

URSPRUNG JÁNOS

A monetáris politika múltja és jövője

Alternatív magyar jegybanki stratégia az uniós csatlakozás fényében

(1. változat)

I. Tartalom

I. Tartalom.....	2
II. Bevezetés.....	3
III. A currency board (valutatanács) rendszere.....	3
IV. A csúszó leértékelés valutatanáccsal való felváltása melletti érvek.....	10
V. A monetáris politika múltja és jövője - a jegybank monetáris stratégiájának kritikája.....	13
VI. Valutatanács versus sávszélesítés és csúszó leértékelés. Néhány érv pro és kontra.....	18
VII. Milyen konkrét lépésekre van szükség?.....	30
VIII. Irodalom.....	32

II. Bevezetés

A tanulmány a Világgazdaság 2000. április 25-i számában megjelent, a Magyar Nemzet Bank által a lap felkérésére készített elemzése kapcsán készült. Az alábbi tanulmány - az említett munka nyomán, amely így a jegybank hivatalos dokumentumának is tekinthető - összefüggően elemzi a jegybank által megtenni kívánt monetáris politikai lépéseket, valamint az MNB eddig folytatott monetáris politikáját. Nem csupán leíró jelleggel, hanem olyan nézőpontból, amely kritikusan szemléli a jegybank által a jövőben megtenni kívánt lépéseket, valamint határozottan és egyértelműen más álláspontot foglal el a jövőben szükséges lépések tekintetében. Kitérek továbbá számos olyan kérdés és vitapont tárgyalására, amely nem az említett MNB dokumentuma kapcsán merül fel, azonban a monetáris politika jövőjét illetően fontos. A közérthetőség érdekében nem minden esetben szakmai zsargonban fogalmazok, abban a reményben, hogy ez nem megy a szakmai mondanivaló szabatoságának a rovására. A szerző egyértelmű álláspontja, hogy Magyarországnak már legkésőbb 1999. közepén változtatást kellett volna végrehajtania a monetáris politikában, mégpedig nem sávszélesítés hanem egy currency board típusú árfolyamrendszer irányában. Ennek megfelelően kitérek azon ellenérvek cáfolatára is amelyek látszólag a forint árfolyamrögzítése ellen szólnak, valamint röviden a sávszélesítés kérdésére is.

A monetáris politika kulcskérdése az, hogy lehetséges-e, és ha igen érdemes-e fenntartani a jelenlegi csúszó leértékelés árfolyamrendszerét. A Magyar Nemzeti Bank álláspontja e tekintetben egyértelműen igen, mind a két kérdésre. A szakmai közvélemény egy része nem egységes e tekintetben. Akik megítélése szerint a csúszó leértékelés hátrányai ma már meghaladják előnyeit, sok esetben a forint ingadozási sávjának szélesítését tartják megfelelő megoldásnak. Jómagam egy ettől gyökeresen eltérő megoldást, a valutatanács bevezetését tartom célszerűnek. Ennek megfelelően röviden bemutatom a currency board rendszerét, majd ezt követően az MNB tanulmány nyomán összehasonlítom a jelenlegi árfolyam rendszerrel, indokolva, hogy miért célszerű a változtatás. Ezután azoknak a látszólagos ellenérveknek a vizsgálata következik amelyeket a jelenlegi árfolyamrendszer fenntartásának, illetve a sávszélesítés hívei szoktak hangoztatni.

III. A currency board (valutatanács) rendszere

A valutatanács (eredeti angol nevén :currency board) egy igen szigorú "automatikus" szabályok alapján működő árfolyamrendszer, nem más, mint egy határozott és visszavonhatatlan kötelezettségvállalás a Currency Board¹ monetáris passzíváinak rögzített árfolyamon, korlátozás nélkül a választott külföldi valutára történő átváltására. A monetáris politika közbenső célja és a nominális horgony itt a rögzített árfolyam. A Currency Board korlátozott monetáris hatósági funkciókat lát el, sem a költségvetést sem a bankokat nem hitelezheti, a lender of last resort funkció tehát nem működik. Meghatározott intézkedések (elsősorban törvények) kötelezik a monetáris hatóságot saját devizája korlátlan beváltására egy kitüntetett devizával szemben (amelyet az un. reserve currency-nek – tartalékvalutának – nevezünk. ... A tankönyvi eset szerint jegybankpénz csak a központi banki devizatartalékok változása árán keletkezhet. A currency board a jegybankpénz és a devizatartalékok mennyiségének összekapcsolása révén válik speciális fix árfolyamrendszerré, amely hitelesebb és stabilabb mint általában a fix árfolyamrendszerek. Mit jelent ez a közgazdasági definíció? A valutatanács lényege és definíciója szerint azt jelenti, hogy az ezt alkalmazó ország monetáris uniót hoz létre azzal az országgal, amely ország valutáját un. tartalékvalutának tekinti.

¹ Currency Boardnak nevezzük magát az árfolyamrendszert és a központi monetáris hatóságot is.

A rendszer lényege tehát - kissé részletesebben - hogy a valutatanács a hazai valutát előre meghatározott árfolyamon bármikor köteles átváltani meghatározott külföldi valutára. Gyakorlatilag tehát egy rögzített árfolyamrendszer működik, ahol a törvényben rögzített hivatalos árfolyamon történő konverziót a jegybank devizatartaléka garantálja. A kamatozó értékpapírokban tartott devizatartalékok értéke mindenkor pontosan megegyezik a hazai valutában fennálló pénzmennyiség összegével. Pontosabban azt némileg meghaladja (105-110%-át is eléri) s ezáltal a bankszektoron kívül forgó pénztömeg átváltási lehetősége abszolút biztos. A devizatartalékok erősen koncentráltak, alapvetően egyetlen valutára épülnek. Mivel a valutatanács típusú politikát mindig kisebb (gyengébb gazdaságú) országokban működtetik, a tartalékolás nem okozhat zavart a kiválasztott valuta gazdaságának a pénzforgalmában. A jegybank alapfeladata, hogy a nettó devizabeáramlásnak megfelelő mértékben bankjegyet és érmét bocsásson ki, de másfajta jegybanki tevékenységet nem végezhet. A jegybanki politika korlátait törvény rögzíti, tehát a szabály megszegésére vagy egyéb diszkrecionális jellegű monetáris politikai lépésekre még a bel- és külgazdasági körülmények akár jelentős változása esetén sincs lehetőség. A rendszer kiszámíthatósága kétségtelenül társadalmi bizalmat alakít ki a jegybank politikájával szemben. Nem kell – nem lehet – váratlan jegybanki lépésektől tartani: a hazai pénztömeg csak akkor és olyan mértékben változhat, amikor és ahogyan a fizetési mérleg aktivizálódik. A valutatanács típusú monetáris rendszerben a belső pénzforgalom mechanikusan követi a fizetési mérleg alakulását. Amíg a tőkeforgalom egyensúlyban van, a pénzkibocsátás üteme a folyó fizetések egyenlegéhez igazodik, azaz a jegybanknak nincs módja a pénzkínálat eseti intézkedések révén történő szűkítésére vagy bővítésére. Ez a mechanizmus biztosítja megfelelő szigorúsággal, hogy a valutatanácsot alkalmazó ország monetáris jellemzői (inflációja és kamatszintje) csak az országgokozási felár következtében térnek el minimális mértékben a tartalékvaluta országának jellemzőitől, és biztosítja a nagyfokú konvergenciát. Tétélezzük fel, hogy adott időszak elején a folyó fizetési mérleg hiányát az adott kamatszint mellett a nettó devizabeáramlás pontosan azonos mértékben finanszírozza. Ha az ezt követő időszakban a főbb külkereskedelmi partnerekkel szembeni inflációs differencia nagyobb mértékű, mint a termelékenység ütem növekedésében tapasztalható különbség, akkor a bekövetkező reálfelértékelődés eredményeként csökken az exportszektor versenyképessége, amely növekvő folyó fizetési mérleg hiányhoz vezet, amelyet már nem finanszíroz az azonos mértékben beáramló tőke. Ennek következményeként azonban a valutatanács működési szabályai alapján a kialakuló nettó devizakiáramlás összegének megfelelően csökken a belföldi pénzmennyiség, amely egyrészt közvetlenül hat az árszínvonal csökkenésének irányába, másrészt közvetett hatásként a megnövekvő belföldi kamatszínvonal csökkenti a fogyasztási és növeli a megtakarítási rátát, valamint növelőleg hat a beáramló tőke volumenére. Amennyiben ennek ellenkezője történik, vagyis a kedvező forgatókönyv valósul meg, a valutatanács egyensúlyt kikényszerítő mechanizmusai ezzel ellentétes módon működnek. Ha a főbb külkereskedelmi partnerekkel szembeni inflációs differencia kisebb, mint a termelékenység ütem növekedésében tapasztalható különbség, akkor a bekövetkező reálfelértékelődés eredményeként nő az exportszektor versenyképessége, amely csökkenő folyó fizetési mérleg hiányhoz vezet, amelyet túlf finanszíroz az azonos mértékben beáramló tőke. Ennek következményeként azonban a valutatanács működési szabályai alapján a kialakuló nettó devizabeáramlás összegének megfelelően nő a belföldi pénzmennyiség, amely egyrészt közvetlenül hat az árszínvonal növekedésének irányába, másrészt közvetett hatásként a csökkenő belföldi kamatszínvonal növeli a fogyasztási és csökkenti a megtakarítási rátát, valamint mérséklőleg hat a beáramló tőke volumenére. Így az inflációs ráták különbsége tartósan nem térhet el a termelékenység növekedésében tapasztalható ütem különbségétől.

Ennek a mechanizmusnak a szükségszerű következménye, hogy a currency boardot alkalmazó országok konvergálnak leggyorsabban a tartalékvalutát alkalmazó országokhoz.

Ennek következményeként a valutatanács esetében a belföldi infláció mértéke egy "normál" fix árfolyamrendszerénél is gyorsabban közelít annak az országnak (országcsoporthoz) az inflációjához, amely terület devizájához a nemzeti valutát kötötték. Ennek további oka a visszacsatolási mechanizmuson túl, hogy a currency board iránt erősebb a bizalom, mint egy egyszerű fix árfolyamrendszer iránt. Ebből kifolyólag a currency boardot alkalmazó országok valutái kevésbé vannak kitéve egy önmegvalósító várakozásos spekulációs támadásnak.

A részletes leírás után is érdemes kitérni még egyszer a fix árfolyamrendszerek, a csúszó leértékelés és a currency board közötti különbségekre - hogy pontosan lássuk az egyes rendszerek működését - amelyeknek nagy jelentőségük van az egyes rendszerek közötti választásban. Miben különbözik egymástól a jelenlegi árfolyamrendszer és egy currency board? 1. Különbség van a tekintetben, hogy a valutatanács esetében nincs leértékelés, a jelenlegi árfolyamrendszerben pedig bár kis mértékben, de van. 2. Különbség van a tekintetben, hogy a valutatanács esetében nincs ingadozási sáv, a jelenlegi árfolyamrendszerben pedig, bár kis mértékben, de van. Eddig azokat a különbségeket vettük figyelembe, amelyek egy csúszó leértékelés és egy "normál" fix árfolyam rendszer között vannak. 3. Ha ezektől a különbségektől eltekintünk, a fix árfolyamrendszer és a valutatanács között a következő igen lényeges eltérést tapasztaljuk: a "normál" fix árfolyam esetében (és jelenleg Magyarországon is) a jegybanknak lehetősége van arra, hogy instrumentumai révén befolyásolja, meghatározza az irányadónak tekinthető kamatszintet. Az adott kamatszint mellett határozódik meg a folyó fizetési mérleg és a beáramló tőke egyenlege. Ez egymástól eltérhet, és általában ez a helyzet. A valutatanács esetében a folyamat belső logikája ezzel pontosan ellentétes. A jegybanknak nincs lehetősége a kamatpolitika eszközeivel befolyásolni az aktuális kamatszintet. A valutatanács szabályai szerint csak arra van lehetőség, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát² pontosan kiegyenlítsa a tőkebeáramlás. Ez határozza meg azt a kamatszintet, amely a belső piacon kialakul. Itt nincs lehetőség jegybanki kamatpolitikai döntésekre. Általában is igaz az a közgazdasági összefüggés, hogy a kis és nyitott gazdaságok esetén a belső kamatláb függő tényező, azaz feltétlenül igazodnia kell a nemzetközi kamatok szintjéhez.³ Ennek sokkal inkább megfelel a valutatanács logikája, mint a jelenlegi árfolyamrendszeré.

A currency board rendszerét három esetben célszerű alkalmazni. 1. Kis és nyitott gazdaságok esetében, amelyeknek csekély a jegybanki eszköztárak, vagy jegybanki tapasztalatuk. 2. Olyan országoknak, amelyek hosszabb távon is egy valutaövezethez kívánnak csatlakozni. 3. Gyors stabilizációt lehetővé tevő eszközként olyan országokban, ahol a monetáris rendszer dezorganizálódott, és a bizalom hiánya alapvető problémává nőtte ki magát. E megoldás alkalmas igen nehéz helyzetben lévő monetáris rendszerek talpra állítására. Magyarország nyilvánvalóan nem a 3. eset. Nálunk nincsen szó a monetáris rendszer dezorganizálódásáról és stabilizációs kényszerről sem. A jegybanki eszköztár, vagy tapasztalat sem csekély, viszont Magyarország egyértelműen nyitott és kis gazdaságnak minősíthető, és általánosan elfogadott célnak tekinthető, hogy az euro valutaövezethez kívánunk csatlakozni.

A valutatanács, tehát mint árfolyamrendszer kézenfekvő megoldás Magyarország számára. Miért is pontosan? Robert Mundell a valutaövezetnek kétféle definícióját adta: az a terület – országoknak, régióknak az a csoportja – tekinthető valutaövezetnek, amelyen belül:

²Feltéve, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege negatív, Magyarország esetében így van.

³ Természetesen "korrigálva" a kockázati tényezőkkel.

- a valuták közötti átváltási kulcsok rögzítettek, vagy
- közös valutát használnak.

A valutaunió vagy valutaövezet két típusa között (közös valuta vagy árfolyamrögzítés) lényeges különbség áll fenn a monetáris politika vonatkozásában. Közös valuta esetén értelemszerűen egyetlen jegybank rendelkezik a bankjegykibocsátás jogával, s kizárólag ez az intézmény veheti be a monetáris politika eszközeit is. A tagországoknak mindkét típusú valutaövezetben le kell mondaniuk az aktív árfolyam-politika használatáról. Több valuta ill. jegybank működése esetén a fizetési eszközök kínálata az övezet jegybankjainak együttműködésétől függ. Egy az eurot tartalékvalutaként felhasználó currency board típusú monetáris szabályozás esetében, a valutatanács definíciójából következően a tartalékvaluta országának a jegybankja (az Európai Központi Bank: ECB) válik a monetáris politika letéteményesévé, döntéshozójává, gyakorlatilag meghatározva az együttműködés kereteit.

A következőket szögezhetjük le: az árfolyamok végleges és visszavonhatatlan rögzítése jelenti azt a kulcselemet, amely hasonló a két pénzügyi rendszerben, az EMU-ban, illetve az eurot tartalékvalutaként használó valutatanácsban. E két árfolyamrendszer igen közeli rokonságban áll egymással. Az euróra épülő valutatanács más szabályozó mechanizmusokon keresztül hasonló funkciót tölt be, mint a konvergencia kritériumok. Ezek az árfolyamrendszerek sokkal közelebb állnak az EMU mai működéséhez, mint akár az ERM 2. árfolyamrendszer. A fix árfolyam-rendszert felfoghatjuk úgy, mint lemondást az árfolyam használatáról a gazdasági alkalmazkodás érdekében. Helyette az árfolyamra ható paramétereknek kell alkalmazkodniuk: a költségvetési deficitnek, a pénzmennyiségnek, az adósságállománynak, a növekedésnek. Ez az eljárás vitte az euro-országokat az egységes deviza (pénz) irányába. Egy adott árfolyamszint főként nem a jegybank devizatartalékai által tartható fenn, hanem azoknak a makroökonomiai mutatóknak az alakításával, amelyek meghatározzák az árfolyamot, a befektetők magatartását, s amelyeknek a. maastricht-i kritériumok rendszere egy logikus csokra. Ha több ország képes összehangolt gazdaságpolitikával fenntartani fizetőeszközök árfolyamának végleges és visszavonhatatlan rögzítését, képesek arra, hogy egy közös pénzt használjanak. Az euro megszületése előtt Nyugat-Európában hasonló méretű és súlyú gazdaságok csoportja sem gazdasági, sem politikai okok miatt nem választhatott már létező devizát közös pénznek. A konvergencia kritériumok az összehangolt gazdaságpolitikák egységes szabályait foglalják össze. Ma már létezik a közös pénz. Az euróra épülő valutatanács pedig más szabályozó mechanizmuson keresztül hasonló funkciót tölt be, mint a konvergencia kritériumok. A rögzített árfolyamon és a 100%-os devizatartalék követelményén keresztül hat a pénzmennyiségre, az infláció és a kamat szintjére, elősegítve ezzel az árfolyamra ható makrogazdasági mutatók és a gazdaság alkalmazkodását. Gyakorlatilag nem létezik olyan árfolyamrendszer, amelynél kevesebb eltérést tapasztalunk a közös pénz használatához képest, mint a valutatanács. Ennek következményként mint technikai, mind pedig gazdaságpolitikai közelítésben egy euróra épülő currency board a legkézenfekvőbb megoldás egy az EMU-ba belépni kívánó ország számára a közeledés fázisának utolsó szakaszában.

Technika értelemben a következőket állapíthatjuk meg, egy konkrét országot, Észtországot példának véve. Az EMU tagországok és Észtország monetáris rendszere között különbséget jelent, hogy míg jogi értelemben az EMU-ban ma már csak és kizárólag egy pénz van az euro, és a korábbi nemzeti valuták az euro váltópénzeiként funkcionálnak, (Hasonlóképpen a forint és a nemrégiben forgalomból kivont fillér viszonyához.⁴) addig Észtországban jogi értelemben csak az észt korona számít pénznek. Tekintettel azonban arra, hogy az észt

⁴ Speciális sajátosság az EMU esetében, hogy több váltópénze is van, és ezek egy-egy területen érvényesek csak.

koronát véglegesen és visszavonhatatlanul rögzítették a német márkához⁵, majd így azt követően az eurohoz, gazdasági értelemben nincs különbség az euro jelenlegi váltópénzei (olasz líra, német márka, francia frank stb...) és az észti korona között. 2002-től kezdődően, amikor bankjegy formában is megjelenik a forgalomban az euro, automatikusan bevezethető lesz Észtországban is, akár az észti korona helyett, vagy amellett, hiszen a rögzített árfolyamon történő átváltás pontosan ennek lehetőségét teremti meg, szemben más árfolyamrendszerekkel, amelyekben az adott ország valutája nem képes mint az euro váltópénze funkcionálni. A jelenlegi Észtország így valójában ma is tagja az eurozónának, és az euro bevezetésére szinte automatikusan fog sor kerülni.

Gazdaságpolitikai értelemben szintén egyértelműen azt állapíthatjuk meg, hogy a valutatanácsi rendszer a legmegfelelőbb megoldás az empirikus tapasztalatok alapján is. Ahhoz, hogy világosan érzékeljük, milyen hatékonyan működő szisztémáról van szó, érdemes visszaidéznünk, hogy Észtországban a valutatanács bevezetésére és azt észti koronának a német márkához 8:1-hez arányban történő rögzítésére 1992 júniusában került sor. Az 1992-1993-as európai devizaválság következményeként 1993 augusztusában csak úgy lehetett megmenteni az akkor működő közös európai valutarendszert, az un. ERM-et, hogy a korábban engedélyezett +/- 2,25%-os ingadozási sávot +/- 15%-ra bővítették. Ez kissé közérthetőbben azt jelenti, hogy az észti korona megszületése óta stabilabban kapcsolódott Európa meghatározó pénzneméhez a német márkához, mint az összes többi európai ország valutája, amelyek most az euro váltópénzeiként funkcionálnak, és a jelenlegi EMU tagországok valutái voltak. Korántsem véletlen tehát, hanem igencsak megalapozott az alábbi gondolat:

Az európai integrációról már tárgyaló országok, - köztük Magyarország is – akkor tennék a legjobban, ha Észtországhoz hasonlóan "idejekorán létrehoznák a legszigorúbb monetáris politikát kikényszerítő valutatanács intézményét. Ez a legjobb út a konvergencia felé, s ebben az esetben az érintett országoknak minden esélyük megvolna arra, hogy 2005-ig az EU tagjaivá váljanak." (Robert Mundell: The Euro and the Stability of the International Monetary System 1999 január) Annál is inkább érdemes lenne odafigyelni ezekre a gondolatokra, mert az idézet attól a Robert Mundelltől származik, aki az 1999. év közgazdasági Nobel-díjasa, és az euro megalapozását jelentő optimális valutaövezetek elméletéért és a nyitott gazdaságok működését elsőként vizsgáló Mundell-Fleming-modellért kapta e szakmai elismerést. Robert Mundell vázolta fel először az évezredforduló legnagyobb jelentőségű nemzetközi pénzügyi eseményének, az EMU beindításának az elvi és gyakorlati lehetőségét. Nem véletlen, hogy éppen 1999-ben került sor erre az elismerésre, amikor a világszerte ismert elméleti közgazdász zseniális előrelátását, napjainkban megvalósuló jövőképét az új közös európai valuta sikeres megszületése egyértelműen igazolta. Méltán nevezik az euro keresztapjának, hisz tevékenységével évtizedekkel ezelőtt vetette meg a közös pénz bevezetésének elméleti alapjait.

A javaslatként elhangzó kijelentés azonban nem csupán elméleti megfontolások alapján a jövőre vonatkozóan igaz, hanem empirikus tapasztalatok is ezt igazolják. A valutatanácsi rendszert alkalmazó közép-európai országok, például Bulgária, Litvánia, Észtország, jobban állnak az EMU csatlakozás szempontjából mint Magyarország. Érdemes leszögezni, hogy ezen országok mindegyike több mint két éve megfelel a Maastricht-ban meghatározott árfolyamstabilitási kritériumnak (sőt egy annál szigorúbb követelménynek is megfelelne), Magyarország nem. Az említett országok ma is teljesítik a költségvetési deficitre vonatkozó

⁵Elvileg természetesen megvan a lehetőség az árfolyam megváltoztatására, de ennek igen ritkán van gyakorlati jelentősége egy valutatanács esetében.

fiskális kritériumot, Magyarország nem. Gyakorlatilag hasonló a helyzet az árstabilitási kritérium tekintetében, a CB rendszerű országok inflációs rátája mintegy 3% körül van, alig meghaladva az inflációs referenciaértéket, miközben Magyarországon 9% körül mozog a fogyasztói árindex.

Az állítás azonban negatív értelemben is igazolható:

Április elején a PricewaterhouseCoopers cég készített egy elemzést arra vonatkozóan, hogy milyen mértékben jellemző a konvergencia ez egyes európai országokra. A tíz mutatóból összeállított index (ECI) azt jelzi, hogy mennyire áll közel egy-egy ország az eurozóna átlagos gazdasági teljesítményéhez, illetve az oda való belépés feltételeinek teljesítéséhez. A PwC elemzői az ECI kiszámításánál egyrészt az öt maastrichti konvergenciakritériumot – fogyasztói árindex, hosszú lejáratú kamatlábak, valutaárfolyam-stabilitás, GDP-hez viszonyított államadósság és költségvetési hiány – vették figyelembe. A felhasznált mutatók másik csoportja – szintén öt index – a reálgazdasági teljesítmények, illetve az üzleti ciklusok összhangját tükrözi (rövid lejáratú kamatok, GDP növekedés, a tényleges és a potenciális GDP-növekedés közti különbség, a munkanélküliség és a folyó fizetési mérleg hiánya GDP-arányos hiánya). Az ECI indexbe minden ország esetében a saját mutatói és az eurozóna közti különbség abszolút értéke került be. A 19 vizsgálatba bevont ország közül Magyarország konvergál legkevésbé az eurozónához. Nem csupán az EU tagországai, de például Svájc és Norvégia, sőt Csehország és Lengyelország is közelebb áll az egységes valutát használó országok gazdasági teljesítményéhez mint hazánk. Magyarország elsősorban a gyors infláció és a részben ebből adódóan magas kamatszint miatt maradt le a másik két EU-tagjelölt közép-európai ország mögött. (A fenti vizsgálatba nem vonták be a többi tagjelölt országot, de a jelenlegi makrogazdasági mutatók alapján nagy valószínűséggel Ciprus, Málta, Szlovénia és Észtország is kedvezőbb konvergenciaindexszel rendelkezik, és lehet, hogy további tagjelölt országok esetében is ez lenne a helyzet.) Az 1999. végén a Wall Street Journal Europe által a kelet-, és közép-európai országokról készített felmérés kedvezően értékelt a közelmúltban Magyarország fejlődését. Hazánk az összes mutató, elemzési szempont alapján 1., 2., vagy 3. helyezést kapott. Gyengén pontozták viszont az árstabilitást a szakértők, hiszen itt csupán a tizedik (!!!!!) helyre került Magyarország. Gyakorlatilag ugyanez volt a helyzet 1998 végén is. A Magyarországot szintén igen kedvezően értékelő felmérésben a következőt (is) olvashatjuk:⁶ "Gyengébben mindössze az árstabilitást pontozták szakértők, hiszen itt (közvetlenül Azerbajdzsán mögött) a kilencedik helyen áll Magyarország – derül ki a felmérésből." Emellett Magyarország az összes többi mutató és elemzési szempont tekintetében első, második, vagy harmadik helyezést kapott, és első helyet az összesítésben is. Az ING Barings 1999 elején készült tanulmánya szerint Észtország jutott a legmesszebb a gazdasági reform és liberalizáció terén, és valószínűleg ez az ország lesz az, amely a legkevesebb problémát okozza a csatlakozási tárgyalások során. Magyarország e tekintetben csupán a második helyre sorolható. Az ING Barings is összeállított egy saját mutatószámot a tagjelöltek pénzügyi felzárkózásának mérésére. E "konvergencia-együttható" hét gazdasági és három nem gazdasági mérőszámból került összeállításra. Ezek alapján Észtország állt az élen és Magyarország csupán a harmadik volt. A különböző időpontokban és részben más módszerekkel végzett összehasonlítások tehát egybecsengő eredményre vezettek.

Magyarországra viszonylag kis mértékű konvergencia jellemző. Annak ellenére van ez így, hogy mára gazdasága igencsak szorosan kötődik az EU-hoz. "A magyar gazdaság egyébként érdekes módon nyitottabb az Európai Unió irányában, mint bármelyik uniós ország az euro bevezetése előtt. Ha az exportot - nem csupán az áruexportot - a GDP-hez viszonyítjuk, talán csak Luxemburg tart előrébb." (Bank és Tőzsde 1999 Karácsonyi interjú Lámfalussy

⁶Világgazdaság, 1998. 12. 01.

Sándorral az Európai Központi Bank elődjének az Európai Monetáris Intézet volt első emberével.) Tapasztalhatunk itt tehát egy ellentmondást. Miközben Magyarország integráltsága igen magas fokú, konvergenciája alacsonyszintű, pedig egyébként azonos feltételek mellett a magas fokú integráltság magas fokú konvergenciával kellene, hogy járjon. Az, hogy ez nem így van, jelentős részben gazdaságpolitikai okokkal, a ma már nem időszerű árfolyam-politikával magyarázható.

A valutaövezetekkel foglalkozó fejezet zárásaként nézzünk néhány konkrét példát arra, hogy hol és hogyan működnek(tek) ilyenek, akár közös pénz használata, akár rögzített árfolyamok mellett valutatanács keretében.

A közös pénz használata, vagy egy adott ország által egy másik nagyobb és gazdagabb ország pénzének használata, bár nem általánosan elterjedt gyakorlat, de ettől függetlenül találunk rá példákat ma is, s nem csupán különlegességet jelentő miniállamok esetében. Panamában az USA dollár az egyedüli fizetőeszköz., majdnem száz éve. Panama kapcsolatát az USA-val tulajdonképpen minden további nélkül tekinthetjük monetáris uniónak. Az ország gazdasági fejlődésében ez mindeddig semmilyen kedvezőtlen hatással nem járt, csupán pozitívumokkal. Ugyancsak az amerikai kontinensen, 2000 áprilisától egy másik országban Equadorban is az USA dollár a törvényes fizetőeszköz. A szabályozott, hivatalos keretek között zajló dollarizáció az Európai Monetáris Unió létrehozásához képest gyakorlatilag egyik napról a másikra történik meg. A sucre felváltása az USA dollárral fél év alatt teljesen megtörténik. Korántsem a stabilizáció és a válságkezelés igénye/kényszere okán (volt) "többpénzű" Európa egyik leggazdagabb országa, Luxemburg, ahol a luxemburgi frank mellett a belga frank is törvényes fizetőeszköz volt az euro megszületéséig⁷.

A valutatanács intézményét alkalmazó országok között gazdaságilag fejlett és fejletlen, kis és nagy, nyitott és viszonylag zárt gazdaságok egyaránt vannak. Vannak köztük átalakuló gazdaságok és régi piacgazdaságok, teljesen eltérő kulturális és történelmi háttérrel. A currency board intézménye gyakorlatilag mindenféle körülmények között működőképesnek bizonyult. A modernkori gazdaságtörténetben számtalan példa van a valutatanácsnak az alkalmazására. Mintegy 70 országban működött néha hosszú évtizedeken keresztül, néha csak rövid ideig. Hol van jelenleg currency board? Argentínában, Hong Kongban, Magyarországnál nagyobb és fejlettebb gazdaságokban. A kelet-európai térségben: Bulgáriában, Litvániában, Észtországban és Boszniában és Montenegróban is valutatanács működik. Boszniában ma két törvényes fizetőeszköz van, a német, illetve a bosnyák márka, és a német márka a törvényes fizetőeszköz Koszovóban is.

Ezen országok mindegyikére jellemző az árstabilitás, a jobb inflációs mutatók, összehasonlítva az egyéb árfolyamrendszereket alkalmazó országokkal. Közös jellemzőnek tekinthető az is, hogy az 1997-1999-ben tapasztalható pénzügyi válságokat kisebb veszteségekkel és zavarokkal vészték át ezen országok, mint a válságokban érintett térségek egyéb országai. A pénzügyi válságok által érintett térségek középpontjában, vagy közvetlen közelében is megőrizték ezek az országok a pénzügyi rendszerük stabilitását, el tudták kerülni valutájuk drasztikus leértékelését, az ebből eredő inflációs hatásokat. Természetesen a kialakuló válság ezen országok gazdasági növekedési ütemét is jelentősen visszavetette, azonban ez a növekedési ütemcsökkenés vagy recesszió nem volt nagyobb mértékű, mint azon országoké akik a válságban hasonló módon érintettek voltak.

⁷Váltópénzként természetesen forgalomban marad 2002 közepéig.

Egyetlen ellenpélda sem cáfolja, hogy lehetséges olyan egységes és konzisztens gazdaságpolitika, amelynek része a valutatanács rendszere. Nemzetközi pénzügyi válság körülményei közepette is működőképesek maradtak, nem rosszabb makrogazdasági teljesítményt nyújtva, mint egyéb országok. Mindezt számos igen eltérő jellemzőkkel bíró ország esetében figyelhetjük meg.

És végül egy példa arra, hogy mennyire szélsőséges körülmények között is hatékony és működőképes rendszernek bizonyult a currency board rendszere, különös tekintettel ajánlva a növekedésorientált gazdaságpolitika hívei számára e már szinte rég elfeledett történetet: 1918-ban a polgárháború idején az Észak-Oroszországi Kormányzóság a pénzügyi stabilitás szigeteként emelkedett ki a hiperinfláció és a gazdasági összeomlás övezetéből. Az északorosz rendszert, amely stabil rubelt eredményezett, a "pénzforgalmi felügyelőség" (currency board) mintájára szervezték meg. Megszervezésében részt vett az angol Kincstári Hivatal egy munkatársa. Az északorosz "currency board" rövid, de sikeres történetét igen kevesen ismerik. Annak ellenére hogy kidolgozója a XX. egyik legnagyobb iskolát teremtő közgazdász, nevét minden felsőfokú gazdasági tanulmányokat folytató hallgató ismeri. Két évtizeddel később mint a foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elméletének megalkotóját ismerte meg a világ. A fent nevezett úriembert John Maynard Keynesnek hívták.

IV. A csúszó leértékelés valutatanáccsal való felváltása melletti érvek

A currency board bevezetése mellett politikai vonatkozású és gazdasági érvek egyaránt felhozhatók. Nézzük először a társadalmi-politikai összefüggéseket. A gazdasági előnyökön túl, amelyet a közös európai pénz használata jelent, az euro bevezetésének kétségtelenül politikai jelentősége van. Az EU bővítése, korántsem lefutott történet. A belépés nem elsősorban a tagjelöltek erőfeszítésein, nem is ezek eredményén, hanem az EU fogadókészségén áll vagy bukik. Nem lehet nem észrevenni a csatlakozás kapcsán a tagországok magatartásában a nagyfokú hajlandóságot a halogatásra. Az esetleges EU csatlakozás várható és reménybeli időpontja évek óta tolódik egyre későbbre. Döntés ma sem arról van, hogy mikor kezdődik a bővítés, hanem arról, hogy meddig nem lesz biztosan. Figyelmeztető jel, hogy éppen a napokban derült ki: az EU Brüsszeli Bizottsága második alkalommal hátrál meg a tagállamok akaratának megfelelően, és 1999 után idén sem hoz nyilvánosságra csatlakozási forgatókönyvet és céldátumot a tárgyalások lezárására vonatkozóan.⁸

Ahhoz, hogy pontosan meghatározhassuk az európai integrációs kérdésekben követendő stratégiát, nagyon világosan kell, hogy lássuk, mi történt valójában a Helsinkiben tavaly decemberben tartott csúcskonferencián. Az EU tagállamai a meghívottak körének kibővítésével lényegesen jobb alkupozícióba hozták saját magukat a legtöbb érdekkonfliktust hordozó, legnehezebb területeket jelentő tárgyalási fejezeteket megnyitása előtt. A problémásabb tárgyalófelet jelentő, eredetileg első körben meghívott országok számára egy-kettőre még néhány évvel távolabbra kerülhet az esetleges csatlakozás időpontja, szemben esetleg kevesebbet alkudozó korábban második körbe sorolt országokkal. Ez világosan jelzi a csatlakozással összefüggő politikai akarat valós természetét: a tárgyalóasztal túlsó felén ülő politikusok (is) saját (adófizető) polgárainak tartoznak felelősséggel. Ez a szituáció adott esetben akár nem is a tagállamok és a jelöltek közötti érdekkonfliktusban hoz majd a bővülést akadályozó és lassító tényezőket, hanem a jelenlegi tagállamok között, lelassítva az intézményi reformokat.

⁸ A legújabb hírek szerint pedig ebben az évben nem kerül sor az intézményi reformokat elfogadó kormányközi konferencia befejezésére.

És ne felejtjük el. A csatlakozási tárgyalásokon legalább olyan fontos a végső megállapodás konkrét tartalma, mint egy esetleges valamikori megállapodás ténye, és annak időpontja. A csatlakozási tárgyalások során az EU eddig semmiben nem kért derogációt. Teljességgel kiszámíthatatlan ennek következményeként, hogy a hátralévő legkritikusabb, legtöbb érdekkonfliktust hordozó tárgyalási fordulók során mennyire keményedik meg az EU tagországok által elfoglalt álláspont.⁹ Azt sem szabad elfelejteni, hogy a tárgyalások eredményeként alakul majd ki döntési helyzet, amely alapján döntés születik majd a csatlakozásról. Egy vezető európai politikus szavaival élve: "Eljegyeztük magunkat a tagjelöltekkel, de még nem léptünk házasságra. A legtöbb tagállam közvéleménye nincs meggyőződve a bővítés áldásairól, még meg kell ismertetnünk velük annak következményeit." Ki ne hallott volna már felbontott jegyességekről a házassággal végződők mellett?

Éppen ezért az európai integrációs folyamat előre vitelében minden olyan lehetőséget ki kell használnunk, amely csupán saját döntésunktől függ. A közös európai pénz bevezetésének előkészítése, a currency board bevezetése, a Magyarország és az Európai Gazdasági és Monetáris Unió tagországai között a monetáris unió létrehozása ezek közül a legfontosabb, az egyetlen meghatározó jelentőségű lépés. A fix árfolyam mihamarabbi megvalósítása, és végleges, visszavonhatatlan rögzítése – a valutatanács bevezetése - tehát nem csupán árfolyampolitikai kérdés, hanem annál lényegesen több. A jelenlegi szituáció bizonyos mértékben hasonlít a német egyesítéshez. Bár a "keletnémet" márka "nyugatnémet" márkára történő átváltásának módja és annak aránya szűken gazdasági értelemben számos későbbi problémához és nehézséghez vezetett a volt NDK integrálódási folyamatában. De ezek a problémák már egy adott integráció keretei között, lényegesen előnyösebb helyzetben merültek fel. A volt NDK a "közös pénz", a DM átvételekor lépte át képletesen a történelmi Rubicon folyót, amely véglegesen és visszavonhatatlanul a fejlett Európába segítette át.

Magyarán a – mostanában igencsak lassulni látszó - EU csatlakozási folyamat támogatása is gazdaságpolitikai stratégiaváltást igényelne, nem beszélve az eurozónához való csatlakozásról, amelynek önmagában is meglesz a magyar gazdaság számára pozitív hozadéka. Minél hamarabb történik meg a forint végleges és visszavonhatatlan rögzítése az eurohoz, annál komolyabb esélyeink vannak nem csupán az euro bevezetésére, a gyakorlati értelemben vett eurozóna tagságra, továbbá a formális EMU tagságra, de az EU-ba való belépésre is. A konvergencia viszonylag alacsony szintje kedvezőtlenül érinti nem csupán az eurozónába való bejutásunk, de EU csatlakozunk esélyeit is. Az EU-hoz csatlakozni kívánó országok nem hagyhatják figyelmen kívül, hogy bár az EMU tagság feltételeinek teljesítése nem feltétele az EU tagságnak, már az 1993. évi koppenhágai csúcson az Európai Tanács kinyilvánította, hogy a tagjelölt ország általánosságban „képes kell legyen a tagságból fakadó kötelezettségek vállalására, beleértve a politikai, a gazdasági és a monetáris unió céljainak elfogadását is.”

Tekintsük át a gazdasági vonatkozású érveket. Az európai integráció gazdasági hasznai, jólétnövelő hatása döntően 4 tényezőnek tudható be. Ezek a következők: a nagy piac, a kiszámítható, stabil és egységes szabályozási környezet, az egységes valuta és (a fejletlenebb országok számára) a különböző alapokból származó transzferek. Tökéletesen felesleges és értelmetlen, hogy Magyarország ezek közül időben elhúzza, későbbre halassa az egységes

⁹Február óta, amióta az EU megkezdte a csatlakozási tárgyalásokat a korábbi "második körös" tagjelölt országokkal, lényegesen gyorsabb az előrehaladás a tárgyalásokon ezekkel az országokkal, mint a korábbi "első körbe" tartozó országokkal.

pénz használatából eredő hasznok realizálását. Semmi nem indokolja, hogy Magyarország az EU csatlakozásig hátralévő éveket ne az euro valutaövezet részeként, hanem azon kívül töltsse.

A közös pénz használatának, az EMU-nak (vagy általában a valutaövezetnek) az előnyei az árak áttekinthetőségében, az ügyleti költségek csökkenésében, a hatékony tényezőfelhasználásban, a várakozások stabilizálódásában rejlenek.¹⁰ Az EMU létrehozását megelőző elméleti vitákban egyes közgazdászok véleménye szerint a monetáris uniónak nem előfeltétele, de sokkal inkább következménye a tényezőáramlás fokozódása, s a valóban egységes piacok kialakulása. Ma már nem csupán elméleti elképélések léteznek az EMU működéséről, hanem mintegy másfél évnyi tapasztalat is. Miközben az elemzők többsége a dollár/euro árfolyammal van elfoglalva, az EMU minden várakozást felülmúlóan sikeresnek bizonyult azokon a területeken, amelyek a jövő szempontjából valóban lényegesek, az európai vállalati szféra átalakításában és az integrált európai tőkepiacok formálásában.

Általában egy valutaövezethez/valutaunióhoz való csatlakozás nettó hozadéka annál nagyobb, (a) minél kisebb az ország mérete az unióhoz képest, (b) minél nagyobb fokú, szorosabb a jelölt integrálódása az uniós gazdaságba, illetve a politikai struktúrába, (c) minél jobban hasonlít gazdasági szerkezete az unióéhoz, (d) és minél nagyobb az állam eladósodottsága. Az (a), (b) és (c) pontban felsorolt jellegzetességek csökkentik az olyan aszimmetrikus sokkok valószínűségét, amelyeket az egyes országok szintjén az egyedi gazdaságpolitikai beavatkozással kellene ellensúlyozni. További számottevő előny származik – az árfolyamkockázati prémium számottevő csökkenéséből – a (d) esetben a konvergencia-időszakban, mint azt Olaszország példája is igazolta. A méretük, az integrációjuk foka és a gazdasági szerkezetük alapján a (korábban elsőkörösnek tekintett) jelöltek valószínűleg mind nyerni fognak az EMU valutaövezethez történő csatlakozás révén. Különösen igaz ez Magyarország esetében, ahol az államadósság szintje relatíve magas. A magyar gazdaság integráltságáról a már fentebb idézett rövid Lámfalussy megállapítás eléggé pontos képet rajzol. Magyarország mérete az EMU gazdaságához képest kifejezetten apró¹¹, gazdasági szerkezete pedig ma már igen hasonló.

Egy monetáris unió és egy integrált gazdaság részeként nem alakulhat ki fizetésimérlegválság, spekulatív támadás. A monetáris uniós tagság csökkenti az országspecifikus kockázati prémiumot. E tekintetben is rendelkezünk a közelmúltból a pénzügyi válság idejéből tapasztalatokkal. "Az uniós jelöltek közül az első válság Csehországot, a második viszont Magyarországot viselte meg a legjobban. Lengyelország kisebb mértékben szenvedte meg mind a kettőt. Észtország és Szlovénia viszont immúnisnak bizonyult a válsággal szemben. A brazil válság viszont a tagjelöltek közül egyik országot sem érintette, miközben a német kamatokkal szembeni különbség alakulásán mért (és az árfolyamcsúszás mértékével kiigazított) kockázati prémium jelentősen csökkent."¹² Ugyanitt: "Észtország esetében viszont a valuta elleni spekuláció kivédésében nagy szerepe volt annak a bizalomnak és hitelességnek, amit a valutatanács fennállásának hat éve alatt sikerült felépíteni, illetve fenntartani, méghozzá annak ellenére, hogy a tőkeműveletek teljes mértékben liberalizáltak."¹³

¹⁰A közös pénz használata és a valutatanács között tulajdonképpen csak a tranzakciós költségek ez utóbbinál történő fennmaradása jelent különbséget.

¹¹A magyar GDP mintegy 0,7%-a az EMU-énak.

¹²Kopits György: A közép- és kelet-európai országok árfolyam-politikája az európai Gazdasági és Monetáris Unió összefüggésében. Az ázsiai, illetve orosz válságról van szó.

¹³Kopits György: A közép- és kelet-európai országok árfolyam-politikája az európai Gazdasági és Monetáris Unió összefüggésében.

Az euroövezetbe való csatlakozásból származó előnyöket ma viszonylag kevés közgazdász vitatja. A többség inkább az ennek gyors elérése érdekében szükséges lépésekről tartja úgy, hogy áldozatokkal járna, illetve nem tartja szükségesnek, illetve lehetségesnek a mielőbbi EMU csatlakozást. Ezért tekintjük át, hogy mennyire állják meg a helyüket azok az érvek, amelyek látszólag a fix árfolyam, majd az euro mielőbbi bevezetése ellen szólnak. Erre részben jó lehetőséget nyújt a jegybank megítélés szerint téves jövőbeli stratégiájának elemzése, illetve a rögzített és rugalmas árfolyamrendszerek működésével kapcsolatos néhány összefüggés elemzése.

V. A monetáris politika múltja és jövője - a jegybank monetáris stratégiájának kritikája

Hogyan értékelhetjük a monetáris politika eddigi működését, illetve a jövőben megtenni szükséges lépéseket? Az elemzés kulcsa e két momentum szétválasztása. Két külön kérdés ugyanis, és ezért eltérő választ igényel, hogy jó döntés volt-e 1995-ben bevezetni a csúszó leértékelés rendszerét, illetve érdemes-e azt ma fenntartani. Megítélés szerint az első kérdésre igen a válasz, a másodikra viszont nem. 1995-ben a korábban alkalmazott fix, de időnkénti kiigazításokkal operáló árfolyamrendszer után igen nehezen lett volna megvalósítható, hogy egy fix árfolyamrendszer megfelelő hitelességre legyen képes szert tenni. A forint szabadon történő lebegtetése pedig a magyar gazdaság akkori bizonytalan helyzetében olyan nagy kockázatokat vitt volna a pénzügyi rendszerbe, amely szintén nem tűnt vállalhatóknak.¹⁴ Az adott körülmények és történeti adottságok mellett a csúszó leértékelés bevezetése jó döntésnek tűnik, de legalábbis nagy valószínűséggel állítható, hogy minden más megoldás legalább annyi hátránnyal járt volna.

Ezzel együtt is azonban néhány szempontot mindenképpen fel kell vetni: Egyrészt "...a gazdaságtörténet során még nem fordult elő, hogy egy csúszó árfolyamrendszer zökkenőmentesen elvezetett volna alacsony inflációs szintig és a rögzített árfolyam fenntarthatóságáig. Ez a megfigyelés önmagában még nem zárna azt ki, hogy hazánk esetén a csúszó árfolyamrendszer elvezessen a jövőbeli Európai Unió csatlakozás után a közös európai valuta magyarországi bevezetéséig, de a nagy számok törvénye alapján erre kicsi az esély."¹⁵

Másrészt ha tekintetbe vesszük, hogy a csúszó leértékelés rendszere kezdeti kritikus szakaszában, egészen 1997 nyaráig, az ázsiai pénzügyi válság kirobbanásáig minden szempontból igen kedvező világgazdasági környezetben működött, akkor azt is joggal állapíthatjuk meg, hogy az árfolyamrendszer sikeres fenntarthatóságához nem kevés szerencse is hozzájárult. Ugyanez mondható el a dezinflációs folyamatról is, hiszen 1998 végére mind a nyersanyagárak, mind pedig a kamatok történelmi mélypontra süllyedtek. Ahhoz, hogy kiegyensúlyozottan értékelhessük az árfolyamrendszer eddigi teljesítményét figyelembe kell, hogy vegyük, az 1995 közepétől 1999 közepéig tartó relatíve gyors inflációcsökkenés épp úgy nem teljes egészében az árfolyam-politika sikerességének tudható be, mint ahogy az ekkortól bekövetkező törés a dezinflációs folyamatban sem csupán az árfolyam-politika sikertelenségének következménye. Ugyanakkor tudomásul kell venni, hogy a további sikeres dezinflációhoz hatékonyabb árfolyam-politikai eszközre is szükség lehet.

¹⁴A magyarországi árfolyam-politikával kapcsolatos megfontolásokat sokkal részletesebben foglalja össze Jakab M. Zoltán – Szapáry György : A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. c. tanulmánya, valamint Simon András: Infláció és dezinfláció magyar szemmel.

¹⁵Darvas Zsolt : Csúszó árfolyamrendszerek. MNB Műhelytanulmányok 16.

Tökéletesen helyes álláspontra helyezkedett a jegybank vezetése akkor is, amikor a pénzügyi válság idején ellenállt a sávszélesítésre irányuló nyomásnak. Az azonban már nem igaz, hogy érdemes fenntartani továbbra is a jelenlegi csúszó leértékelés rendszerét. A jegybank nem abban hibázott, hogy nem szélesítette a forint ingadozási sávját, hanem abban, hogy csupán az addiginál hosszabb időre és minimális mértékű csökkentéssel határozta meg a forint leértékelésének ütemét.

Számos problematikus pont mutatkozik a jövőbeni stratégiát illetően. Nézzük melyek ezek:¹⁶ Alapvető probléma, hogy az elemzés a következő elhibázott jövőképből indul ki: "Ekkor (ti: a csúszó leértékelés megszüntetésekor) egyetlen ésszerű politika látszik választhatónak: a centrumárfolyam rögzítésével egyidejűleg az ERM 2 követelményeinek megfelelően, széles (15%-os) sávú árfolyamrendszer egyoldalú (a sávszéleken az Európai Központi Bank intervenciós kötelezettségét nélkülöző) bevezetése. Az MNB úgy ítéli meg, hogy az ERM 2-tagságig nem érdemes egy teljesen új szemléletű (például inflációs célt követő) rendszerre áttérni."

Az, hogy nem érdemes például inflációs célt követő rendszerre áttérni, tökéletesen elfogadható állítás. Az e mögé állított érvelés is helytálló: "az uniós csatlakozási szándékunk egyértelműen meghatározza, hogy hosszabb távon - a monetáris unióba való belépést megelőzően (legalább két évig) - árfolyamcélú követő monetáris rezsime javasolunk működtetni." Az azonban már kevésbé érhető, hogy az MNB szerint miért nem ésszerű megoldás egy új szemléletű, de szintén árfolyamcélú követő rezsime alkalmazása. Márpedig a currency board rendszere árfolyamcélú követő rezsime, mi több megfelel az ERM 2 követelményeinek. Az pedig végképp furcsa állítás logikailag, hogy egy monetáris unió (EMU) felé törekedve, nem ésszerű politika egy olyan árfolyamrendszer működtetése, amely definíciószerűen monetáris unió létrehozását jelenti az EMU-val. Különösebb közgazdasági ismeretek nélkül is belátható, hogy az MNB elemzésének azon állítása, miszerint csak egyetlen ésszerű politika látszik választhatónak, szakmai tévedés.

Nézzük a következő állítást: "Amikor az éves infláció eléri az 5%-ot, akkor valóban szóba jöhet az árfolyam rögzítése, mert az így bekövetkező reálfelértékelődés nem haladja meg a versenyképesség javulásával alátámasztható egyensúlyi mértéket, nem vezet a külső egyensúly torzulásához, s így nem veszélyezteti az árstabilitás irányában elért fejlődést." Az idézett mondat mögött álló közgazdasági megfontolás, gondolatmenet természetesen helytálló. Ebben a pontos szövegezésben azonban az állításról sajnos meg kell fogalmaznunk, hogy egész egyszerűen nem felel meg a valóságnak.

A kelet-európai valutatanácsi rendszereket (de ezen kívül Argentínában is) stabilizációs céllal, a hiperinfláció megszüntetésére vezették be. Ez egyértelmű cáfolata a fenti állításnak, hogy a csúszó leértékelés megszüntetésére és a forint rögzítésére csak mintegy 5% körüli infláció mellett kerülhet sor, amikor az EU és Magyarország közötti inflációs differenciát a termelékenység növekedési ütemében lévő különbség képes kompenzálni. Ha ez igaz lenne, akkor nyilvánvalóan nem lettek volna működőképesek a currency board bevezetésén alapuló stabilizációs programok. Az állítás ugyanis csak ennél kevésbé szigorúbb megfogalmazásban igaz. A dezinflációnak, amely az inflációt erre a szintre csökkenti, kellően gyorsnak kell lennie, és biztosítania kell tartósan az említett viszonylag alacsony inflációs rátát. A currency board típusú árfolyamrendszerek visszacsatolási mechanizmusa éppen ezt szolgálja nagyon

¹⁶A következő észrevételek a Világgazdaság 2000. április 25-i számában megjelent, a Magyar Nemzet Bank által a lap felkérésére készített elemzésre vonatkoznak.

hatékonyan. Magyarán itt is az elemzés felemás szemléletéből, jövőképéből eredő problémával állunk szembe.

Nem kellően konzisztens, és összehangolt gazdaságpolitika esetén természetesen előfordulhat, hogy egy viszonylag magas inflációs differencia mellett az árfolyamrögzítés sikertelen lépésnek bizonyul és ez előbb vagy utóbb nagy társadalmi feszültségekhez és/vagy a versenyképesség erőteljes romlásához vezet. Ezért ehhez a lépéshez valóban óvatosan kell viszonyulni. Csehország és egyes latin-amerikai országok példája világosan mutatja, hogy valóban vannak ilyen veszélyek. Csakhogy az is nyilvánvaló, hogy Csehország esetében nem elsősorban árfolyam-politikai problémáról volt szó, hanem arról, hogy megpróbálták "megspórolni" a gazdasági átalakulással szükségszerűen együtt járó fájdalmas reformokat. (Éppen azokon a területeken, ahol a magyar gazdaságpolitika sokkal következetesebbnek és sikeresebbnek bizonyult.)

Ami pedig a latin-amerikai példákat illeti, a legfontosabb tapasztalatokat Argentína példáján keresztül vonhatjuk le: "Az 1985-1990. években több sikertelen stabilizációs kísérlet történt, ide értve az Austral-tervet és a Primavera-tervet is. Mindegyik stabilizációs program tartalmazott bizonyos fokú költségvetési kiigazítást, ár- és bérkorlátozást és valamilyen típusú rögzített árfolyamot. Egy ideig mindegyik kísérlet sikeres volt annyiban, hogy gyorsan letörte az inflációt, de mivel a költségvetési és monetáris fegyelmet nem tartották be, és a stabilizációs programba vetett bizalom elpárolgott, végül mindegyik kudarccal végződött. 1991 márciusában beiktatták a konvertibilitási törvényt, és ennek nyomán új stabilizációs kísérletre került sor. A sikeres végrehajtást az is nehezítette, hogy sok korábbi stabilizációs kísérlet csúfos véget ért. Bár a Konvertibilitási-terv sok szempontból hasonlított a korábbi programokhoz, két fontos szempontból mégis más volt: az egyik a valutabizottság felállítása, hogy a monetáris politika hitelesen kísérhesse meg az árfolyam rögzítését; a másik a strukturális reformok kihangsúlyozása. A reformok azokat az alapvetően gondokat célozták meg, amelyek hozzájárultak a pénzügyi fegyelem gyengüléséhez, és végül a korábbi stabilizációs kísérletek kudarcához. A terve bevezetése eredményeképpen az inflációt - ami 1989-ben 3000% volt - 1992-ben sikerült 17,4, majd a mai 0 százalékra levinni. A kibocsátás évekig csökkent, de 1991-ben a reál GDP ismét fellendülésnek indult, és az 1992-1994. években gyorsan nőtt."¹⁷

Nézzünk egy további állítást, mégpedig a sterilizációs költségek kapcsán: "A valós sterilizációs költségek kiszámításánál azonban azt is figyelembe kell venni, hogy egy szélesebb sávú árfolyamrezsimben, amelyben erőteljesebb az árfolyam mozgása - és így nincs szükség sterilizációra - magasabb lenne az elvárt kockázati prémium szintje, s a teljes fennálló forint-államadósságra kellene magasabb kamatokat fizetni, ami nagyságrenddel múlhatja felül a csúszó leértékeléses rendszerrel együtt járó sterilizációból eredő fiskális költségeket."

Mire épül ez az érvelés? Az MNB munkatársaitól másutt a következőket olvashatjuk¹⁸: "E megfigyelésekből tehát nem lehet levonni azt a következtetést, hogy a magyarországi alacsonyabb árfolyam-ingadozás magasabb kamatláb-ingadozást indukált volna. Ellenkezőleg, az 5. táblázatból kibontakozó általános kép szerint a kamatláb ingadozás magasabb volt azokban az országokban, ahol rugalmasabb árfolyamrendszer működött. E

¹⁷Mérsékelt Infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai. MNB. szerk: Carlo Cottarelli – Szapáry György.

¹⁸Darvas Zsolt – Szapáry György : A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben. MNB Füzetek. 1999/10. A tanulmány öt kis nyitott ország tapasztalatai alapján vizsgálja az egyes árfolyamrendszerek viselkedését.

megfigyelés egybeesik McKinnon (1996)¹⁹ eredményeivel, aki azt találta, hogy a fejlett országokban a hosszúlejáratú kamatlábak ingadozóbbak voltak a rugalmas, mint a rögzített árfolyamrendszerekben. Ezt azzal magyarázta, hogy az esetenként kiszámíthatatlan devizapiaci spekuláció megnöveli a kockázati prémiumot és ingadozóbbá teszi a kamatlábakat."

Ha elfogadjuk az MNB elemzőinek érvelését, akkor arra a következtetésre kell, hogy jussunk, hogy egy a jelenleginél szigorúbb árfolyamrögzítés, tehát egy currency board típusú árfolyamrendszerben még alacsonyabb lenne az elvárt kockázati prémium, amely még alacsonyabb, a teljes fennálló forint-államadósságra fizetendő kamatot, tehát további megtakarítást jelent, hiszen alacsonyabb árfolyam-ingadozásokra lehet számítani. Másrészt currency board esetén nincs lehetőség sterilizált intervencióra, hiszen belföldi eszközök hiányában képtelenség a devizatartalékok változatlansága mellett változtatni a monetáris bázist. Ebből viszont az következik, hogy nem merül fel sterilizációs költség sem. Magyarán sokkal jobb megoldás currency boardot alkalmazni, mint a jelenlegi szűk sáv melletti csúszó leértékelést, hiszen sterilizációs költségek nélkül lehet mérsékelni a kamat-volatilitást és a kockázati prémiumot. Mivel viszont nincs lehetőség sterilizációra, ez egy kamat-volatilitást növelő tényezőt is bevisz egyúttal a rendszerben, hiszen az elvárt kockázati prémium átmeneti változásaiból eredő ingadozás kisimítására nincs lehetőség sterilizáció által. Tehát sterilizációs költség nélkül is van mód a két hatás eredőjeként a kamat-volatilitás és a kamatprémium csökkentésére. (Viszonyításként itt fogadjuk el az MNB elemzőinek összehasonlítási alapját, a rugalmas árfolyamrendszert.)

Valójában persze nehéz felmérni, hogy az egyes tényezők eredőjeként kialakuló hatásokat mi idézi elő. Nincs lehetőség ceteris paribus feltételek melletti összehasonlításra. A kockázati felár nem csupán az árfolyamrendszertől, hanem az adott ország gazdasági fejlettségétől, gazdaságpolitikájának egészétől függ. Semmilyen módon nem cáfolható, hogy például Bulgária esetében a kockázati felár hasonló fejlettség és a reformokban történő előrehaladás Magyarországhoz hasonló szintje mellett ne lehetne alacsonyabb mint Magyarország esetében. Így az az érv, hogy nálunk a legkisebb a kockázati felár a térségben, nem feltétlenül igazolja, hogy a csúszó leértékelés a rugalmasság és a stabilitás "jó keverékét" kínálja a piacoknak, csupán azt, hogy Magyarországon a gazdaságpolitika egésze hosszabb távon sikeresebb mint például Bulgáriában.

Érdekes kommentárt fűzni a következő megállapításhoz is: "A felértékelés nem tiltott, sőt az Európai Unió és a Központi Bank is kinyilvánította, hogy a felzárkózó gazdaságokat jellemző reálfelértékelődés legmegfelelőbb módjának a nominális árfolyam felértékelődésével megvalósított pályát tekinti, szemben a partnerországokénál (s így a unióénál is) tartósan magasabb, moderált inflációval."

"Addig, amíg a majdani eurozóna tagországok még saját valutát és árfolyamot működtetnek, ez a hazai valuta reál-felértékelődéséhez vezet, amely a felzárkózás - a magasabb növekedés mellett – másik fontos eleme. Mivel a valutaárfolyam alakulását a tőkeáramlások nagymértékben is eltéríthetik a gazdaság fundamentumainak javulása által meghatározott, egyensúlyinak tekinthető pályától, az előttünk álló időszakban a gazdaságpolitika s ezen belül a monetáris politika fontos feladata az, hogy a reál-felértékelődést a versenyképesség javulásával összhangba hozza. További döntést igényel, hogy a reál-felértékelődést a főbb kereskedelmi partnerek átlagánál magasabb infláció és a nominális felértékelődés milyen

¹⁹ McKinnon, R. I.: The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates, MIT Press, Cambridge, Mass.

”kombinációjával” érdemes megvalósítani. Kis, nyitott gazdaságban – s ebből a szempontból a magyar gazdaság növekvő és nagyfokú nyitottsága fontos tényező – veszélyes lehet a nominális felértékelődés pályáját választani, ha a vállalati szektor nem elég rugalmas és nem tudja a felértékelődés következtében kieső jövedelmeit költségei csökkentésével ellensúlyozni. A jövedelmezőség tendenciózus romlása alááshatja a versenyképességet, és a külső egyensúly kezelhetetlen romlásával járhat. Tehát az árstabilitás céljának nominális felértékelődéssel párosuló politikája nagyfokú nominális rugalmasságot igényel, ami ma még biztosan nem jellemzi a magyar gazdaságot.”²⁰

Ez a bekezdés két igen lényeges ponton is érvet szolgáltat egy széles sávós árfolyamrendszer alkalmazása ellen, és a currency board mellett. Egyrészt a monetáris politika feladataként meghatározott összhang megteremtésében a valutatanács egy igen hatékony visszacsatolási mechanizmust működtet, amely nem létezik a széles sávós rezsimben. Másrészt a nagyfokú nominális rugalmasság hiánya is azt a megoldást teszi logikussá, hogy a versenyképesség megőrzése érdekében a döntést igénylő kérdésben a monetáris politika nominálisan fix, változatlan árfolyamot válasszon, kiiktatva ezzel a nominális felértékelődéssel járó veszélyt. A currency board ennek a követelménynek megfelelő árfolyamrezsim, míg a széles sávós árfolyamrendszer nem. Ebben a rezsimben előfordulhat a forint olyan mértékű nominális felértékelődése, amely a magyar nemzetgazdaság versenyképességét veszélyezteti, vagy pedig feleslegesen nagy forint árfolyam ingadozások. Éppen ez a megfontolás tartja vissza az MNB-t attól, hogy mielőtt mintegy 5%-ra csökkenne az infláció sávszélesítést hajtson. Csak hogy, miközben ez a megfontolás valóban érv egy idő előtti sávszélesítés ellen, egyáltalán nem érv egy valutatanács bevezetése ellen akár 5%-nál jóval magasabb inflációs ráta mellett sem.

Az Ifo müncheni gazdaságkutató intézet (1999 végén elkészült tanulmánya) szerint 2008-ig a forint mintegy 15%-kal értékelődik fel reálértelemben az eurohoz képest. Magyarország érdeke az lenne, ha a reálfelértékelődés stabil nominális árfolyam és az EU átlagnál némileg magasabb inflációs ráta mellett fokozatosan menne végbe. A másik véglet logikailag az az eset, amikor az EU átlaghoz igen közeli inflációs ráta mellett a forint reálfelértékelődése nominális felértékelés mellett megy végbe. E két végpont között természetesen ezek valamilyen kombinációjával is végbemehet a reálfelértékelődés folyamata. Elvileg a dilemma/probléma a tagjelölt országok számára a következő: ha túl hamar rögzítik a saját valuta árfolyamát az eurohoz, akkor egy későbbi időszakban nehéz csökkenteni az infláció mértékét, hiszen a reálfelértékelődés csak infláció révén valósulhat meg. Valódi dilemma-e ez, vagy csak álprobléma? Ezt a kérdést egyelőre hagyjuk nyitva.

A jegybanki függetlenségről írottak is kiegészítésre szorulnak. Bár a cikk állításai igazak, vagyis: "A jegybanki függetlenség intézményes és törvényi megteremtésének legfontosabb elemei - tekintettel az EU-csatlakozásra is - Magyarországon már érvényben vannak." Ezzel együtt is a jegybank által a maga számára kitűzött feladatot nem lehet maximalistának tekinteni. Míserint a feladat a következő: "Az elkövetkező években az MNB azt tekinti feladatának, hogy a monetáris politikai döntéshozatalban és az azt befolyásoló minden mozzanatban (gazdasági helyzetelemzés, a pénz- és tőkepiacok fejlődése, a transzmissziós csatornák stb.) növelje az átláthatóságot, s ezzel erősítse tekintélyét és hitelességét."

Azt azonban nem állíthatjuk, hogy ennél ne lehetne sokkal többet tenni. Magyarország helyzete, megítélése korántsem olyan kedvező e tekintetben, mint azt a szakmai közvélekedés feltételezi. Az EU 99. évi jelentése, amely pozitívnak tekinthető a többi csatlakozásra váró országról szóló jelentéssel összehasonlítva, világosan jelezte, hogy nem különösebben

²⁰Neményi Judit: Az Európai Unióhoz való felzárkózás előfeltételei Magyarországon. Külgazdaság 2000/2.

kedvező az értékelése bizonyos gazdasági és pénzügyi kérdésekben: "Magyarország a korábbiakhoz képest nem tett jelentős erőfeszítéseket annak érdekében, hogy felkészüljön az EMU-hoz való csatlakozásra. A csatlakozáshoz feltételként előírt közösségi joganyag átvételével ellentétben áll az, hogy a jegybank továbbra is nyújthat rövid távú hiteleket a központi költségvetésnek az átmeneti likviditási problémák megoldására. A központi bankra vonatkozó törvényeket tovább kell módosítani, hogy biztosítva legyen a monetáris hatóság függetlensége. A bizottság aggodalmát fejezte ki magyar politikusok által tett kijelentések miatt, amelyek a jegybank függetlenségét megkérdőjelezni látszanak."

A valutatanács mellett, a csúszó leértékelés ellen szóló további érv tehát, hogy a jelenlegi jegybanki státusznál egyértelműen "EU konformabb" megoldás lenne bevezetése, hiszen ekkor nincs lehetőség a központi költségvetés hitelezésére, továbbá a monetáris politika mindenki által ismert, átlátható, "automatikus" szabályok szerint működik, így a monetáris hatóság függetlensége jobban biztosított lenne mint jelenleg. Egy az eurot tartalékvalutaként felhasználó currency board típusú monetáris szabályozás esetében a monetáris politika letéteményesévé gyakorlatilag az Európai Központi Bank (ECB) válna. Ez pedig megfelelő nemzeti költségvetési politika mellett éppenséggel tovább növelné a monetáris politika hitelességét.

Összességében a jegybank által elkészített elemzésről a következőket állapíthatjuk meg: Önmagában konzisztensen elemzi az elmúlt mintegy öt év monetáris politikáját, és konzisztens módon mutatja be az elkövetkező néhány évben tervezett lépéseit. Meggyőző érvekkel támasztja alá, hogy eddig miért nem tett lépéseket az árfolyam-rendszer rugalmasabbá tétele érdekében. Hibája ugyanakkor, hogy a jelenlegi árfolyamrendszer alternatívájaként csupán egy széles (15%-os) sávós árfolyamrendszer egyoldalú bevezetését, valamint inflációs célt követő rendszer bevezetését említi meg. Azokat sem részleteiben elemezve.²¹ Nem említi a valutatanács bevezetésének lehetőségét, mint egy teljesen reális és minden szempontból a leghatékonyabb alternatívát, amelyet a kelet- és közép-európai térségben immár öt országban alkalmaznak sikerrel.

VI. Valutatanács versus sávszélesítés és csúszó leértékelés. Néhány érv pro és kontra

Egy árfolyamrendszert nem lehet önmagában jónak, vagy rossznak minősíteni, csakis a gazdaságpolitika más elemeivel összhangban. Ilyen elemeknek tekinthetők főként a monetáris politika, a fiskális és jövedelempolitika. Bármely árfolyamrendszer (csúszó leértékelés, lebegtetett árfolyam, rögzített árfolyam) körülményektől függően megfelelő lehet, ha összhang van a gazdaságpolitika egyes elemei között. Magyarország esetében az EMU csatlakozás, és a közös pénz bevezetésének fontossága indokolja, az árfolyam rendszerek közötti választás currency board javára dőljön el. A rögzített árfolyam olyan sarokpont, amelyhez a többi gazdaságpolitikai eszköznek célszerű igazodnia. Csúszó leértékelés, lebegtetett árfolyam ugyanis nem alkalmas az euro bevezetésének közvetlen előkészítésére. Általánosan elfogadott nézet, hogy nincs egységes recept a csatlakozás előtti árfolyampolitikára. Ez így igaz is, de az ebből levont következtetések általában már eltúlzottak. Kétségtelen tény, hogy az átalakulás kezdete óta, de azt követően folyamatosan is igen változatos módon alakultak az árfolyamrendszerek az EU tagjelölt országokban. Szinte minden típusukra van példa a közép- és kelet-európai térségben. E különbségek okai történeti előzményekben, az egyes gazdaságok eltérő adottságaiban, az egyes gazdaságpolitikák politikai támogattságában stb. keresendők. Ezzel együtt is nyugodtan állíthatjuk, hogy a felzárkózásnak, piacgazdasági átalakulásnak és az európai gazdaságba való integrálódásnak

²¹Vélhetően területi korlátok miatt.

ebben a viszonylag előrehaladott szakaszában, ahol Magyarország tart, már egyértelműen az euróra alapozott valutatanács a leoptimalisabb árfolyamrendszer. Mielőtt az egyes árfolyamrendszerek közötti választás kérdésein végigtekintünk - főleg laikus olvasók számára - egy apró példa amelyből kibonthatók ezek a problémakörök.

A közgazdasági elméletek fogalmai ritkán léteznek a valóságban "kézzelfoghatóan". Valahol félúton Ausztrália és Hawaii között van azonban egy kis szigetország, a Csendes-óceánban, amely számunkra roppant érdekes, mert szinte maradéktalanul megtestesíti a tökéletesen nyitott gazdaságot. A Naurui Köztársaság mérete roppant kicsi, 21 km² lakóinak száma mintegy 11 ezer. Egyetlen exportterméke a foszfát, amelyet viszont saját gazdaságában nem használ fel, lévén, hogy ez a foszfátkitermelésen kívül nem áll másból, mint néhány kókuszpálmaligetből. Ezzel szemben gyakorlatilag mindenből, még édesvízből is, behozatalra szorul. Csöppet sem meglepő ezek után, hogy a kis szigetország hivatalos fizetőeszköze az ausztrál dollár. Nincs saját valutája és ha lenne is, nem értékelné fel és le semmilyen árfolyamrendszer keretében sem. Hiszen amit nyerne a révén, az export versenyképességén, azt rögtön el is veszítené a vámon, az import drágulásán. E piciny sziget példáján keresztül látható világosan, miért indokolt közgazdaságilag, ha egy kis és nyitott gazdaság rögzített árfolyamrendszert alkalmaz. Akármilyen árfolyamrendszert alkalmazna is e helyett, például csúszó leértékelést, vagy széles sávú fix árfolyamrendszert, netán lebegő árfolyamot, ezzel semmi egyebet nem érne el, mint azt, hogy fölösleges ingadozásokat vinne az árszínvonal alakulásába. Tétélezzük fel, hogy bármilyen oknál fogva, az édesvíz ára drasztikusan megemelkedik, miközben egyéb árak változatlanok maradnak. Hiába döntene a "Naurui Jegybank" a hazai valuta leértékeléséről, ezzel semmi egyebet nem érne el, mint azt, hogy egyéb importtermékek ára és így az átgyűrűző hatásokon keresztül az általános árszínvonal megemelkedne. A nauruiaknak nem lenne más választásuk, mint a - szakzsargonba használt fogalmakkal élve - gazdaságukat érő ún. aszimmetrikus sokkra, cserearányromlásra reálgazdasági alkalmazkodással válaszolni. Magyarán vagy több foszfátot termelnek ki több és/vagy hatékonyabb munkával, vagy pedig kevesebb édesvizet isznak.

Egy kicsi és nyitott gazdaságban a termékek jelentős importtartalma nyilvánvalóan korlátozza a nominális árfolyam csökkenéséből fakadó relatív árváltozás mértékét. A végtermék bruttó árának jelentős hányadát teheti ki az inputként felhasznált áruk beszerzési költsége. Ha az importált inputok súlya jelentős, a leértékelés/felértékelés nyomán a végtermékek reálárjai kisebb mértékben csökkennek/növekednek. Másképpen fogalmazva, minél kisebb és nyitottabb egy gazdaság, a leértékelésnek annál kevésbé versenyképesség javulás, viszont annál inkább infláció a következménye. Az természetesen Magyarország esetében nem állja meg a helyét, hogy +1% leértékelés +1% inflációt eredményezne, mint példabeli szigetünk esetében, de a helyzet gazdaságunk magas fokú nyitottsága mellett ettől már nem különbözik jelentősen. Egy nominális forint árfolyam felértékelés pedig döntően infláció csökkenést, nem pedig versenyképesség romlást eredményezne.

Magyarország hasonlóan Észtországhoz, az elmúlt években hihetetlen mértékben nyitottá vált. Ha megvizsgáljuk a külkereskedelmi forgalom arányát a gazdaság méretéhez, teljesítményéhez képest, akkor is rögtön látjuk, hogy ma már döntő mértékben függünk a világgazdaságban végbemenő folyamatoktól. A külgazdasági nyitottság mérésére szolgáló leggyakrabban használt, és igen egyszerű mutató az (export+import)/GDP hányados. Ez Magyarország esetében 1991 óta 55%-ról egy 1994-es mélypont (45%) után 1998-ra 92%-ra nőtt. Ha elfogadjuk helyesnek a gazdaságkutatók egybecsengő prognózisait a külkereskedelmi forgalom és a GDP alakulásáról, akkor azzal számolhatunk, hogy 2001-re e mutató meghaladja a 100%-ot. Az OECD adatai szerint kiugróan magas a külföldi tőke szerepe

Magyarországon. A külföldi tulajdonú cégek részesedése a feldolgozó ipari termelésben 66%. A legmagasabb abban a körben amelyről az OECD adatokkal rendelkeznek. Ez a hányad még az egyébként igen sikeres tőkeimportőrnek számító Írországnál is magasabb. A külgazdasági nyitottságon kívül igen fontos annak irányultsága is. Nem teljesen pontosan és szakszerűen tudatosult a magyar közvéleményben, hogy milyen következményei, hatásai vannak annak a ténynek, hogy Magyarország ma már rendkívül nyitott az EU-EMU országok irányában külkereskedelmi forgalom tekintetében. (Az ország kivitelének mintegy 78%-a irányul EU tagországokba, és alig valamivel alacsonyabb a behozatal aránya.) Ez a magyar szempontból magas piaci beágyazottság nem azt jelenti, hogy Magyarország már sok tekintetben már EU-tag. Az Európai Unió ugyanis nem csupán szabadkereskedelmi övezet, vámunió, hanem ezen túlmenően politikai szervezet, bizonyos értelemben egységes jogi szabályozással, és alacsony mértékű, de közös költségvetéssel is bíró ország csoport és valutaunió (11 tagja). A magas fokú EU-ra való külkereskedelmi nyitottság Magyarország számára nem azt jelenti, hogy Magyarország sok tekintetben már csatlakozott az Európai Unióhoz. Nem az EU csatlakozást elősegítő tényről van szó, hanem a monetáris unióban való részvételt elősegítőről. Már ma is, olyan nagymértékű a magyar nemzetgazdaság export/import- függősége, nem beszélve a tőke- és technológiai transzfer szerepéről, valamint az országhatárokon átnyúló vállalati beszállítói kapcsolatrendszerekről, hogy nyugodtan megfogalmazhatunk több állítást is:

1. A csúszó leértékelése rendszere ma már egy tökéletesen felesleges költséginflációs tényezőt épít be a monetáris rendszerbe. Azt a minimális jövedelmezőség és versenyképességi előnyt, amelyet a jelenlegi leértékelési ütem biztosít az exportőrök számára, nagyrészt el is veszi az import folyamatos drágulásán keresztül. Így ugyanazt a gazdasági növekedési ütemet lényegesen alacsonyabb infláció mellett is el lehetne érni. A jelenlegi árfolyamrendszer mellett gyakorlatilag minimálisan tágabb a gazdaságpolitika mozgástere egy szigorúan rögzített árfolyam alkalmazásához képest, miközben elveszítjük az euro mielőbbi bevezetéséből származó előnyöket. Ha feltételezzük, hogy fokozatos leértékelési ütem csökkentések után 2001-ben kerülhet sor a forint eurohoz való rögzítésére, akkor egy mihamarabb 270 forint/euro árfolyamon történő rögzítés mellett versenyképesség szempontjából gyakorlatilag ugyanott tartanánk, mint a jelenlegi elképzelések szerint. (Feltéve, hogy valóban van érdemi szerepe a versenyképesség fenntartásában e minimális forint leértékelésnek.) Nem vesztegetnénk el viszont feleslegesen másfél-két évet az euro bevezetésében. A jelenlegi makrogazdasági adatok és a forint középtávon várható reálfelértékelődése azonban sokkal inkább egy mérsékelt nominális forint felértékelést indokolnak. Megjegyzésként ide kívánczok, hogy a jegybank jelenleg erősen reálfelértékelő árfolyampolitikát folytat, hiszen mintegy évi 4%-os leértékelési ütem mellett jelenleg 9% körüli az inflációs ráta. Egy 0%-os leértékelési ütem mellett a magyar gazdaság nyitottsága következtében mintegy 5%-os inflációs ráta valószínűsíthető. Az MNB az infláció és a leértékelés összefüggéseinek tárgyalása kapcsán egyoldalúan el szokott tekinteni attól az összefüggéstől, hogy a leértékelés oka is az inflációnak, csak viszonylagos értelemben igaz, hogy a reálfelértékelődés infláció fékező hatású.

2. Nincs értelme a sávszélesítés irányában lépni az árfolyamrendszer változtatásában, hiszen ez két szempontból sem logikus. Egyrészt egy kis és nyitott gazdaság számára kedvezőbb a rögzített árfolyam alkalmazása. A szélesebb sáv alkalmazása nagyobb árfolyam ingadozáshoz, nagyobb árszínvonal változásokhoz, és az export/import szektor számára a gazdasági kalkuláció megnehezüléséhez vezet. A sávszélesítés óhatatlanul a hazai deviza árfolyamának nagyobb ingadozásával jár együtt és az országkockázat, a kamatprémium emelkedéséhez, valamint a külgazdasági szereplők devizakockázatának növekedéséhez vezet. A szűkebb sáv kiszámíthatóbbá teszi az árfolyam alakulását, ám a piaci folyamatok az

árfolyam megváltozása helyett a jegybanki devizatartalékok alakulásában jelentkeznék. Elméletileg normál esetben a választás tehát aközött merül fel, hogy az árfolyamra és a reálgazdaságra, vagy a devizatartalékokra hat-e a hazai valuta keresletének megváltozása. Mivel azonban a devizatartalék változása currency board esetében össze van kötve a belföldi pénzmennyiség változásával, így a hazai valuta keresletének megváltozása nem a devizatartalékokra és nem az árfolyamra hat, hanem a hazai valuta kamatára. Ezzel óhatatlanul bizonyos mértékű kamatszint ingadozást indukál.

Fell kell tennünk a kérdést: mi értelme lenne a sávszélesítésnek: ez ugyanis azt a lépést jelentené, hogy kamatvolatilitást cserélünk fel árfolyamvolatilitásra. A fix és a szabadon lebegő árfolyamok ugyanis e tekintetben szimmetrikusan viselkednek, legalábbis elméletileg.²² Egy sávszélesítés esetében nyilvánvalóan kiegyensúlyozottabb kamatszint alakulással lehetne számolnunk, hiszen az árfolyam változása lenne az a tényező amelyen keresztül "levezetődnek" az egyes gazdasági hatások. Fix árfolyam esetében pedig ennek pont a fordítottja igaz. Tökéletes árfolyam stabilitás mellett nagyobb kamatszint volatilitással kell számolni. Egy valutaunió felé törekvő ország esetében mindenképpen célszerű feltenni a kérdést: mi értelme lenne kiegyenlítettebb kamatszint mellett nagyobb árfolyam volatilitásra törekedni, amikor ez pont ellentétes tendenciát jelent a valutaunióba való belépéshez képest. Ez ugyanis nulla árfolyam volatilitást jelent, esetleg nagyobb kamatszint volatilitás mellett.

Másrészt nincs értelme a sávszélesítésnek abból a szempontból sem, hogy ez ellentétes a valutaunió létrehozásának filozófiájával. Az EMU csatlakozás feltételeként mindeközéig megfogalmazott követelmények, a maastrichti kritériumok egyike amely az árfolyam stabilitást írja elő a következőképpen szól: az ERM II. árfolyamrendszer két évig fenntartott középárfolyamot jelent, mégpedig +/- 15%-os sáv mellett. A +/- 15% szélességű sáv azonban csak lehetőség, de nem kötelezettség: legalább ilyen szűk keretek között kell az árfolyamnak fennmaradnia, de ez nem zárja ki a szűkebb sáv fenntartását. Erre ma is van példa. Dánia a jelenlegi magyarországi sávszélesség (+/-2,25%) mellett vett részt az ERM II. árfolyamrendszerben. Nyilvánvaló, hogy csupán az ingadozási sáv kényszerűen elhatárolt, igen jelentős kitágítása miatt szorult háttérbe a monetáris uniós felvételnél az árfolyamra vonatkozó konvergencia kritérium, és vált túlzottan puhává vált az árfolyam-követelmény.²³ Ebben könnyen lehet, hogy a későbbiekben változások lesznek.

3. A fix, rögzített árfolyam esetében – különösen ha ez egy currency board keretében működik – az árfolyampolitika nem tud közreműködni a magyar gazdaságot érő esetleges sokkok kezelésében, csupán közvetíti a különböző hatásokat. Valódi problémát jelent-e ez? Nem. Egy kis és nyitott gazdaság számára hosszútávon kedvezőbb egy olyan árfolyamrendszer amely nem tompítja és nem igyekszik szétteríteni a külső hatásokat és így fenntartja az alkalmazkodás kényszerét, a változásokra való rugalmas reagálás képességét. Az árfolyamok önálló változtatási lehetősége amúgy sem tud valódi védelmet biztosítani a reálgazdasági sokkokkal szemben. Nincs olyan árfolyam-politika ami megakadályozná egy ország reáljövedelmének csökkenését, ha reálsokk következtében az árupiaci kereslet szerkezete jelentősen változik. Nem igaz, hogy a reálsokk elleni védekezés terhe a valutaövezeten kívül álló országok számára – az árfolyam-politika szuverenitása folytán – csekélyebb lenne, mint az uniós tagok esetében. Az árfolyam rugalmas kiigazításától vagy a

²²Ráadásul tekintetbe kell vennünk azt a korábban idézett empirikus vizsgálat adatait, hogy az árfolyamok nagyobb volatilitása nem feltétlenül jelent kisebb kamatvolatilitást

²³Az 1992-1993-as európai devizaválság következményeként 1993 augusztusában csak úgy lehetett megmenteni az akkor működő közös európai valutarendszert, az un. ERM-et, hogy a korábban engedélyezett +/- 2,25%-os ingadozási sávot +/- 15%-ra bővítették.

lebegő árfolyamrendszertől sohasem várható a reáltermészetű sokkok fájdalommentes kezelése.²⁴ A leértékelés nem teremt új forrásokat a sokkal sújtott gazdaság számára. A pótlólagos erőforrás-bevonás lehetősége nélkül (humán- és fiskális tőke-források bővülése hiányában) a leértékelés egyetlen hatása az árszint emelkedése, illetve - a leértékelési várakozások fokozódása miatt - a kamatláb növekedése. Ráadásul az a 3 adottság, amelyek Magyarországra jellemzőek, minimálisra csökkentik egy aszimmetrikus sokk bekövetkezésének valószínűségét.²⁵ Így nincs értelme fenntartani a leértékelődés lehetőségét, és várni az árfolyamrögzítéssel.

Lehetséges-e ma a fix árfolyamrendszer bevezetése ma Magyarországon? Amennyiben azt politikai konszenzus és gazdaságpolitikai összhang támogatja, igen. Konkrét példa erre Ausztria, amely az EU-EMU belépést megelőzően is hosszú ideig már a német márkához való rögzítést alkalmazta. Nehezen kérdőjelezhető meg, hogy ma Magyarországon ne lenne meg a politikai támogatás egy európai integrációhoz elengedhetetlenül szükséges lépéshez. A gazdaságpolitikai eszközök közötti összhang pedig döntés kérdése. Ha az adott valuta árfolyamát lebegtetik, akkor az árak befolyásolására alkalmas monetáris politika játssza a főszerepet. Ha az árfolyam rögzített, akkor a keresletet szabályozó fiskális politika dominál. A költségvetési politikának azt kell elérnie, hogy a forint árfolyamának reálfelértékelődése ne haladja meg a termelékenységnövekedés ütemében külkereskedelmi partnereinkhez képest meglévő előny mértékét, amelyhez a currency board rendszere igen hatékony támogatást nyújt. Magyarországnak nemcsak integráltsága, és egyéb szerkezeti tulajdonságai, de gazdasági fejlettsége is eléri azt a szintet, amely éretté teszi az azonnali belépésre az euro valutaövezetbe. A korábbi, Magyarországnál fejletlenebb kelet-európai országok után még egy példa, ha valakinek kétségei lennének e tekintetben.

A második világháborút követően 14 volt afrikai francia gyarmat hozta létre az Afrikai Pénzügyi Közösséget (CFA). A résztvevők valutájukat a francia frankhoz kötötték, valutatartalékaikat a Francia Nemzeti Banknál tartják, nemzetközi pénzügyi kapcsolataikat a francia intézmények (Banque de France, párizsi tőzsde) révén intézik. A frankövezet pénzügyminiszterei megállapodtak, hogy attól az időponttól kezdve, amikor az euro felváltja a francia frankot, a frank helyébe az együttműködésben is az euro lép. Az ún. CFA frankárfolyama euróban automatikusan adódik a CFA/FRF (1 francia frank egyenlő 100 CFA frankkal) és az FRF/euro (1 euro egyenlő 6,55957 francia frankkal) árfolyamokból. Ez azt jelenti, hogy az ún. frankövezet országai automatikusan vesznek részt az EMU létrehozásának III. szakaszában. (A fenti keresztárfolyamoknak megfelelően 1 euro egyenlő 655,957 CFA frankkal.) Ennek következményeként tehát a frankzóna országait gyakorlatilag a létrejövő eurozóna tagjának tekinthetjük, és az is igen valószínű, hogy 2002-től kezdődően belép az eurot használó országok sorába e 14 ország. (Természetesen ez nem jelenti azt, hogy tagjai lesznek az EMU-nak.) Függetlenül attól, hogy milyenek lesznek a jogi keretei a CFA-frankzóna és az EMU országai közötti együttműködésnek, ezen országok pénzügyi rendszerének működése kategorikusan és egyértelműen cáfolja azokat az ellenvetéseket, amelyek szerint Magyarország még nem érné el a gazdasági fejlettségnek azon fokát, amely szükséges a monetáris unióba való belépéshez. Magyarország gazdasága lényegesen fejlettebb és diverzifikáltabb mint például Csádé, Nigeré vagy Burkina Fasoé. Nem beszélve arról, hogy lényegesen kisebb a földrajzi távolság, a kulturális különbözőség stb.

Jogosak-e azok az aggodalmak, amelyek a fix árfolyamrendszerek esetében a tőkebeáramlással összefüggésben jelentkeznek? A feltörekvő országok pénzügyi rendkívül

²⁴Lásd a nauruiak probléma kezelési lehetőségeit.

²⁵A relatív kis méret, a magas fokú integráltság és a hasonló gazdasági szerkezet.

sebezhetőek a nemzetközi tőkeáramlásokkal szemben, és egy hiteles gazdaságpolitika sem tudja megakadályozni a beérkezett tőke hirtelen kiáramlását. A piac méreteihez viszonyított tőkemozgások komoly méretűek, ennek következtében jelentősen megnövelhetik az árfolyam volatilitását és/vagy költséges sterilizációt, valamint a devizatartalékok elvesztését okozhatják. A rövid távú tőkeáramlások liberalizálásához az országnak olyan helyzetben kell lennie, hogy adott esetben képes legyen elviselni az egyensúlyinál nagyobb mértékű reálfelértékelődést is. Ez igaz, de normál fix, vagy szűk sávós árfolyamrendszerekhez képest a pénzmennyiség szabályozásának mechanizmusa a valutatanács esetében éppen az egyensúlyi mértékű reálfelértékelődést biztosítja. Ennek következményeként a tartalékvaluta országának monetáris jellemzői egyfajta benchmark módjára viselkednek, ily módon korlátozva és mérsékelve a spekulációk potenciális hasznát, azt megelőzően pedig mérsékelve a spekulációs tőkebeáramlást. Amennyiben a valutatanács kellő hitelességgel és bizalommal rendelkezik, gyakorlatilag nincs esély sikeres spekulációs támadásra. Az 1997-1999-ben bekövetkező válságok tapasztalatai egyértelműen igazolják ezt. Egyetlen egy esetben sem kerül sor sikeres spekulációs támadásra currency boardot alkalmazó ország ellen, miközben voltak sikeres támadások mind fix, mind pedig csúszó leértékelést alkalmazó országok ellen. Egyáltalán nem véletlen, hogy Észtország jutott legtovább a tőkeműveletek liberalizációjában, amely feltétele az EMU tagságnak. Az MNB rossz logika irányában halad, amikor különböző piacidegen korlátozó intézkedések fenntartásával, illetve újak bevezetésével próbál korlátokat állítani a rövid lejáratú tőkemozgások útjába. Nem igazolható az sem, hogy a válságok idején a sikeres védekezés gazdasági és társadalmi költségei magasabbak lettek volna, mind a térség egyéb országainak költségei.

Egy monetáris unióba való belépés, egy másik ország pénzének elfogadása ellen szoktak érvelni azzal, hogy az a gazdaságpolitikai szuverenitás erős korlátozásával, az eszközök egy részének elvesztésével jár. Mit veszítene Magyarország, Lengyelország, és a Cseh Köztársaság ha feladná monetáris szuverenitását? Semmit. Adja meg a választ egy Magyarországon kevésbé ismert 1998 májusában írt tanulmányában Rudi Dornbusch és Francesco Giavazzi²⁶ (Hard currency and sound credit: A financial agenda for Central Europe). És valóban, ha csupán a Magyarország nyitottságára jellemző adatokat vesszük figyelembe, akkor is világosan látszik, hogy a gazdaságpolitika szuverenitása csupán a hibázás és a tévedés lehetőségét jelenti ma már Magyarország számára. Minél inkább illeszkedünk a tőlünk nyugatra található EMU gazdaság folyamataihoz, annál kisebb a gazdaságpolitikai tévedések lehetősége. A világgazdaság, különösen a nyugat-európai térség folyamatai kikerülhetetlenül érintenek bennünket. A jelenlegi árfolyampolitika mellett azonban elesünk az euro gyors bevezetéséből, a közös európai pénz mielőbbi használatának előnyeiből, miközben a kedvezőtlen hatások így is, úgy is érnek bennünket. Magyarország gazdaságpolitikai szuverenitását valójában nem a megválasztott árfolyamrendszer, hanem gazdasági beágyazottsága és nyitottsága korlátozza.

Van-e valójában költsége, hátránya a currency board bevezetésének. Igen, természetesen, mint minden gazdaságpolitikai eszköz alkalmazásának, a currency boardnak is meg van az "ára", kedvezőtlen hatása. A currency board típusú rendszerek hosszútávon, átlagban nagyobb GDP növekedési ütemet, és alacsonyabb inflációs rátát eredményeznek, mint a központi banki rendszerek. Ezzel együtt magasabb a GDP növekedési üteme rátájának szórása. Magyarán a hosszú távon kedvezőbb mutatók elérésének az az ára, hogy az egyes években igen eltérően alakulhatnak a GDP növekedési ütemek. Kedvező körülmények között igen magas

²⁶ A fent említett szerzők szerint egyébként a currency board rendszere Kelet-Európában a legnagyobb mértékben elfogadható lenne a három (Csehország, Magyarország, Lengyelország) csatlakozás előtt álló ország számára.

növekedéssel lehet számolni. Míg kedvezőtlen külgazdasági körülmények között, általában erőteljesen lelassul a gazdaság növekedése. Kérdés, hogy érdemes-e a tartósan kedvezőbb hosszú távú növekedés és alacsonyabb infláció érdekében vállalni ezt az árat. A válasz egyértelműen igen. Magyarország esetében tartósan lehet számítani arra, hogy az eurozóna növekedését mintegy 2-2,5%-kal meghaladó GDP növekedést lehessen elérni. Ez azzal a következménnyel jár, hogy kizárható a magyar gazdaság recesszióba süllyedése még igen kedvezőtlen világgazdasági körülmények között is. Magyarán társadalmi költségek nélkül lehet realizálni a tartósan magasabb növekedés és alacsonyabb infláció hasznát. A három közelmúltban lezajlott pénzügyi válság tapasztalatai megerősítik azt a feltételezést. Aligha valószínű, hogy az 1998. évi orosz pénzügyi válságnál erőteljesebb sokk érhetné a magyar gazdaságot. Ennek következményeként 1999 I. negyedévére 3,5%-ra csökkent a GDP növekedési üteme, de ez volt a mélypont, és az év/év ráta ennél kedvezőbben alakult. Az is joggal feltételezhető, hogy a magyar gazdaság lelassulását elsősorban a kieső orosz kereslet, nem pedig a mérsékelt kamatemelkedés idézte elő. Egy currency board esetében sem lett volna egyéb hatása az orosz válságnak, mint egy hasonló mértékű GDP növekedési ütem lassulás. Érdemes feleleveníteni az elméleti összefüggéseket: nincs olyan árfolyam-politika ami megakadályozná egy ország reáljövedelmének csökkenését, ha reálsokk következtében az árupiaci kereslet szerkezete jelentősen változik. Nem igaz, hogy a reálsokk elleni védekezés terhe a valutaövezeten kívül álló országok számára – az árfolyam-politika szuverenitása folytán – csekélyebb lenne, mint az uniós tagok esetében.

Összehasonlításként érdemes ismét megvizsgálni Észtországot, ahol 1999-ben a GDP 1,1%-kal csökkent, vagyis minimális mértékű recesszió következett be.²⁷ Világosan kell látnunk azonban, hogy Észtországot Magyarországnál sokkal közelebből érintette az orosz válság. Nem csupán a földrajzi közelség okán, hanem amiatt is, mert Észtország külkereskedelmében Oroszország súlya lényegesen nagyobb volt. Észtország külkereskedelmében az EU országok részesedése **még az orosz válság után sem** érte el azt hányadot, amely Magyarországra jellemző. Azt is figyelembe kell venni, hogy jelenleg a világgazdaság fejlődésére az egyetlen kockázati tényezőt az USA konjunktúrájának gyors megszakadása jelenti. Ez is azt indokolja, hogy Magyarország az esetlegesen bekövetkező válság idején az euroövezet része legyen, mert ez sokkal nagyobb védettséget jelent, mint egy feltörekvő piacok közé sorolt ország státusza.

Milyen folyamatok lezajlására számíthatunk a valutatanács bevezetése során? Ez részben természetesen függ a bevezetés árfolyamszintjétől. A currency board bevezetése esetén általában gyors tőkebeáramlást lehet tapasztalni, egészen addig, amíg a kamatszint nem áll be arra a szintre, amelyet a tartalékvaluta országának és a currency boardot alkalmazó ország kockázati kamatfelára határoz meg. Az infláció csökkenésében általában lassabban, de hasonló folyamatok zajlanak le. Itt azonban figyelembe kell venni, hogy valutatanácsot az elmúlt években makrogazdasági stabilizációra szoruló országok vezették be. Magyarország esetében nincs ilyen kényszer, ennek megfelelően a dezinflációs folyamat támogatására lehetséges egy minimális forint felértékelés is. Egy 250 forint/euro árfolyamon történő rögzítés átmeneti ideig egy minimális nominális és egy erőteljes reálfelértékelődést eredményezne, így gyors inflációcsökkenésre lehet számítani. Nagy valószínűséggel lehet arra is számítani, hogy Magyarország hitelminősítése, országgockázati besorolása tovább javul, mégpedig nagyjából a gyengébb gazdaságú EMU tagországok szintjéig, elérve Görögország minősítését. Itt is érdemes összehasonlítást tenni Észtországgal. A kedvezőtlenebb geopolitikai helyzet, az alacsonyabb GDP és a jóval kedvezőtlenebb kiinduló

²⁷Ezt megelőzően Észtország GDP-je 7-11%-kal növekedett. 2000 első negyedévében pedig 9% volt a gazdasági növekedés. Természetesen ebben az alacsony bázis is közrejátszott.

feltételek ellenére Észtországnak ma már megegyezik a hitelminősítése Magyarországéval. Ennek megfelelően olcsóbbá válnának a növekedés finanszírozási feltételei. Annál is inkább indokolatlan a növekedés lassulásától tartani, mert " ... Ez²⁸ azzal jár, hogy ha az államháztartás hiányát radikálisan kívánnánk leszorítani, mondjuk egy év alatt 4-ről 3 vagy 2,5 %-ra, nem biztos, hogy emiatt lassulna a fejlődés. Az államháztartás rendbehozatalával összefüggésben kieső belső kereslet ugyanis ellentételezhető az export növekedésével."

Indokolatlan tehát egy fix árfolyamrendszer bevezetése, és erőteljesebb antiinflációs politika esetében a növekedés esetleges csökkenésétől tartani. Ha nem is biztos, hogy képesek leszünk tartósan az eurozóna növekedési ütemének kétszeresét produkálni az elkövetkező években, arra biztos számíthatunk, hogy a világgazdaságban tapasztalható élénkülés kedvező feltételeket teremt a magyar gazdaság számára is. Ez azonban éppen arra jelentene kiváló alkalmat, hogy negatív hatások nélkül hajtsunk végre egy erőteljes dezinflációt. Feltéve (ami korántsem biztos), hogy az erőteljes dezinfláció valóban járna egy-két hónapig növekedést lassító hatással, a gyorsuló világgazdasági környezetben ez csak minimális mértékben érvényesülne.

Nézzünk még egy érvet, amelyek az idő előttinek minősített belépés EMU belépés és árfolyamrögzítés ellen szoktak hangoztatni. Igaz-e, hogy az EMU csatlakozáshoz szükséges konvergencia kritériumok teljesítése további terheket róna a magyar társadalomra, amiatt mert az infláció csökkentése érdekében szigorú költségvetési politikára lenne szükség. Erre a felvetésre nem csupán a Lámfalussy interjújában kifejtett gondolat ad választ, hanem az is, hogy Olaszország kifejezetten haszonélvezője volt a konvergencia folyamat eredményeként bekövetkezően az árfolyam-kockázati prémium csökkenésének. A magyar társadalom számára ma elsősorban a relatíve magas államadósság szintjéből eredő magas kamatteher és az irritálóan magas szinten lévő infláció jelent terhet.

Térjünk vissza a korábban már felmerült problémához: Elvileg a dilemma/probléma a tagjelölt országok számára a következő: ha túl hamar rögzítik a saját valuta árfolyamát az eurohoz, akkor egy későbbi időszakban nehéz csökkenteni az infláció mértékét, hiszen a reálfelértékelődés csak infláció révén valósulhat meg. Valódi dilemma-e ez, vagy csak álprobléma? Megítélésem szerint álprobléma, hiszen valójában igen élesen külön kell két lépést választanunk. Az egyik az eurozónába való de facto belépés, a másik pedig a teljes jogú tagság az Európai Monetáris Unióban. Az első lépés csak gazdasági vonatkozású és csak Magyarország döntésén múlik. A második lépésnek is vannak gazdasági vonatkozásai, de alapvetően politikai természetű döntés. Az első lépésbe sorolható a currency board bevezetése, majd ezt követően az euro bevezetése (a forint mellett). Tekintettel arra, hogy a Magyar Nemzeti Bank elnökének lesz egy, azaz egy szavazata a Központi Bankok Európai Rendszerében, ahol az egész eurozónára vonatkozó döntések meghozatalakor a magyar gazdaság fejleményei gyakorlatilag nem lesznek döntéshozó tényezők. Ebből viszont azt következik, hogy az EMU-ba mint döntéshozó szervezetbe történő belépésnek valójában minimális jelentősége lesz. Ennek következményeként lényegesen fontosabb a gyakorlati értelemben vett belépés az euro valutaövezetbe, mint a formális EMU tagság. Ehhez viszont a mielőbbi nominális árfolyamrögzítés plusz moderált infláció vállalása a megfelelő út, nem pedig az alacsony infláció nominális forint felértékelés mellett. Miért is? Mert a monetáris unió lényegét jelentik a véglegesen és visszavonhatatlanul rögzített árfolyamok. Az egymás felé közelítő, konvergáló inflációs ráták viszont csupán eszközök ahhoz, hogy a cél megvalósuljon, az EMU a későbbiekben működőképes legyen. Minél hamarabb történik meg

²⁸Mármint a magyar gazdaság nagyfokú nyitottsága. Az idézet folytatása az egyszer már idézett karácsonyi Lámfalussy interjúnak.

a forint rögzítése az eurohoz, és kerül bevezetésre a valutatanács, annál hamarabb kezdik meg tanulni a gazdaság szereplői, hogy milyen feltételrendszert jelent egy közös pénz alkalmazása, és annál hamarabb képes a gazdaságpolitika is alkalmazkodni az új helyzethez.

A közös pénz megszületésével alapvetően megváltoztak a monetáris unióval összefüggő folyamatok. Még inkább így lesz ez akkor, amikor a gazdaság minden szereplője számára értelmezhető módon az összes pénzfunkciót be fogja tölteni az euro, vagyis 2002-től amikor az euro bankjegy, készpénz formában is megszületik. Ahhoz, hogy ennek jelentőségét világosan lássuk, érdemes rövid kitérőt tennünk két aktuális vélemény feletti meditáció erejéig.

Mart Laar észt miniszterelnök a közelmúltban bejelentette, hogy fel fogja kérni az EU Brüsszeli Bizottságát: vizsgálja meg van-e lehetőség Észtország eurocsatlakozására az EU-ba való felvétele előtt. Az EBRD közelmúltban lezajlott rigai közgyűlésén Pedro Solbes a Brüsszeli Bizottság gazdasági és pénzügyi kérdésekben illetékes tagja állást foglalt egyes tagjelöltek (Észtország, Bulgária) felvetése kapcsán, amelyek az euro EU tagfelvétel előtti bevezetésére vonatkoztak. Az Európai Bizottság legkorábban a taggá válást követően két évvel támogatja a tagjelölt országok bármelyikében az euro átvételét.²⁹ A nyilatkozat szerint nincs értelme úgy bevezetni az eurót, hogy valamely állam nem teljesíti annak kritériumait, mert ez gyengítené az egységes valutát.

Az észt felvetés nem előzmények nélkül való. Helsinkiben november 10. és 12. között sor került az első hivatalos konzultációra az Európai Központi Bank és a csatlakozásra váró országok jegybankelnökeinek részvételével. Az Európai Központi Bank és a csatlakozásra váró országok jegybankelnökeinek részvételével megtartott találkozó zárónyilatkozata, amely korábban megingathatatlan tartott szabályt kérdőjelezett meg és tolt félre. Nézzük tehát először a Helsinkiben történeteket, aztán tekintsük át, hogy milyen közgazdasági megfontolások indokolják az ECB álláspontjának változását, miként tudjuk értelmezni. A találkozó végén kiadott nyilatkozat már nem tartalmazta az ECB vezetőinek korábbi véleményét, mely szerint a tagjelölt országoknak az EMU-ba való belépés előtt feltétlenül csatlakozniuk kell az ERM-II.höz. A közlemény lényegében csak a következőket követelményeket fogalmazza meg: A tagjelölteknek olyan monetáris politikát kell folytatniuk, amely biztosítja az árstabilitást, és mindezt kiegyensúlyozott költségvetési politikával, illetve megfelelő szerkezeti reformokkal kell alátámasztaniuk. Ez a nyilatkozat csak annyit mond, amit a monetáris közgazdaságtan már igen régen megfogalmazott. Ha az adott valuta árfolyamát lebegtetik, akkor az árak befolyásolására alkalmas monetáris politika játssza a főszerepet. Ha az árfolyam rögzített, akkor a keresletet szabályozó fiskális politika dominál.

Az ECB ezzel tulajdonképpen a közös pénz bevezetéséhez szükséges kritériumok megváltoztatását kezdte meg. Ennek hátterében három ok áll: 1. A valutatanácsot alkalmazó országok képviselőinek felvetése: a currency board típusú árfolyamrendszerek jobban biztosítják az árfolyamstabilitást, mind az ERM 2. árfolyam-mechanizmus. Ebből kifolyólag nem tartják szakmailag indokoltnak, hogy majdan a valutatanács rendszerét felváltsák az ERM II.-vel. 2. A Maastricht-i Egyezmény aláírásakor és a konvergencia kritériumok meghatározásakor még nem létezett az euro. Ma azonban már másfél éve létezik a közös európai pénz, amely természetes módon kínálja a lehetőséget, hogy árfolyama a kritériumrendszer legfontosabb vonatkoztatási pontja legyen. 3. Az EMU belső folyamatai. A fix árfolyamrendszer és az egységes kamatpolitika körülményei között az árszint-

²⁹Ez az éppen aktuális álláspont szerint legkorábban 2003 január 1-től jelent EU bővítést, és így 2005 január 1-től EMU bővítést.

kiegyenlítődés folyamata szükségszerűen vezet el az inflációs ráták közötti, adott esetben akár növekvő különbséghez is. Az EMU már létrehozatalakor kénytelen volt bizonyos kompromisszumokat kötni és egyes tagországok esetében eltekinteni a konvergencia kritériumok maradéktalan figyelembe vételétől, az államadósság tekintetében. A fenti folyamat következményeként pedig ma sem minden jelenlegi EMU tagország tud megfelelni például az inflációs kritériumnak. Ha ez viszont részben a rendszer működésének szükségszerű következménye, akkor ezen kritériumok teljesítését nyilvánvalóan nem lehet elvárni az esetleges további belépőktől sem. Különösen olyan körülmények között, amikor az EMU-t létrehozó országok csoportja önmagában jóval homogénebb országcsoport, mint a jelenleg EU csatlakozásra váró országok csoportjával együtt lesz.

1998 végéig az európai gazdaságok makrogazdasági mutatóit a konvergencia jellemezte, éppen azért, hogy teljesíteni tudják a belépéssel kapcsolatos feltételeket. Volt viszont egy bizonyos mértékű mozgástér az árfolyamok változásában. 1999 elejétől erre nyilvánvalóan nincsen lehetőség. Miként nem létezik önálló nemzeti árfolyampolitika, értelemszerűen csak egy egységes kamatpolitika van. Zajlik ugyanakkor egy olyan folyamat, amely kifejezetten egyik célja volt a közös valuta létrehozásának, mégpedig a nagyobb és hatékonyabb piac, ami szükségszerűen az egyes országok árszintjei közötti kiegyenlítődéssel kell, hogy együtt járjon. Ez viszont szükségszerűen vezet el fix árfolyam és egységes kamatok mellett az inflációs ráták közötti, adott esetben akár növekvő különbséghez is.

*Előrejelzés Forrás: Bloomberg, Eurostat	Reál GDP növekedés %-ban					Harmonizált inflációs ráták					
	1997		1998		1999*	1999 szeptember			1999 október		
		Rangsor		Rangsor		y/y	Rangsor	average	y/y	Rangsor	average
Luxemburg	7,3	5,0	10	5,0	11	1,6	7	0,6	1,9	8	0,7
Németország	1,5	2,2	2	1,5	2	0,8	3	0,4	0,9	3	0,5
Ausztria	1,2	2,9	3	2,1	4	0,6	1	0,4	0,8	1	0,4
Franciaország	2,0	3,2	5	2,5	5	0,6	2	0,4	0,8	2	0,4
Belgium	3,2	2,9	4	1,8	3	1,3	4	0,9	1,4	4	0,9
Hollandia	3,8	3,7	7	3,0	6	2,0	10	1,9	1,8	6	2,0
Finnország	5,6	5,6	11	3,9	10	1,4	5	1,1	1,6	5	1,1
Olaszország	1,5	1,3	1	1,1	1	1,9	8	1,6	1,9	9	1,6
Írország	10,7	8,9	12	7,8	12	2,6	12	2,2	2,8	12	2,2
Spanyolország	3,8	4,0	9	3,6	9	2,5	11	1,9	2,4	11	2,0
Portugália	4,1	3,5	6	3,1	7	1,9	9	2,4	1,8	7	2,3
Görögország	3,4	3,7	8	3,4	8	1,5	6	2,8	1,9	10	2,6

Az EMU tagországok között el tudunk különíteni két csoportot, amelynek makrogazdasági mutatói szükségszerűen mutatnak eltéréseket. (A táblázatban a sorrend az egy főre jutó gazdasági teljesítmény alapján lett meghatározva.) A fejlettebb centrumországokat (Németország, Franciaország, Ausztria) alacsonyabb növekedési ütem és inflációs ráta jellemzi, mint a perifériaországokat (Írország, Spanyolország, Portugália, és jövőre valószínűleg Görögország). Az un. perifériaországoknak a nominális kamatszint igénye magasabb lenne, mint a centrumországok számára optimális kamatszint. Az egységes kamatpolitika azonban ezt nem teszi lehetővé, így elkerülhetetlen bizonyos mértékű divergencia, a perifériaországok esetében a „túlfűtöttség” kialakulása. Ez a helyzet mintegy be van építve a létrejött monetáris rendszerbe, befolyásolására ez ECB-nek tulajdonképpen nincsen eszköze. Erre csupán a nemzeti költségvetési politikáknak van. Valójában innen eredeztethető a Helsinkiben tapasztalt álláspont módosulás is.

Amennyiben ma kellene dönteni az EMU létrehozásáról, és következetesen történne a döntés a kritériumok alapján, akkor további országok nem kerültek volna be, mégpedig az inflációs kritérium nem teljesítése miatt. 1999 szeptemberében és októberében Spanyolország, és Írország hó/hó alapon számított harmonizált inflációs rátája meghaladta a konvergencia

kritériumnak megfelelő inflációs szintet.³⁰ Amennyiben pedig az előző év azonos időszakához mért rátát vesszük figyelembe, e két ország mellett Hollandia és Portugália is magasabb inflációt produkált, mint a konvergencia kritérium még megengedhető mértéke.

A csatlakozásra váró országokra még erőteljesebb mértékben az EMU periféria országainak jellemzői érvényesek (viszonyítva az EMU centrum országaihoz). Egy főre eső GDP-jük, termelékenységük, árszínvonaluk még alacsonyabb. Hosszútávon pedig még magasabb inflációval, még magasabb reál GDP növekedési, és termelékenységnövekedési ütemre lehet számítani. Eközben egyes országok (Észtország, Magyarország) integráltságának foka magasabb, mint egyes tagországoké. Ebben a helyzetben egyetlen lehetséges logikus választás adódik csupán. A korábbi konvergenciára szabott kritériumoknak olyan átalakítása, amely hasonló mértékben biztosítja a közös pénz bevezetésének előfeltételeit, ugyanakkor nem konvergáló, hanem felzárkózó országok számára testre szabott. Ennek alapján nyugodtan állíthatjuk, hogy a jelenleg még nem EU tagországok csatlakozása az EMU-hoz a Maastricht-i konvergencia kritériumokhoz hasonló, de azzal nem pontosan megegyező kritériumrendszer teljesítése alapján fog végbemenni. Milyen kritériumokra lehet számítani? Pontosán ezt még nem tudhatjuk, de az euro (fix árfolyam) létrejötte logikusan magával hozza, hogy prioritások alakuljanak ki az egyes kritériumok között, felértékelve az árfolyamstabilitás szerepét az eddigiekhez képest. Mely árfolyamot lehet megfelelőnek tekinteni? Robert Mundell igen frappáns választ ad erre a kérdésre: Az az árfolyam tekinthető helyesnek, amely régi, tehát huzamosan tartható fenn. Így a változások irányára következtetni tudunk. Az alábbi táblázat ennek felmérésére tesz kísérletet.

	Maastricht-i konvergencia kritériumok	Várható felzárkózó kritériumok
Árfolyam	fix középárfolyam legalább 2 évig max+/-15% ingadozás	fix (közép)árfolyam 2 vagy több évig szűkebb ingadozási sávval vagy sáv nélkül
Árstabilitás	A 3 legjobban teljesítő ország számtani átlaga +1,5% alatti infláció	A követelmény számszerű könnyítése vagy relatív mutató, pld. GDP növekedéssel összehasonlítva.
Kamatkonvergencia	A 3 inflációt legjobban teljesítő ország 10 éves államkötvényhozamának számtani átlaga +2,0% alatti hozam	A követelmény számszerű könnyítése vagy relatív mutató
Költségvetési pozíció	A deficit nem haladhatja meg a GDP 3%-át.	A követelmény számszerű értékének szigorítása, esetleg az EMU átlagának előírása
Államadósság	A bruttó államadósság nem haladhatja meg a GDP 60%-át.	Nem valószínű változtatás.

Áprilisban az ECB Kormányzótanácsa megvizsgálta, hogy milyen álláspontot alakítson ki az euro alapú currency board rezsimek kapcsán. Úgy döntött, hogy esetenként fogja megvizsgálni ezeket a rezsimeket. Nem kívánja sem bátorítani a CBA-k bevezetését, sem pedig nem bátorítani. A CBA-t alkalmazó országok árfolyamrendszerük fenntartásával vehetnek részt az ERM 2-ben.

³⁰A helyzet e téren nem változott, a legfrissebb adatok is ezt mutatják.

Térjünk most vissza egy rövid időre a jegybank elemzéséhez: "A felértékelés nem tiltott, sőt az Európai Unió és az Európai Központi Bank is kinyilvánította, hogy a felzárkózó gazdaságokat jellemző reálfelértékelődés legmegfelelőbb módjának a nominális árfolyam felértékelődésével megvalósított pályát tekinti, szemben a partnerországokénál (s így az unióénál is) tartósan magasabb, moderált inflációval)"

Mind a korábbi fejezetben láttuk, ez a megoldás nem a legcélszerűbb a magyar gazdaság szerkezeti merevségei miatt. Ezen túlmenően azt is tekintetbe kell venni, hogy a currency board típusú rendszerek hatékonyabban teszik lehetővé az infláció mérséklését, mint az EU tagországok elvileg fegyelmezettebb gazdaságpolitikája. Írorszában ma magasabb az infláció, mint bármely kelet-európai valutatanácsot alkalmazó országban. Nem véletlen, hogy éppen Írország esetében mutatkoznak problémák, ahol egyszeri felértékeléssel átmenetileg sikerült az inflációt is a referencia értéként meghatározott szintre szorítani. Hasonló probléma merülhet fel Görögország esetében is, amely szintén egyszeri drachma felértékeléssel és egyéb egyszeri intézkedésekkel vált képessé a konvergencia kritériumok teljesítésére.

A Maastricht-i kritériumoknak az alkalmatlanságát arra, hogy a már működő monetáris unióhoz való csatlakozás feltételrendszerét jelentsék, a következő rövid gondolatmenet is világosan bemutatja: Minél inkább gyors lesz egy csatlakozásra váró tagállam felzárkózása, paradox módon annál kevésbé lesz esélye arra, hogy meg tudja felelni a konvergencia kritériumoknak. Hiszen minél magasabb a termelékenység növekedési ütem, annál nagyobb lesz az ennek következményeként bekövetkező egyensúlyi reálfelértékelődés. Ez két úton történhet: Stabil nominális árfolyam mellett, amely plusz inflációval jár, amely esetben annál nehezebb teljesíteni az inflációs referencia értéket, minél gyorsabb a felzárkózás. Elképzelhető tehát, hogy egy gyorsan felzárkózó ország nem lesz képes teljesíteni a belépés feltételeit, miközben egy lassan felzárkózó igen. Tekintsük át a következő végletet: a felzárkózás folyamata mindkét országban alacsony, az inflációs referencia érték teljesítéséhez elegendően alacsony infláció mellett megy végbe. Ebben az esetben is a gyorsabban felzárkózó ország esetében tapasztaljuk majd, hogy kisebb az esélye a konvergencia kritériumok teljesítésére, hiszen ennél az országnál lesz nagyobb a nominális árfolyam felértékelődés. Ez az egyetlen pont, amely indokolja a forint sávszélesítés végrehajtását, hiszen minél szélesebb az adott nemzeti valuta ingadozási sávja, annál hosszabb ideig tartható fenn együtt az alacsony inflációs ráta, a két évig formálisan rögzített árfolyammal, miközben a tényleges piaci árfolyam felértékelődik. Kérdés azonban, hogy mi értelme van egy ilyen típusú kozmetikázásnak. Természetesen az adott valuta felértékelése segít az infláció mérséklésében, de miután az árfolyamrögzítés megtörténik, az EMU-n belüli országok esetében ugyanúgy kialakul a regionálisan eltérő infláció, amelyet nem tudnak árfolyampolitikai eszközökkel befolyásolni. Amennyiben ez így van, nincs értelme az EMU belépés előtt sem ezt nem tudomásul venni. Hiszen éppen azokkal az országokkal vannak most problémák, amelyek nominális felértékeléssel támogatták a kritériumok teljesítését. Megítélésem szerint ezen a ponton az EMU belső folyamatai miatt már átalakulóban van az ezzel kapcsolatos álláspont. folyamatban van, hiszen milyen szakmai és morális alapon lehet elvárni bizonyos kritériumok teljesítését a belépni szándékozó országoktól, ha azoknak tagországok nem képesek megfelelni. Az EMU számára belső folyamatai miatt nincs más választás, mint hogy tovább lépjen a nemzeti gazdaságpolitikák koordinációjában. Az e téren való továbblépésről éppen a napokban jelent meg több hír is: terv formát öltött az az elképzelés, hogy csak fegyelmezett költségvetési politika esetén engedélyezzenek adócsökkentést a tagországoknak, valamint összehangolják a tőkejövedelem adóztatásának szabályait. Éppen ezért igen lényeges fejlemény, hogy a brüsszeli javaslat :az Ecofin

mintájára a jövő évtől kezdődően a tagjelölt országok pénzügyminiszterei önkéntes alapon folytassanak rendszeres konzultációt az EU illetékeseivel, főként költségvetésük helyzetéről.

A rigai bejelentések közül megítélésem szerint ez az, amelynek számunkra lényegi mondanivalója van. Az a kijelentés, hogy csak két évvel az EU tagság után támogatja az euro bevezetését a Brüsszeli Bizottság a tagjelölt országokban rossz hír, mert ez a mozzanat is beleilleszkedik az integrációs folyamat mostanában tapasztalható elbizonytalanodásába, lassulásába. Ettől eltekintve a nyilatkozat célja lehetett "verbális intervenció" az euro árfolyamának megerősítése érdekében. Éppen akkor hangzott el, amikor az euro/dollár árfolyam mélypontján volt, nem utolsósorban amiatt, mert Görögország felvételre való érettségét illetően nincsen teljes egyetértés. Az is teljesen érthető, mi több a leendő tagállamok számára is elsőrendű érdek, hogy a közös valuta stabilitása biztosítva legyen.

Az azonban tökéletesen érdektelen, hogy a Brüsszeli Bizottság támogatja-e az euro bevezetését vagy sem, mert e tekintetben nincsen döntési pozícióban. Nagy bizonyossággal megjósolható, hogy legkésőbb 2002-ben gyökeresen meg fog változni a Brüsszeli Bizottság álláspontja. Az euro bankjegy és érme formájában történő megjelenése ugyanis egy spontán euroizációt fog eredményezni az EMU országokhoz gazdaságilag és földrajzilag igen közel eső országokban. Azt, hogy ez milyen gyorsasággal fog lezajlani és milyen mértékű lesz, nehéz pontosan előre látni. Koszovóban, Boszniában, és Montenegróban már ma is a német márka a hivatalos fizetőeszköz. Ezekben az országokban az euro törvényes fizetőeszköz lesz. Bulgária és Észtország esetében is teljes bizonyossággal számíthatunk arra, hogy nem csupán spontán módon fog az euro használata elterjedni. Minél inkább távolodni látszik majd a reménybeli EU csatlakozás időpontja, annál erőteljesebb lesz a készlet ezen országokban arra, hogy minél hamarabb vezessék be az eurot törvényes fizetőeszközként. Egy régóta ismert közgazdasági törvényszerűség szerint a "jó pénz" kiszorítja a forgalomból a "rossz pénzt."³¹ A Brüsszeli Bizottságnak két momentummal is számolnia kell majd. Egyrészt az euro a bizottság szándékaitól teljesen függetlenül be fogja töltetni a pénz funkciókat mégpedig lényegesen szélesebb körben, mint az EMU tagállamok, a spontán euroizáció folyamata pedig annak függvényében lesz egyre erőteljesebb, minél gyengébb gazdaságú országokról van szó, és minél inkább tolódik időben egyre messzebb az EU csatlakozás időpontja.

VII. Milyen konkrét lépésekre van szükség?

Első lépésként a jelenlegi előre bejelentett csúszó leértékelést alkalmazó árfolyamrendszer mielőbbi felváltása a valutatanács rendszerével. Tartalékvalutának az eurot célszerű választani, a rögzítés árfolyamaként pedig technikai és makrogazdasági feltételek alapján is a 250 forint/euro árfolyam tűnik a legmegfelelőbbnek. A nominális forint felértékelés kiváló alapot teremtene egy határozottabb dezinflációs folyamat támogatásához, amelyre éppen most szükség lenne annak érdekében, hogy ne éledjenek fel újra az inflációs várakozások és ne törjön meg az infláció csökkenés folyamata. Technikai értelemben pedig a 250 forint/euro árfolyam könnyen kezelhető helyzetet teremtene a későbbi euro bevezetés során, hiszen a kerek átváltási arány lehetővé tenné egy optimális bankjegysorozat és címletstruktúra kialakítását. A nagyobb címletű forint bankjegyek fokozatos bevonásával folyamatosan lehetne növelni a forgalomban lévő euro bankjegyek arányát a későbbiekben.

³¹Ennek a folyamatnak ez erősségét nem tudjuk előre felbecsülni, de nem szabad elfelejteni, hogy spontán euroizáció számlapénz forma mellett jóval kevésbé lehetséges, másrészt az EMU-ból önkéntesen kimaradó országok stabil valutával rendelkező országok, amelyeknél nincsenek ebbe az irányba ható tényezők.

Második lépésben az euronak törvényes fizetőeszközként történő elfogadása és bevezetése 2002. január 1. és június 30. között az EMU tagországokhoz hasonlóan, de nem a forint helyett, hanem a mellett. Következésképpen Magyarországon nem pénzcseré zajlana le, és a folyamat némiképp különbözne az EMU-ban lezajló folyamattól, hiszen ott 2002. június 30. után a nemzeti valuták megszűnnek törvényes fizetőeszköznek lenni. Ezzel a lépéssel Magyarországon az 1999 előtti Luxemburgban alkalmazott pénzügyi rendszer jönne létre. A forint pedig ettől az időszaktól kezdve mint az euro váltópénze funkcionálna, és a forint fokozatosan kivonhatóvá válna a pénzforgalomból.

E lépések mellett célszerű mielőbb egy olyan előcsatlakozási program kidolgozása és meghirdetése, amely tartalmaz egy államháztartási konvergencia programot, amely világosan megjelöli, hogy mikor lesz képes, illetve mikor szándékozik Magyarország csatlakozni a Stabilitási és Növekedési Egyezményhez. Az Egyezmény feltételei valamennyi EU-tagországra vonatkoznak, nem teljesülésük esetén azonban csak az EMU-ban részt vevő tagországok szankcionálhatók. Következésképpen Magyarország, mindaddig, amíg nem EMU tag, szintén nem lenne szankcionálható az Egyezmény esetleges megsértéséért. Az Egyezményhez való önkéntes csatlakozás és követelményeinek betartása lényegesen kedvezőbb külső feltételeket teremtene a magyar gazdaság számára. (Hitelminősítési besorolás, országhoz tartozó felár, finanszírozhatóság és tőkebefektetések tekintetében.)³² Annak figyelembe vételével, hogy Magyarország az elkövetkező években nagy valószínűséggel képes lesz az EU-ét mintegy 2-2,5 százalékponttal meghaladó gazdasági növekedésre, és kicsi az esély rá, hogy recesszió következzen be, a konvergencia program legfontosabb kérdése praktikusán az, hogy mikorra ér el Magyarország kiegyensúlyozott költségvetési pozíciót.

2000. 06. 05.

³²A Stabilitási és Növekedési Egyezmény célja a nemzeti gazdaságpolitikák, ezen belül is a költségvetési politikák koordinációja. Az Egyezmény elsődleges célja, hogy a tagországok a konjunkturális ciklusok mélypontjain se rendelkezzenek túlzott defícittel. Ennek érdekében az országoknak fellendülés idején kiegyensúlyozott, illetve szufficites költségvetéssel kell rendelkezniük, amely recesszió idején is lehetővé teszi a túlzott deficit eljárás referenciaértékeinek betartását.

VIII. Irodalom

- A közös pénz – az euro. Külügyminisztérium.
- A monetáris politika múltja és jövője. Világgazdaság 2000. 04. 25.
- A monetáris politika működése széles árfolyamsáv mellett. (kézirat)
- André Szász: Az euro politikai háttere. Beszélő, 1999. március.
- Árfolyamelmélet Osiris - Láthatatlan Kollégium. Szerkesztette: Darvas Zsolt és Halpern László.
- Árvai Zsófia – Vincze János : Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a 90-es években. MNB Füzetek 1998/1.
- Balino – Enoch : Currency Board Arrangements. Issues and Experiences. IMF Occasional Paper. 1997
- Bankról, pénzről, tőzsdéről (Válogatott előadások a Bankárképzőben.) 1998.
- Békés Gábor : Optimális valutaövezetek, gazdasági integráltság és hasonlatosság : az Európai Unió példája. Közgazdasági Szemle 1998. július – augusztus
- Bognár Gábor: Valutatanács és fiskális kiigazítás. Napi Gazdaság 1999. 03. 08.
- Csaba László: Hogyan maradjunk ki az Európai Unióból? Beszélő 1999/4.
- Darvas Zsolt : Csúszó árfolyamrendszerek. MNB Műhelytanulmányok 16.
- Darvas Zsolt : Moderált inflációk csökkenése. MNB Füzetek. 1998/9.
- Darvas Zsolt : Reálárfolyam-változékonyság különböző árfolyam-rendszerekben. (kézirat)
- Darvas Zsolt – Simon András: A növekedés makrogazdasági feltételei, gazdaságpolitikai alternatívák. MNB Füzetek. 1999/3.
- Darvas Zsolt – Szapáry György : A nemzetközi pénzügyi válságok tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben. MNB Füzetek. 1999/10.
- Dezséri Kálmán: A közép- és kelet-európai országok kapcsolódása az EU monetáris rendszeréhez. Bankszemle 1997/9-10.
- ECB Monthly Bulletin February 2000. www.ecb.int
- Gáspár Pál – Várhegyi Éva: Az euro bevezetésének hatásai az EMU és Magyarország gazdaságára. Közgazdasági Szemle 1999/6.
- Gazdaságpolitika. Aula 1999. Szerkesztette: Veress József.
- Goldman Sachs Global Research: Currency Boards Transcript of a conference Call (1998. III. 24.)
- Halpern László - Neményi Judit: A konvergencia fiskális feltételei és az Európai Unióhoz való csatlakozás. Közgazdasági Szemle 2000/02.
- Horváth Ágnes – Szalai Zoltán : Gazdasági és Monetáris Unió. MNB Műhelytanulmányok 12.
- Horváth Ágnes – Szapáry György : Az európai Gazdasági és Monetáris Unió. Külgazdaság 1999/2-3.
- Horváth Ágnes – Varró László : Az új európai árfolyam-mechanizmus (ERMII) (kézirat)
- Jakab M. Zoltán : A valutakosár megválasztásának szempontjai Magyarországon. MNB Füzetek 1998/12.
- Jakab M. Zoltán – Szapáry György : A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. MNB Füzetek 1998/6.
- Jelentés az infláció alakulásáról. MNB 1998 november.
- Jakab M. Zoltán: A valutatanács rendszere. Bankszemle 1997/8.
- John Williamson: What Role for Currency Boards? Institute for International Economics 1995.

Josef C. Brada - Ali M. Kutan: The end of moderate inflation in three transition economies. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Kovács Mihály András : Mit mutatnak? MNB Füzetek. 1998/8.

Kopits György: A közép- és kelet-európai országok árfolyampolitikája az európai Gazdasági és Monetáris Unió összefüggésében. Külgazdaság 2000/2.

Köves András: Felvételi tárgyalások kezdetén. Mindannyiunkban van valami közös. Budapest, 1999. Kopint-Datorg Alapítvány.

Lőrincné Istvánffy Hajna: Nemzetközi pénzügyek. Aula 1999.

Lőrincné Istvánffy Hajna: Robert Mundell, avagy egy "nonkonformista" közgazdász Nobel-díja. Közgazdasági Szemle. 1999. december.

Magyarország Európai Unióhoz történő zökkenőmentes csatlakozásának előfeltételeiről. Külgazdaság 2000/1.

Magyar Nemzeti Bank Havi jelentés 1998/10.

Mérsékelt Infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai. MNB. szerk: Carlo Cottarelli – Szapáry György.

Mihályi Péter: Euro: Ej, ráérünk arra még...? Népszabadság. 2000. 04. 12.

Monetary Developments and Policy Survey (EESTI PANK) Tallin 1998.

Napi Gazdaság. 1998. December 12.

Monetáris politika Magyarországon. Magyar Nemzeti Bank 2000 május. www.mnb.hu

Neményi Judit: Az Európai Unióhoz való felzárkózás előfeltételei Magyarországon. Külgazdaság 2000/2.

Oblath Gábor: A maastrichti szerződés fiskális kritériumai és a hazai fiskális helyzet értelmezése. Mindannyiunkban van valami közös. Budapest, 1999. Kopint-Datorg Alapítvány.

Peter Backé: Exchange Rate Regimes in Central and Eastern Europe. Focus on Transition 2/1999 Oesterreichische Nationalbank. www.oenb.at

Regional Economic Assessment of the Baltic States, 2000: insights from a decade of transition. OECD 2000 February.

Robert Mundell: The Euro and the Stability of the International Monetary System. 1999. Január. www.columbia.edu

Rudi Dornbusch - Francesco Giavazzi : Hard currency and Sound credit: A financial agenda for Central Europe. 1998 május. www.mit.edu

Steve H. Hanke – Kurt Schuler : Rubelkonvertibilitás : a keynesi megoldás. Külgazdaság 1992/2.

Steve H. Hanke – Kurt Schuler : A Dollarization Blueprint for Argentína.

Tóth László : Tájékoztató az Európai Monetáris Intézet (EMI) tevékenységéről (kézirat)

Tsang Shu-ki : Is a Currency Board System Optimal for Hong Kong?

Tsang Shu-ki : Currency board the answer to rate stability

Tsang Shu-ki : Currency Board Complications: The AEL Model for Hong Kong?

Surányi György: A fenntartható inflációcsökkentés feltételei. Bankszemle 1997/9-10.

Tájékoztató az Országgyűlés részére az 1999. évi monetáris politikai irányelvekről. 1998. november.

A 2000. évi monetáris politikai irányelvek. 1999. november.

Vojnits Tamás: Euro: lehetőségek és kockázatok. Beszélő, 1999. március.

Vojnits Tamás - Oláh György: Hungary: Set for Convergence. 2000. Január. OTP Securities.