2	309,89
<b>Észak Amerika</b>	387,7	8065,6	106,7	7332,2	4411,9	11744,1	5652,4	24711,1	306,38
<b>Kanada</b>	29,6	565,6	15	589,1	93,3	682,4	515,8	1564,5	276,61
<b>USA</b>	263,3	7253,8	74,8	6712,4	4295,1	11007,5	5000	22865,1	315,22
<b>Japán</b>	125,2	5114	183,3	3450,3	1875,5	5325,8	7382,2	16375,2	320,21

*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 és 23000 milliárd USA dollárt tesz ki, miközben az eszközök értékének aránya a GDP-hez mind a három kulcsvaluta esetében közel azonos és több mint háromszorosan haladja meg a nemzeti jövedelmet. A táblázat is jól mutatja, hogy abban az esetben, ha 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.

Ugyanakkor jelentősebb eltérések vannak a pénzügyi eszközök szerkezetében, jelezve az angolszász és a kontinentális pénzügyi rendszerek közötti eltéréseket, miközben az EMU-hoz tartozó gazdaságokban a pénzügyi eszközök 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 is jelentősebb mind nominálisan, mind a GDP-hez viszonyítva az USA-ban, mint az európai monetáris övezetben.

**Táblázat 2. 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. (%)

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

Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)

**2. 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. A világkereskedelemben betöltött részesedése az euro-övezetbe tartozó gazdaságoknak kisebb mértékben meghaladja az USA részesedését, ennek ellenére a nemzetközi kereskedelemnek sokkal nagyobb hányada bonyolódik le a 4 táblázat adatai szerint dollárban, mint az európai valutákban összesen.

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.

**Táblázat 3. A világtermelés és kereskedelemből való részesedés 1995-ben**

	<b>Termelés</b>	<b>Kereskedelem</b>
<b>USA</b>	26,7	18,3
<b>EU</b>	30,8	20,4
<b>Németország</b>	8,9	12,4
<b>Japán</b>	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 háromszorosán túlta felül az összes európai valuta arányát. Ugyanakkor a dollár aránya valamelyest mérséklődött az 1970-es évekhez

képest: a Bretton Woodsi árfolyamrendszer felbomlásának évében a dollár részesedése 76 százalék volt, miközben a márkáé 7 és az összes európai valutáé 14 százalék.

A dollár bizonyult az egyértelmű tartalékvalutának mind a fejlett mind a fejlődő gazdaságok jegybankjai esetében, és az egyéb valutákat elsősorban kockázati hatások kezelése és a nemzetközi tranzakciók zökkenőmentes finanszírozása érdekében halmozták fel a monetáris hatóságok.

**Táblázat 4. 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 továbbá a kulcsvaluták részesedése a nemzetközi értékpapír kibocsátásokban, illetve a devizapiaci forgalomban. A kötvény kibocsátásban a dollár súlya azonban már nem annyival jelentősebb az európai valutáknál köszönhetően a fejlett európai tőkepiacoknak: a két régió egyenként 40-40 százalékos részese mellett a yen aránya 20 százalékos volt.

**Táblázat 5. 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 jelletteknél is jelentősebb a dollár szerepe a devizapiaci tranzakciókban, ami 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.

**Táblázat 6. 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 és az európai valuták részesedése összességében alig haladja meg a teljes adósság 16 százalékát.

**Táblázat 7. A fejlődő országok adósságának devizaszerkezete 1996 végén százalékban**

	USA dollár	Yen	EU valuták	Egyéb	Összes en
--	------------	-----	------------	-------	-----------

<b>Latin-Amerika</b>	67,4	10,6	11,5	10,4	100
<b>Ázsia</b>	46,3	32,7	9,6	11,5	100
<b>Kelet-Európa</b>	37	11,4	27,3	24,3	100
<b>Teljes</b>	50,2	18,1	15,8	15,9	100

*Forrás: McCauley-White (1998)*

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

## ***II.2. Milyen irányban változik az egyes valuták nemzetközi súlya és a keresztárfolyamok az euro kialakulását követően?***

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

### **1. Az euro övezet relatív gazdasági ereje a dollárhoz és a yenhez képest**

Az euro dollárral és yennel szembeni várható relatív erejének alakulását elsősorban az **euro-övezet márkával szembeni nagyobb gazdasági ereje** fogja meghatározni. Miközben a német gazdaság főbb paramétereiben jelentősen elmaradt az amerikai és a japán gazdaságoktól, addig az euro-övezet gazdasági ereje felülmúlja mindkét vetélytársáét. A gazdasági erő változása azonban aszimmetrikus lesz.

A GDP- t tekintve jelentősebb lesz, de 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 termelésben a növekedést nem kíséri 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 harmadik fejezetben található számszerű elemzés is mutatja - az euro-övezet részesedésének növekedése sokkal dinamikusabb lesz és a szinergikus hatások eredményeképpen a nemzetközi tranzakciók sokkal jelentősebb hányadát fogja képviselni. Az euro-övezet gazdasági potenciálja jelentősebb lesz a márkáénál mind a reál-, mind a pénzügyi mutatókat tekintve.

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 korrekció 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 százalékpontos lesz, a váltás nyomán az euro szerepe/súlya a világ hivatalos devizatartalékaiban 25-135%-kal növekedhet. 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 **yen 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 szűkebb a yenben denominált tőke- és értékpapír piaci kibocsátások volumene, ami csökkenti a yen 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 régióon belül a kereskedelem jelents része dollárban bonyolódik).

A mai korlátozott szerephez képest nem várható elmozdulás a közeljövőben. Egyrészt a japán gazdaság relatív súlya jelentős 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 pénzügyi szerepének növeléséhez szükséges mértékű legyen a japán tőke- és pénzügyi piacok liberalizálása, ami további korlátja lesz a yen erősödésének és az euro felértékelődését indirekt módon ösztönözheti.

## **2.Átrendeződések a nemzetközi portfóliók devizaszerkezetében**

Az euro bevezetésének eredményeképpen 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 számos kiváltó oka van.

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

Prati (1998) szerint ugyanis az Európai Központi Jegybank devizatartalékainak szintjét 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. Ezen tényezők változásának iránya és annak mértéke éppen ellentétes lehet a kereskedelem és az import várható változásának.

Mindezek következtében vélhetően kisebb lesz a felesleges tartalékok szintje és a tartalékok leépülése is. A szerzők szerint az euro bevezetése 25 százalékkal mérsékli az ECB tartalékolási igényét összevetve a mostani 11 jegybank tartalékszintjével, ami jelenlegi kb. 200 milliárd USA dolláros tartalékállomány 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 jelentősen növekedni fog az európai állampapírcikkek volumene, transzparenciája, ami az egységes euro kincstárjegypiac kialakulását eredményezi. Ennek mérete a jövőben is elmarad majd az amerikaiétól, de a változás iránya arányának relatív növekedése lesz, ami további ösztönzést ad a jegybankoknak euro tartalékaik növelésére.



Addicionális tényezőként fogja az euro mint tartalékvaluta iránti keresletet növelni az euro részesezésének növekedése a nemzetközi kereskedelemben, a tőkeáramlások irányában és a tőkepiac műveletek devizaszerkezetében. Emellett figyelembe kell venni, hogy a márkával szemben vélhetően több gazdaság fogja árfolyamát az eurohoz kötni, ami az adott országok jegybankjai számára megfelelő euro tartalékállomány kialakítását teszi szükségessé. Ezen tényezők összességében azt eredményezik, hogy a hivatalos devizatartalékokon belül a márkával összevetve sokkal nagyobb lesz az euro részesezése, ami jelentősen csökkenti majd a dollárban tartott devizatartalékok szintjét is.

**A *privát vagyoneszközök devizaszerkezetének átrendeződése.*** A *privát* szektor tulajdonában lévő pénzügyi vagyoneszközök (kötvények, részvények és banki betéte) értéke egyes 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 eredményezne a befektetői portfóliókban és a keresztárfolyamokban is.

Figyelembe véve a hivatalos tartalékok és a magán vagyoneszközök devizadenominálásában bekövetkező változásokat, összességében 500-1000 milliárd USA dollár értékű kereslet jelentkezik 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 elkötelezettségét és a korábbi dezinflációs sikereket - biztosított. A másik tényező a devizatartalékok szerkezetének átalakulása: mint láttuk itt jelentős átrendeződésre kerül sor az elkövetkező időszakban.

Az előző 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 pénzügyi mélysége, annál jelentősebb lehet az euro térhódítása a befektetők számára.

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

A volatilitás mérséklődése mellett valószínűsíthető, hogy a befektetők párhuzamosan fogják növelni részvény- és kötvény befektetéseiket, mert a valutakockázat kiküszöbölésével ez jelentheti a kockázatok csökkentése érdekében követethető befektetési stratégiát. A külső befektetők általi befektetések volumene is növekedni fog ezen a piaci szegmensben, különösen a jelentősebb amerikai intézményi befektetők megjelenésével, akik számára az egységes, nagyobb és átláthatóbb piac jelentős addicionális befektetéseket fog generálni.

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 a dollár rovására és az euro térnyerése által.

A stock alkalmazkodás azonban időigényes folyamat lesz és a jelzett kínálati és intézményi feltételek megvalósulásának ebességétől 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 yen közötti keresztárfolyamok alakulására.

### **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 külső hiányt finanszírozó szerepét.

Harmadrészt a hegemon valutát kibocsátó nemzetgazdaság rendelkezhet a valuta kibocsátásából eredő seigniorage bevételekkel. Az euro stabilitásából és nemzetközi tranzakciók lebonyolításában játszott növekvő szerepéből eredő előnyök meghaladják majd a stabilitás biztosításának makrogazdasági költségeit. Mindezen előnyök megszerzése arra készíti majd az Európai Központi Bankot, hogy célfüggvényében kiemelt helyet biztosítson az euro stabilitásának és politikájával annak erősödését segítse.

#### **4. Az Európai Központi Jegybank státusza és monetáris politikai preferenciái.**

Az Európai Központi Jegybank státusza, ezen belül céljai, ezek elérése rendelkezésre álló eszközei és rövidtávú preferenciái is erőteljesen befolyásolják az euro árfolyamának várható alakulását. Az Európai Központi Jegybank alapokmányában lefektetett függetlensége, valamint az inflációs cél egyedüli célként történő megfogalmazása miatt erőteljes antiinflációs politikát fog folytatni.

Az említett tényezők mellett az erőteljes német befolyás illetve a Bundesbank által élvezett hitelesség továbbvitele is szigorú és óvatos monetáris politikát valószínűsít az Európai Központi Jegybank esetében. A tartós antiinflációs elkötelezettség az Európai Központi Jegybank részéről biztosíthatja az euro árfolyamának hosszabb távú felértékelődését a dollárral szemben.

Ezen tényezők hatása a keresztárfolyamok alakulására abban az esetben is érvényesül, ha figyelembe vesszük, hogy rövidtávon számos tényező nehezítheti az Európai Központi Jegybank 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) és visszahatva az egységes piacon jelentkező pénzkereslet alakulására nehezítheti az inflációs célokkal konzisztens pénzmennyiség kialakítását.

A kezdeti bizonytalansághoz az is hozzájárulhat, hogy a vezető államok megosztottak az euro kívánatos árfolyamát illetően: míg a németek egyértelműen az erős euro, addig a franciák a gyengébb euro mellett foglalnak állást, ami az euro árfolyamát gyengítő üzenet a pénzügyi szereplők számára.

Ezen tényezők hatása azonban vélhetően mérsékeltebb lesz még rövidtávon is az euro árfolyamának alakulására az euro erősödését ösztönzőkkel összevetve, nem beszélve a hosszabb távú hatásokról. Az Európai Központi Jegybank monetáris politikájának euro árfolyamára gyakorolt hatásánál figyelembe kell venni két addicionális tényezőt, amely az erősödő euro irányába mutat.

Az egyik ilyen tényező a hegemon valuta pozíciójának eléréséből eredő említett előnyök, amely javítja az euro bevezetéséből eredő költség-haszon megoszlását és az Európai Központi Jegybank is szigorú politikára ösztökéli.

Ez kezdetben a hosszú távon várható monetáris fegyelmén túlmenő mértékben is érvényesülhet, ha figyelembe vesszük, hogy rövidtávon az Európai Központi Jegybank túlzott szigorra érvényesülhet. Az Európai Központi Jegybank ugyanis nem örökli automatikusan a Bundesbank által élvezett hitelességet. A két bank felépítésében, státuszában, céljaiban és antiinflációs elkötelezettségében meglévő hasonlóságok ellenére az Európai Központi Jegybank 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 Jegybank várhatóan a szükségesnél és a monetáris és fiskális kondíciók alakulása által indokoltnál is szigorúbb lesz, hogy a pénzügyi szereplők előtt bizonyítsa egyértelmű antiinflációs elkötelezettségét. Az addicionális szigor további nyomást eredményez az euro dollárral szemben történő rövidtávú felértékelődése irányába.

## **5. Az egységes valuta alulértékelt szinten történő megteremtése.**

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 mostani leértékelődésnek részben a globális tőke- és pénzügyi folyamatokból eredő, részben az egységes európai valutaövezetre történő felkészülésből származó okai vannak.

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

Tovább erősítette a felértékelődést, hogy az azonos inflációs ráták mellett magasabbak 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% pl. Németországban). Ezt részben az okozza, hogy az amerikai és a kontinentális gazdaságok az üzleti ciklus eltérő szakaszában vannak: miközben az amerikai gazdaság az üzleti ciklus előrehaladott szakaszában van (akárcsak az angolszász világ zöme, beleértve Nagy-Britanniát is) addig az európai gazdaságok a fellendülés kezdeti stádiumában vannak, 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 jelentkezik az inflációs konvergenciában illetve a maastrichti konvergencia kritériumok teljesítésében elért sikerek, valamint az európai egységes valutaövezet határainak meghatározását követően a leendő tagok kockázati prémiumában beálló csökkenés hatása is.

A konjunkturális eltérések mellett az európai valuták relatív értékvesztését a dollárral szemben az európai jegybankok által követett monetáris és árfolyam-politika is okozta. A gyengülő nemzeti valutákkal a monetáris hatóságok Európa szerte addicionális előnyöket kívántak szerezni a keresztárfolyamok rögzítését és az euro bevezetését megelőzően.

Az alulértékelt nemzeti árfolyamok ugyanis 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 egységes valutaövezetnek a leendő euro-zóna.

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 alulértékelttsége 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.

## **6. Az EMU-n belül követendő várható gazdaságpolitikai mix.**

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

Azonban figyelembe kell venni, hogy az euro övezet távolról sem tekinthető egységes 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 európai szintű költségvetésen keresztüli redisztribúció mértéke nem haladja meg az európai GDP 2 százalékát, miközben ennek aránya a federális felépítésű Kanada és USA esetében meghaladja a GDP 20 százalékát), az egységes valuta kialakulásával az árfolyam- és monetáris politika mint alkalmazkodási mechanizmus kiiktatódott, és a tényezőáramlás nem megfelelő, nemzeti fiskális politikákra erőteljes nyomás nehezedik majd az alkalmazkodási terhek vállalása érdekében.

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 Paktum által a költségvetési korlátok megszegése esetén a kilátásba helyezett szankciók csak hosszabb távon, többlépcsős egyeztetést követően érvényesülnek és a nem teljesítő gazdaság számára nem jelentenek súlyos terhet.

Mindezek miatt vélhetően a laza fiskális és szigorú monetáris politika együttese valósulhat meg az európai gazdaságok többségében, aminek erőteljes kamatonnövelő hatása lehet. Ez összességében első lépésben az euroban denominált államadósságok utáni kockázati prémiumok eltérésében és növekedésében jelentkezhet, de idővel a kamatlábak növekedésében is érvényesülhet, ami az euro felértékelődését eredményez majd.

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 esetében a költségvetési deficit tartós csökkenése figyelhető meg, és ez idővel mérsékelheti Bergsten(1998) szerint az amerikai folyó fizetési mérleget a két változó erőteljes együttmozgása miatt. Mindezek nyomán mérséklődnek a kamatkidadások és ez a dollár leértékelődését eredményezheti.

## **7. Lehetséges scenáriók és a felértékelődési ütemet befolyásoló tényezők**

Az említett tényezők egy részének 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 szerepe meghatározó a három gazdasági övezet (Japán, USA és EU) közötti pénzügyi és kereskedelmi tranzakciók lebonyolításában mind a három relációban.

A szerzők által felvetett és a jelenlegi helyzet nagyjából történő 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 bipoláris világ.

A másik szélső nagy euronak 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 euronak 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. Összességében a legnagyobb valószínűségű (és a tanulmány szerint a világ és az egyes régiók jólétét leginkább javító) az utolsó változat, amely 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 összességében három tényező függvénye lesz:

1. Milyen szerepet játszik az Európai Központi Jegybank célfüggvényében a pénzügyi stabilitás biztosítása és az euro erejének növelése. A pénzügyi stabilitásra fektetett hangsúly egyértelműen jelentős kiindulva az ECB mandátumából, céljaiból. Az árfolyamstabilitás súlya a jegybank döntéseiben kisebb fontosságú, különösen abban az esetben 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: itt egyértelműen pozitív a kapcsolat ezen tényező és az euro nemzetközi súlya és relatív értékének alakulása között.
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 Jegybank politikájára is.



### **II.3. Az euro várható árfolyamváltozásának hatása a forint árfolyamának alakulására és az árfolyam-politikára**

Az euro bevezetésével a kulcsvaluták árfolyamában bekövetkező átrendeződésnek jelentős hatása lehet a forint nominális és reálárfolyamának alakulására és az árfolyam-politika 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 várhatóan az euro veszi át 70 százalékgig 1999-ben és 100 százalékgig 2000-ben a márka illetve a dollár szerepét a devizakosárban.

A forint nominális effektív árfolyamának leértékelődése lassulni fog az euro erősödése nyomán, mert a devizakosáron 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, a várható tartós euro felértékelődés okozhat nehézségeket a dollárban denominált kereskedelem versenyképességének alakulására, mind az export szektorok mind az importhelyettesítő termelők esetében.

A forint reál effektív árfolyamnak felértékelődése azonban nem csak a nominális effektív árfolyam és inflációs eltérések alakulásán át, de a harmadik ország árfolyamváltozásának figyelembevételével számított versenyképességet is eltérően befolyásolja. Az euro-övezetben a legjelentősebb vetélytársai a hazai exportőröknek a távol-keleti és kelet-európai termelők.

A távol-keleti gazdaságok valutáival szemben a forint reál felértékelődése várható, mert ezen gazdaságokban marad a valuták alapvetően dollárhoz történő kötése. Ezzel szemben a kelet-európai gazdaságok esetében a rögzítésben az euro súlya meghatározó lesz, és ez a hasonló irányú nominális effektív árfolyamváltozás eredményeképpen nem eredményez a hazai termelők számára relatív versenyképességi romlást.

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 Magyarország esetében 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 akár további addicionális felértékelődési hatást is okozhat - különösen ha tartós jövedelem növekedés gyorsulással párosul - figyelembe véve az ezzel kapcsolatos nemzetközi tapasztalatokat.

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 ronthat, mert az importban magasabb a kevésbé árfolyamérzékeny primer tételek részesedése. Ugyanakkor a keresztárfolyamok átrendeződése miatt a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegben bekövetkező egyenlegromlás mértéke nem lesz jelentős.

### **III. Az euro bevezetésének hatása a tőkeáramlások alakulására, a nemzetközi tőke- és pénzpiacok méretének változására**

Az euro kialakulása, párosulva az európai tőkepiacok kedvező strukturális adottságaival a tőkepiacok erőteljes bővülését, a kereskedési volumenek növekedését, a tőkepiacok közötti eltérések csökkenését és ezzel a piacok fokozatos egyesülését eredményezi. A tőkepiacok bővülését az euro bevezetése mellett kedvezően érinti azok rendkívül likvid jellege, amit a közösségi szektor oldaláról az európai gazdaságok magas államadóssága és az ebből eredő kötvénykibocsátási kötelezettségei, míg a privát szektor oldaláról a jelentős magánadósság kibocsátások teremtenek meg.

A tőkepiacok gyors bővülését és összeolvadását erősíti a pénzügyi dereguláció és liberalizálás folyamata, aminek eredményeképpen többségében eltűnnek a határokon átnyúló szolgáltatásokkal kapcsolatos megkötések, a kereskedési korlátozások. 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.

A piaci szerkezetből, a szabályozás változásából adódó sajátosságok mellett az euro bevezetése is ösztönzőleg hathat az európai tőkepiacok növekedésére. Egyrészt az euro bevezetésével megszűnik a tőkepiacok közötti áramlásokat eddig korlátozó *devizakockázat*, ami különösen a kisebb tőzsdék további erőteljes nemzetköziesedését eredményezheti. A devizakockázat megszűnése mérsékelni fogja az egyes kibocsátások kockázati kondíciói közötti eltéréseket és a hitelspreadek csökkenése is ösztönzőleg hat a kereskedési volumenek növekedésére.

Fontos, hogy a devizakockázat megszűnése kiküszöböli a tőkepiaci szereplők befektetéseit eddig erőteljesen *korlátozó szabályozásokat*: így a túlzott mértékű devizakockázatok elkerülése és a befektetők védelme érdekében 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 (currency matching). Ez korlátozta a befektetők döntéseit és az optimálisnál kedvezőtlenebb befektetési szerkezetet eredményezett.

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.

Az említett tényezők hatására az euro bevezetése kedvező hatással jár az európai tőkepiacok fejlődésére: felerősíti a deregulációt, liberalizálást, intézményi fejlődés által teremtett kedvező hatásokat és ez a tőkepiaci kereskedés volumenének növekedéséhez, a spreadek csökkenéséhez, a piacok transzparens jellegének erősödéséhez vezethet.

Az euro kialakulásának tőkeáramlásokra és piacokra gyakorolt hatásának tekintése után nézzük az egyes piaci szegmensek várható fejlődését. A részvénypiacok esetében 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.

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, 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 valuta kötvénypiacit bővítő hatása abban is érvényesülhet, hogy ennek nyomán megszűnik a hazai 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 belső 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.

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

A **vállalati kötvénypiacok** esetében is a kibocsátások növekedésével, a piacok egységesülésével számolunk. A piaci bővülését keresleti és kínálati tényezők egyaránt ösztönözni fogják. Kínálati oldalon elsősorban a vállalatok növekvő kötvény kibocsátási kedve fontos, 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 élnékiteni. 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 árfolyamkockázatát. Az euro-kötvények piacán megnövekvő likviditás a kelet-európai kibocsátóknak is kedvez, miközben versenyt támaszt a kelet-európai bankok hitelkihelyezéseinek.
- Mivel az euro-övezet nyugdíjalapjainak befektetései az övezeten belül szabályozási szempontból (eszköz-forrás valutáris megfelelése) 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.

### **III.1. Az egyesült euro piacokon történő kibocsátás kondíciói a hazai kibocsátók számára**

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

Kedvező hatása lesz a tőkepiaci integrálódásnak, hogy a hazai kibocsátók a korábbiaknál alacsonyabb tranzakciós költségekkel kell hogy számoljanak a kibocsátás során, valamint számottevően mérséklődnek a kibocsátással kapcsolatos árfolyamkockázatok is. A másik 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 egységes valuta kötvénypiacán kedvezőbbek lesznek ennek következtében a hazai kibocsátók lehetőségei összevetve a mai nemzeti valuták által szegmentált piacokkal.

A közös valuta kialakulásából eredő harmadik előny, hogy jobban összevethetőek az alternatív kibocsátások kockázatait és ez 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.

A közös európai piac kialakulásának természetesen azonban az euro övezethez nem tartozó ország kibocsátói számára költségei is lesznek. Az egyik az árfolyamkockázatok megszűnésével az összehasonlíthatóság erősödése, aminek következtében a prudenciális szempontok érvényesülése a korábbiaknál szigorúbb lehet.

A másik hatás, amit a hazai kibocsátóknak figyelembe kell venni a nagyobb tőkepiacokon erősödő versenyből ered: a mélyülő tőkepiacokon vélhetően növekedni fog a kibocsátások volumene, ami fokozódó versenyt támaszt a rendelkezésre álló szűk megtakarítások felhasználását illetően. Összességében azonban az említett

költségek figyelembe vétele mellett is kedvezően érinti a hazai kibocsátókat az egységes valuta bevezetése 1999-től, az ezekkel a kötvénypiacok méreteiben, diverzifikáltságában bekövetkező változás.

A tőkepiacok egyesülése és mélyülése mellett a kibocsátás devizanemére is befolyást gyakorolhat az egységes európai tőkepiacok kialakulása. A hazai kibocsátók számára valószínűleg nagyobb vonzereje lesz az euroban történő kibocsátásnak a dollár kibocsátással szemben. Az euroban történő kötvénykibocsátás kedvező lesz, mert a kibocsátók számára kisebb árfolyamkockázattal párosul.

A forint csúszása ugyanis 1999-től kezdődően olyan valutakosárral szemben következik be, amiben az euro váltja fel 70 százalékos részesedéssel a német márkát. Ez a valutakosár várhatóan fennmarad egészen a forint középárfolyamának euroval szemben az ERM-II keretén belül várható rögzítéséig, aminek eredményeképpen a forint árfolyam alakulása szorosan kapcsolódik majd az euro változásához. Ezért a befektetők számára kisebb árfolyamkockázattal jár majd az euroban történő hitelfelvétel illetve kötvénykibocsátás a dollárban illetve a yenben történővel szemben, amely nem fogja tükrözni a kulcsvaluták keresztárfolyam változásának hatását.

Az euroban történő kibocsátást ösztönözni fogja az euro illetve a dollárkamatok eltérő alakulása is. Ebben szerepet játszik az egységes európai illetve az amerikai gazdaság konjunktúraciklusainak eltérése mellett 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.

Ennek alapján az elkövetkező időben vélhetően alacsonyabb lesz az euro kamatszint a dollárnál, ami növeli ezen piacokon történő eladásodás vonzerejét. Az említett tényezők következtében a hazai kibocsátók számára mind az árfolyamkockázat, mind pedig az eltérő valutában történő kibocsátás kamatkihatásainak mérlegelése alapján érdemes lesz az euroban történő kibocsátás illetve hitelfelvétel arányát növelni.

## **IV. Az euro bevezetésének a hatásai magyar gazdaság főbb szektoraira**

### **IV. 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 rövid távon 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 zsírórendszerek az utóbbi években *valós idejű bruttó elszámolási rendszerekké*<sup>1</sup> (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 (intraday) hitel-túllépés, ezt azonban a nap végére rendezni kell. A rendszer tervezése úgy folyik, hogy a napközbeni túllépés lehetősége minden ESCB tag számára nyitva áll, az ECB azonban limiteket állapíthat meg, amely akár 0 is lehet.

---

<sup>1</sup> 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.



Magyarországon is folynak az előkészületek a magyar RTGS, a VIBER létrehozására, az MNB szándéka szerint 1999. második felétől működésbe lép. A rendszer *csökkenti a bankok likviditási igényét*, azaz azonos fizetési forgalom kisebb likviditással bonyolódhat le, mint a jelenlegi BZSR-ben. Ehhez azonban várhatóan *magasabb díj* párosul. A tranzakciós költségekre gyakorolt nettó hatás csak az alacsonyabb likviditás költségcsökkentő hatása és a díjkülönbözet ismeretében becsülhető majd meg.

A VIBER technikailag alkalmas lesz arra, hogy - amint azt a politikai döntések lehetővé teszik - rákapcsolódhasson az EU TARGET-rendszerére. Erre legkésőbb Magyarország EU-csatlakozásakor lesz lehetőség. Ma még annak az esélye sincs kizárva, hogy a csatlakozási tárgyalások időszakában is megnyílik a lehetőség, bár nyilvánvalóan hitellimit nélkül. A tagfelvételt követően a VIBER az addigi forint mellett párhuzamosan euroban is végzi a műveleteket, majd Magyarország EMU-tagságától már csak euroban.

Az euro bevezetése az *értékpapír-piaci elszámolásokra* is hatással lesz. A kisebb valutáris 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.<sup>2</sup>

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). A nem-euro-övezetben történő euro-fizetések esetén 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.

---

<sup>2</sup> 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.

Mivel a nemzetközi kereskedelemben 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 elszámolóházi kapcsolatokkal helyettesítsék. A nagyértékű 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 felmérések szerint egy-egy banknál legalább 10 millió dollárt tesz ki a devizaelszámolási rendszerek átalakítása.
- A bankok elvesztik a *valutaátváltásokból* és a kapcsolódó szolgáltatásokból *származó jövedelmük* egy részét. Ez bankonként eltérő mértékű jövedelemkiesést okoz. Azok a bankok veszítenek többet, amelyeknél jelentősebb a külkereskedelem finanszírozás és a határon átnyúló tevékenység
- Nem számszerűsíthető az *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 jelentkezők. A bankokra nézve *kedvező közvetett hatást* jelenthet a kereskedelem várható növekedése (a nominális árfolyamingadozás 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 nyertesek, 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*.<sup>3</sup> 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 transzeurópai 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. Ezen felül segítséget kaphatnak 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.

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.

---

<sup>3</sup> Pl. a Citibank devizaüzletágát Londonba, vállalatfinanszírozó szolgáltatásait pedig Dublinba telepíti.

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 érezhetővé 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 meglévő 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.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> 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.

A fentiekben tárgyalt hatások várhatóan *módosítják a magyar pénzügyi közvetítő rendszer jelenlegi struktúráját*. Az - elsősorban a corporate piacon - felerősödő verseny hatására 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 fúziós hullámok néhány év múlva várhatóan a magyar piac szereplőit is eléri, ezért csökkenni fog az önálló szervezetek száma, és nőni fog a piacok koncentrációja. Ez a folyamat a hazai pénzügyi szektor megerősödéséhez, nemzetközi versenyképességének növekedéséhez vezet, miközben - tekintettel tőkeliberalizáció már elért fokára és további kiterjedésére - a fogyasztók számára sem jár negatív, kiszolgáltatottságot növelő hatásokkal.

#### **IV.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 könyvvitellel, 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.<sup>5</sup>

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-

---

<sup>5</sup> 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).

hez, illetve jövőbeli eurohoz képest javíthatja a jövedelmezőséget. Ilyen ágazatok tipikusan a vegyiparban találhatók. Magyarországon elsősorban az EU-országokba exportáló gyógyszergyárak pozícióit érintheti kedvezően a ki- és bemenő számlázás eltérő valutáneme.

A jelentős exportot megvalósító gépipari cégeknél kevésbé áll fenn a számlázás eltérő valutáneme, 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. A fő nyertesek azok a *közepes méretű hazai vállalkozások* 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.

### ***IV.3. Az euro-piaci kötvénykibocsátás várható feltételei***

Az egységes európai valuta kialakulása hatást gyakorol a nemzetközi kötvénypiacokon történő kibocsátásokra is, ami egyaránt érinti a vállalatok, bankok, önkormányzatok és az állam forrásbevonási lehetőségeit. Az egységes európai valuta eredményeképpen felgyorsul a nemzetközi tőkepiacok integrálódása az euro térségen belül és a korábbi szegmentált tőkepiacokat felváltja egy egységes tőkepiac, amelynek mérete, mélysége megközelíti az amerikaiét. Ez az egységesülés kedvező hatást gyakorol az euro övezethez nem tartozó, de kibocsátási szándékkal fellépő *hitelfelvevők 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 kockázata, 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 övezetbe nem tartozó és ezáltal az átlagosnál kockázatosabb kibocsátók helyzetét.

A *kibocsátás devizanemére* is befolyást gyakorolhat az egységes európai tőkepiacok kialakulása. A hazai kibocsátók számára valószínűleg nagyobb vonzereje lesz az euroban történő kibocsátásnak a dollár kibocsátással szemben, mivel az - a valutakosár összetétele és várható változása miatt - kisebb árfolyamkockázattal párosul. Az euroban történő kibocsátást az euro illetve a dollárkamatok eltérő alakulása is ösztönözni fogja. Ebben az egységes európai illetve az amerikai gazdaság konjunktúraciklusainak eltérése mellett szerepet játszik az euro bevezetésével bekövetkező portfólió-átrendeződés és árfolyammozgás a kulcsvaluták között. Az euro kamatszintje várhatóan alacsonyabb lesz a dollárénál, ami növeli ezen piacokon történő eladásodás vonzerejét. Mind az árfolyamkockázat, mind a kamatfeltételek alakulása az euroban történő kibocsátás illetve hitelfelvétel arányának növelésére ösztönözheti a hazai kibocsátókat.

#### **IV.4. Következtetések**

Az EMU magyar 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 piaci 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 országkockázat 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.

## **V. Az euro bevezetésének hatásai a hazai makrogazdasági folyamatokra**

### **V.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 %-a 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 %-ponttal magasabb növekedési pályára állíthatja a résztvevő országokat, s ezen belül az "erős" valutájú országokét 2 %-ponttal 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 kivitelt 2,7 %-ponttal, a magyar GDP növekedését pedig 0,9 %-ponttal 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 másik ellentételező hatást az euro és harmadik országok valutái közötti árfolyamváltozások okozhatják. Az *euro majdani 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 %-os felértékelődés négy év alatt 1-3 %-ponttal ronthatja a GDP-arányos folyó fizetési mérleg pozíciót, 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-től várható bevezetésének e negatív hatásával számolnia kell a magyar gazdaságpolitikának.

## **V.2. Hatások a tőkebeáramlásokra**

Az euro létrejötte a *működőtőke-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 működőtőke-befektetések volumenét. Összességében várhatóan *csekély hatással lesz az euro bevezetése a kelet-európai térségbe irányuló FDI-ra.*

A *portfolió-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 szinkronizációja 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 jelenlegi válság beláthatatlan ideig ellensúlyozhat - felvetheti az árfolyamrendszer rugalmassága növelésének kérdését. Ezzel a kérdéssel a későbbiekben tágabb aspektusban, az ERM II kapcsán foglalkozunk.

### **V.3. Az euro bevezetésének hatása a külső adósság és a devizatartalékok menedzselésére**

A kamat- és árfolyamváltozások negatív hatásainak elkerülése érdekében elvileg az a kívánatos, hogy a külföldi adósságállomány devizaszerkezete összhangban legyen a valutakosárral. Az MNB külföldi kötvénykibocsátásaiból jelenleg fennálló adósság túlnyomó része az euro-övezet valutáiban (zömmel német márkában) van denominálva, és mintegy ötöde-hatoda USD-ben, japán jenben és svájci frankban. A 2000-től bevezetésre kerülő tisztán euro kosár mellett az akkor fennálló adósságállomány valutaszerkezete el fog térni a kosárétól. Az euro-kötvénypiac növekvő likviditása és a csökkenő kamatok hatására várhatóan növekedni fog az euro súlya az újonnan felvett hitelekben, így a kezdetben fennálló diszkrepancia idővel mérséklődhet.

A valutakosár módosítása nyomán a devizatartalékok és a külkereskedelmi forgalom valutaszerkezete között is megszűnik a viszonylagos összhang. A jelenlegi gyakorlat szerint ugyanis az MNB a devizatartalékokat - 5 %-os tűréshatárral - a valutakosár szerkezetéhez igazítja. Az 1999-től életbe lépő 70 % euro - 30 % dollár jelenlegi kosár illeszkedik a külkereskedelmi forgalom valutaszerkezetéhez. A 2000-től életbe lépő tiszta euro kosár azonban jelentősen el fog térni attól, ami a devizatartalékok és a külkereskedelmi forgalom devizaszerkezete között diszkrepanciát idéz elő.

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 %-ot. A dollár kiiktatása a kosárból így mindenképp diszkrepanciát idéz elő a devizatartalékok és a külkereskedelmi forgalom deviza összetétele között.

Tekintettel a kereskedelmi forgalom és a tőkeáramlások sebessége, volumene közötti eltéréseket a devizatartalékok nagyságát és szerkezetének

megválasztásában növekvő súllyal esik latba a tőkeáramlások alakulása. A tőkeáramlások eredetében és devizaszerkezetében is növekedni fog az euro részesedése az egységes monetáris övezet kialakulását követően. Ennek ellenér várhatóan a jövőben is jelentős marad a dollár- illetve kisebb mértékben a yen-övezetből befektetők köre és az ebben a valutákban eszközölt befektetések volumene.

Figyelembe véve a tőkeáramlások volatilitását, a tőkeáramlások irányára a várakozások által gyakorolt erőteljes hatását, hogy a beáramlások volumenét nagymértékben befolyásolja az adott piacról történő kilépés lehetősége és költsége, illetve hogy a hazai jegybankra hárulnak az ERM-II előtt és az ERM-II-ben is a forint stabilitás biztosításának terhei, a devizatartalékok devizaszerkezetének tükröznie kell 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, hogy a devizaszerkezet 2000-től is a jelenlegi kosárhoz illeszkedjék, vagy célszerűbb-e a tartalék portfóliót más devizák bevonásával diverzifikálni figyelembe véve a tőkeáramlások és külkereskedelem devizaszerkezetének alakulását.

## **VI. Az ERM II kialakulásának árfolyam- és gazdaságpolitikai következményei**

### ***VII.1. Az ERM-II árfolyam mechanizmus összehasonlítása az ERM-I-gyel és az ebből eredő következtetések a gazdaságpolitika számára***

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/kinnlévők valutáinak árfolyamát rögzítik az euroval szemben, miközben a központi paritás körül széleskörű lebegési sávot határoznak meg. Emellett az árfolyamstabilitás 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 a működő ERM-I rendszerrel összevetve a számos hasonlóság mellett még több eltérés fogja jellemezni, amit figyelembe kell venni a hazai árfolyam- és

gazdaságpolitika alakításakor. Az ERM-II hasonlítani abban fog 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 árfolyamparitásokra alapszik majd széles lebegési sávok mellett (hasonlóan az ERM-I-ben az 1992-1993-as valutaválságokat követően kialakult rendszerhez). A hasonlóságok mellett a hazai gazdaságpolitika számára levonandó tanulságok érdekében elsősorban a különbségeket emeljük ki. 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 tagságon belül eltérés eleinte a megengedett árfolyamvolatilitásban volt: a stabilabb monetáris rendszerrel rendelkező gazdaságok esetében ez +/- 2,25% volt, míg a magasabb inflációs rátával (Nagy-Britannia, Olaszország), illetve a reáljövedelem erőteljes konvergálása miatt tartós reálárfolyam felértékelődéssel jellemzett gazdaságok (Spanyolország, Portugália) esetében +/-6% volt. (Az EMS 1992-1993-as válsága nyomán a sávok a tőkeáramlások hatásainak kezelése érdekében egységesen +/-15%-ra lettek szélesítve).

Ezzel szemben az ERM-II-ben a tagság önkéntes alapú 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 árfolyamparitások védelme illetve esetleges módosításuk az összes rendszerben résztvevő gazdaság döntésen 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 ins és outs viszonyai mint az ERM-I-en belül a tagok kapcsolata volt.

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

Ezért az ECB elsőrendű prioritása az euro yennel illetve dollárral szembeni árfolyam stabilitásának biztosítása lesz, miközben a Bundesbank és a többi jegybank elsődleges célja az ERM-I-en belül a bilaterális parítások 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 árfolyamparítások esetleges kedvezőtlen inflációs következményekkel (azaz euro kibocsátás növekedésével) járó védelmére, 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 árfolyamparítások fenntartása és védelme. Ezzel szemben az ERM-II-ne ez alapvetően egyoldalúan az eurohoz rögzített valutákat kezelő jegybankok beavatkozásai, gazdaságpolitikák alkalmazkodásai alapján fog megvalósulni. Az ECB világossá tette, hogy csak addig (a szűk sávban elképzelhető pontig) hajlandó az ERM-II-ben az árfolyamparítás védelmére, amíg ez fő mandátumát (inflációs cél) nem sérti. Ezért az árfolyamparítás védelmének és az ehhez szükséges gazdaságpolitikai alkalmazkodásnak a terhei a kívülállókra fognak (aránytalanul) terhelődni.

4. Az aszimmetria további megnyilvánulása az eltérő árfolyamvédelmi beavatkozások mellett a gazdasági erőkből mutatkozó eltérés. Az ERM-I-en belül az egyes gazdaságok reál jövedelmi szintje és mérete között nem csekély eltérések voltak, de ezek eltörpültek ahhoz képest, amilyenek az eltérések az ERM-II-ben lesznek az euro övezet és a kívül maradók között (akár még a fejlett országok (Nagy-Britannia, Svédország) vonatkozásában is). Ez tovább erősíti az alkalmazkodás, beavatkozás, árfolyamparítás védelmében az említett aszimmetriát és egyoldalúságot. Ellenérvként itt az vethető fel, hogy esetleg éppen a méretbeli differenciák miatt a kisebb országok árfolyam problémáinak kezelésében való ECB

részvétel még nem eredményezné az inflációs elkötelezettségének semmilyen mértékű veszélyeztetését.

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 árfolyamának 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 viszont lehet következménye ezen gazdaságok egymással szembeni kompetitív pozíciójára.

6. További eltérés az ERM-I-el szemben, hogy a kialakuló árfolyamrendszer sokkal 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. Végezetül 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 ERM-II-ből történő kilépéssel a gazdaságpolitika a 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 EMUn kívüli jegybankok feladata, mint ami az ERM-I-ben volt.

Az említett hasonlóságok és eltérések alapján megállapítható, hogy az ERM-II összevetve az ERM-I-gyel egyfelől rugalmasabb, másfelől aszimmetrikusabb, egyoldalúbb árfolyamrendszer lesz. 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.

### ***Milyen következményei lesznek ennek a hazai gazdaságpolitika számára?***

1. Az ERM-II-be történő belépést nagyon meg kell fontolni és csak a szilárd makrogazdasági fundamentumok és kedvező kilátások mellett szabad végrehajtani. Az ERM-II-ből jelentős előnyök származhatnak a gazdaságpolitika és a makrogazdasági stabilitás számára. Azonban ezek az előnyök is eltörpülnek azon hátrányok/költségek mellett, amelyeket a gazdaságpolitikának vállalni kell egy esetlegesen túl korai ERM-II-tagság feladását követően.

2. Az ERM-II tagság elérése és ennek fenntartása az ERM-I-ben szereplő kevésbé fejlett gazdaságok által követettnél is erőteljesebb makrogazdasági fegyelmet és szilárd fundamentumokat kíván. Ezt kikényszeríti az ERM-II működési mechanizmusa, valamint az ECB által a többi EU ország makrogazdasági politikája feletti felügyeleti (surveillance) tevékenysége. Ezzel az ECB az árfolyamok védelme érdekében szükséges lehetséges beavatkozását kívánja minimalizálni, de állandó nyomát is fog gyakorolni a nem Emu tagállamokra a szigorú gazdaságpolitika érdekében. Ettől függetlenül elkerülhetetlen a szigorú gazdaságpolitika figyelembe véve a kötött árfolyam fenntartásának előfeltételeit, valamint az ERM-II tagság és feladásának előnyeit/hátrányait.

3. Összességében nagyobb lehet a sikeres támadás valószínűsége az ERM-II rendszerbe belépő gyengébb valutával szemben, mint amit az 1990-es években az ERM-I-en belül tapasztaltunk. Ezt részben a tőkeáramlások nagyobb volumene és volatilitása okozza, részben az ERM-II működési mechanizmusa, elsősorban az egyoldalú paritásvédelem. Ráadásul az euro övezetbe tartozó államokkal szemben a nem EMU-tagoknál jóval magasabb lesz a kockázati prémium, ami fokozhatja a spekulatív jellegű tőkeáramlások valószínűségét. Ezeket a negatív tényezőket a szélesebb árfolyamsáv mérsékelheti, amely a nagyobb sávon belüli árfolyammozgás

miatt a spekulatív támadások árfolyam korrekció nélküli kezelését teszi lehetővé. Ezzel együtt is nagyobb lesz az ERM-II-ben a támadás valószínűsége a gyengébb valutákkal szemben, mint az ERM-I-n belül volt.

## **VI.2. A monetáris rendszer megválasztásának kérdései az ERM II tükrében**

Az EMU-ba való bekerülés legfőbb, az árfolyamot közvetlenül érintő kritériuma, hogy legalább két évvel a csatlakozás előtt nem lehet leértékelni a forintot az euro-val szemben. Az EMU-ra való felkészülés célszerű módja az ERM II-be való belépés. Az árfolyam túl korai rögzítése is okozhat azonban problémákat, mivel azzal túlságosan csökken a monetáris politika mozgásterét, és egyoldalúan a költségvetési politikára helyeződik a dezinfláció felelőssége.

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 - korlátozott - 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 elszaladása révén okozhat inflációs nyomást.

A monetáris konvergencia és az euro-hoz viszonyított valutastabilitás előkészítéséhez sokan a *direkt inflációs célkitűzés rendszerének* bevezetését javasolják azon EU-országok és az EU-csatlakozás csatlakozás előtt álló társult országok számára, amelyek az ERM II rendszerében kívánják részt venni (Wyplosz 1997, Fischer 1997, Mishkin 1997, Orlowski 1998, Svensson 1997). A rendszer fő előnyét 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 célok elérése tesz elkerülhetetlenné. Akár a magyar és lengyel rendszerekben, amelyekben a közbülső cél az árfolyam sávon



belüli tartása és az M2, az operatív célváltozó pedig a kamatkülönbözet, illetve a WIBOR, akár 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 nem kellően átlátható és előrejelezhető a pénzügyi piac szereplői számára, és emiatt a bankok óvatossági megfontolásból a jegybankoknál tartják fölösleges tartalékaikat. A kamatcél követése ráadásul tovább erősíti a pénzmennyiség - az átalakuló országokban amúgyis erőteljes - volatilitását és növeli a pénzforgási sebesség instabilitását.

A problémát az okozza, hogy a közbülső és operatív célok megválasztása során átváltás (trade off) van a jól kontrollálhatóság és a végső célhoz illeszkedés között. A kamatcéllal, mint operatív változóval működő rendszerek fő előnye éppen 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 aggregált kereslet csatornájáé (Svensson, 1997)). Emiatt viszont a szigorú inflációs cél rendszer az árfolyamok és a kamatok erőteljes fluktuációjához vezethet, és így instabilitást okoz a pénzpiaci változóban. 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 korigálni, 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, a gazdasági újjáépítés és két számjegyű infláció körülményei között működő országok számára ez 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 (Mishkin-Posen 1997, Orlowski 1998). 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*. A *kezdeti időben*, amíg az infláció nem áll be egy biztonsággal megőrizhető szintre, célszerű *viszonylag szűk sávot* kijelölni. A tolerancia sávnak 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 előrejelezhetővé válnak, ami pozitív hatást gyakorol a bankszektor eszköz-forrás struktúrájának lejáratú összhangjára, miközben a diszkrecionális kamatkiigazítások 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. Erre az időszakra lehet időzíteni az ERM II-be való belépést.

Ezt követően, az EMU-csatlakozás előkészülete során azonban fokozatosan *újból szűkíteni kell a toleranciasávot* annak érdekében, hogy a forint euro-hoz való rögzítése minél kisebb megrázkódtatással járjon, elkerülhető legyen az ún. *utolsó leértékelés szindrómája*.

A szakirodalomban Görögország EMU-csatlakozási erőfeszítései kapcsán tárgyalt jelenség elsősorban olyan gazdaságok számára jelent megrázkódtatást, ahol a bankrendszer eszköz-forrás struktúrájában jelentősen eltérő arányt képviselnek a devizaeszközök és források, illetve ha 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 %, eszközeiben pedig átlagosan 32,6 % volt a deviza aránya; a devizaforrások összességében 240 milliárd forinttal haladták meg a devizaeszközöket, az eltérés a bankrendszer mérlegfőösszegének tehát alig 5 %-a.

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. Egyes javaslatok szerint célszerű, ha az utolsó leértékelés a *tőkeáramlások átmeneti kontrolljának* erősítésével társul (Orlowski, 1998). Bár a tőkeliberalizálás ilyen átmeneti felfüggesztését mind az OECD, mind az EU lehetővé teszi, az eszköz alkalmazása a liberalizálás jelenlegi szintjén veszélyeket is hordoz magában.

## **VII. Az ERM-csatlakozás fő stratégiai kérdései**

Az ERM 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.

## **VII.1. A konvergencia-kritériumok és a költségvetési politika**

A költségvetési fegyelem fontosságát az euro-övezethez történő csatlakozásban mutatja a maastrichti konvergencia kritériumokon belül az államháztartásai súlya illetve a Stabilitási és Növekedési Paktumba beépített és a fiskális politika lazaságát büntető lépések. A hazai gazdaságpolitikának is kiemelt figyelmet kell fordítania arra, hogy a költségvetési kritériumokat teljesítse és stabilitásorientált költségvetési politikát folytasson.

Milyen érvek szólnak 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 céljai eléréséhez elengedhetetlen a költségvetési hiányok-adósságok növekedéséből eredő monetáris kockázatok minimálisra csökkentése. Miközben ezek a szempontok az ERM-hez közeledés időszakában nem érvényesülnek Magyarországon esetében, addig a monetáris és árfolyam-politika autonómiája jelentősen korlátozódik.

Az ERM-tagság elérését és az ERM-be történő belépést megelőzően is korlátozott lesz már az árfolyam-politika alkalmazhatósága az egyensúlyi zavarok kezelésére. A monetáris politika autonómiáját a tőkeáramlások liberalizáltságának fokát 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 alkalmazásánál figyelembe kell venni azt is, hogy Magyarországon esetében sokkal nagyobb a valószínűsége, hogy aszimmetrikus sokk éri az euro-övezethez képest. Tekintettel, hogy a magyar gazdaság és az euro-övezet között az aszimmetrikus sokkok kezelésére rendelkezésre álló egyéb eszközök (termelési tényezők áramlása, fiskális kompenzálás, stb.) még korlátozottabbak, mint az euro-övezeten belül (ld. a jelen tanulmány 22. oldalát) illetve hogy a kedvezőbb reál növekedés mellett erősödhet a reálbérmerevség, ezért az alkalmazkodásban felerősödik a költségvetési politika szerepe.

Ez annyit jelent, hogy a költségvetésnek célszerű lehet középtávon a 3 százalékos hiánynál is alacsonyabb deficit elérését kitűznie, mert ez adna lehetőséget a

maastrichti kritériumok megszegése nélkül a sokkokhoz történő szélesebb körű alkalmazkodásra.

3. Az ERM-II-vel kapcsolatosan megfogalmazott vélemény, nevezetesen hogy szemben az ERM-I-el a fennálló árfolyamok biztosításában aránytalanul magas teher hárul majd a csatlakozó országokra, szintén a fiskális szigorot 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 hagyományos elmélet szerint a válság oka a kötött árfolyammal inkonzisztens költségvetési egyenleg illetve ennek következtében fellépő finanszírozási szükséglet,
- A modern változat szerint a válságok kiváltó oka, hogy a piaci szereplők nem hisznek abban, hogy a gazdaságpolitika képes a vállalandó korlátok teljesítésére és ennek nyomán indul meg a spekuláció a valutával szemben, amely önbeteljesítő jellegű lesz és kikényszeríti a kötött árfolyampálya feladását.

Mindkét megközelítésből az a következtetés vonható le a költségvetési politika számára, hogy mind a makrogazdasági fundamentumokból, mind a piaci szereplők várakozásaiból eredő esetleges válság elkerülése érdekében a külső korlátokhoz alkalmazkodó fiskális politikára van szükség. Mivel a piaci szereplők tisztában lesznek azzal, hogy az ERM-II és a későbbi EMUs tagságnak egyaránt alapvető előfeltétele az adósság és hiánykritériumok teljesítése és a gazdaságpolitikát ennek kell alárendelni, ezért az ettől való eltérés az árfolyampolitika módosítását kényszerítheti ki.

4. Végezetül 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 a költségvetés nettó megtakarítói pozíciójának stabil szinten tartása.

Figyelembe véve az említett tényezőket, a gazdaságpolitikának az ERM-tagság elérése és a későbbi EMUs tagsághoz elengedhetetlen reál konvergencia biztosítása érdekében is szigorú költségvetési politikát kell folytatnia. Ha összevetjük a maastrichti kritériumokat a hazai államadósság és államháztartási egyenleg mutatókkal, akkor első pillantásra úgy tűnhet, hogy nincsen szükség jelentősebb alkalmazkodásra, hiszen az államadósság tartósan csökkenő és a hiány sem haladja meg 1,5 százalékponttal a limitet.

A hazai gazdaságnak sokkal kisebb mértékű alkalmazkodásra (és ezt időben jobban elosztva) kell megvalósítania kritériumok teljesítése érdekében, mint amekkorára a dél-európai államoknak, vagy egyes súlyosan eladósodott országoknak kell(ett). Ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy a látszólag kedvező kiinduló helyzet mellett több tényező nehezítheti a sikeres alkalmazkodást:

1. Az EUs tagsággal együtt járó növekvő harmonizálás a fiskális bevétele esetében vélhetően a bevételek csökkenésével, míg a kötelezettségek átvétele a kiadások növekedésével párosul. Ezért ceteris paribus a tagság elnyerése az elsődleges egyenlegre ilyen szempontból kedvezőtlen hatással lehet.
2. Figyelembe kell azt is venni, hogy az infláció csökkenése általában kedvezőtlenül érinti, addicionális alkalmazkodásra kényszeríti az államháztartást. Az infláció mérséklése nyomán növekedhetnek a reál kamatkiadások és az elsődleges egyenlegre is kedvezőtlen hatása lehet.

Ezek növelhetik a költségvetési alkalmazkodás mértékét és nehezíthetik a maastrichti kritériumok teljesítését. Mindezen tényezőket figyelembe véve adódik a következtetés a költségvetési politika jellegére vonatkozóan.

## **8.2. A jegybanki függetlenség biztosítása és a monetáris eszközök harmonizálása**

Az EMU működésének egyik fő pillére a jegybanki függetlenség. 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 a maastrichti egyezmény 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 jegybank elnök státusza és a jegybanki vezetők kinevezésének módja.

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 megítélése<sup>6</sup> szerint néhány ponton még nem tesz ennek maradéktalanul eleget.

#### *(1) Intézményes függetlenség*

Mivel a maastrichti egyezmény 105 (1) bekezdése szerint az ESCB alapvető eleme az *árstabilitás*, 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 védelem" van megjelölve az MNB alapvető feladatául, ami - bár tartalmában az árstabilitásra törekvést jelenti - az EMI által megfogalmazott szigorú értelemben tükrözi egyértelműen annak elsődlegességét.

#### *(2) 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 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

---

<sup>6</sup> Vö. *European Commission* (1997), *Radzyner - Riesinger* (1997), *Horváth - Dvorsky - Backé - Radzyner* (1997) és *Backé - Radzyner* (1998)

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 jegybanki 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 EMU által is elvárt 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 élet esetleg tompíthatja, hogy törvény egyértelműen kimondja, hogy a Jegybanktanács ülésere a Kormány képviselőjét "tanácskozási joggal" kell meghívni, tehát szavazati joga nincs.<sup>7</sup> 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 azza 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

---

<sup>7</sup> Ezt azért kell hangsúlyozni, mert van olyan felvetés, mely szerint ez nem egyértelmű a magyar törvényben, vö. *Radzyner - Riesinger* (1997) 66. o.



eszközöket, az árfolyampolitikát illetően az autonómiája korlátozott, 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 politikáját, ez a rendelkezés sértheti a jegybanki függetlenség elvét. Ugyanakkor az árfolyampolitikai kérdésekben az EMU-ban is elismerik a pénzügyminiszterekből álló tanács illetékességét az ECB mellett, tehát ebből a szempontból nem egyértelmű a függetlenségi kritérium érvényesülése.

### (3) 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 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 nyújtson - beleértve a folyószámlahitelt is - a központi kormánynak, illetve szerveinek, a helyi vagy más közösségi hatóságoknak, továbbá, hogy közvetlenül adósságeszközöket vásároljon tőlük. Explicit módon tehát csak a direkt hitelezés van megtiltva, az indirekt hitelezés - pl. állami értékpapír vásárlása a másodlagos piacon - nem tiltott. A hatályos MNB-törvény igen akkurátusan szabályozza a jegybank és az államháztartás kapcsolatát, és egyetlen kivételleként 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 nem vetődhet fel kritika, hiszen itt teljesülnek a kívánt feltételek. A jegybank jól szabályozott módon befizeti a tartalékképzés után fennmaradó nyereségét, a veszteségeket pedig a költségvetés állja.

### (4) 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

összeférhetetlenségi 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 és a megfogalmazott követelmények egyébként kielégítően biztosítják a bank felső vezetőinek a személyi függetlenségét.

A problémát az *összeférhetetlenségi 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 kormánysszervvel állhatnak munkaviszonyban, illetve lehet ilyenekben funkciójuk (egyedül a pártfunkciót tiltja a törvény). Az összeférhetetlenség laza szabályozása így lehetővé teszi, hogy az a gyakorlat, hogy a jegybanktanács tagjával magas kormányzati funkciót viselő személy (pl. pénzügyminisztériumi államtitkár) is megválasztható legyen, 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.

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 összeférhetetlenségi szabályok szigorítása a jegybanktanács külső tagjainál, az összeférhetetlenség kiterjesztése a kormányzati, illetve gazdasági (nem csak hitelintézeti) szervezetnél betöltött funkciókra (70. §)

A módosításokat célszerű már az EU-csatlakozás várható időpontjáig megtenni. 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.

Az hoz való közeledés legfontosabb feltétele, hogy a monetáris politikai cél- és eszközrendszer mielőbb megközelítse az ott alkalmazottakat és. 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.

### **VII.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, 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 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 dizinflációs 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 valutamegállapodásokon alapul, amelyet az "out"-ok jegybankelnökei, valamint az ECB és az Európa Bizottság hoznak meg. Bár az árfolyamok kellő felxibilitásának 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 árfolyamingadozás mértéke.

- A sáv szélesség fokozatos 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 szól az az 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 direkt 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 a *devizatartalékok szintjét* is célszerű csökkenteni, egyrészt az inflációs hatása miatt, másrészt, mert az EMU-ban ez a feladat az ECB-re hárul. A tartalékok mérséklése is szükségessé tesz a kamatkülönbség csökkentését.

## Statisztikai Melléklet

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

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

*Forrás: Bergsten(1998)*

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

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

*Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)*

**Táblázat A befektetési alapok adatai 1996-ban**

	Részvény	Kötvény	Pénzpiaci	Összes
	y	y		
<b>Nettó eszközök (USD Mrd.-ban)</b>				
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
<b>Alapok száma</b>				
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
<b>EU államok</b>		
Ausztria	21,7	1995
Franciaország	1,8	1995
Németország	0,01	1995
Olaszország	12,9	1996
Nagy Britannia	5,3	1995
<b>Észak-Amerika</b>		
Kanada	4	1996
Mexikó	89	1996
USA	0	1996
Japán	0	1996

*Forrás: Prati A.- Schinasi G.(1998)*

## 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*

**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*

**CEPR.(1992) :** The road to EMU: managing the transition to the single currency. *CEPR, London, 1992.*

**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*

**J. Frenkel - A. Rose (1997):**"Is EMU more justifiable ex post than ex ante." *European Economic Review 1997/may*

**P. De Grauwe(1994):** The economics of monetary integration. *Oxford Univ Press 1994*

**P. De Grauwe (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*

**Giavazzi - Torres(1993) :** The Transition to Economic and Monetary Union in Europe. *1993. Cambridge University Press, New York.*

**Ch. Goodhart(1996) :**"European monetary Integration" *European Economic Review 1996,40*

**Ch. Goodhart (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 Ágnes- Szalai Zoltán(1997):** Gazdasági és monetáris Unió. *MNB Műhelytanulmányok* 12. Budapest 1997

**P. Masson - B. Turtelboom(1997) :** Characteristics of euro, EMU. *IMF Working Paper* 1997/58

**P. Masson(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*

**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.

**Portes R.- Rey H. (1998):** „ *Economic Policy* 1998/6

**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*

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

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