

# **Közép-kelet-európai GMU-stratégiák, magyar következtetések**

**Gáspár Pál- Wisniewski Anna**

**Budapest, 2004.április**

## Tartalomjegyzék

<i>Bevezetés</i>	3
<i>I. Az euró-övezethez történő csatlakozás sebessége és időzítése: elméleti és empirikus szempontok</i>	4
1. Elméleti megfontolások a gyors csatlakozás mellett	4
2. Elméleti megfontolások a gyors csatlakozás ellen	7
<i>II. Közép- és Kelet-Európa GMU-érettsége és a GMU-stratégiák</i>	14
1. Reálkonvergencia és az integráció elért foka	14
2. A nominális konvergencia-kritériumok teljesíthetősége	20
3. GMU-csatlakozási stratégiák a közép-európai országokban	25
<i>III. A forint útja az euróig</i>	27
1. Az euró-övezethez történő gyors és fokozatos csatlakozás költség haszon elemzése	28
2. A konvergencia kritériumok teljesítése	29
3. Az euró-övezetbe történő belépés alternatívái	31
4. ERM-II és a középárfolyam meghatározása	34
5. Az euró-övezethez történő csatlakozás időpontjának bejelentése	35
Néhány javaslat az euró-övezeti csatlakozás stratégiáját illetően	35
<i>Felhasznált irodalom</i>	41

## BEVEZETÉS<sup>1</sup>

Május elsejével 10 csatlakozó ország az Európai Unió tagjává válik annak összes előnyével és rövidtávú alkalmazkodási kényszerével. Az egyik alkalmazkodási kényszert jelentő kihívás az euró-övezethez történő csatlakozás stratégiájának, időhorizontjának meghatározása, valamint azon gazdaságpolitikai lépések és koncepciók vázolása, amelyek elvezetik a gazdaságokat a Gazdasági és Monetáris Unióba (GMU). A frissen csatlakozó államok nem rendelkeznek opt-out klauzulával Dániához és Nagy-Britanniához hasonlóan, tehát csatlakozniuk kell az előfeltételek teljesítését követően a monetáris unióhoz. Mivel a GMU az *acquis* része, ezért a most csatlakozó államok derogációt kapnak a belépést és az előfeltételek teljesítését illetően azzal a feltétellel, hogy mindent megtesznek a csatlakozási feltételek teljesítése és a GMU-ba történő belépés megvalósítása érdekében. A kényszert ehhez a Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) teremti meg, amely nem megfelelő fiskális pozíció esetén konvergencia program kidolgozását és ennek elmaradása esetén pénzügyi szankciókat helyez kilátásba az Európai Unió tagjai számára (így a Kohéziós Alapokból finanszírozott források megvonását addig, amíg a kifogásolt fiskális helyzet fennáll).

Miközben a csatlakozó államoknak törekedniük kell a monetáris uniós tagság minél előbbi elérésére, a pontos csatlakozási dátum, a csatlakozás érdekében szükséges gazdaságpolitikai lépések és az alkalmazkodási igények ország-specifikusak. A nemzeti gazdaságpolitikáknak olyan kérdésekre kell választ adni, mint:

- milyen gyorsan vezessék be az euró és lépjenek be a GMU előszobájának felfogható ERM-II mechanizmusba?
- Miképpen kezeljék a csatlakozást követően várható nominális és reál-sokkokat, miképpen alkalmazkodjon a fiskális politika az Európai Unióhoz történő csatlakozás államháztartási egyenleget egyértelműen rontó hatásához?
- Milyen lépéseken keresztül vezet el az út a hosszú távú egyensúlyi és növekedési célokat egyszerre figyelembe vevő egyensúlyi árfolyam kialakulásához és a nemzeti valuták ezen szinten történő Euró-rögzítéséhez?
- Miképpen képesek a maastrichti konvergencia-kritériumokat teljesíteni a gazdaságok, milyen áldozati rátával jár ezen előfeltételek teljesítése, milyen ütemezésben és csoportosításban lehet felvállalni ezeket a költségeket?

A 10 csatlakozó állam jelentősen eltér egymástól a kiinduló makrogazdasági helyzetet, a nominális és reálkonvergencia fokát, a korábban követett és örökségként a várakozásokba beépülő gazdaságpolitikai kereteket illetően. Ennek megfelelően az euró-övezetbe történő belépésük időzítése, sebessége, és az euró-övezeti tagság elnyerése érdekében követendő gazdaságpolitika jelentősen eltér egymástól. A balti államok az örökölt monetáris rendszer, kedvező makrogazdasági kondíciók miatt gyorsan és jelentősebb makrogazdasági megszorítás nélkül beléphetnek az euró-övezetbe, miközben a közép-európai, a reálkonvergencia területén

---

<sup>1</sup> A tanulmány a két szerző által az Integrációs és Fejlesztési Munkacsoport (IFN) számára 2004 májusban elkészített elemzés átszerkesztett változata. A szerzők köszönetet mondanak Madár Istvánnak, az eredeti tanulmány szakmai lektorálásáért, valamint Bartha Attilának, Dezséri Kálmánnak, Fórián-Szabó Gergelynek, Losoncz Miklósnak, Rácz Margitnak a szakmai vita során elhangzott észrevételekért, javaslatokért. A tanulmányban kifejtett gondolatokért és a fennmaradó hibákért a felelősség a szerzőket illeti.

a baltiakat egyébként megelőző államoknak nagy erőfeszítésre lesz szükségük az előfeltételek teljesítése érdekében.

A tanulmány fennmaradó része a következő szerkezet elemzi az euró-övezeti csatlakozással kapcsolatos kérdéseket. Az első fejezet áttekinti a gyors és lassú euró-övezeti csatlakozás mellett szóló érveket és ellenérveket az elméleti irodalomra és az empirikus elemzésekre támaszkodva. A tanulmány második fejezete bemutatja, hogy a többi közép-európai csatlakozó államban milyen stratégiát fogalmaztak meg a kormányzatok és a központi bankok az euró bevezetésének időzítését, az ennek érdekében teendő gazdaságpolitikai lépéseket illetően. A fejezet célja összehasonlítani a négy másik közép-európai ország euró-övezethez történő csatlakozással összefüggő stratégiáját és ebből következtetéseket levonni a magyar csatlakozási politikára. A tanulmány harmadik fejezete megfogalmazza azokat a szempontokat, amelyeket az elméleti és empirikus megfontolások, a hazai kiinduló helyzet és a többi közép-európai ország stratégiája alapján az euró-bevezetés időzítésével kapcsolatosan Magyarországon figyelembe kell venni. Ennek alapján a tanulmány javaslatot tesz az euró-övezetbe történő belépés egy lehetséges stratégiájára. A tanulmány zárófejezete a főbb szempontokat, megállapításokat és következtetéseket foglalja össze.

## **I. AZ EURÓ-ÖVEZETHEZ TÖRTÉNŐ CSATLAKOZÁS SEBESSÉGE ÉS IDŐZÍTÉSE: ELMÉLETI ÉS EMPIRIKUS SZEMPONTOK**

### ***1. Elméleti megfontolások a gyors csatlakozás mellett***

Az euró-övezethez történő csatlakozást időzítésénél (a gyors vagy lassúbb, időben elnyújtott belépés meghatározásánál) az optimális valutaövezet elmélete által megfogalmazott szempontok szolgálhatnak kiindulási alapként. Az elmélet azon előfeltételeket határozza meg, amelyek teljesülése esetén érdemes a gazdaságnak egy monetáris unió tagjává válni. Ezek között szerepelnek olyan, az 1960-as évek irodalmában R. Mundel (1963), P. Kenen (1969) és R. McKinnon (1963) által megfogalmazott szempontok, mint a monetáris unióval folytatott bilaterális kereskedelem részesedése a teljes kereskedelemben, a munkaerő- és tőkepiacok integráltsága, a termelési szerkezet diverzifikáltsága. Emellett szerepet játszanak olyan, az elmélet újabb megközelítéseiben szereplő tényezők (Mongelli(2002)), mint a szimmetrikus vagy aszimmetrikus sokkok súlya (Bayoumi T.- Eichengreen B. (1992)), az önálló árfolyam és monetáris politika fenntartásának előnyei és költségei, Az euró-övezethez történő csatlakozás sebességét meghatározza, hogy milyen viszonyban állnak egymással az euró gyors bevezetéséből származó, elsősorban makrogazdasági előnyök a bevezetéssel kapcsolatos alkalmazkodási költségekkel és makrogazdasági kockázatokkal.

Az elméleti elemzések alapján az euró-övezethez történő gyors csatlakozás mellett öt jelentősebb érvet lehet meghatározni. A gyors csatlakozás egyik fő érve, hogy a közös valuta átvétele esetén tovább növekedne hazánk és az euró-övezet közötti bilaterális kereskedelem volumene. A kereskedelem intenzitásának növekedéséhez az önálló valuta meglétével összefüggő árfolyamvolatilitás megszűnése járul elsősorban hozzá. A kiszámítható árfolyam növeli a kereskedelemben kerülő javak szektorában eszközölt beruházásokat, illetve az árak jobb összevethetősége és a leértékelés, mint alkalmazkodási eszköz megszűnése erőteljesebb reálgazdasági alkalmazkodást vált ki elsőnek a kereskedelemben kerülő javak szektorában, majd ezt követően a kereskedelemben nem kerülő javak esetében is.

A valutaunió kereskedelemteremtő hatását több tanulmány mutatta ki. A legnagyobb hatású ezek között Rose (2000) és Rose-Frenkel (1998) tanulmányai voltak, amelyek szerint a közös valutával rendelkező országok átlagosan háromszor annyit kereskednek egymással, mint a külvilággal. Rose eredményeit és módszertanát többen megkérdőjelezték, többek között Persson (2000) is aki szerint a Rose által említett háromszoros rés túlzó, valójában az eltérés csak 40%-os. A különbség tényét azonban senki nem vitatta, miközben más monetáris uniókra is hasonló robusztus eltéréseket mutattak ki: így McCallum (1995) szerint a kanadai tartományok egymással lebonyolított kereskedelme 21-szerese az azonos távolságra található USA államokkal zajló forgalomnak. A bírálatok hatására Rose pontosította módszertanát és egy friss elemzésében (Rose (2002)) kimutatta, hogy a monetáris unió belül a kereskedelem volumene 20 éven belül háromszorosára emelkedik, és ha közben a gazdaság nyitottsága 1 százalékponttal bővül, akkor a növekedési ütem 0,33%-kal emelkedik.

A közös valuta eredményeképpen bővülő kereskedelem kis nyitott gazdaság esetében nem csak önmagában jelent szempontot a gyors euró-övezeti csatlakozás mellett, hanem, mert magasabb növekedési ütemet eredményez, illetve tovább növeli az üzleti ciklusok harmonizáltságát a monetáris unió tagjai között. Ennek alapján nevezte Rose és Frenkel (2000) endogéneknek az OCA kritériumokat, mert a kritériumok jobban teljesülnek a belépést követően, mint előtte: a közös valuta meglete felgyorsítja az üzleti ciklusok szinkronizálódását, a kétoldalú kereskedelem növekedését, a termelési szerkezet diverzifikálódását, egyre 'optimálisabbá' téve a valutaövezetet.

A közös valuta kereskedelemteremtő hatását illetően azonban óvatosságnak kell lenni és nem csak a korábban említett nagyon eltérő empirikus eredmények miatt, hanem az euró-övezetre vonatkozó első empirikus elemzések miatt is. Az Európai Központi Bank 2004-es tanulmánya (ECB(2004)) szerint az euró-övezet működésének első négy éve eredményezett bővülést a kereskedelemben, azonban ennek mértéke a korábban idézett empirikus művekben szereplő értéke alatt maradt:

A gyors euró-zóna csatlakozás kereskedelemhez is kapcsolódó második előnye, hogy már rövidtávon magasabb gazdasági növekedést eredményezhet, ami hosszabb távon dinamikusabb reálfelzárkózási pályához vezet. A növekedési többlet forrása az említett kereskedelemteremtő hatás mellett az alacsonyabb reálkamat szint és ennek beruházásokat növelő hatása, a termelékenység növekedése a jobban összevethető és transzparens árak, az erőteljesebb verseny nyomán, a folyó fizetési mérleg korlát oldódása és ennek eredményeképpen a megtakarítási és beruházási ráták közötti kényszerű együttmozgás enyhülése. A növekedéshez hozzájárulhat, hogy a monetáris unióhoz történő csatlakozással megszűnnek az önálló valutából eredő, a mikrogazdasági síkon érvényesülő tranzakciós költségek (a számítások szerint ezek megszűnéséből származó előny a GDP 0,25-0,5%-a lehet), és a jobban összehasonlítható árak nyomán erősödik a piaci szereplők közötti verseny.

A monetáris unióba történő gyors belépés *harmadik* fontos előnye a saját valuta meglétéből származó költségek és kockázatok kiküszöbölése. Az önálló valuta két esetben okozhat jelentős makrogazdasági költségeket: ha a monetáris hatóság generál sokkot, illetve ha a piacok gerjesztenek sokkokat. Az önálló valuta léte kiteheti a gazdaságot a rossz monetáris és árfolyam-politika által generált sokkoknak (policy generated shocks), illetve destabilizáló jellegű várakozásokat és tőkeáramlást eredményezhet a piaci szereplők által el fenntarthatatlannak ítélt monetáris-fiskális politikai mix esetén. A közös valuta átvétele megszünteti az inkonzisztens gazdaságpolitikai mix, vagy a hibás árfolyam-politika által generált sokkokat, és csökkenti az emiatt a hozamokba beépülő kamatfelárat és azok volatilitását. A monetáris unióba történő belépés közvetlenül az árfolyam- és monetáris politika generálta sokkokat küszöböli ki, de közvetve mérsékeli a fiskális politika teremtette

sokkokat is, mert a szigorú szabályok közé szorítja a fiskális politikát, ami erőteljesen csökkenti a pro-ciklikus, vagy a politikai ciklus által determinált fiskális politika előfordulásának valószínűségét.

Az önálló valuta által okozott sokkok másik esete a pénzügyileg nyitott kis gazdaságokban a ragályszerű pénzügyi válságokra történő nagyobb kitettségekben jelenik meg. Az önálló valuta és az ezt védő jegybankok nemzetközi tőkeáramlásokkal szemben korlátozott mozgástere miatt a hazai gazdaság ki van téve az időszakosan jelentkező spekulatív nyomásoknak, amelyek gyakorisága növekszik, ha az előző pontban tárgyalt inkonzisztens gazdaságpolitikával társul. Habib (2002) szerint a közép-európai csatlakozó államok megfizetik az „emerging market contagion” kockázatból eredő felárat és ez negatívan hat a befektetők megkövetelte kamatprémiumra, csökkenti a monetáris politika önállóságát és mozgásterét. Az önálló valuta növeli a destabilizáló jellegű, ciklikus tőkeáramlások valószínűségét és kockázatát, valamint az ilyen tőkeáramlások kezelésének költségeit is. A magas kamatfelár, az általa teremtett árfolyamvolatilitás és tőkeáramlások negatív hatásainak kezelése pedig csökkentheti a gazdasági növekedés ütemét.

A monetáris unióba történő belépés negyedik makrogazdasági előnye a magas reál-kamatszínvonal csökkenése és a javuló hitelbesorolás lenne. A közös valuta megszünteti az árfolyam- és csökkentheti az ország-kockázatot, ami számottevő kamatcsökkenéshez vezethet és ez középtávon 5-10 százalékkal is magasabb GDP-t eredményezhet. A konvergencia-folyamat eredményeképpen ma már a hosszú lejáratú kamatok nem térnek el jelentősen az EMU referenciaértékeitől, de a rövidlejáratú kamatok esetében a meglévő rés még számottevő. A közös valuta átvétele csökkentheti a rövidlejáratú kamatokban meglévő eltéréseket is, bár ezek az eltérő ciklikus pozíció, az ország-kockázat különböző szintje miatt fennmaradnak.

A kamatprémium csökkenése a beruházások ösztönzése, a kisebb adósságszolgálati terhek mellett mérsékli a kamat indukálta, rövidlejáratú tőkeáramlások volumenét, valamint kezelésükkel kapcsolatos kockázatokat és veszteségeket. Ez kis és nyitott gazdaság esetében jelentős sokkoktól mentesíti a gazdaságot és nagyobb önállóságot ad a fiskális politika számára is<sup>2</sup>. Ugyanakkor a kockázatok részben említésre kerül, hogy a nominális kamatszint csökkenése addicionális sokkokat is teremthet abban az esetben, ha a monetáris unióba történő belépést követően az inflációs eltérés fennmarad, mert az így keletkező alacsonyabb reálkamat-szint keresleti buborékot teremthet.

A közös valuta gyors bevezetéséből eredő utolsó jelentős makrogazdasági előny, hogy lehetőséget ad egy magasabb folyó fizetési mérleg hiány finanszírozására, mivel bővíti a fenntartható hiány mértékét és nem teszi szükségessé a fizetési mérleg deficit nem adóssággeneráló beáramlásokkal történő finanszírozását. A felzárkózó gazdaságok esetében a magas beruházási igények miatt mindig különösen fontos kérdés a külső finanszírozhatósági korlát szintje és rugalmassága. Annak ellenére, hogy a finanszírozható folyó fizetési mérleg hiány ország-specifikus kérdés, a globalizált tőkepiacok és kockázatok mellett referenciaértékek alakulnak ki, amelyek felett a befektetők nem vagy csak korlátozottan hajlandóak fedezni a hiányt<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> A költségvetési politika mozgástere növekszik, mert nem a rövidlejáratú tőkeáramlások hatásainak semlegesítésével kell foglalkoznia, hanem a hosszabb időtávú szerkezeti és fenntarthatósági célokkal.

<sup>3</sup> A fenntartható folyó fizetési mérleg hiány függ az ország nettó devizapozíciójától, a devizaadósságon fennálló kamat és gazdasági növekedés közötti eltéréstől, a nyitottság fokától, a negatív megtakarítások mögött az államháztartás és magánszektor nettó megtakarítói pozíciójának

A monetáris unióba történő belépés magasabb folyó fizetési mérleg hiány fenntartását és finanszírozását teszi lehetővé, bár a monetáris unió tagjainak okozott költségek, a potyautas probléma elleni fellépés miatt ez a bővülő finanszírozhatósági képesség sem korlátlan. Az enyhülő fizetési mérleg korlát mellett a közös valuta által nyújtott finanszírozási rés a magasabb hiány mellett a hiány kiigazítására rendelkezésre álló időt is növeli, csökkentve a ciklikus ingadozásokat.

Összességében a gyors csatlakozással az euró-övezethez csatlakozó gazdaság hamarabb élvezheti a növekedési többletet, a kereskedelem és ezáltal a kereskedelembé kerülő javakat előállító ágazatok kibocsátásának emelkedését, az önálló monetáris és árfolyam-politika teremtette költségek eltűnését, valamint az alacsonyabb reálkamat-szint és bővülő fizetési mérleg korlát biztosította addicionális növekedési és stabilitási előnyöket. A gyors csatlakozás ott jelent érezhető előnyt, ahol az átlagosnál magasabb az adósság/GDP és a folyó fizetési mérleg hiány/GDP szintje, magas a gazdaság nyitottsága és az euró-zóna országaival lebonyolított kereskedelem aránya, illetve ahol az árfolyam és az árfolyam-politika teremt és nem tompítja a sokkokat (shock generation vs. absorption). Ezek a feltételek Magyarország esetében fennállnak és emiatt az euró-övezetbe történő belépés számottevő növekedési és stabilitási többlettel járhatna.

## **2. Elméleti megfontolások a gyors csatlakozás ellen**

Az euró-övezethez történő csatlakozásnak a jelzett pozitív hatásai mellett költségei is lehetnek, amelyek befolyásolják a csatlakozás sebességét és a gyors csatlakozás melletti érvek erősségét. Az euró-övezetbe történő gyors belépéssel kapcsolatosan öt jelentősebb ellenérv sorakoztatható fel az elméleti munkákra alapozva.

1. **Az önálló monetáris politika és árfolyam, mint alkalmazkodási eszköz elvesztése.** Az első ellenérv a gyors csatlakozással szemben, hogy az euró-övezetbe belépő gazdaság még akkor veszíti el az árfolyam, mint alkalmazkodási eszköz alkalmazhatóságát, amikor erre még szüksége lehet.

Az árfolyam mint alkalmazkodási mechanizmus elvesztése szorosan kapcsolódik a monetáris függetlenség feladásához és érvként szolgálhat az euró-övezeti csatlakozás időbeli késleltetéséhez. Ezzel kapcsolatosan két szempontot kell mérlegelni: az árfolyam-leértékelés alkalmazhatóságát egy külső sokk és/vagy válság kezelése során, illetve az egyensúlyi árfolyamtól eltérő szinten történő rögzítés az Euróval szembeni középárfolyam meghatározásakor.

Az árfolyam, mint alkalmazkodási eszközzel kapcsolatosan számos szerző emelte ki, hogy alkalmanként szükséges lehet az árfolyam-leértékelést alkalmazni végső megoldásként, különösen, ha a gazdaságban a bérek és az árak erőteljesen merevek. Így az eltérő sokkokra leértékeléssel történő reagálás az egyik érv amellet, hogy miért nem csatlakozik Svédország az euró-övezethez: az 1990-es években bekövetkezett bank- és gazdasági válság során a korona gyengülése volt az egyik alkalmazkodási eszköz a válságból kivezető úton. Annak

---

alakulásától és a folyó fizetési mérleg deficit finanszírozásának szerkezetétől. Ennek ellenére a tőkepiaci befektetők általi finanszírozhatóság erőteljesen csökken, ha a GDP arányos folyó fizetési mérleg deficit elérte az öt százalékot. A fenntartható és finanszírozható hiány között emiatt jelentős eltérés lehet.

ellenére, hogy a csatlakozó államokban az árak és bérek rugalmassága magasabb a svédnél, előfordulhat olyan eset, amikor már nem lehet kizárólag a reálbérek csökkenésével alkalmazkodni, különösen rövidtávon a még mindig erőteljes szerkezeti átrendeződés időszakában.

Ugyanakkor nemzetközi példák igazolják a leértékelések csekély hatékonyságát a versenyképességi problémák kezelésében. Így az árfolyam leértékelése ellen szól az euró-övezettel lebonyolított kereskedelem magas aránya, az árfolyam-begyűrűzés (különösen a leértékelés esetében aszimmetrikusan) magas értéke, az árfolyam változásra nem vagy csak közvetve és kis mértékben érzékeny cégen belüli kereskedelem magas aránya a külkereskedelemben, illetve az árfolyam leértékelés és ezt követő kamatváltozás negatív hatása a fizetési mérleg többi sorára.

Az árfolyam alkalmazásával kapcsolatosan az euró-övezeti csatlakozás időzítésével összefüggésben felmerülő másik kérdés az egyensúlyi árfolyam és annak veszélye, hogy a korai csatlakozás esetén az árfolyam ettől erőteljesen eltérő értéken kerülne rögzítésre, aminek kedvezőtlen makrogazdasági hatásai lehetnek az euró-övezetbe történő belépést követően. Az egyensúlyi szinthez képest alulértékelt árfolyam további addicionális inflatós tényezőként jön számításba különösen, ha befolyásolja a bérek növekedését és az inflációs várakozásokat gerjeszti. Abban az esetben, ha felülértékelt szinten kerül rögzítésre az árfolyam, akkor ez ronthatja a kereskedelemben kerülő javak versenyképességét, mérsékelheti az export és a kibocsátás növekedését és negatívan hathat vissza reálkonvergencia folyamatára.

Az egyensúlyi nominális és reálárfolyam kérdése összetett. Egyfelől lehet azzal érvelni, hogy azon a szinten kell rögzíteni az árfolyamot, amely mellett a külső és belső egyensúly is fennáll, és nem érvényesül a valutával szemben piaci eredetű nyomás. Másfelől azonban figyelembe kell azt is venni, hogy az egyensúlyi árfolyam meghatározása rendkívül nehéz, a rendelkezésre álló módszerek (BEER, FEER, NATREX, IMF Macromodel) múltbeli értékek alapján is eltérő eredményekre vezetnek, és széles sávba hozzák az egyensúlyi árfolyamot. Addicionális probléma, hogy a csatlakozó gazdaságokban olyan szerkezeti és intézményi reformok (elsősorban az államháztartás átfogó átalakítása, az állami elosztás mérséklése) zajlanak, amelyek jelentősen módosíthatják a gazdaság versenyképességét, kitolhatják a termelési lehetőségek görbét, ami jelentősen befolyásolja az egyensúlyi és fenntartható árfolyamszintet.

Így az euróval szembeni rögzítés ellen szól a nem megfelelő árfolyamon történő rögzítés veszélye és azon lehetőség biztosítása, hogy a rögzítésre az elkerülhetetlen szerkezeti változások árfolyamhatásainak lecsengését követően kerüljön sor. Ellenvéleményként azt lehet ezzel kapcsolatosan említeni, hogy az egyensúlyi reálárfolyam dinamikus tényező, amely mindig változik: kérdés, hogy ez a változás a nominális árfolyamon keresztül vagy pedig a reálváltozók (árak és bérek, kibocsátási és foglalkoztatási szerkezet) változásán keresztül kell hogy bekövetkezzen.

**2. Közös kamatpolitika aszimmetrikus hatásai.** A gyors euró-övezeti belépéssel szembeni második ellenérv, hogy a csatlakozó gazdaság kénytelen lesz alkalmazkodni az Európai Központi Bank által meghatározott kamatszinthez, függetlenül üzleti ciklusának alakulásától. A közös kamatpolitika hatásával kapcsolatosan három tényezőt kell figyelembe venni. Egyrészt az üzleti ciklusok és a kereskedelem összefonódását, amely összességében jelentős a csatlakozó államok és az euró-övezet között. A magas kereskedelem, illetve az üzleti ciklusok megfigyelt jelentős és időben növekvő mértékű harmonizáltsága nyomán mérséklődik az



eltérés a gazdaságok kamatdöntésre történő reagálásában, és ez csökkenti az egységes monetáris politikából eredő aszimmetrikus hatások előfordulásának gyakoriságát.

Másrészt viszont a csatlakozó államok pénzügyi intézményrendszerének fejlettsége jelentősen elmarad az euró-övezethez tartozó gazdaságokétól. A monetáris transzmisszió belül a kamatcsatorna erőssége ugyanakkor erőteljesen függ a pénzügyi intézményrendszer mélységétől és ezen belül a banki és nem banki jellegű pénzügyi intézményrendszer relatív súlyától. Így minél nagyobb a pénzügyi mélyülés foka (nagyobb ezáltal a pénzügyi közvetítőrendszer likviditása), annál erőteljesebb a kamatcsatorna szerepe, miközben a tőkepiaci fejlettség és a kamatcsatorna erőssége éppen ellentétes (fejlettebb tőkepiacok mellett kevésbé hat a beruházási döntésekre a kamatok alakulása). Továbbá a pénzpiac olyan sajátosságai, mint a hitelek átlagos lejáratát és lejáratát struktúrája, a piaci koncentráció és verseny mértéke is befolyásolják a kamatcsatorna hatékonyságát. A pénzügyi mélyülés foka, a bankrendszer hitelállománya és eszközei a csatlakozó államokban mélyen a fejlett európai államok átlaga alatt találhatók, a lejáratát szerkezet a rövidebb oldal felé eltolt, miközben a devizahitelek aránya kiugróan magas. Ezen tényezők következtében a közös monetáris politikának az euró-zónától eltérő hatásai lehetnek a csatlakozó államokban a monetáris kondíciók és ezen keresztül az üzleti ciklus alakulására.

A közös monetáris politikához történő alkalmazkodás harmadik jelentősebb problémája abban áll, hogy a közös kamat meghatározása a csatlakozó államokban ellentétes lehet az üzleti ciklus megkívánta szinttel. A közös monetáris politika által meghatározott kamatok mellett ugyanis a felzárkózásból fakadó pozitív inflációs többlet mellett a reálkamat-szint alacsonyabb lehet a csatlakozó államokban az euró-övezet átlagánál és az egyensúlyi feltételek által megkívántnál. A negatív reálkamat problémát jelenthet, mert spekulatív buborékok kialakulásához vezethet, illetve eltérítheti az üzleti ciklus lefutását a csatlakozó és mag GMU-államok között, gyengítve az üzleti ciklusok harmonizálódását. A negatív reálkamat erőteljesen növelheti a hazai keresletet, mind annak beruházási és fogyasztási részét és ezen keresztül addicionális inflációs nyomást generálhat a többletkereslet révén. Mivel a frissen csatlakozó államok árszintje az euró-övezet árszintjének fele körül található, ezért hosszabb ideig jelentős inflációs többlet fennmaradása valószínűsíthető, ami tartósan alacsonyabb reálkamatot és eltérő üzleti ciklust jelent<sup>4</sup>.

**3. Makrogazdasági folyamatok.** A gyors euró-övezeti csatlakozás ellen szóló addicionális érv a belépéssel várható makrogazdasági folyamatok és sokkok jellege. A problémákat két részre lehet bontani. Az egyik ellenérv a gyors euró-övezeti csatlakozáshoz szükséges előfeltételek teljesítésével van összefüggésben, a másik pedig a csatlakozást követően várható makrogazdasági folyamatokat érinti.

Tekintettel arra, hogy az euró-övezethez történő csatlakozást a magas infláció és az államháztartási hiány gátolja, ezért elsősorban a fiskális konszolidáció és defláció reálgazdasági költségei szólnak a gyors euró-övezeti csatlakozás ellen. A munkaerő-piaci

---

<sup>4</sup> A tartalmi eltérések mellett van még egy formai különbség is sok csatlakozó állam jegybankjának és az ECB-nek a politikája között. A csatlakozó jegybankoknak összhangba kell hozni eszközüket az ECB eszközeivel. A legnagyobb változásnak ebben a tekintetben az operatív eszközök jellegében kell bekövetkeznie: Magyarországon is át kell a kétértelmű betétről, mint a monetáris politika irányadó eszközéről térni a kétértelmű hitelre. A csatlakozó államokban eddig a jegybankok a jelentős deviza-beáramlás miatt sterilizálási kihívással néztek szembe és ezért passzív eszközöket alkalmaztak, amivel szemben az ECB meghatározó instrumentuma aktív oldali eszköz. A váltás nem okozhat jelentős problémát a jegybankok számára, bár átmenetileg erőteljesebben kell figyelni a likviditás időbeli alakulására.

merevségek, a változatlanul erőteljes inflációs várakozások, egyes esetekben (Szlovénia) a korábban huzamosabb ideig fenntartott indexálási mechanizmus, a nominális (és esetenként a reál) bérek merevsége olyan addicionális korlátot jelent, ami sokak szerint növeli a gyors dezinfláció költségeit. Ráadásul, az euró-övezethez történő csatlakozásig további jelentős liberalizálásra van szükség a hatósági árak területén (melyek aránya magasabb a most csatlakozó 5 közép-európai országban, mint az euró-övezeten belül), és ez a piaci eredetű infláció erőteljesebb megszorítását igényli a gazdaságpolitikától.

A fiskális kritériumok gyors teljesítése hasonlóképpen jelentős reálgazdasági áldozatokkal járhat. A magas államháztartási hiányt a csatlakozó közép-európai gazdaságokban tovább növeli a csatlakozás közvetlen (befizetések és kifizetések költségvetés szempontjából negatív egyenlege) és közvetett (csatlakozás nyomán vesztes ágazatok/régiók kárpótlása, a munkanélküliség vélelmezhető növekedése, stb.) hatásai (Kopits-Székely (2001), OeNB(2002), Bundesbank (2003)). Tekintettel arra, hogy az infláció és az államadósság (Magyarországot leszámítva) sem kiugróan magas ezekben a gazdaságokban, így – szemben a kohéziós országok és Olaszország euró-övezeti csatlakozását megelőző államháztartási konszolidációjával – a kiigazítás csak nagyon korlátozottan alapulhat a nominális kamatkidadások csökkentésén.

Ezzel szemben a korrekciónak az elsődleges egyenlegek javulására kell alapulnia, ami hosszú távon kedvező, de rövidtávon költségekkel járhat, aminek két forrása lehet. Egyrészt amennyiben a kiigazításban jelentős szerep hárul a felhalmozási kiadások átmeneti vagy tartós mérséklésére, akkor ez a szükséges infrastrukturális beruházások miatt a növekedést kínálati oldalról korlátozhatja. Másrészt kérdéses, hogy a fiskális kiigazítás keynesiánus vagy nem keynesiánus hatásai érvényesülnek keresleti oldalon. Azaz bizonytalan, hogy az elsődleges egyenleg javulása és a keresleti hatás mérséklődése hat-e erőteljesebben a növekedésre, vagy a csökkenő államháztartási hiány magánszektor költési hajlandóságát növelő hatása. Ez természetesen függ a költségvetési korrekció szerkezetétől, hitelességétől, valamint attól, hogy milyen monetáris politika társul hozzá.

A gyors euró-övezeti csatlakozással szemben felhozható másik ellenérv a csatlakozást követően várható makrogazdasági folyamatok generálta költségekkel függ össze. A csatlakozást követően a fennmaradó inflációs eltérések és az ország-kockázatban rejlő különbségek mellett is a nominális kamatlábak az euró-övezet szintjére mérséklődnek és ennek eredményképpen a reál kamatszint csökken. Ennek makrogazdasági szempontból három veszélyes következménye lehet.

Egyrészt a negatív reálkamatlábak erőteljes hitelboom-hoz vezethetnek, ami volatilisabbá teheti a makrogazdasági folyamatokat és ennek kezelése káros makrogazdasági következményekkel járhat. A negatívvá váló reálkamatlábak másik kedvezőtlen hatása, hogy gyors felfutást eredményezhet a háztartási és vállalati szektorok fogyasztási és beruházási keresletében, ami inflációban és/vagy a folyó fizetési mérleg hiány növekedésében csapódhat le. A negatív reálkamatok miatti inflációs többlet felerősíti a Balassa-Samuelson-hatás és más kínálati okok miatt fennmaradó inflációs rést, míg – noha az euró-övezeten belül a folyó fizetési mérleg hiánynak nincs akkora jelentősége, mint önálló valuta esetén – a túlzott mértékű hiány hosszú távon nem fenntartható és a magánszektor nettó megtakarításainak csökkenése esetén még erőteljesebb megszorítást igényel a fiskális politika részéről. A negatív reálkamatokkal kapcsolatos harmadik probléma, hogy tovább mérsékelheti a magánszektor Magyarországon amúgy is kiugróan alacsony megtakarítási hajlandóságát, aminek szintén lehet negatív tovaggyűrűző hatása a makrogazdasági folyamatokra.

Összességében a gyors euró-övezeti csatlakozás ellen szóló és a csatlakozáshoz szükséges makrogazdasági előfeltételek teljesítésével, valamint a belépést követő makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos érveket három pontban lehet összefoglalni. A csatlakozás növekedési, fiskális és kamathatásai kedvezőtlenek lehetnek és addicionális reálgazdasági áldozatot kívánhatnak meg a csatlakozó gazdaságoktól.

4. *A sokkok szimmetrikus vagy aszimmetrikus jellege.* Az euró-övezethez történő csatlakozás időzítésének egyik döntő kérdése annak megítélése, hogy milyen mértékben aszimmetrikusak az üzleti ciklusok a csatlakozó és a mostani GMU-tagállamokban, illetve mekkora a valószínűsége az euró-övezetbe történő belépést követően az ilyen sokkok kialakulásának, amelyek eltérő növekedési dinamikákhoz és üzleti ciklushoz vezethetnek a csatlakozó államokban. Az aszimmetrikus sokkokkal kapcsolatosan három kérdés merül fel. Az egyik, hogy mekkora az aszimmetrikus sokkok kialakulásának valószínűsége a csatlakozó és a tag GMU-államok között. A másik kérdés, hogy milyen hatást gyakorolhat a csatlakozó országok gazdaságára az aszimmetrikus sokkok megléte. A harmadik kérdés, hogy milyen alkalmazkodási lehetőségekkel rendelkeznek a gazdaságok az aszimmetrikus sokkokhoz az euró-övezethez történő csatlakozást követően.

A sokkok szimmetrikus vagy aszimmetrikus jellege több tényező függvénye, amelyek közül a tanulmány hármát emel ki: a gazdaság szerkezetének hasonlósága az euró-övezetével, a bilaterális és ezen belül az intra-indusztriális kereskedelem súlya, illetve a keresleti és kínálati sokkokra történő válaszadás jellege.

A *gazdaság szerkezete* – mind a tág értelemben vett ipar-mezőgazdaság-szolgáltatás bontásban, mind a részletesebb iparági bontásban – jelentős hasonlóságot mutat a csatlakozó államok és az euró-övezet között. Az ipar részesedése és ezen belül a kiemelt iparágak aránya a termelésben közel azonos a közép-európai országok és az euró-övezet esetében.

A termelési szerkezet hasonlósága mellett legalább olyan fontos annak diverzifikáltsága: minél diverzifikáltabb ugyanis a gazdaság szerkezete, annál kevésbé valószínű, hogy szektor-specifikus sokk éri a gazdaságot és nagyobb a szimmetrikus sokkok előfordulása. A csatlakozó országok termelési szerkezete diverzifikált, függése egy-egy ágazattól kismértékű és ezért nem valószínű, hogy a szektor-specifikus sokkok jelentős az euró-övezettől eltérő aszimmetrikus hatásokat váltanának ki.

A termelési szerkezet hasonlósága mellett a sokkok meghatározásakor fontos a *kereskedelem szerkezetének* és jellegének alakulása is. Az euró-övezettel lebonyolított kereskedelem a csatlakozó országok teljes külkereskedelmének 65-75%-át testesíti meg, és ezen belül az összefonódás Magyarország esetében a legerőteljesebb a 75%-os aránnyal. A magas kereskedelmi integráltság azt is valószínűsíti, hogy az üzleti ciklusok harmonizálódása is jelentős, mert az euró-övezet növekedési pályájának és dinamikájának módosulása azonnal hat a kereskedelmen keresztül a csatlakozó gazdaságokra. Ugyanakkor a bilaterális kereskedelem fontossága a tag és a csatlakozó államok szempontjából aszimmetrikus, mert az euró-övezet külkereskedelmének töredék részét bonyolítja le a most csatlakozó államokkal<sup>5</sup>. Ezért az euró-övezetet és a csatlakozó államokat kívülről érő sokkok már okozhatnak eltérő dinamikát, mert másképpen képes az eltérő kereskedelem miatt is ezeket kezelni az euró-övezethez tartozó és az ahhoz csatlakozó állam.

---

<sup>5</sup> Ebben is vannak eltérések, hiszen Németország külkereskedelmében a közép-európai régió súlya meghaladja az USA részesedését.

A kereskedelem súlya mellett legalább olyan fontos a kereskedelem szerkezete, és ezen belül az intra-indusztriális kereskedelem részesedése a teljes kereskedelemben. Az intra-indusztriális kereskedelem részesedése az ezt mutató Gruber-Lloyd index szerint legalább akkora, esetenként magasabb a csatlakozó közép-európai országok, mint a kohéziós államok esetében, és esetenként meghaladja a magállamok egymás közötti kereskedelmében betöltött részesedést is. Ahogy Rostowski (2002) tanulmánya rámutatott az intra-indusztriális kereskedelem mellett fontos még a vertikális integráció szerepe is a külkereskedelem és a sokkok megítélésben. A vertikális integráció – köszönhetően a jelentős közvetlen tőkebefektetéseknek - és a magas hozzáadott értékű termékek részesedése a kereskedelmen belül jelentős a csatlakozó államok esetében.

A sokkok szimmetrikus vagy aszimmetrikus jellege attól is függ, hogy az üzleti ciklusok azonos vagy eltérő jellegűek a csatlakozó és GMU-tagok esetében. Az empirikus elemzések alapja a GDP és az ipari termelés alakulása közötti korreláció vizsgálata.

A GDP és ipari termelés alakulása közötti korreláció kimutatásnak alapja a vektor autoregressziós módszer (VAR), amely segítségével el lehet különíteni a keresleti és kínálati elemeket a két komponens alakulásában. A keresleti elem elsősorban az együttmozgásra, korrelációra ható rövidtávú tényezőket, míg a kínálati elem a hosszabb távú, szerkezeti átrendeződéssel összefüggő elemeket ragadja meg. A két tényező elkülönítése két szempontból fontos az ilyen elemzésekben. Egyrészt a monetáris politika elsősorban a rövidtávú, keresleti tényezőkre képes reagálni, a kínálatiakra nem és nem is kell neki reagálnia. A másik lényeges eltérés, hogy az üzleti ciklusok, vagy ipari termelés együttmozgását meghatározó kínálati tényezők egyformán hatnak a gazdaságokra függetlenül attól, hogy tagjai vagy sem a monetáris uniónak. Miközben a keresleti sokkokban lehet eltérés abban a tekintetben, hogy valaki tagja az euró-övezetnek a technikai fejlődés, kínálati sokkok által determinált kínálati tényezőknél ennek nincs jelentősége.

A tanulmányok túlnyomó többsége szerint (ld. Horvath (2003), Fidrmuc-Korhonen (2002)) az üzleti ciklusok szimmetriája a csatlakozó országok és az euró-övezet között jelentősen erősödött az elmúlt 10 év során. A tanulmányok szerint különösen erőteljes a korreláció az ipari termelés és a német gazdaság kibocsátásnak alakulásával. Vavra-Concibuch (2000) növekvő és magas korrelációt mutatott ki a német és a csatlakozó közép-európai államok ipari termelése között, bár a korrelációs együtthatónál kisebbet, ha a viszonyítási alap a teljes EU-15 volt. Az empirikus elemzések többsége szerint különösen erőteljes az üzleti ciklusok korrelációja Magyarország és Csehország esetében, míg a többi 3 közép-európai ország mutatója alattuk marad. Az üzleti ciklusok korrelációja alapján a csatlakozó közép-európai államok erőteljesebben összefonódtak az euró-övezet tagállamaival, mint egyes kohéziós államok mind a kereskedelem súlya és intenzitása, mind pedig a ciklusok összehangoltsága alapján.

Az üzleti ciklusok szimmetrikus vagy aszimmetrikus jellegének meghatározásánál fontos a gazdaságokat érő *keresleti és kínálati sokkok* intenzitásának, lefutásának elemzése is. Az empirikus elemzések azt állapították meg, hogy a keresleti sokkok azonosak a csatlakozó országok és az euró-övezet tagjai esetében, ugyanakkor a kínálati sokkokban jelentős eltérés van. Ez nem meglepő, tekintettel arra, hogy az euró-övezet perifériáján tartózkodó fejlettebb államok (Olaszország és Írország) esetében is hasonló következtetéseket fogalmaztak meg az empirikus elemzések. Ebben a tekintetben a csatlakozó gazdaságok nagyon erőteljesen hasonlítanak a már euró-övezethez tartozó nem magállamokra, ami csökkenti az aszimmetrikus sokkok előfordulásának valószínűségét és hatásának mértékét.

Összességében az elméleti és az empirikus elemzések alapján azt lehet megállapítani, hogy a legfontosabb figyelembe vehető mutatók alapján (kereskedelem iránya és szerkezete, a gazdaság és az ipari kibocsátás szerkezete, az ipari termelés és a GDP együttmozgása) alapján a csatlakozó államok esetében fennáll, de nem magasabb számos már euró-övezeti tagállamnál az aszimmetrikus sokkok előfordulásának valószínűsége. Ugyanakkor a sokkok tekintetében a keresleti sokkokban nagyfokú a hasonlóság, miközben a kínálati sokkok és az európai jegybank kamatdöntései által generált „policy induced” sokkok lefutása eltérő lehet a csatlakozó és a tagállamok között.

**5. A sokkokra történő reagálás képessége.** Az aszimmetrikus sokkok monetáris integráció sebességére gyakorolt hatása azonban nem csak a sokkok jellegétől, hanem attól is függ, hogy miképpen hatnak ezek a sokkok a gazdaságra és miképpen tud alkalmazkodni hozzájuk. A sokkok hatása három tényező függvénye: az aszimmetrikus, szektor-specifikus sokkok által érintett iparág és ágazat termelésben és foglalkoztatásban betöltött részesedéséé, a multinacionális cégek GDP-ben betöltött arányáé, valamint az árfolyamváltozások jövedelmi és vagyonghatásáé.

Az aszimmetrikus sokkok megléte és intenzitása önmagában nem elégséges érv a gyors monetáris uniós csatlakozás ellen, ha a gazdaság rendelkezik olyan eszközökkel, amelyekkel hatékonyan és gyorsan képes alkalmazkodni ezekhez a sokkokhoz. A kis nyitott gazdaságok számára számos eszköz áll rendelkezésre a sokkokhoz történő alkalmazkodásra az árfolyam, mint alkalmazkodási eszköz kikerülése esetén is: így az árrugalmasság, a munkaerő-piaci rugalmasság, a fiskális politika és transzferek, valamint a pénzügyi integráció és a tőkeáramlások.

Az egyik alkalmazkodási eszköz az árak rugalmassága. Általános tapasztalata, hogy árak rugalmassága a csatlakozó államokban megfelel a magállamokénak, bár egyes szektorok esetében valamivel nagyobb merevségük.

Az aszimmetrikus sokkokhoz történő alkalmazkodás másik eszköze a munkaerő rugalmasságán keresztül történik. A munkaerő rugalmassága két dologban testesül meg: a munkabérek rugalmasságában, a foglalkoztatási szerkezet rugalmasságában és a migrációban. Az IMF (2000) tanulmánya szerint a munkaerőpiacok rugalmassága a csatlakozó államokban megegyezik a fejlett európai államok átlagos értékeivel. A munkabérek a csatlakozó államokban – igaz az átalakulás, transzformációs recesszió befolyásolta környezetben - lefelé rugalmasabbnak bizonyultak a fejlett országoknál, kivéve Szlovéniát, ahol a korábbi hiperinfláció miatt tartós indexálási mechanizmusok maradtak fenn.

Egy friss tanulmány (ILO(2003)) azt elemezte, hogy mennyire szigorúak a munkaerő és munkahely védelmének szabályai a csatlakozó és tagállamokban. Az úgynevezett Employment Protection Legislation (ELP) index Magyarország esetében 1,4 volt, míg Írország esetében 1, Görögország esetében 3,7 volt. Minél kisebb az érték, annál kisebbek a munkaerő elbocsátásának adminisztratív akadályai, annál nagyobb a munkaerőpiac rugalmassága: az összevetés alapján hazánk és a többi csatlakozó ország is inkább a rugalmas munkaerőpiaccal rendelkező országokra hasonlít.

A munkaerő mobilitása ugyanakkor alacsony a csatlakozó államokon belül, mind ami a belföldi mobilitást érintő magas munkanélküliségű területekről az alacsony munkanélküliséggel rendelkező felé, mind nemzetközi szinten. A belföldi munkaerő-mobilitás és migráció kisebb a csatlakozó államokban, mint a jelenlegi tagoknál, ugyanakkor a nemzetközi mobilitásban az eltérés nem olyan szembetűnő, mert a fejlett EU tagok között is

viszonylag mérsékelt. A munkaerő-piaci szerkezetek alapján nem lehet azt feltételezni, hogy a gyors euró-övezeti csatlakozás miatt a munkaerő-piaci alkalmazkodás súlyos feszültségeket eredményezne.

Az esetleges aszimmetrikus sokkokhoz történő alkalmazkodás további eszköze az erőteljes pénzügyi integráltság, a határokon átnyúló tőkeáramlások magas szintje. Ebben a tekintetben az újonnan csatlakozó államok már a csatlakozást megelőzően is közel oly mértékben voltak integráltak, mint sok tagállam. Eltérést az jelentett, hogy feltörekvő piaci státusuk miatt erőteljesebben voltak kitéve azoknak a pénzügyi ragály szerű sokkoknak, amelyek a közepes jövedelmű országokat időről időre érintik. Csatlakozásukat követően a pénzügyi integráltság vélhetően felgyorsul: ezt erősíti az Egységes Piac hatása, valamint az a tény, hogy kikerülnek az előbb említett feltörekvő piaci csoportból, ami csökkenti a pénzügyi szférából eredő aszimmetrikus sokkok valószínűségét és javítja az ilyen sokkokra történő reagálás hatékonyságát.

## **II. KÖZÉP- ÉS KELET-EURÓPA GMU-ÉRETTSÉGE ÉS A GMU-STRATÉGIÁK<sup>6</sup>**

A közép- és kelet-európai országok 2004 májusi európai uniós csatlakozása minden korábbinál sürgetőbben veti fel a kérdést, milyen stratégiát alakítsanak ki az új tagállamok az euró zónához való csatlakozás kérdésében, mennyire tekinthetők felkészültnek erre a lépésre. Mivel a csatlakozási szerződés monetáris unióval foglalkozó fejezete kifejezetten rögzíti, hogy ezeknek az országoknak kötelező lesz belépni az euró zónába (és addig a „member state with derogation - tagállam mentességgel” jogi státuszt kapják), ezért az új tagállamok előtt álló dilemma a belépés időzítésére, illetve az ahhoz vezető konvergencia-útra vonatkozóan merül fel.

A térség országainak gazdasági helyzete sok hasonlóságot, de számos tekintetben eltérést is mutat. Nem véletlen tehát, hogy a GMU-tagságot Szlovénia már akár 2007-ben elképzelhetőnek tartja, míg Szlovákia csak 2008-ban, Lengyelország pedig 2008-9-ben vállalkozna erre, Csehország ezzel szemben akár 2009-2010-ig is kitolná azt. Az eltérő időzítés mögött makrogazdasági megfontolások húzódnak, amelyek nem csupán a tagság feltételeként rögzített nominális konvergencia-kritériumok teljesíthetőségét, de az optimális valutaövezet elméletéhez kapcsolódó tulajdonságok – így a gazdasági szerkezet vagy az üzleti ciklusok – hasonlóságát feltételezik ahhoz, hogy a valutaövezetben alkalmazott monetáris politika az új tagállamok számára is optimális és elfogadható megoldást jelentsen.

### ***1. Reálkonvergencia és az integráció elért foka***

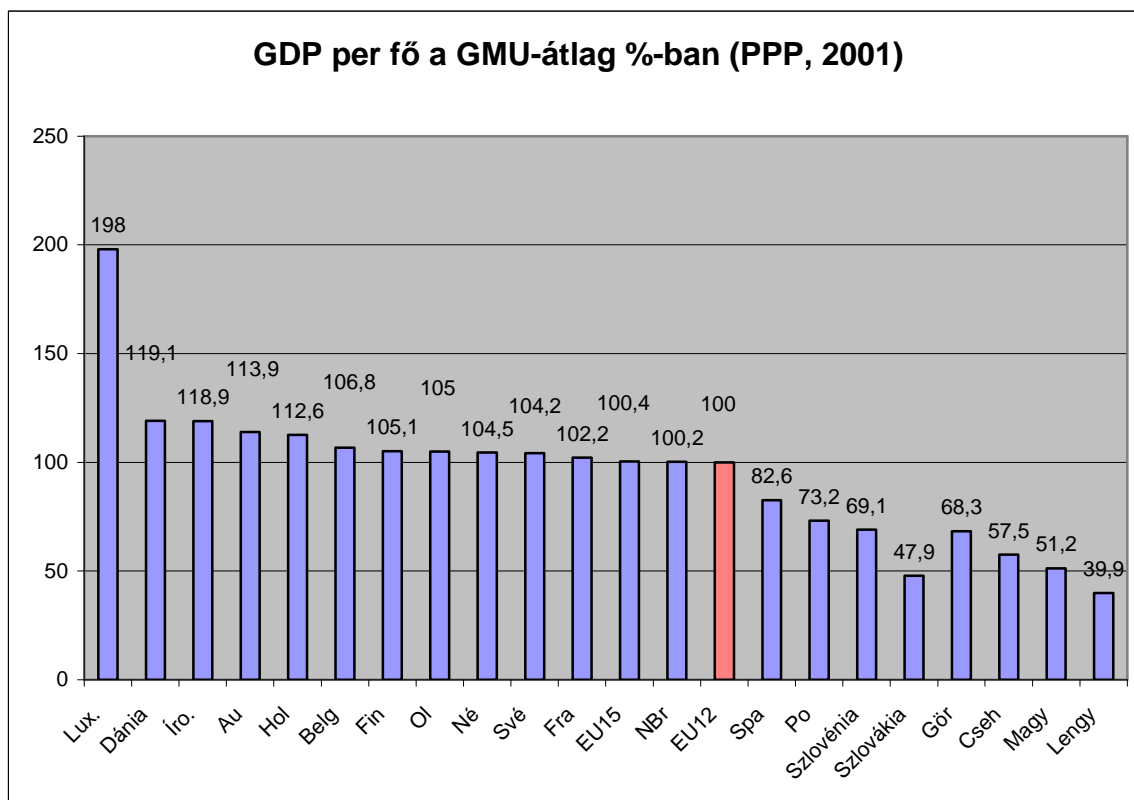
Az optimális valutaövezet elmélete abból indul ki, hogy egy ország a monetáris politika önállósága nélkül is képes lehet hatékony gazdaságpolitika folytatására. Ehhez azonban bizonyos feltételeknek meg kell felelnie az adott országnak: a GMU-csatlakozással a monetáris unió nem válhat heterogénebb gazdasági térséggé, a gazdasági szerkezet

---

<sup>6</sup> Az elemzés négy országra koncentrál: Csehországot, Lengyelországot, Szlovákiát és Szlovéniát veszi górcső alá. A választást az indokolja, hogy ez a négy ország mind az euró-stratégiák, mind az alkalmazott gazdaságpolitikai mix tekintetében széleskörű megoldási lehetőséget kínálnak.

hasonlósága révén az aszimmetrikus sokkok<sup>7</sup> lehetősége alacsony szinten marad, valamint a monetáris politika önállóságának feladásával az ilyen aszimmetrikus sokkokra az Európai Központi Bank által adott válasz az új tagállamokban is képes lesz a sokkok kezelésére. A reálkonvergencia tehát nem feltétele a GMU-tagságnak, ugyanakkor az integráltság magas foka, a gazdasági szerkezet hasonlósága és az üzleti ciklusok szinkronitása miatt mégis fontos szempontja az érettség elemzésének.

**Grafikon 1.**



**Forrás: Eurostat**

A gazdasági fejlettség tekintetében a közép- és kelet-európai országok többsége elmarad az Uniós átlagtól, s egyedül Szlovénia az, amelyik a jelenlegi EU tagállamok egyikénél magasabb szintet ért el. A reálkonvergencia tekintetében Észtország és Magyarország mutathat fel tartós konvergenciát, míg Lengyelország és Szlovákia inkább lassú, Csehország pedig a stagnáláshoz közeli jövedelmi felzárkózást volt képes produkálni az elmúlt évtizedben. A jövedelmi szintekben mutatkozó különbségek – csakúgy, mint a gazdasági szerkezetben rejlő differenciák – mindamellett kompatibilisek lehetnek a monetáris unióval, de a reálkonvergencia éppen a monetáris térség gazdasági kohéziója, s ezzel az aszimmetrikus sokkok elkerülése miatt mégis kívánatos az új tagállamok esetében is. Az új belépők jövedelmi különbségei ugyan várhatóan nem teszik jelentősen heterogénebbé a GMU térség gazdasági szerkezetét, mivel többségében kis, nyitott gazdaságokról van szó, amelyek gazdasági súlya összességében alig éri el az euró-zóna GDP-jének 4%-át. A kérdés sokkal inkább a csatlakozók számára jelenthet problémát, hiszen a fejlettségi szint és az elkövetkező

<sup>7</sup> Az aszimmetrikus sokkok olyan nem várt külső vagy belső zavarok (negatív vagy pozitív), aminek következtében az adott gazdaság teljesítménye hirtelen és jelentős mértékben megváltozhat. (Palánkai, 2002)

években várható felzárkózási folyamat (ami akár 20-30 évig is elhúzódhat) rögzített árfolyamszint mellett magasabb inflációs szintet generálhat, ami a nominális stabilitást veszélyeztetheti.

A reálkonvergencia többet jelent a jövedelmi szintek közeledésénél, azon az új tagállamok gazdasági szerkezetének harmonizáltságát és az integráció elért szintjét is értjük.<sup>8</sup> Az optimális valutaövezet mutatószámai a kereskedelem szerkezetét, az üzleti ciklusok hasonlóságát, illetve az eurózónában való részvételből várható hasznot mérik.

### 1.1 A kereskedelmi áruszerkezet és az ágazaton belüli kereskedelem korrelációja

A kereskedelem áruszerkezetének hasonlósága, illetve az iparágon belüli kereskedelem szerkezetének korrelációjából arra következtethetünk, mennyire képes egy adott gazdaság ellenállni az aszimmetrikus sokkoknak. Mivel némely árucsoport érzékenyebben reagál az esetleges keresleti vagy kínálati oldalról érkező sokkokra, ezért az abban rejlő eltérések eltérő reakciót valószínűsítenek egy ilyen helyzetben az EKB részéről, mint az új csatlakozóknál

#### 1. táblázat Kereskedelmi szerkezet és ágazaton belüli kereskedelem korrelációja

	<b>Kereskedelem szerkezet</b>	<b>Ágazaton belüli kereskedelem szerkezet</b>
<b>Csehország</b>	74	92
<b>Magyarország</b>	76	91
<b>Lengyelország</b>	59	84
<b>Szlovákia</b>	68	88
<b>Szlovénia</b>	72	86
<b>Németország</b>	95	77
<b>Görögország</b>	22	26

*Forrás: WRR, Scientific Council for Policy Development, 2004*

A külkereskedelmi áruszerkezet arra enged következtetni (1. tábla), hogy a vizsgált országokban a kereskedelem szerkezet a jelenlegi EU tagállamokéval nagyfokú hasonlóságot mutat. A legnagyobb eltérést a lengyel külkereskedelmi szerkezetben figyelhető meg, ahol az import tekintetében nincs jelentősebb eltérés a GMU és a vizsgált ország között, ám az export szerkezet határozottan eltér. A feldolgozóipari termékek relatíve magas aránya (ami elsősorban alkatrészek és további feldolgozásra szánt félkésztermékeket tartalmaz) és a technológiailag fejlettebb áruk alacsonyabb részaránya arra enged következtetni, hogy az export itt érzékenyebben reagálna a célországokban bekövetkező ciklikus változásokra, mint a

<sup>8</sup> Az optimális valutaövezet mutatószámai általában 6 komponensből állnak:

- a kereskedelmi áruszerkezet hasonlósága: itt minél nagyobb a hasonlóság, annál kisebb az aszimmetrikus sokk veszélye az adott tagállamban,
- ágazaton belüli kereskedelem: minél magasabb a Gruber-Lloyd index értéke, annál kisebb a sokkveszély,
- reál GDP növekedés korrelációja,
- ipari termelés növekedésének korrelációja,
- munkanélküliségi ráta korrelációja,
- EU15-be irányuló export a GDP %-ban.

(Fidrmuc-Korhonen 2001)



technológiailag fejlett árukat (pl. autók) és a célország gazdaságának működéséhez nélkülözhetetlen termékeket (pl. hajók) gyártó euró-zóna országokban. Az iparágon belül kereskedelem szerkezete ezzel szemben mindegyik ország esetében magas korrelációt mutat.

## 1.2 Az EU-ba irányuló export a GDP %-ban

A külkereskedelmi integráció fokát kifejező jelzőszám azt mutatja, hogy a vizsgált közép-és kelet-európai országok igen magas szinten integrálódtak a közös európai piacba.

### 2. táblázat A KKE országok külkereskedelme az EU15 országokkal a GDP %-ban (1999-2002)

Ország	Az EU15 országaival folytatott külkereskedelem a GDP %-ban								
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
	Import			Export			Import és export		
Csehország	38,7	39,4	35,2	38,7	40,3	37,7	77,4	79,7	72,9
Magyarország	40,2	37,6	29,8	45,3	43,7	36,7	85,5	81,3	66,1
Lengyelország	18,3	16,9	18,0	13,5	13,7	14,9	31,8	30,5	32,8
Szlovákia	31,6	35,9	35,3	35,6	37,0	37,0	67,2	72,9	72,3
Szlovénia	36,2	35,1	33,8	29,4	29,5	27,9	65,6	64,6	61,7
EU15	15,8	15,5	14,7	16,9	16,8	16,1	12,7	32,3	30,8
Belgium/ Luxemburg	55,0	54,9	52,0	62,6	63,0	59,9	117,7	117,9	111,9
Németország	13,8	13,8	13,1	16,6	17,0	16,8	30,4	30,7	30,0
Görögország	14,8	14,8	14,0	4,2	4,2	3,9	19,0	19,0	17,9
Franciaország	13,9	13,6	12,8	14,4	14,1	13,7	28,3	27,8	26,5
Spanyolország	17,2	16,3	15,4	14,0	13,7	13,1	31,2	30,0	28,5
Írország	28,5	28,4	23,7	49,5	49,1	44,7	78,1	77,5	68,4

*Forrás: az EUROSTAT „AMECO” adatbázisa*

A külkereskedelmi integrációt bemutató táblázat (2. táblázat) rámutat arra, hogy a vizsgált országok jó néhány EU tagállamnál (pl. Görögország) **szorosabban kötődnek az EU piacokhoz, így számukra az eurózónához való csatlakozás is jelentős többletelőnyökkel járhat.** Amíg azonban a nagyobb és kevésbé nyitott piacnak számító Lengyelország a francia, spanyol vagy német értékekkel, illetve az átlag EU szinttel mutat hasonlóságot, addig a többi három kis és nyitott gazdaság az ír és portugál példával analóg.

Az EU-val folytatott külkereskedelem aránya a vizsgált országok külkereskedelmén belül hasonlóan magas korrelációt mutat, ami arra utal, hogy az általunk vizsgált országok valójában az EU jelenlegi tagállamaival megegyező mértékben lesznek kitéve a közös pénz volatilitásából adódó hatásoknak, vagyis a harmadik országokból érkező sokkokra hasonló érzékenységgel reagálnak majd.

### 3. táblázat A KKE országok külkereskedelme az EU15 országokkal a teljes külkereskedelem százalékában (1999-2002)

Ország	Az EU15 országaival folytatott külkereskedelem a külkereskedelem %-ban								
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
	Import			Export			Import és export		
Csehország	62,1	61,8	60,1	68,7	68,9	68,1	68,6	62,1	62,0
Magyarország	58,5	57,8	56,3	75,2	74,3	75,1	57,0	55,7	55,6
Lengyelország	61,2	61,4	61,7	70,0	69,2	68,7	59,8	61,8	62,2
Szlovákia	48,9	49,7	50,3	59,1	59,9	60,4	53,8	54,4	55,0
Szlovénia	67,8	67,6	68,0	63,9	62,2	59,3	66,0	65,1	63,7
EU15	56,4	56,6	57,0	60,8	60,7	60,5	58,6	58,7	58,7
Belgium/ Luxemburg	69,4	70,2	70,8	74,5	75,4	76,0	72,0	72,9	73,5
Németország	51,8	52,3	52,6	56,5	55,4	55,0	54,3	54,0	53,9
Görögország	56,4	56,5	57,8	43,8	45,6	45,7	53,0	53,7	54,6
Franciaország	58,5	58,4	57,7	62,4	62,3	62,4	60,4	60,3	60,1
Spanyolország	63,1	63,4	63,5	69,7	70,3	70,3	65,9	66,4	66,5
Írország	53,5	57,7	56,0	61,7	61,5	61,7	58,4	60,1	59,6

*Forrás: az EUROSTAT „AMECO” adatbázisa*

### 1.3 Az üzleti ciklusok hasonlósága

Az üzleti ciklusok összhangja azt mutatja meg, hogy a vizsgált országok mennyiben viselkednek optimális valutaövezetként. A fellendülések és visszaesések szinkronitása biztosítja, hogy az Európai Központi Bank által irányított közös monetáris politika elérje célját a tagállamokban, s a GMU-csatlakozást követően az árstabilitás fenntartásának fontos tényezőjévé válják. A közös monetáris politika nem veheti figyelembe az egyes tagállami érdekeket, s ezért eltérő ciklusok esetén a közös monetáris válasz nem lehet megfelelő a tagállam számára.

#### 4. táblázat Üzleti ciklusok szinkronitása a közép- és kelet-európai országokban

Ország	Korreláció	
	1994-2002	1998-2002
Csehország	-0,25	-0,24
Magyarország	0,52	0,95
Lengyelország	0,44	0,90
Szlovákia	-0,34	-0,62
Szlovénia	0,78	0,81
Németország	0,98	0,99
Spanyolország	0,76	0,96
Görögország	-0,03	-0,25

*Forrás: Blaszczyk 2003*

A közép- és kelet-európai országok üzleti ciklusainak harmonizáltsága országonként eltérő. A reálnövekedés alapján számított üzleti ciklusokat bemutató táblázat szerint amíg Csehország és Szlovákia üzleti ciklusai jelentős mértékben eltérnek az euró zónáétól, addig

Magyarország, Lengyelország és Szlovénia nagyfokú analógiát mutat. Az üzleti ciklusok mozgását több tanulmány is vizsgálta.

A Magyar Nemzeti Bank egy friss elemzése<sup>9</sup> a vizsgálatot a GDP és az ipari termelés adatain túl kiterjesztette a GDP ágazati komponenseire is. Az elemzés eredményeként megállapítást nyert, hogy Magyarország, Lengyelország és Szlovénia üzleti ciklusai magas szinkronitást mutatnak az EU ciklusokkal a GDP, az ipari termelés és az exportciklusok tekintetében, a szinkronitás azonban nem érvényesül a fogyasztás illetve a szolgáltatások terén. A másik két, általunk vizsgált ország esetében a szinkronitás minden területen ennél jóval kisebb mértékben érvényesül. Csehország 1997-1998-ban recessziós periódust élt át, s napjainkban is – függetlenül az EU tendenciáktól – csak lassan nyeri vissza a régi növekedési lendületet.

#### 1.4 Egyéni sokkfelszívó képesség

Az egyes tagállamok sokkfelszívó képességét a gazdasági szerkezet hasonlósága, a kereskedelmi integráció elért szintje és az üzleti ciklusok szinkronitása biztosíthatja. Ha azonban ennek ellenére aszimmetrikus sokkal találja szemben magát az ország, akkor egy valutaövezeten belül – monetáris és árfolyampolitikai eszközök híján – alternatív megoldások segíthetnek. A monetáris unió hatékonyságát vizsgáló elméletek szerint a tényezőpiacok kellő rugalmassága segíthet leginkább a sokkabszorpcióban. Két piac rugalmasságát feltételezi az elmélet: a tőke, illetve a munkaerőpiacét. A tőkepiacok rugalmassága a tőke sajátos természetéből fakadóan adottak, s ma már elmondhatjuk, hogy a közép- és kelet-európai térség is erőteljesen integrálódott a globális tőkepiacokba. Egészen más a helyzet a munkaerőpiaci rugalmasság tekintetében, amelyre a hagyományos optimális valutaövezet elmélete is nagy hangsúlyt fektet. Ez a probléma gyakran fogalmazódik meg az EMU országok kapcsán, ahol többnyire rugalmatlan bérekkel és alacsony munkaerő mobilitással van dolgunk nyelvi és kulturális okokból egyaránt.

#### 5. táblázat Munkaerő-piaci rugalmasság

Ország	Munkavédelmi szabályozás			
	Állandó foglalkoztatás	Ideiglenes foglalkoztatás	Kollektív elbocsátás	Foglalkoztatási szabályozás szigorúsága (az első 3 oszlop súlyozott átlaga)
Csehország	2.8	0.5	4.3	2.1
Magyarország	2.1	0.6	3.4	1.7
Lengyelország	2.2	1.0	3.9	2.0
Szlovákia	2.6	1.4	4.4	2.4
Szlovénia	2.9	0.6	4.9	2.3
EU átlag	2.4	3.2	2.4	2.0
OECD átlag	2.0	1.7	2.9	2.0

*Forrás: Ribaud et al. 2002*

<sup>9</sup> Darvas-Szapáry, Business cycle synchronisation, MNB Working Papers

A közép- és kelet-európai országok munkaerő-piaci rugalmasságát vizsgáló tanulmány<sup>10</sup> az OECD országokkal végzett összehasonlítása arra a megállapításra jut, hogy a munkaerő rugalmassága szempontjából a középmezőnyben helyezkednek el. Ez azt jelenti, hogy bár nem érik el a brit, dán vagy az ír munkaerőpiacok flexibilitásának mértékét, de nem is rendelkeznek annyira merev rendszerrel, mint Franciaország vagy Németország. A munkanélküli segélyezés rendszere kevésbé bőkezű, s az aktív és passzív foglalkoztatáspolitikai kiadásai sem érik el az EU mértéket. A szakszervezetek béralkuban betöltött szerepét illetően megint csak a középmezőnyben helyezkednek el a KKE országok, ugyanakkor a bérterhek átlagon felüliek.

A térségben a munkaerő-áramlást fékező tényezők között a legjelentősebbnek a jövedelmi szintbeli különbségek, illetve az ehhez kapcsolódóan jelentkező lakáshelyzet mutatkozik, s nem kis szerepe van a nyelvi akadályoknak is az alacsonyabb mobilitásban. A térség mindemellett magas fokú strukturális mobilitási mutatókkal rendelkezik, ami a szerkezetváltáshoz kapcsolódóan átrendeződő iparági foglalkoztatási szerkezet következménye. A regionális mobilitás a fent említett tényezők, illetve nem kis mértékben a munkaerő szabad áramlását illetően az Unió tagállamaiban még a csatlakozást követően is érvényben maradó megszorítások miatt továbbra is alacsony szinten van és marad.

## **2. A nominális konvergencia-kritériumok teljesíthetősége**

Amíg a reálgazdasági illetve sokkfelszívó képességre vonatkozó mutatók teljesítése nem feltétele a GMU tagságnak, addig az *acquis communautaires* értelmében a nominális konvergencia-kritériumoknak<sup>11</sup> a Gazdasági és Monetáris Unió tagságra aspiráló minden tagállamnak meg kell felelni. A feltételek célja, hogy az ország csatlakozása zökkenőmentesen bonyolódjék le úgy, hogy az a monetáris unió dinamikus és stabil fejlődését ne veszélyeztesse.

A KKE térség nominális konvergencia mutatói sokáig alátámasztották azokat a feltételezéseket, hogy a monetáris unióhoz való csatlakozás feltételeinek teljesítése nehézségek nélkül alakul majd. Az elmúlt évek tapasztalata fényében azonban ezt már nem lehet ilyen direkt módon kijelenteni, hiszen a vizsgált országok teljesítménye igen eltérő képet mutat Maastricht tükrében.

---

<sup>10</sup> Ribaud et al. 2002

<sup>11</sup> A Maastrichti konvergencia-kritériumok:

1) magas fokú árstabilitás – az infláció nem térhet el a vizsgált egy éves időszakban több mint 1,5%-kal a három legjobb inflációs teljesítményű tagország színvonalától,

2) stabil kormányzati pénzügyi pozíciók – a költségvetési deficit nem haladhatja meg a GDP 3%-át,

3) az államadósság nem haladhatja meg a GDP 60%-át,

4) kamatok konvergenciája – a vizsgált egy évben az átlagos nominális hosszú lejáratú kamatrátája nem tér el 2%-nál nagyobb mértékben a három legjobb teljesítményű országtól,

5) legalább két éven keresztül részvétel az európai monetáris rendszer árfolyammechanizmusában leértékelés nélkül,

6) egyéb kritériumok: piaci integráció, folyó fizetési mérleg, egységnyi munkaerőköltség és egyéb áridexek fejlődése. (EK.121)

**5. táblázat A maastrichti kritériumok alakulása néhány közép- és kelet európai országban 2002-2003**

	Infláció (%)		Hosszúlejáratú kamatrátá (%)	Költségvetési hiány (GDP %-ban)		Államadósság (GDP %-ban)	
	2002	2003	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Eurózóna</b>	2,2	1,8	4,20	-1,5	-1,4	62,5	61,7
<b>Csehország</b>	1,8	1,4	4,50	-4,1	-6,9	23,3	26,3
<b>Magyarország</b>	5,3	4,6	6,99	-9,4	-6,0	53,3	54,8
<b>Szlovákia</b>	3,3	6,3	8,1	-1,0	-5,0	34,5	34,1
<b>Lengyelország</b>	2,1	2,8	6,47	-5,4	-4,8	48,0	46,1
<b>Szlovénia</b>	7,5	5,5	5,75	-2,8	-1,5	31,0	32,4

*Forrás: Eurostat, jegybankok*

Amíg a fiskális téren élen járó Szlovénia egyedül az inflációs rátára vonatkozó kritériumot nem teljesíti, addig Csehország éppen a magas költségvetési hiány leszorításával küzd. Lengyelország gyenge pontja megint csak a költségvetési deficit, s ez annál aggasztóbb, mivel az államadósság egyelőre Maastricht alatti szintje is erőteljesen felduzzadt az elmúlt években. Szlovákia az aktuális mutatók szerint összesen egy kritériumot teljesít, az államadósságra vonatkozót, ugyanakkor az is a felső határ közelében jár.

## 2.1 Infláció

A négy közép-kelet-európai ország a legjobb teljesítményt kétségtelenül az inflációs kritérium teljesítésében mutathatja fel. Az elmúlt évtizedben töretlen dezinflációs folyamatnak lehettünk tanúi, amelynek során a sokszor kétjegyű inflációs szintet sikerült alacsony szinten stabilizálni. Mindezt széleskörű árliberalizáció mellett érték el a kelet-európai országok, ami – Szlovákia kivételével – megengedi a következtetést, hogy a jövőben jelentős korrekciós infláció nem várható. Az infláció ilyen mértékű leszorítása – Lengyelországban 2%, Csehországban 1,4% körüli szintre – több körülménynek is köszönhető. Mindenekelőtt mérséklődött az importált infláció, hiszen az euró zónából jövő inflációs nyomás csökkent, másrészt kedvezően alakultak a nyersanyag és termékárak. Nehezítette a dezinflációs folyamatot a nominális bérnövekedés (Magyarország), a hátratekintő indexálás módszerének alkalmazása (Lengyelország, Szlovénia), illetve a sok esetben expanzív fiskális politika (Lengyelország, Csehország, Szlovákia, Magyarország).

Az euró zóna és a négy új csatlakozó inflációs rátája között még ma is fennálló differencia várhatóan a jövőben is fennmarad, az inflációs szintek alakulását illetően ugyanis bizonytalansági tényezőt jelentenek a fennmaradó strukturális problémák, a sokszor még mindig laza fiskális politika, illetve a Balassa-Samuelson hatás, vagyis a munkatermelékenység eltérő ütemű növekedése a kereskedelembe kerülő és nem kerülő javakat előállító szektorok között.

Az inflációs kritérium tekintetében kiemelkedik **Szlovénia** példája, amely a magasabb inflációs rátájú országok közé tartozik, s várhatóan a közeljövőben igen komoly erőfeszítésbe kerül majd az országnak az infláció alacsony szinten való stabilizálása. Az euró zóna és Szlovénia inflációs szintje közötti különbség elsősorban az árszint-differenciákkal magyarázható. A szlovén árak még ma is a GMU 66%-ának felelnek meg, vagyis 34 százalékkal elmaradnak az euró zóna áraitól. Az árszint konvergenciája számítások szerint hosszú ideig nagyobb inflációs szintet eredményez majd (1,5%-os éves konvergencia

mellett 13 év kell az árszintek felzárkózásához). Amíg az árszint a kereskedelemben kerülő javak esetében nagyon hasonló az euró zónához (az élelmiszer és italárak csak 7 százalékkal maradnak el), addig a szolgáltatások árai között jelentős differencia mutatkozik. A szlovén példa arra mutat rá, hogy a Balassa-Samuelson hatás eredményeképpen itt még hosszú ideig magasabb inflációs szint realizálható csak. A szlovén GMU-csatlakozási stratégia mindemellett kiemeli, hogy ez a strukturális okokra visszavezethető árszintkülönbség nem képezheti akadályát a csatlakozásnak. A stratégia 2005-re 2,9%-ra kívánja csökkenteni az infláció szintjét Szlovéniában, elsősorban a bér- és nyugdíjrendszerben rejlő szerkezeti elemek reformján keresztül (pl. hátratekintő indexálás). A 2003-ban kötött széleskörű társadalmi megállapodás – amelynek meghatározó eleme volt a hátratekintő bérindexálás rendszerének megszüntetése – nyomán a célul kitűzött inflációs cél és a gyors euró övezeti csatlakozás már 2004-ben realitássá válhat.

Az inflációs stratégia kapcsán két megállapítás mindenképpen szükségesnek látszik az új tagállamok GMU-stratégiája vonatkozásában. Az optimális inflációs célkitűzés megállapításánál figyelembe kell venni, hogy felzárkózó gazdaságokról van szó, ahol a szerkezetváltással és modernizációval összefüggésben átmenetileg még magasabb árnyelkedés várható, ennek megfelelően a monetáris politika is szélesebb mozgásteret igényel, s érdemes az inflációs feltétel felső határértéke mentén gondolkodni. Másrészt több ország gyakorlata is megmutatta annak szükségességét, hogy a gazdaságpolitika alrendszerei egymással összhangban működjenek. Következetes fiskális politika nélkül nem lehet az infláció stabilizálását célul kitűző monetáris politika sem hiteles (erre különösen jó példa a lengyel dezinflációs folyamat, ahol az erőteljes dezinfláció az inkonzisztens fiskális-monetáris mix mellett komoly növekedési áldozattal járt).

## 2.2 Fiskális feltételek

Amíg az inflációs feltételt az új csatlakozók többsége már most képes teljesíteni, addig a költségvetésre, illetve az államadósságra vonatkozó kritériumok teljesítése komoly nehézségekbe ütközik Szlovénia kivételével mindhárom országban. A cseh költségvetési hiány 4 százalékról majdnem 7 százalékra duzzadt fel az elmúlt két évben, s hasonló tendencia figyelhető meg Lengyelország és Szlovákia esetében is.

A cseh stratégia a fiskális kritériumok teljesíthetőségével kapcsolatos problémák kapcsán döntött a későbbi – 2010-es – euró csatlakozás mellett. A fiskális konszolidáció igénye Maastricht mellett azért is jelenik meg hangsúlyosan a cseh gazdaságpolitikában, mert nélküle nem teremthető meg a kiegyensúlyozott államháztartás, különösen azért nem, mivel a rendszerbe beépített elemek (öregedő társadalom, strukturális problémák) ezt nem teszik lehetővé, s az automatikus stabilizátorok működéséhez sem megfelelőek a körülmények. Az államháztartás konszolidálása kiemelt szerepet kap akkor, ha nincs autonóm monetáris politika, hiszen ekkor a fiskális politika veszi át a makrogazdasági stabilizátor szerepét. A fenti megfontolásokból kiindulva döntött a konszolidációs program szükségességéről a cseh gazdaságpolitika, s 2003 végén fogadták el azt a programot, amely a hiány 4 százalékra való csökkentését tűzi ki célul 2006-ig. Ezt Prága az állami kiadások visszafogásával, s az adók mérsékelt emelésével érné el. Ezzel azonban a cseh gazdaság csak az államháztartás korrekcióját hajtja végre, azt is Maastricht fölötti szintet kitűzve, amit feltétlenül követnie kell az államháztartást érintő mélyebb strukturális reformoknak.

Az egyensúlyromlás nyilvánvalóan összefüggésben volt az elmúlt években tapasztalt világgazdasági dekonjunktuurával, ugyanakkor az export visszaeséséhez hozzájárult a versenyképesség romlása is. Ennek nem kis mértékben belső szerkezeti problémák álltak a háttérben, s nem véletlen, hogy a KKE országok mindegyikében megfogalmazódott a fiskális kiigazítás, s középtávon az államháztartás szerkezeti reformjának igénye. Ez azzal kapcsolatban is égetően szükségzerű, hiszen az Unió csatlakozás fokozott terheket ró az új

csatlakozókra a jogharmonizációval összefüggő beruházások, vagy a társfinanszírozáson keresztül, amely csak közvetve térül meg költségvetési szinten, adók formájában.

A fiskális kritérium másik pillére az államadósság szintjére vonatkozik, s bár elmondhatjuk, hogy ezt a feltételt egyelőre mindegyik KKE ország teljesíti, de az elmúlt évek igen komoly pozícióromlást hoztak ezen a téren is több országnál. A cseh államadósság például 2000 óta csaknem a duplájára nőtt, s a nemzeti statisztikai módszertan alapján számított lengyel államadósság szintje csaknem eléri az alkotmányban rögzített 60 százalékos GDP arányos szintet, aminek átlépését követően rendkívüli szigorító intézkedések bevezetése elkerülhetetlen lesz.

A lengyel költségvetés hiánya 2004-ben a várakozások szerint a 2003-as 38,7 milliárd zloty-ról (GDP 4,8 százalékáról) 56,9 milliárd zloty-ra (GDP 6,6 százalékára) nő majd. Nem véletlen, hogy a lengyel gazdaságpolitikai vezetés meghúzta a vészharangot, s idén márciusban konszolidációs programot fogadott el. A Jerzy Hausner gazdasági miniszter nevével fémjelzett megszorítási csomagnak a célja középtávon az államháztartás hiányának a bruttó hazai termék 3 százaléka alá történő leszorítása. Mindezt az államadósság szintjének a GDP 60 százalékában meghatározott küszöbön belül tartása mellett kívánják megvalósítani. A Hausner-csomag érdeme, hogy a bevételi oldalhoz nem kíván nyúlni, sőt az elkövetkező három évre tervezett társasági adócsökkentési program következetesen végrehajtásra kerül. A szigorítások elsősorban az államigazgatást érintik, a másik célterület pedig a nyugdíjrendszer, ahol a reformcsomag a nyugdíjak befagyasztását, illetve az indexálás módjának megváltoztatását vetíti előre. A program ezenkívül drasztikus átalakításokat tervez a korábban említett „fekete lyuknak” elkeresztelt három problémás ágazatban, nevezetesen a szénbányászat, az egészségügy, illetve a vasutak terén, amelyek a költségvetésből óriási összegeket emésztnek fel évente. Az így eszközölt megtakarítások 2004-ben még csak 1 milliárd zloty (60 milliárd forintot), 2005-2006-ban azonban már ennek 7 szeresét vetítik előre, s összesen a 2004-2007 közötti időszakban mintegy 30 milliárd zlotys megtakarítást kívánnak elérni. A program hibája, hogy az intézkedéseket időben eltolja, politikai szempontokat helyezve előtérbe, s a népszerűségvesztést elkerülendő a megszorítások zömét a választások utáni időszakra időzíti. Mindez nem csorbítja érdemét abban a tekintetben, hogy nem csupán fiskális kiigazításra, de mélyreható strukturális reformokra is vállalkozik.

A fiskális pozíciók terén bekövetkezett egyensúlyromlás mindegyik országban (a jól teljesítő Szlovénia kivételével) kiigazításra készítette a kormányokat, ami nem csupán a maastrichti kritériumok teljesítése, de a gazdaság tartós növekedési pályára állítása miatt is szükségszerű. A reformok azonban eltérő erősségűek, s amíg a lengyel gazdaságpolitika kész volt egy „kis-sokkterápia” elfogadására, s a strukturális problémák felszámolására is vállalkozik – annak népszerűség-vesztési következményeit ugyanis a következő politika ciklusra áttolva –, addig az más országokban megmarad a gyors tűzoltás mellett. Megfigyelhető emellett, hogy az EU csatlakozás után az euró zónához való csatlakozás veszi át a külső modernizációs kényszer, a reform-ösztönző szerepét, ami egyrészt kikényszerítheti az államháztartás későbbi egyensúlyához nélkülözhetetlen strukturális reformokat, másrészt azonban rövidtávon bizonyos fejlesztések éppen ebből kifolyólag nyilvánvalóan nem lesznek végrehajthatók. Ezt a veszteséget megfelelő politikával az adott gazdaságpolitika az EU csatlakozás révén közvetett módon kezelni tudja, s megfontolandó a fejlesztések esetében a minél nagyobb európai forrásfelhasználás, s ennek megfelelően a költségvetés kiadási struktúrájának átalakítása.

### **2.3 Hosszúlejáratú kamatrátá**

A hosszúlejáratú kamatrátá középtávon nem tekinthető problémás területnek a maastrichti konvergencia kritériumok sorában, azt Szlovénia és Csehország már most is teljesíti, s a

kockázati prémium fokozatos csökkenésének, illetve a dezinflációs folyamatnak köszönhetően a konvergencia ezen a téren a jövőben is kétségtelenül érvényesülni fog. A hosszú távú várakozások a KKE országok inflációs és kamatláb-konvergenciáját illetően, illetve az EU és később a GMU tagság miatt meghatározó hatással lesznek az államkötvények kamatrátájának alakulására.

## 2.4 Árfolyam

Az elmúlt évek megmutatták, hogy az árfolyam-stabilizálás is komoly nehézségeket támaszt az újonnan csatlakozók elé. A tagjelöltek gyakorlata az árfolyam-stabilizálást illetően jelentősen eltérő volt a rendszerváltást követően. Lengyelország és Magyarország a csúszó leértékelés alkalmazásával tudta elérni az árfolyam kiszámíthatóvá tételét, s a piaci árfolyam lecsillapítását. A cseh és a szlovén valuta esetében az irányított lebegtetés mellett döntöttek, vagyis a devizapiaci kereslet-kínálat alakulására bízták az árfolyam alakulását, de a jegybankok jelen voltak a piacon, s intervenciós lépésekkel próbálták az árfolyamot az elfogadható szint közelébe terelni. Szlovákia a rögzített árfolyamrendszer mellett döntött, s a szlovák koronát kezdetben a német márkához, majd az euróhoz kötötték. Az elmúlt években az egyre nyitottabbá váló gazdaságok egymás után tértek át piaci típusú árfolyamrendszerre.

### 4. Táblázat A jelenlegi árfolyamrendszerek a közép-európai gazdaságokban

	<i>Árfolyamrezsimek a KKE országokban</i>
<b>Csehország</b>	Szabad lebegtetés + intervenció
<b>Szlovákia</b>	Szabad lebegtetés + intervenció
<b>Magyarország</b>	Rögzített árfolyam, széles, +/- 15 százalékos ingadozási sávval
<b>Szlovénia</b>	Szabad lebegtetés + intervenció
Lengyelország	Szabad lebegtetés

Mivel ezen országok külkereskedelmének 2/3-a már ma is az EU-val bonyolódik, ezért az euróval szembeni árfolyam stabilitás már most is szükségszerűség. Az Unió részéről felmerülő elvárások az árfolyam stabilitásra vonatkozóan tulajdonképpen azt a szemléletet tükrözik, hogy nyitott és liberalizált gazdaságok esetén az árfolyam stabilizálás elengedhetetlen feltétele, hogy az ország ugyanazt a monetáris és költségvetési pályát kövesse, mint legfontosabb partnerei. Az ERM-II lényege valójában az, hogy azon tagállamoknak nyújt támogatást, amelyek megfelelő konvergencia programot dolgoznak ki, s teljesítik az abban foglaltakat.

Az árfolyam-stabilitási kritérium területén a KKE országok megint csak romló pozíciót tudnak felmutatni, hiszen az elmúlt másfél évben – a rugalmasabb árfolyamrezsimek bevezetésével - nemcsak kimozdult az árfolyam a megengedett +/-15 százalékpontos sávból, de mivel a szigorúan értelmezett árfolyam-stabilitás a nagyobb ingadozásokat is elkerülendőnek tartja, ez megint csak a feltétel teljesülését cáfolja. Semmiképpen nem teljesült az árfolyam stabilitásra vonatkozó kritérium a lengyel zloty esetében, amely 34%-os sávban mozgott az euróval szemben, a cseh valuta ennél kisebb mértékben mozgott az euróhoz képest, de itt is 16%-os mértékben változott árfolyama az elmúlt másfél évben.

A **szlovák** korona árfolyama hosszú ideje stabilnak mondható. Szlovákia 1998 októberéig rögzített árfolyamrendszert alkalmazott, mivel azonban a stabilitás mesterséges fenntartása komoly veszteségeket okozott mind a folyó fizetési mérleg, mind a devizatartalékok tekintetében, ezért



Szlovákia is a rugalmasabb árfolyamrendszer mellett döntött. Az irányított lebegtetés bevezetésével a szlovák korona ingadozása nagyobb lett, de az árfolyam mindvégig megmaradt a +/-3 százalékos sávban az euróval szemben. Az árfolyam ilyen mértékű stabilitását a szlovák jegybank devizapiaci intervenciói, illetve a kamatrátá megfelelő szintje biztosította. 2002 vége óta a reálgazdasági folyamatok felértékeltek a szlovák valutát, amelyben az EU illetve GMU csatlakozási kilátások, valamint az országba érkező külföldi tőke export versenyképességre gyakorolt hatása tükröződik. Még a relatív árfolyam-stabilitás mellett is komoly aggodalommal fogadta a szlovák monetáris vezetés a Pedro Solbes EU biztos féle felvetést, miszerint az új csatlakozókra szűkebb, +/-2.25%-os sáv alkalmazását javasolja a Bizottság. A szlovák vélemény komoly fenntartásokkal fogadta a sávszűkítésre vonatkozó nyilatkozatot, azt veszélyesnek tartva az ERM-II árfolyamrendszerbe belépő új tagállamokra vonatkozóan.

Árfolyampolitikai megfontolásokból igen körültekintően kell meghatározni az ERM-II mechanizmusban való részvétel időzítését. Ha ugyanis túl korán kerül sor a belépésre, akkor előfordulhat, hogy a nemzeti valuta árfolyama a sáv felső határához közeledik, hiszen az új tagállam inflációs rátája magasabb. A szélesebb intervenció sáv éppen abban segít, hogy a piaci árfolyam a jelenlegi trend folytatása mellett is a sávban tartható legyen. Komoly problémákat vethet fel ugyanakkor az újonnan csatlakozók GMU-érettsége szempontjából a +/-2,25 százalékos sávra vonatkozó javaslatot. A túl szűk sávok alkalmazása várhatóan erős ingadozást okozna a kamatráták szintjében. A szűk sáv okozta reálfelértékelődés miatt elkerülhetetlen lenne a kamatsökkentés, s ez inflációs nyomást eredményezne, vagyis egy másik maastrichti kritérium teljesítése kerülne veszélybe. Fontos szempont emellett, hogy a túl szűk sávok mellett még a mostaninál is nehezebb lenne a bejelentett központi árfolyam meghatározása, hiszen nagy valószínűséggel az EMU-ban lendületet kap majd a reálkonvergencia, ami reálfelértékelődéssel jár.

### ***3.A közép-európai GMU-csatlakozási stratégiák tapasztalatai***

Az euró zónához való csatlakozás kapcsán kétféle stratégiát fogalmazhat meg egy ország: rögzíti a csatlakozás időpontját már jóval a belépés előtt, s gazdaságpolitikáját ezen célnak megfelelően alakítja, vagy rugalmasabb szemléletet követ, s folyamatos helyzetértékelés mellett a kellő pillanatban jelenti csak be a csatlakozás tényét. Az első megoldás a pénzügyi piacok számára is jól kiszámítható ütemtervet jelent, ugyanakkor a túlzott merevség makrogazdasági áldozatokkal, a nem teljesülés pedig a hitelesség elvesztésével járhat. A rugalmasabb megoldás veszélye abban rejlik, hogy az elkötelezettség nem fogalmazódik meg konkrétan, és a várakozásokra sem gyakorol kellő hatást.

A közép- és kelet-európai országok hasonló múltjuk, gazdasági fejlettségi szintjük és szerkezetük ellenére nagyon sokféle megoldást alkalmaznak euró-stratégiájukban. Mivel Szlovénia gyakorlatilag már ma is optimális valutaövezetet alkot az euró zónával, s egyedüli kihívást számára az inflációs kritérium teljesítése jelenti, ezért jól követhető ütemtervet dolgozott ki az euró csatlakozás lebonyolítására, amelynek célja a 2004 év végén kezdődő ERM-II tagság, s a 2007-től kezdődő GMU-tagság. Csehország a másik szélsőséget képviseli a közép- és kelet-európai országok sorában, stratégiája ugyan nem nevezhető rugalmasnak, hiszen konkrétan rögzíti, hogy legkorábban 2010-ben tartja reálisnak a GMU-csatlakozást, ennek ellenére az ehhez szükséges lépések terén nem érezni az elkötelezettséget az aktuális gazdaságpolitikai vezetés részéről, ami nyilvánvalóan visszahat majd a gazdasági folyamatokra is.

Lengyelország már a kezdetektől az igen ambíciózus euró-tervek úttörője volt, s gazdasági szerkezete, az integráltság foka, s az üzleti ciklusok szinkronitása mind alátámasztják az ország részvételének jogosságát az euró zónában. A csatlakozás kerékkötője ez esetben a gazdaságpolitikai elemek eltérő akarata, hiszen amíg a monetáris politika határozott elkötelezettséget mutat az euró bevezetése mellett, addig nem látszanak biztosítottak az ezt kiegészíteni hivatott fiskális politikai intézkedések alappillérei. Lengyelország hivatalosan a mai napig nem jelentette be euró-csatlakozási időpontját, s csak elejtett nyilatkozatokból látszik körvonalazódni a 2008-2009-es céldátum.

Szlovákia stratégiájában meghatározó szerepe van a szomszédos államok által megfogalmazott időhorizontnak. Az ország csak részben saját fejlettségének rendel alá az euró zónához való csatlakozásra vonatkozó döntést. A szlovák megfontolások – amelyek széles horizontban jelölik meg a lehetséges csatlakozás időpontját 2008-2010 között – figyelembe veszik azt a szempontot is, hogy egy esetleges halogató GMU-stratégia alkalmazása, szemben a szomszédos államok gyors csatlakozásával, rossz jelzés lenne a pénzügyi piacok és a befektetők irányában, s ezért inkább a „nem érdemes halogatni” stratégia látszik körvonalazódni.

A négy ország stratégiája rámutat egy lényeges szempontra, nevezetesen arra, hogy Szlovénia kivételével egyelőre egyik állam sem rendelkezik határozottan kialakított GMU-csatlakozási időponttal és ütemtervvel. Ez pedig nem csupán a reálkonvergencián, vagy a nominális mutatók teljesítésében mutatkozó gyengeségekből, hanem ebben az esetben politikai megfontolásokból is következik. A GMU-csatlakozás feltételeinek teljesítése – ahogy azt korábban a nominális konvergencia kritériumok elemzésénél végigkövettük – sok esetben komoly megszorításokat igényel. Egy 2008-as GMU-csatlakozás esetén a bázisév 2006 lenne, vagyis alig három év állna az adott országok rendelkezésére a kritériumok teljesítésére. Mivel azonban az általános választások Lengyelországban (akárcsak Magyarországon) 2005-ben, Csehországban 2006-ban lesznek, ezért várható, hogy a pénzügyminiszterek által deklarált költségvetési számok egyelőre csak papíron érvényesülnek.

A határozott akarat az európai intézmények részéről sem tűnik egyértelműnek. Jean-Claude Trichet EKB jegybankelnök már a csatlakozó országok számára konzultációs fórumot biztosító euró szemináriumon<sup>12</sup> sem annyira a nominális konvergencia-kritériumok teljesítésének fontosságát, mint a **fenntartható konvergencia** és **stabilitás** iránti igénynek adott hangot. Ezzel az Európai Központi Bank azt kívánta jelezni, hogy az Unió részéről egyáltalán nem sürgős az új EU tagállamok GMU-tagsága, s inkább arra szeretnék rávenni az új tagokat, hogy a nominális konvergencia ne könyvelési „bűvészmutatványok”, hanem gazdaságilag megalapozott teljesítmény eredménye legyen, s a nyugodt, higgadt felkészülést tartják kívánatosnak.

Az egyébként semleges pozíciót elfoglaló Európai Központi Bank részéről ez persze érthető, hiszen ma nem annyira a GMU kibővítése, mint inkább a stabilizálása jelent számára prioritást. A korábbi bővítésnél az euró léte forgott kockán, s akkoriban a nagy európai gazdaságok integrációjának mélyítésének folyamata zajlott. Ezzel szemben a népességét tekintve a kibővített Unió 20 százalékát, de gazdasági potenciálját illetően az összeurópai GDP alig 5 százalékát adó Kelet-Európa monetáris csatlakozása nem jelent a korábbival felérő kihívást.

---

<sup>12</sup> Paris Seminar on accession process, 2004. március 4-5.

Az Unió történetének legnagyobb bővítése előtt áll, és ez monetáris szempontból is sürgető kérdéseket vet fel az Unió és az új belépők részéről egyaránt. A csatlakozással immár a Központi Bankok Európai Rendszerének tagjává váló tíz országnak definiálnia kell az euró-csatlakozáshoz vezető konvergencia-utat, s az ehhez eszközül szolgáló gazdaságpolitikát. A felkészülés üteme és a felkészültség szintje az új tagállamok számára potenciális nyereséget vagy veszteséget hozhat, hiszen sem a túl gyors, sem a halogatott belépés nem jelenthet optimális megoldást. Az áttekintett csatlakozási stratégiákból látszik, hogy ezzel a régió országai tisztában vannak, és ennek tudatában igyekeznek reális ütemtervet kidolgozni az elkövetkező évekre.

### III. A FORINT ÚTJA AZ EURÓIG

Annak ellenére, hogy Magyarországon 2003-ban bejelentésre került, hogy az ország 2008-ban kíván csatlakozni az euró-övezethez, idén ismételten napirendre került az euró-zónához történő csatlakozás időpontja és stratégiája. A kérdés ismételt felvetésének több oka van. Egyrészt a 2003-as bejelentés sem megalapozott, sem hiteles nem volt: előzőt a kedvezőtlen kiinduló makrogazdasági helyzet, a monetáris és fiskális politika közötti diszharmónia, az utóbbit pedig a piaci reakciók jelezték.

Másrészt az év második felében a gazdaságpolitika teljesen szétesett és a forint ellen spekulatív támadást fiskális és jövedelempolitikai támasz híján drasztikus monetáris korrekcióval lehetett csak elérni. Harmadrészt a volatilis árfolyammozgások, a forint stabilizálása érdekében alkalmazott kamatemelés, valamint a 2004-re kitűzött makrogazdasági és fiskális pálya tarthatatlansága alapelemeiben módosították a lehetséges konvergencia pályát, gyakorlatilag kizárva a 2006-os megfelelés és 2008-as euró bevezetés megvalósíthatóságát.

A tanulmány zárófejezete azokkal a kérdésekkel foglalkozik, amelyeket a monetáris és fiskális hatóságoknak meg kell válaszolniuk, amikor egy fenntartható és hiteles euró-övezeti csatlakozási stratégiát fogalmazznak meg. Összesen öt olyan nagyobb horderejű kérdés van, amelyre válaszolva körvonalazódhat egy lehetséges integráció stratégia.

1. Miközben ismertek azok az előnyök és költségek, amelyek az euró-zónához történő csatlakozásból fakadnak, a pénzügyi hatóságoknak mérlegelniük kell az euró-övezeti tagságig vezető két út (gyors illetve fokozatos belépés) költségét és hasznát.
2. Dönteni kell arról, hogy miképpen és milyen mértékben teljesíti a konvergencia-kritériumokat a gazdaság.
3. Döntést kell hozni az euró-övezethez vezető utat illetően. Itt két kérdésre is választ kell adni. Egyrészt miképpen szükséges a forintnak eljutni az euró-övezeti tagságba? Másrészt mikor célszerű belépni az ERM-II-be, és ezzel összefüggésben mennyi ideig célszerű a forintnak ebben a rendszerben tartózkodnia?
4. Milyen és elsősorban milyen módon meghatározott középárfolyammal célszerű belépni az ERM-II rendszerbe?

5. Szükséges-e végezetül a meghirdetett euró csatlakozási stratégián belül a belépés dátumát meghatározni, vagy azt célszerű kommunikálni, hogy a dátum később kerül meghatározásra?

### ***1. Az euró-övezethez történő gyors és fokozatos csatlakozás költség haszon elemzése***

Összességében a tanulmány első fejezetében leírt állítások bemutatták az euró-övezethez történő csatlakozás előnyeit és költségeit, illetve megfogalmazták azokat a szempontokat, amelyek alapján a gyors vagy lassú csatlakozás (az euró-övezetig vezető út hossza) között lehet választani.

Magyarország esetében az euró-övezethez történő csatlakozás nettó hatásai pozitívak lesznek, ezért nem kérdéses, hogy mindenképpen csatlakozni kell az euró-zónához. A leírt standard előnyök közül a kedvező és időben – elsősorban a bővülő kereskedelem révén kiteljesedő - növekedési hatás, a reálkamatok csökkenése, a fizetési mérleg korlát lazulása és az árfolyam-instabilitás megszűnése egyaránt pozitív egyensúlyi és növekedési következményekkel jár. Ugyanakkor két tényezőt a csatlakozás pozitív nettó hatása mellett is figyelembe kell venni. Egyrészt a kereskedelemteremtő hatás kisebb lesz a korábban vélténél, illetve az elméleti irodalomban leírnál, és ez mérsékelheti középtávon a növekedési többletet is. Másrészt arra fel kell készülni, hogy miközben a keresleti sokkok inkább szimmetrikusak, a kínálati sokkok még aszimmetrikusak és ezek felerősödése addicionális alkalmazkodási költségekkel jár.

Érdekesebb kérdés a gyors vagy lassú, fokozatos euró-övezeti csatlakozás közötti átváltások elemzése. A lassú csatlakozás mellett gyakran hangoztatott érv az, hogy a gyors nominális konvergencia (ezen belül elsősorban az államháztartási hiány és az infláció mérséklése) jelentős növekedési áldozatokkal jár, és feleslegesen lassítja a gazdaság reál felzárkózását. Ezzel a megközelítéssel szemben és a gyors csatlakozás mellett azonban több ellenérv is felhozható.

Egyrészt a nominális konvergencia növekedési áldozataival kapcsolatosan két dolgot kell figyelembe venni. Ha elfogadható az a megközelítés, hogy van a dezinflációnak és a fiskális kiigazításnak áldozata, akkor ezt fel kell a gazdaságpolitikának vállalni és a nyerhető előnyökkel kell szembehelyezni. A költség-haszon elemzésnél ugyanis figyelembe kell venni, hogy átváltás van a gyors euró csatlakozás érdekében viselendő áldozatok és az euró-övezeti csatlakozás növekedési hatásai között. A jövőbeli többletnövekedés jelenértéken vett nagyságát kell összevetni a rövidtávú alkalmazkodás esetleges költségeivel, és ebben a perspektívában a minél gyorsabb euró-övezeti csatlakozás mellett érvek erősebbek. Miért? Azért, mert minél később történik meg az alkalmazkodás, annál tovább jár jelentős makrogazdasági költségekkel a moderált infláció és a túlzott államháztartási hiány, illetve annál később érvényesül az euró-övezeti tagság pozitív növekedési hatása.

Másrészt, az infláció és az államháztartási hiány csökkentése csak akkor jár jelentős növekedési áldozattal, ha nem megfelelő monetáris-fiskális politika, elégtelen gazdaságpolitikai hitelesség, és a piaci torzulások (indexálás, hátratekintő várakozások) jellemzik a gazdaságot. Amennyiben ezeket sikerül kiküszöbölni, akkor a moderált infláció és a magas államháztartási hiány által okozott költségek (magas kamatszint, volatilis árfolyam, kiszorítási hatás, folyó fizetési mérleg fenntarthatósági problémái) megszűnhetnek és a kiigazítás nem keynesiánus hatásokat eredményezve növekedést ösztönző lehet.

Végezetül azt is számításba kell venni, hogy a gazdaságpolitikai megszorításra, a kiegyensúlyozott fiskális és jövedelempolitikára nem önmagában az euró-övezeti csatlakozás miatt, hanem annak előnyei miatt van szükség. Ezért függetlenül az euró-övezeti csatlakozás sebességétől szükséges a moderált infláció és a magas hiány minél erőteljesebb csökkentése.

## **2. A konvergencia kritériumok teljesítése**

Az euró-övezetbe történő belépés szempontjából teljesítendő 5 konvergencia kritérium szempontjából három teljesítése tűnik kritikusnak: az államháztartási hiányé, az inflációs és az árfolyam stabilitására vonatkozó kritériumé.

### Államháztartási egyenleg

A fiskális politika számára a szigorú korlátott két tényező jelent az euró bevezetéséig vezető úton. Az egyik korlát az államadósság/GDP változása, amelynek szintje megközelíti a kritikus 60 százalékot és magas, a GDP 4 százalékát kitevő kamatkidadásokat generál. A másik korlát a folyó fizetési mérleg hiány fenntartható és finanszírozható szintje. Itt egyfelől a fiskális politikának figyelembe kell venni, hogy a hiány nem haladhatja meg a piacok által finanszírozhatónak ítélt és a GDP 5 százaléka körüli szintet, másfelől tekintettel kell lenni arra, hogy a lakosság nettó megtakarítói pozíciója tartósan romlik és ezért a vállalati beruházások növeléséhez az államháztartás megtakarításainak bővülése kell az adott folyó fizetési mérleg korlát mellett.

A fiskális politika mozgásterét és a szükséges alkalmazkodás irányát az EU csatlakozást követően a konvergencia időszakban meghatározza a kiinduló kedvezőtlen adósság és egyenleg helyzet, a csatlakozás minden számítások szerint összességében negatív (a GDP 1,5-2 százalékát is elérő) fiskális hatása. Továbbá a fiskális politika mozgásterét csatlakozásunkat követően korlátozzák a *Stabilitási és Növekedési Egyezmény* előírásai. Eszerint a hiány a gazdasági ciklustól függetlenül nem lehet nagyobb a GDP 3 százalékánál, középtávon pedig a gazdasági ciklus átlagában egyensúlyban lévő, vagy többletet mutató államháztartást kell működtetni. Amikor a hiány 3 %-nál nagyobb, megindul a „túlzott deficit” eljárás és ajánlások fogalmazódnak meg a deficit csökkentésére, amelynek elmulasztása esetén a gazdaság eleshet a Kohéziós Alapok nyújtotta finanszírozástól.

A fiskális politika számára ez egyik dilemmát a hiánycsökkentés mértéke jelenti. Két alternatíva fogalmazható meg: a hiányt a felülvizsgálati periódusra célszerű a formális 3 százalékos kritérium (vagy esetleges módosulása esetén az aktuális kritérium) szintjére csökkenteni. A másik alternatíva, hogy ismervén a Stabilitási és Növekedési Paktum által megkívánt fiskális fegyelmet és áldozatot, célszerűbb lehet még az euró-övezetbe történő csatlakozás esetén magasabb deficit csökkentést elérni, és a formális kritérium és a kiegyensúlyozott pozíció közötti pályán tartani az államháztartási egyenleget.

Miközben több ellenérv is szól a három százalékos hiányt meghaladó korrekció ellen (magasabb kamatterhek az euró-övezeten kívül mint belül, a csatlakozás alkalmazkodási költségeinek feldolgozása, a magas beruházási igény a felzárkózás felgyorsítása érdekében) számos érv fogalmazható meg mellette.

Egyrészt a monetáris integráción belül, az egységes monetáris politika mellett szűkebb lesz a fiskális politika mozgásterét és költségesebb az államháztartási hiány csökkentése. Továbbá az

államháztartási deficit csökkentése - ha az alapvetően a kiadások csökkentésével és az ezt követő centralizáció csökkenéssel valósul meg, és egybeesik a közszolgáltatások reformjával – a nemzetközi tapasztalatok alapján pozitív növekedési hatással járhat már az euró övezeti csatlakozást megelőzően, mérsékelve az alkalmazkodási veszteségeket.

Harmadrészt az államháztartási hiány mérséklése és az államháztartás rosszul működő alrendszerének reformja addicionális termelékenység- és hatékonyságnövekedést jelenthet a gazdaság számára, ami alapjaiban módosíthatja az egyensúlyi árfolyam szintjét. Ezért ezt a korrekciót érdemes még az euró-övezeti csatlakozást megelőzően és nem a rögzített árfolyamra történő áttérést követően megvalósítani, amikor már nem lehet a nominális árfolyamot befolyásolni.

A deficit mérséklése, az állami kiadások és bevételek szerkezetének átalakítása, az állami felhalmozási kiadások arányának növelése a folyó kiadásokkal szemben hosszabb (az euró-övezeti csatlakozást megelőző és követő) feladat. Az említett érvek alapján a reformokat, és a kiigazítást az euró-övezeti csatlakozást megelőzően kisebb költségek mellett lehet végrehajtani, mint azt követően. Két előfeltétele van azonban egy ilyen fiskális politikának.

Egyrészt – szakítva az eddigi rövidtávú, tűzoltó jellegű korrekciókkal alapjául a kiadások és bevételek szerkezeti átalakítása kell hogy szolgáljon<sup>13</sup>. Másrészt, a reformmal kapcsolatos terhek, veszteségek és potenciális előnyök igazságos elosztása és kezelése érdekében szükséges lehet egy – az infláció csökkentésével kapcsolatosan már megfogalmazásra került társadalmi gazdasági megállapodás megkötése a főbb szervezetek között, hogy csökkenjenek a mélyreható reformok végrehajtásának politikai-gazdasági költségei.

### Inflációs kritérium

Az inflációs konvergencia küszöbértéke a számítási mód nyomán időről időre változik és az elmúlt években 2,2-3,3%-os sávon belül mozgott. A hazánkhoz hasonló felzárkózó gazdaságokban a gyorsabb termelékenységemelkedés és a szolgáltatási szektor árnövekedésének magasabb üteme partnereikhez képest 1,5-2,5 százalékponttal magasabb inflációt indokol. Az egyensúlyi infláció Magyarország – és a többi csatlakozó ország esetében – éppen ezért az euró-övezeti átlagnál magasabb szinten határozható meg.

Az euró bevezetésének feltételét jelentő inflációs kritérium a vizsgálat időpontjában elképzelhető, hogy alacsonyabb lesz a hazai egyensúlyi infláció értékénél. Az inflációra vonatkozó konvergencia kritérium teljesítése hármas feladatot jelent. Egyrészt a gazdaságpolitikának el kell érnie, hogy az inflációs kritériumot ne a három legalacsonyabb inflációval rendelkező EU-tagállamhoz viszonyítsák (ami indokolt és racionális döntés volt a monetáris unió megteremtése előtt), hanem az átlagos inflációs szinthez vetítsék.

Másrészt a gazdaságpolitikának le kell szorítani az árnövekedés ütemét az egyensúlyi infláció szintjére és ezt hosszabb távon fenn kell tartani. Harmadrészt a változatlan és az esetlegesen korrigált inflációs kritérium mellett is átmenetileg a referencia időszakban ennél alacsonyabb árnövekedést kell elérni.

Az egyensúlyi infláció eléréséhez elkerülhetetlen a szigorú fiskális politika, az inflációs várakozások letörése, a termelékenység emelkedésével összhangban lévő jövedelemkiáramlás, valamint a monetáris és fiskális politika közötti konzisztencia.

---

<sup>13</sup> A hazai fiskális kiigazításnak ezért inkább a mélyrehatóbb szerkezeti reformokat megfogalmazó lengyel, semmint a hiányt a folyó kiadások lefaragásával mérséklő cseh stratégiát kell követnie.

A dezinflációs pályánál mindenképpen figyelembe kell venni három szempontot. Egyrészt el kell fogadni, hogy a moderált infláció csökkentése általában output veszteségekkel jár, és a gazdaságpolitika feladata ezek minimalizálása. Másrészt meghatározó jelentőségű, hogy miképpen lehet megtörni az inflációs várakozásokat, és az alacsony nominális bérmegállapodást elérni. Ebben egyszerre kell, hogy hasson a hiteles és független monetáris politika által sugárzott dezinflációs eltökéltség és a koordinációs problémát kezelő társadalmi-gazdasági megállapodás.

Harmadrészt annak érdekében, hogy a felzárkózásból is eredő jelentős inflációs nyomás ne az euró-övezeti tagságunk után jelenjen meg, célszerű a hatósági, adminisztratív árkorrekciók zömét a csatlakozást megelőző időpontra összpontosítani, ami ugyanakkor addicionális teher a dezinfláció szempontjából.

### ***3. Az euró-övezetbe történő belépés alternatívái***

A kiinduló makrogazdasági determináció, valamint az euró-övezeti csatlakozás teljesítése érdekében szükséges konvergencia-pálya meghatározása mellett döntő fontosságú az euró-övezetbe vezető pálya árfolyampolitikai elemeinek meghatározása. Ezen belül két kérdésre kell választ adni. Egyrészt arra, hogy milyen utakon juthatunk el az euró-övezetbe: közvetlenül a mai ERM-II kompatibilis árfolyamrendszert váltsa-e fel az ERM-II, vagy pedig más árfolyamrendszer keretén belül jussunk el az euró-zónához. A másik kérdés, hogy az euró-övezeti csatlakozás előszobájának tekinthető ERM-II rendszerben minél hosszabb ideig tartózkodjunk, bízva annak stabilizáló hatásaiban, vagy csak a legvégső pillanatban és a legrövidebb időtávra csatlakozzunk, tartva annak destabilizáló jellegétől.

Figyelembe véve a megfogalmazott kérdéseket, valamint a végcélt, az árfolyamrendszer tekintetében három alternatíva áll a magyar monetáris és fiskális hatóságok előtt. Az első alternatíva szerint a mostani egyoldalú árfolyamrendszert kell fenntartani ameddig nem teljesülnek az euró-övezeti belépés előfeltételei, majd ezt követően át kell térni a lehető legrövidebb időre az ERM-II rendszerre és ezen keresztül kell belépni az euró-övezetbe.

A második alternatíva szerint célszerű minél előbb, az EU csatlakozást követően kellő időben belépni az ERM-II-be és kihasználva annak stabilizáló és fegyelmező erejét belépni az euró-övezetbe. Harmadik alternatíva lehet, hogy a mostani árfolyamrendszert feladva áttérni az árfolyam irányított lebegtetésére, majd a stabilan fenntartható egyensúlyi árfolyam kialakulása és a konvergencia feltételek teljesítése után belépni a minimálisan szükséges ideig az ERM-II-be és ezen keresztül jutni el az euró-zónába.

Az egyik megközelítés szerint a jelenlegi árfolyamrendszerünk ERM-II kompatibilis, ezért a fontosabb paraméterein az ERM-II-be történő belépésig nem szükséges változtatni. A mostani árfolyamrendszer megfelelő keretet ad a piaci mozgásoknak, ugyanakkor a sáv megléte lehetővé teszi, hogy sem túlzottan alulértékelt sem túlzottan felülértékelt szinten ne kerüljön sor az árfolyam rögzítésére. Ezen megközelítés szerint célszerű kívül maradni a mostani árfolyamrendszerrel az ERM-II-n, mert a korrekciós igények könnyebben megvalósíthatók a mostani árfolyamrendszeren belül mint az ERM-II-n belül.

A másik megközelítés szerint a mostani árfolyamrendszert célszerű minél hamarabb feladni és belépni a multilaterális ERM-II rendszerbe, kiaknázva annak stabilizáló, hitelességet erősítő jellegét. Azonban a minél hamarabb történő ERM-II csatlakozás esetén rendkívül fontos a

csatlakozás időzítése mellett feltételeinek definiálása. Az ERM II tagsággal kapcsolatban eldöntendő két legfontosabb kérdés a centrális paritás és az ingadozási sáv. A centrális paritásnál a kérdés, hogy milyen módon képes, ha képes a monetáris hatóság meghatározni azt az egyensúlyinak tekintett árfolyamot amely mellett a rögzítés megvalósulhat és amely nem sérti később a versenyképesség és árstabilitás céljait. Erről a következő részben lesz bővebben szó.

A másik kérdés a sáv szélesség meghatározása, ahol 3 alternatíva merülhet fel. Az egyik a mai +/-15 százalékos sáv fennmaradása. A másik választható alternatíva egy ennél szűkebb, mondjuk +/-2,25 százalékos sáv. Az ilyen szűkebb sáv miatti nagyobb kiszámíthatóságot a felerősödő tőkeáramlás és instabilitás okozta hátrányok meghaladják. A harmadik alternatíva egy olyan aszimmetrikus sáv, amelynek keretén belül a komoly feszültségek nélküli minimálisan két éves ERM-II-ben tartózkodáson túlmenően az árfolyam stabilitás értékelésénél a hangsúly arra helyeződik, hogy az árfolyam a centrális paritáshoz közel legyen, miközben a felértékelődéshez vezető bizonyos tényezőket, ahogy ez a múltban is történt, figyelembe vesznek. Elképzelhető egy olyan aszimmetrikus sáv is, amelyben az árfolyam az ERM II sáv közepétől gyenge irányban 2,25%-kal; erős irányban pedig akár 15%-kal térhet el.

Az ERM II előnyei között említhető a nagyobb hitelesség és a jobb fenntarthatóság, mert piaci nyomás esetén az MNB mellett az EKB is interveniál a forint védelme érdekében. Mivel az ERM-II-ben nem lehetséges egyoldalú döntéseket hozni, ezért csökkenhet a kockázati prémium, amely a nem teljesen kiszámítható gazdaságpolitikát bünteti. Az előnyöket kiemelő megközelítés szerint indokolt lehet az ERM-II-be történő belépés akkor is, ha esetleg több mint két évig kell ott tartózkodni.

Az említett két alternatíva mellett változatlanul adódik a hazai gazdaságpolitika számára egy harmadik lehetőség. Ez pedig a jelenleg alkalmazott, az elmúlt 1,2-2 évben sok probléma és fezsültség forrásává vált árfolyamrendszer feladása és egy rugalmasabb árfolyamrendszer irányába történő elmozdulás lenne, amit a konvergencia kritérium teljesítését követően követhetne az ERM-II tagság<sup>14</sup>. Az ilyen euró-övezeti csatlakozás előnyei az előbbieken megfogalmazott rendszerekkel szemben három síkon érvényesülnének.

Egyrészt a monetáris és fiskális hatóság lekerülhetné a folyamatos és a mai rendszerbe kódolt konfliktusokat az árfolyam és inflációs cél között. Miközben a hazai árfolyamrendszer kompatibilis az ERM-II-vel, éppen a hazai monetáris rendszerrel nem kompatibilis. Az inflációs célkitűzés hatékony működésének egyik elengedhetetlen feltétele, hogy a jegybank csak az infláció célra koncentráljon, és ne vegye figyelembe döntései során árfolyamcél. Ennek a megsértése, a tág és különösen korábban a még szűkebb árfolyamcél kommunikálása okozta a forint elleni sorozatos támadásokat és teremtett a csatlakozással inkonzisztens mértéke árfolyam volatilitását.

A tavaly decemberi forint elleni támadást követően a belső sávval kapcsolatos célok kiestek a jegybank kommunikációjából, de a +/- 15 százalékos sáv szélesség mellett is fennáll az inflációs és árfolyamcél közötti konfliktus problémája. Ez viszont elkerülhetetlenül vonzza a spekulatív tőkét (még akkor is, ha a makrogazdasági fundamentumok rendben vannak, a fiskális- jövedelempolitikai mix konzisztens az árfolyam és monetáris rendszerrel.

---

<sup>14</sup> Figyelembe kell venni ezen stratégia alkalmazásra történő javaslása esetén, hogy a rugalmas árfolyamrendszerek hatékonyan működnek a közép-európai államokban: még a szabad lebegés Lengyelországban is kevesebb problémával járt a Zloty erőteljes árfolyam-mozgása ellenére is, mint a hazai sávós árfolyamrendszer alkalmazása.



A másik előnye a rugalmas árfolyamrendszerre történő áttérésnek az lenne, hogy ennek következtében kialakulhatna az a piaci árfolyam, amely az ERM-II-be történő belépés idejében egyensúlyi árfolyam lehetne. A mostani rendszerben is van lehetőség arra, hogy az árfolyam egy tág határokon belül mozogjon, illetve a monetáris hatóság el is tolhatja a sávszéleket lehetőséget adva arra, hogy az egyensúlyi és piaci árfolyam ne szakadjanak el egymástól. Azonban ennek a lehetősége a sáv méretéből és az eddigi árfolyammozgásból fakadóan korlátozott, illetve a sáveltolás és az ezzel kapcsolatos spekuláció költségei jelentősek lehetnek.

Ezért célszerűbb lenne, ha a rugalmasan alakuló árfolyam mellett alakulna ki az az árfolyamszint, amely mellett a külső és belső egyensúlyi feltételek teljesülnek. A rugalmas árfolyam ugyanis jobban képes a gazdaságban bekövetkezett szerkezeti változásokat, a termelékenység és a termelési lehetőség javulásában beállt módosulást. A rugalmas árfolyammal szemben ellenérvként hozható fel, hogy sokkal érzékenyebben reagál a piaci hírekre, sokkokra, azonban összevetve például a magyar és a cseh, vagy szlovák valuták elmúlt 2 évben látható mozgását, ezt a gyakorlati tapasztalatok is cáfolják az elméleti munkák mellett is.

Végezetül a rugalmas árfolyamra történő áttérésnek lenne egy harmadik előnye is, nevezetesen, hogy a mai rendszerrel szemben talán erőteljesebb fegyvelmező erővel bírna a fiskális és jövedelempolitika számára. Az árfolyam változása azonnal közvetítené a befektetők gazdaságpolitikáról vallott véleményét, korrekcióra készítetve a nem konzisztens és fenntartható gazdaságpolitikát. Ezzel szemben – mivel a jegybanknak nem kell felfednie az által célul kitűzött, kívánatosnak tartott árfolyamsávot – alacsony kamatfelár mellett is lehetne egy adott árfolyamszintet védeni, vagy ennek tarthatatlansága esetén a kamatok túlzott növelése nélkül is lehetne az árfolyam alakulását kezelni.

A többi közép-kelet-európai ország tapasztalata arra int, hogy a rugalmas árfolyamrendszeren belül célszerű az irányított lebegtetést alkalmazni, mert a szabad lebegtetés (amely viszont a leginkább konzisztens az árfolyamcél hiánya miatt az inflációs célkitűzéssel) Lengyelország példája alapján jelentős árfolyam-volatilitást okozhat és az árfolyam alakulása gyakran nem sokk kezelő, hanem generáló szerepet játszik.

Ezzel szemben az irányított lebegtetés mellett az említett előnyök a mai sávon belüli lebegéssel szemben teljes körűen érvényesülhetnének és ezek hosszú távon mind a növekedés, mind a makrogazdasági stabilitás alakulásában jelentkeznének. Ráadásul az irányított lebegtetés mellett az ERM-II célárfolyam meghatározását megelőző időszakban lehetőség nyílna a monetáris és fiskális hatóság számára nem kívánatos árfolyammozgások korrekciójára és olyan árfolyamszint kialakítására, amely a piaci egyensúlyi folyamatokat és impliciten a gazdaságpolitikai preferenciákat is figyelembe veszi. Az ERM-II árfolyam meghatározásakor így el lehetne kerülni az alulértékelt vagy erőteljesen felülértékelt árfolyam szinten történő rögzítést, ami az ERM-II stabilitása és a későbbi euró-övezeti csatlakozás szempontjából fontos lenne.

Az árfolyamrendszer választásával kapcsolatosan arra kell a gazdaságpolitika figyelmét felhívni, hogy nem csak két alternatíva létezik, a választás nem a mostani árfolyamrendszer vagy az ERM-II közötti választás időzítésében jelenik meg, hanem abban is, hogy a mai ERM-II kompatibilis árfolyamrendszert felválthatja egy rugalmasabb rendszer, amelyet követhet a csatlakozás érdekében szükséges ERM-II rendszer.

#### **4. ERM-II és a középárfolyam meghatározása**

Az ERM-II-höz történő csatlakozás időzítése és menetrendje azért is fontos, mert befolyásolja, hogy milyen szinten és miképpen történik meg a forint árfolyamának euróhoz kötése. A csatlakozási árfolyam alakulásával kapcsolatosan az elmúlt 1 évben számos széles sávban szóródó szám jelent meg, amely a 250-255-ös árfolyamtól (GKI) egészen 300-310-es (londoni elemzők) euró árfolyamig terjedt. Emellett olyan általános szempontok fogalmazódtak meg, mint hogy „alapvető fontosságú, hogy olyan árfolyamon csatlakozzunk, hogy az ne legyen különösen alulértékelt, de semmiképpen ne legyen túlértékelt”, amiből sem a piaci szereplők, sem a gazdaságpolitika nem kapott elégséges útmutatást a várható árfolyammozgásokat illetően.

A középárfolyam meghatározására, amely közel áll a csatlakozás pillanatában az egyensúlyi árfolyamhoz, és amelyen rögzíteni kívánjuk a forintot az euróhoz, elvileg két lehetőség van. Egyrészt abban az esetben, ha a sávos rendszer fennmarad, különböző korábban már említett egyensúlyi árfolyamot meghatározó módszerekkel lehet meghatározni az egyensúlyi árfolyamot és lehet az árfolyam sávon belüli mozgását ehhez az értékhez közelíteni. Amennyiben az árfolyam rugalmasan alakul, akkor a piac alakítja ki azt az árfolyamot, amely külső és belső egyensúlyi szinten van, és a monetáris politikának az irányított lebegtetés keretén belül rendelkezésre álló eszközökkel lehet befolyásolni az aktuális árfolyamot az egyensúlyinak tekintett árfolyamhoz.

Az egyensúlyi árfolyam meghatározásánál figyelembe kell venni, hogy nem lehet megbízható egyensúlyi árfolyam értékeket számítani, főleg nem múltbeli adatokból a jövőre előre vetítve. A középárfolyam empirikus modellek (DEER, BEER, FEER, NATREX, stb.) segítségével történő meghatározásával kapcsolatosan két probléma merülhet fel.

Egyrészt az említett módszerekkel gyakran még a mai egyensúlyi reálárfolyamot sem lehet pontosan meghatározni, és különösképpen nehéz előrejelzést készíteni a jövőben várható egyensúlyi értékeket illetően. Másrészt figyelembe kell venni azt is, hogy számos szerkezeti változás (pl. az államháztartási reform, a gazdaság termelékenységének növekedése, stb.) befolyásolja az egyensúlyi árfolyamot is és ezek a tényezők jelentősen eltéríthetik az aktuális egyensúlyi árfolyamot az előrejelzettől.

Az említettek miatt 3 lehetőség van a csatlakozási árfolyam meghatározására:

- a gazdaságpolitika az előrejelzések révén meghatározza az egyensúlyi reálárfolyamot és ez az alapja a csatlakozáskori és a rögzítéskori árfolyamnak,
- a piac határozza meg, amikor a rugalmas árfolyam rendszerben kialakul az egyensúlyi árfolyam,
- piac határozza meg, de végső eszközként a rögzítést megelőzően van lehetőség állami korrekcióra (ld. drachma végső leértékelését).

Az első az egyensúlyi árfolyam meghatározásával kapcsolatosan említett problémák miatt nem javasolható. A megoldás a második, és különösen a harmadik alternatíva lehet, az utóbbi elsősorban akkor, ha jelentősen eltér a piac által kialakított árfolyam a számított egyensúlyitól.

## ***5. Az euró-övezethez történő csatlakozás időpontjának bejelentése***

Az utolsó eldöntendő kérdés, hogy az euró-övezetbe történő belépés időpontját előzetesen bejelentse-e a kormányzat, vagy azt jelentse be, hogy a céldátumra vonatkozó bejelentést későbbre halasztja, viszont olyan gazdaságpolitikát hirdet meg és követ, amelyik ráutaló magatartással útmutatást ad a befektetők számára a lehetséges legvalószínűbb csatlakozási dátumot illetően.

A csatlakozási időpont explicit bejelentése - amelyhez szintén hiteles és teljesíthető gazdaságpolitikai programot, illetve ezzel összefüggésben konvergencia-pályát kell felvázolni – rendelkezik azzal az előnnyel, hogy hatékonyan képes befolyásolni a befektetők várakozásait, orientációs pontként szolgálhat a piacok és a gazdasági szereplők számára, illetve ha a makrogazdasági folyamatok alátámasztják, akkor önbeteljesítővé alakíthatja a várakozásokat. További előnye lehet fegyvelmező ereje, mert a nyíltan bejelentett dátum eltévesztése jelentős hitelességi veszteségeket eredményezne a gazdaságpolitika számára, és ennek elkerülése mobilizálón hatna a gazdaságpolitikára. A nyílt bejelentés hátránya, hogy ekkor a gazdaságpolitika nem tudja figyelembe venni a konvergencia pálya során a gazdaságot érő exogén sokkokat, és a 2008-as dátumhoz hasonlóan ismételtelen felmerülhet a céltévesztés lehetősége és az ebből eredő hitelességi és reálgazdasági veszteségek.

A második esetben, ha a gazdaságpolitika nem céldátumot jelent be, hanem azt, hogy az ERM-II-be történő belépés és ezzel az euró-övezethez történő csatlakozás megtörténik a feltételek biztonságos teljesítését követően, akkor nem tudja a piaci szereplők várakozásait befolyásolni, illetve politikai korlátok esetén a gazdaságpolitika a kisebb külső teher mellett fellazulhat.

Ennek a megközelítésnek a fő előnye az exogén sokkokra történő nagyobb reagálási lehetőség mellett abban áll, hogy ha hiteles gazdaságpolitikát folytat a monetáris és fiskális hatóság, akkor az euró-övezeti csatlakozás előfeltételei fokozatosan megteremtődnek és nagyobb eséllyel lehet pontos csatlakozási időpontot meghatározni.

### ***Néhány javaslat az euró-övezeti csatlakozás stratégiáját illetően***

A hivatalos kormányzati körökből származó elképzelések azt mutatják, hogy lassan kezdenek kialakulni az euró-övezetbe történő belépéshez szükséges stratégia és követendő gazdaságpolitika főbb elemei. Az eddigi információk alapján azzal lehet számolni, hogy a 2008-as céldátum korrekcióra kerül és ehelyett inkább a 2009-2010-es időpont kerül meghatározásra mint lehetséges csatlakozási időpont és erre épül fel a konvergencia program, valamint a gazdaságpolitika célok.

A célul kitűzött időpont egyfelől nagyobb rövidtávú mozgásteret ad a gazdaságpolitikának (tekintettel a 2006-os megmértetés valószínűsíthető kudarcára), másfelől nem tolja el távolra a csatlakozást és ezzel kellő kényszert/fegyelmet is közvetít. A dátum nem feltétlenül kerül kommunikálásra, mert a belső célkitűzés és az erre építő konvergencia-program implikálja ezt az időpontot.

Hasonlóképpen az eddigi megfontolások arra engednek következtetni, hogy az euró-övezethez történő csatlakozás útján az árfolyamrendszer szempontjából az a kérdés, hogy mikor váltja fel a mai egyoldalú elkötelezettséget az ERM-II rendszer. A vélemények ebben a

tekintetben arra mutatnak, hogy a 2004-es év átmenetinek tekinthető, mert eldől hogy a korábbi laza fiskális és jövedelempolitika felváltódik-e egy szigorúbbal és javul-e a fiskális és monetáris politikák közötti összhang.

Ennek megfelelően kerülhet sor majd a 2005-ös költségvetési politika ismerete alapján az ERM-II-höz történő csatlakozás dátumának meghatározására. Az ERM-II-höz történő csatlakozás során az árfolyam meghatározásának módja nem ismert, de az egyoldalú elkötelezettség rendszerének fenntartása valószínűsíti, hogy a rögzítéskor fennálló árfolyam - hacsak nem előzi meg nagyobb volatilis időszak a rögzítést – a sávon belüli érték lesz, valamilyen egyensúlyi árfolyam számításos módszerrel meghatározva.

A gazdaságpolitika alapját a mérsékelt fiskális korrekció adja, aminek keretében a 2004-re tervezett 4,6%-os hiány évi 0,5 százalékos mérsékléssel 2007-re 3,1 százalékra mérsékelhető és lehetővé válik a referenciaértékek ezt követő teljesítése.

Ezzel a körvonalazódó stratégiával szemben meg lehet fogalmazni néhány olyan szempontot, amely egy másik alternatív megközelítés végiggondolását is érdemesnek tartja. Ezek szerint érdemes lenne megfogalmazni egy valóban radikális államháztartási reformon alapuló makrogazdasági pályát, mert ma ez egyszerre kulcskérdése a nominális konvergenciának és a gazdasági felzárkózásnak/növekedésnek. A reform keretében egyszerre hármas feladatra kellene törekedni, amelyek egymást is feltételezik: az állami centralizáció és redisztribúció erőteljes csökkentésére, az állami kiadások szerkezetének átalakítására, valamint a hiány erőteljes mérséklésére.

A reform eleminek kifejtése témája és terjedelme alapján nem ezen tanulmány feladata, de két szempont megfogalmazható. Tekintettel az állami redisztribúció magas szintje mellett a kiadások alacsony hatékonyságára, a kiadások radikális mérséklése Magyarországon is vélhetően inkább nem keynesiánus hatásokkal járna, azaz kedvezően érintené a gazdasági növekedést. A kiadások mérséklése nyomán csökkenő centralizációs hányad, a felszabaduló források produktív felhasználása, a mérséklődő deficit nyomán enyhülő forráselvonás pozitív reakciót váltana ki a magánszektorból és már rövidtávon kedvező növekedési hatásokkal járna.

Az államháztartási hiánnyal és a fiskális konvergenciával kapcsolatosan megfogalmazható javaslat, hogy érdemes lenne szintjét jóval a 3 százalékos küszöbérték alá csökkenteni még a csatlakozást megelőzően. Ennek megfelelően a célkitűzés nem a maastrichti referencia érték kellene hogy legyen, hanem a SNE és a küszöbérték közötti sáv. Figyelembe véve a referenciaértékek problémáját, valamint a fiskális konszolidációt nehezítő tényezőket miért javasolható mégis egy radikálisabb államháztartási hiánycsökkentés?

Egyrészt a deficit csökkentése – még az euró-övezeten belül csökkenő kamatfelár mellett javuló kamategyenleg mellett – könnyebben megvalósítható az euró-övezet csatlakozást megelőzően mint azt követően. Másrészt a redisztribúció csökkenésére és elsősorban a kiadások szerkezetének átalakítására koncentrálnó reform pozitív növekedési hatásokkal járhat, semlegesítve részben a reformmal szembeni ellenállást. Harmadrészt nem lehet kizárni, hogy az euró-övezethez történő csatlakozás pozitív növekedési hatásai ellenére (melyek inkább középtávon érvényesülnek majd) rövidtávon jelentős alkalmazkodási kényszer lesz a gazdaágon, amit a kieső monetáris és árfolyampolitika mellett a tényezőárakkal és fiskális politikával kell kezelni. Ezért célszerű lenne a korrekciók egy részét még a nagyobb mozgástér mellett végrehajtani.

Végezetül figyelembe kell venni, hogy ha az államháztartási hiány csökkentésének alapja a valós kiadási és bevételei reform, nem pedig a beruházások elhalasztása, a könnyen mérsékelhető tételek csökkentése, akkor a reform nettó hatása rövidtávon a hiány növekedése lehet. Ezt kell viszont ellensúlyozni kellőképpen szigorú fiskális politikával, amely figyelembe venné, hogy a reform által érintett területeken a hiány átmenetileg növekedhet is.

A harmadik átgondolásra érdemes szempont az árfolyam-stratégia végiggondolása és ezen belül az egyoldalú elkötelezettség versus ERM-II alternatívával szemben a mostani árfolyamrendszer feladása és áttérés az irányított lebegtetésre, majd ezt követően a lehető legrövidebb ideig az ERM-II-beli tartózkodást követően kellene belépni az euró-övezetbe. A rugalmas árfolyam, az irányított lebegtetés alkalmazása azzal a korábban leírt előnyök mellett azt is elkerülhetővé tenné, hogy bizonytalan módszerek alapján kelljen a monetáris és fiskális hatóságoknak meghatározni azt az árfolyamot, amit egyensúlyinak tart és amelyen rögzíti a forint árfolyamát az euróhoz. Az egyensúlyi és a rögzítés alapjául szolgáló árfolyam kialakítását a piacokra kellene bízni, végső korrekcióra lehetőséget adva a gazdaságpolitikának.

## **Melléklet I. A közép-európai államok Euró-csatlakozási stratégiája**

### *Csehország*

A cseh jegybank által megfogalmazott euró-övezeti stratégiát két alapelv határozza meg. Az egyik alapelv, hogy akkor határoz meg világos dátumot a csatlakozásra vonatkozóan, amikor a belépéshez szükséges nominális és reálkonvergenciában jelentős előrehaladás következett be és reális esélye van a csatlakozási előfeltételek teljesítésének. A másik fontos szempont, hogy a cseh jegybank több veszélyt, kockázatot, mint előnyt lát az ERM-II tagságban és ennek megfelelően az a véleménye, hogy ameddig csak lehet, az ország maradjon ki ebből az árfolyam mechanizmusból és csak a szükséges minimális időt töltse el benne. A jegybank véleménye szerint az ERM-II nem küszöböli ki az árfolyam-ingadozások veszélyét, bizonytalanságot, a valutával szembe fokozott spekulatív nyomást fejt ki és ezért rendkívül óvatosan kell a belépést kezelni és ütemezni.

A cseh jegybank csatlakozási stratégiáját három tényező befolyásolja erőteljesen. A gyors euró-övezeti csatlakozással szemben a fő korlátot az államháztartási folyamatokban látja, amelyek három szempontból jelentenek problémát a monetáris stratégia számára. Egyrészt az államháztartási egyenleg kiinduló szintje kritikusan kedvezőtlen: 2003-ban a hiány az ESA 95 módszertan alapján a GDP 13 % körül volt. Másrészt a cseh jegybank világosan látja, hogy a csatlakozást követően negatív sokkok érik az államháztartási egyenleget, illetve azt vélelmezi, hogy az euró-övezet és a cseh gazdaság közötti üzleti ciklusban a csatlakozást követő években fennmaradó jelentős eltérés csökkentése komoly fiskális áldozatokat kíván. Végezetül a jegybank szerint még a monetáris unióhoz történő csatlakozást megelőzően olyan fiskális konszolidálásra van szükség, amely figyelembe veszi a cseh államháztartási folyamatok fenntarthatóságát hosszú távon negatívan befolyásoló tényezőket: az államadósság növekedését, a kedvezőtlen demográfiai folyamatokat, az állam explicit és implicit adósságát, stb. Ameddig ez a hármas korlát fennáll, addig a jegybank szerint a fiskális folyamatok nem fenntarthatóak és veszélyt jelentenek a gyors euró-övezeti csatlakozás szempontjából.

A gyors csatlakozás ellen ható másik tényező az alacsony munkaerő-piaci rugalmasság. Ennek egyik oka a jelentős bérmerevségek, valamint azok az intézményi korlátok, amelyek mind a cseh gazdaságon belül (alacsonyan fejlett és a munkaerő mobilitását korlátozó közlekedés, hiányzó bérlakás-piac), mind azon kívül (az EU által az újonnan csatlakozók munkaerőmozgásával kapcsolatos korlátozások) megtalálhatóak. Ameddig a munkaerőpiacok rugalmassága nem javul, addig a gyors euró-övezeti csatlakozás több veszélyt, mint előnyt rejt magában.

Végezetül a harmadik problémának a pénzügyi rendszer fejlettségében jelentkező tetemes eltérést látja a jegybank, aminek következtében a közös monetáris politikai döntések transzmissziója eltérhet a cseh gazdaságban és az euró övezeten belül és ez aszimmetrikus sokkok forrása lehet.

A jegybank konklúziója mindezek alapján az, hogy nincs szükség a gyors euró-csatlakozásra. Mivel a gazdaság képtelen lesz 2006-ban a fiskális előfeltételeket teljesíteni, ezért nincs szükség arra, hogy 2004-ben belépjen az ERM-II-be és célul tűzze ki a 2006-os GMU-csatlakozást. Ezzel szemben reálisnak látja azt, hogy 2007-2008-ra a fiskális korlátokat sikerül teljesíteni és ennek megfelelően 2009-2010-ben bekövetkezhet az euró-övezethez történő csatlakozás.

## *Lengyelország*

A lengyel euró-övezeti stratégia alakulását egyszerre határozza meg az ambíciózus cél, hogy az ország minél előbb a monetáris övezet tagja legyen és a kiinduló feltételekben jelentkező realitás, amely elsősorban az államháztartási és az inflációs folyamatokat illeti. A jegybank (NBP) szerint a minél gyorsabb euró-övezeti csatlakozás célszerű, mert ennek a statikus (pl. tranzakciós költségek) és dinamikus előnyei (növekedés, bővülő kereskedelem) számottevően meghaladják a belépéssel kapcsolatos áldozatokat. Így a jegybank számításai szerint a beruházások növekedési ütemét 0,5-1 százalékkal, a gazdaság növekedését 0,2-0,4%-kal, a fogyasztást pedig 0,15-0,3%-kal növeli az elkövetkező években, és az említett mutatók szintje 2030-ban 15-30%-kal, 6-12%-kal és 5-10%-kal lesz magasabb, mint amekkora lenne az euró-övezeti csatlakozás nélkül.

A legfőbb korlátot a NBP is alapvetően a fiskális pozícióban, valamint a munkaerő-piaci alkalmazkodás lassúságában és a munkaerőpiacok merevségében látja. Az okok hasonlóak a cseh esethez, az eltérés legfeljebb a fiskális problémák jellegében és mértékében van. Ugyanakkor szemben a cseh jegybankkal, az NBP problémásnak látja az inflációs kritérium teljesítését is annak ellenére, hogy az elmúlt 2-3 évben az infláció jelentősen mérséklődött és a küszöbérték alá került. A tartósan alacsony inflációhoz a jegybank szerint mérsékeltén restriktív monetáris és erőteljesen megszorító jellegű fiskális politikára van szükség.

A lengyel jegybank is a lehető legrövidebbre szorítaná le azt az időszakot, amíg a lengyel valuta az ERM-II-n belül található. Az ERM-II tagságot megelőzően a jegybank szerint kívánatos a zloty szabad lebegtetésének fenntartása. Ez teremti meg ugyanis az egyik feltételét az inflációs célkitűzés sikeres működtetésének, valamint annak, hogy a lengyel valutát reális árfolyamon rögzítsék az euróhoz.

## *Szlovákia*

A szlovák euró-stratégia is a minél hamarabb bekövetkező monetáris tagság mellett érvel, ugyanakkor a belépést akkor tartaná reálisnak, amikor a szlovák gazdaság fenntartható módon képes teljesíteni a maastrichti kritériumokat. A cél eléréséhez és a gazdaság zökkenőmentes működéséhez mindenekelőtt reformok elindítását tartja szükségesnek, így az államháztartás konszolidálása, az oktatás és az egészségügy reformja, illetve a munkaerőpiac rugalmasabbá tétele feltételként szerepel a monetáris unióba való belépés időzítésénél. A szlovák stratégia felhívja arra is a figyelmet, hogy bármiféle ütemterv kidolgozását megelőzően mérlegelni kell a szükséges reformok költségeit (szociális, fiskális, stb.).

A jegybank és a kormány előtt álló feladatokat a stratégia öt pontba sorolja. Mindenekelőtt szükségesnek tartja minden olyan intézkedés lehető legrövidebb időn belül történő bevezetését, amely inflációs nyomást idézhet elő. A kollektív bértárgyalásokon a jövőbetekintő (és csökkenő) inflációs várakozás módszerét javasolja, s felhívja a figyelmet annak veszélyére, amit a reálbérek a munkaerő-termelékenység növekedésének ütemét meghaladó mértékben való növekedése jelent. Az euró bevezetés alapvető feltételeként kezeli az államháztartás konszolidációjának folytatását és a hiány további csökkentését a kiadások racionalizálásán, illetve az adóbehajtás hatékonyságának növelésén keresztül. Az euró-bevezetés időpontját a főbb reformok (dereguláció, adóreform, költségvetési kiadások

racionalizálása) befejezését követően határozná meg konkrétan, s addig is a jegybanknak kiemelkedő szerepet szán az inflációs várakozások alakításában.

Mivel az említett reformok javarésze még hátra van a szlovák gazdaságpolitika számára, ezért egyelőre túl korainak tartaná meghatározni konkrétan az EMU belépés időpontját, arra sokkal inkább egy hosszabb időtávot fogalmazzak meg, ami valamikor 2008-2010 között következik majd be. Ennek oka, hogy az euró csatlakozáshoz több feltétel együttes teljesülésére lenne szükség, így a kormányprogram végrehajtására, a jegybanki várakozások teljesülésére, a reformok kellő hatására. Mivel az euró bevezetés mintegy 4 évet vesz igénybe, ezért az ERM-II mechanizmusba való belépésről folyó tárgyalásokat Szlovákia 2005-ben már elkezdene. Az euró előszobájának tartott árfolyam-mechanizmusba való belépést ugyanakkor kulcsfontosságú döntésként kezelik, s felhívják a figyelmet az azzal járó veszélyekre. Ennek tudatában a szlovák koronát is csak a lehető legrövidebb ideig tartanák az ERM-II-ben.

A szlovák euró stratégia egyedülálló abban a tekintetben, hogy mérlegeli azt a versenyhátrányt, amit a régió többi országával szemben egy esetleges halogató stratégia okozhat. Szlovákia tisztában van ugyanis azzal, hogy a szlováknál gyorsabb cseh, lengyel vagy magyar euró csatlakozás kedvezőtlen jelzés lenne a piac és a befektetők irányában. A reformkényszer mellett tehát azt is figyelembe kell venni az időzítésnél, hogy a kedvező feltételek megteremtésére nincs tetszőleges időtáv, abban a szomszédos országok stratégiájára is tekintettel kell lenni.

### *Szlovénia*

A szlovén stratégia abból indul ki, hogy a szlovén gazdaság már ma is optimális valutaövezetet alkot az európai monetáris térséggel, ezért a szlovén csatlakozás sem az EMU oldalán nem okoz majd instabilitást – már a szlovén gazdaság méretéből kifolyólag sem, sem a szlovén oldalt nem érheti olyan sokkhatás, amelyre kellő választ ne tudna adni az Európai Központi Bank, vagy amit a szlovén gazdaság ne tudna felszívni. A makrogazdasági stabilitás, a fiskális egyensúly, a tőke- és munkaerőpiac elégséges rugalmassága mind biztosíték arra, hogy ilyen helyzetben képes lesz a sokkok kedvezőtlen hatásait kezelni. A szlovén stratégia ennek megfelelően 2004-es ERM-II tagsággal és 2007-es euró csatlakozással számol.

Az ERM-II árfolyam-mechanizmusba való belépés stratégiája elsősorban az infláció maastrichti szintre (2,9%) való csökkentését vetíti elő 2005-ig a tolar stabilizálása mellett és a többi makrogazdasági mutató eredményeinek fenntartásával. Az ERM-II-höz kötődő veszélyeket a szlovén stratégia két ponton látja jelentkezni. Egyrészt az árfolyamkockázat tekintetében, ahol a nem megfelelő gazdaságpolitika esetén spekulatív tőkebeáramlás okozhat árfolyam-ingadozást, a privatizációs bevételek sterilizálásának elmaradása a hazai valuta felértékelődéséhez vezethet, amit az értékesítés ütemével szabályozhat a gazdaságpolitika, s végül veszélyeket rejt magában a nagyobb likviditás is, ami a szlovén jegybank monetáris politikai eszköztárának harmonizációjával függ össze. A szlovén jegybank a másik veszélyforrást makrogazdasági tekintetben látja, itt elsősorban az inflációs nyomás erősödésétől tart egyrészt a kamatráták csökkenése miatt a belső fogyasztás növekedésének következtében. További infláció nyomást jelent majd az árkorrekció, amit a kereskedelemben kerülő illetve nem kerülő javak ma még eltérő árszintjének közeledése okoz. Végül a szlovén jegybank felhívja a figyelmet a költségvetési deficit bővülésének lehetőségére is, ahol ugyan van mozgástere a szlovén gazdaságpolitikának, de a mutatók romlását el szeretné kerülni.



## FELHASZNÁLT IRODALOM

- Alesina, A., Barro, R.J. and S. Tenreyro (2002) "Optimal Currency Areas", *NBER Working Paper*, No. 9072 (July), Cambridge (MA).
- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1993) "Shocking aspects of European monetary integration", In: Torres, F. and F. Giavazzi (Eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, 193-229, Cambridge University Press and CEPR, Cambridge (UK).
- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1996) "Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas", *CEPR Discussion Paper*, No. 1484 (October), London.
- Blaszczyk-Wozniak:** Do Candidate Countries Fit the Optimum Currency Area Criteria?, CASE, Working Paper 267
- The Czech Republic's Euro-area Accession Strategy*, Joint document of the Czech Government and the Czech National Bank, 2002. December 23.
- ERMII and the Exchange-rate Convergence Criterion*, Information material for the Czech Government, 2003. július 15.
- Fidrmuc, J. (2002a) "The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade, and EMU Enlargement", *Oesterreiche Nationalbank* (June), Vienna.
- Fidrmuc J- Korhonen L. (2001): „Similarity of Supply and demand Shocks between the Euro Area and the CEEC”, Bank of Finland, Bofit Discussion Papers, Nr. 14
- Frait J. – Komarek L. (2001) „Real Exchange Rate Trends in Transition Economies”. Warwick Economic Research Papers, No. 696
- Frankel, J.A. and A.K. Rose (1997) "Is EMU more justifiable ex post than ex ante?", *European Economic Review* 41, 753-60. 19
- Frankel, J.A. and A.K. Rose (1998) "The endogeneity of the optimum currency area criteria", *Economic Journal* 108, 1009-25.
- Frankel, J.A. and A.K. Rose (2000) "Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output", *CEPR Discussion Paper*, No. 2631 (December), London.
- Frenkel M.- Nickel Ch.- Schmidt G. (1999): *Some Shocking Aspects of EMU Enlargement*, Research Note No. 99-4, Deutsche Bank, 1999
- P. de Grauwe (2003): The Euro at Stake? The Monetary Union in an Enlarged Europe. CESifo Economics Studies, vol. 49, 1/2203, 103-121p.
- Kenen, P.B. (1969) "The Optimum Currency Area: An Eclectic View", In: R.A. Mundell and A.K. Swoboda (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, 41-60, University of Chicago Press, Chicago.

Korhonen I.- Fidrmuc J (2003): *The Euro Goes East. Implications of the 2000- 2002 Economic Slowdown for Synchronization of Business Cycles between the Euro Area and CEECs*, WUSTL, 2003

McKinnon, R.I. (1963) “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review* 53, 717-25.

*Monetary Policy Guidelines for the year 2004*, National Bank of Poland, Warsaw, September 2003

Mongelli, F.P. (2002) “ ‘New’ Views on the Optimum Currency Area Theory: What i EMU Telling Us?”, *ECB Working Paper*, No. 138 (April), Frankfurt.

Mundell, R.A. (1961) “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review* 51, 657- 65.

*Programme for ERM II entry and Adoption of the Euro*, Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia, Banka Slovenija, November 2003

Rose, A.K. (2000) “One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy* 30, 7-45.

*Strategy of the Slovak Republic for adoption of the euro*, BIATEC, Volume XI, 8/2003