



**ICEG EC**

**International Center for Economic Growth  
European Center**

# **MUNKAFÜZET 5.**

**BEBESY DÁNIEL:**

**AZ ERM II: HORGONY VAGY CÉLPONT?**

**2004. JÚNIUS**

**14 Korompai Street, H-1124 Budapest, Hungary**

**Tel: +36 1 248 1160 E-mail: [icegec@axelero.hu](mailto:icegec@axelero.hu) Website: [www.icegec.org](http://www.icegec.org)**



**International Center for Economic Growth**  
**Európai Központ**

---

# **MUNKAFÜZET 5.**

**BEBESY DÁNIEL:**

**AZ ERM II: HORGONY VAGY CÉLPONT?**

**2004. JÚNIUS**

## TARTALOMJEGYZÉK

Tartalomjegyzék	3
I. Bevezetés	4
II. Nemzetközi tendenciák – Régiós tapasztalatok	5
III. Az ERM II intézményi keretei	7
IV. Homályos megfogalmazások - az ERM II politikai kontextusa	12
A) Nominális és reálkonvergencia	12
B) A klubtagok és csatlakozni kívánók	14
V. Bizonytalanságot jelentő faktorok	16
A) Mi is az árfolyam-stabilitás?	16
B) Intervenció	18
VI. Spekulációs kitettség, nagyfokú volatilitás	20
VII. Nyomás az erős oldalon	24
A) Egyensúlyi felértékelődés - a Balassa-Samuelson hatás	25
B) Az ERM II és az inflációs célkitűzés rendszere	28
VIII. Az ERM II sávközepének megállapítása	33
A) Hol tartunk ma?	34
B) Korábbi tapasztalatok	36
X. Időzítés és stratégiák	42
XI. Összegzés	46
Irodalomjegyzék	48

## **I. BEVEZETÉS**

A napokban született kormánydöntés szerint a gazdaságpolitikai döntéshozók felülvizsgálták az euró-zóna csatlakozás korábbi 2008-as céldátumát és 2010-re halasztották a közös pénz átvételét. A GMU belépést megelőző, kötelezően előírt ERM II-es árfolyam-mechanizmushoz való csatlakozásunk időzítésével kapcsolatban a pénzügyminiszter annyit mondott, hogy azt a 2005-ös gazdasági teljesítmény függvényében ítélik majd meg.

A korábbi, a 2003 nyarán a piaci turbulencia közepette ismertetett stratégia még az EU csatlakozást követő lehető legkorábbi ERM II belépéssel számolt. A döntéshozók akkor az ERM II árfolyam-mechanizmusban a pénzpiacok stabilitásának egyértelmű zálogát látták, egyfajta katalizátor szerepet szántak a rendszernek, mely az árfolyam-ingadozások korlátozásával, a várakozások lehorgonyzásával ösztönzőleg hat a felzárkózási folyamatra.

Ez a tanulmány azt vizsgálja, hogy az ERM II rendszere milyen körülmények között képes megfelelni az előzetes várakozásoknak a konvergenciafolyamat elősegítését illetően, illetve milyen veszélyekkel, kihívásokkal kell számolnunk a mechanizmus életbelépésével. A dolgozat szerkezete a következő: A második rész röviden bemutatja, hogy az árfolyamrezsimek alakulásában milyen tendenciák voltak megfigyelhetők a nemzetközi szinten az elmúlt években, a figyelem középpontjába állítva a 90-es évtized valutaválságaira adandó válaszokat. A harmadik rész vázolja az előtünk álló ERM II árfolyam-mechanizmus intézményi rendszerét. Ezt követően a negyedik rész azt taglalja, hogy az ERM II rendszerét meghatározó nem mindig egyértelmű szabályok következtében az árfolyam-stabilitási kritérium inkább egyfajta reálkonvergencia kritériumhoz hasonlít, melynek elbírálásánál szerepet kaphat a politikai akarat. Az ötödik rész az ERM II azon nem egyértelmű szabályait, meghatározásait mutatja be részletesen, melyek következménye a bizonytalanság. A hatodik rész, a bizonytalanságot alapul véve foglalkozik az ERM II spekulációs kitettséggel, tekintettel a magyar makrogazdasági helyzetre, illetve a pénz- és állampapír piaci viszonyokra. A hetedik rész a spekuláció kapcsán annak egy ritkább, de nem kevésbé veszélyes esetét, a felértékelődési nyomást vizsgálja az ERM II esetében. Az árfolyamot érő különböző nyomások, és az ERM II optimális centrális paritásának a kijelölése kapcsán a nyolcadik rész az egyensúlyi árfolyammal kapcsolatos dilemmákat vázolja. A kilencedik rész az ERM II-be való belépés időzítését tárgyalja, áttekintve az EU-hoz most csatlakozó országok ide vonatkozó stratégiáit.

## **II. NEMZETKÖZI TENDENCIÁK – RÉGIÓS TAPASZTALATOK**

Az ERM II árfolyamrendszer lehetséges működésének vizsgálatánál elengedhetetlen az elmúlt évtizedek nemzetközi árfolyamtendenciáinak gyors áttekintése. A lehetetlen hármasság az az összefüggésrendszer, amely szemléletesen magyarázza, hogy az 1980-as és az 1990-es évek elején a stabilizációs programok keretében előszeretettel alkalmazott rögzítési árfolyamrendszerek miért torkollottak később nagy számban valutaválságba. A hivatalos ajánlás a probléma kezelésére a két pólusos (bipolar view) szemlélet volt, mely egyrészt az intézményes rögzítést, a valutatanácsot, illetve a szabad lebegtetés alkalmazását javasolta.

Az 1990-es évek valutaválságait megelőzően a kelet-közép európai országok nagy része a rögzített árfolyamrendszert választott, az árfolyamot használva nominális horgonyként a stabilizációs periódus során. Eleinte tulajdonképpen az összes árfolyamrendszer alkalmasnak bizonyult, többnyire beváltották a stabilizációs politikák keretében a hozzájuk fűzött reményeket. Mivel nem létezett egy olyan kitüntetett, optimális árfolyamrendszer amely az összes közép-kelet európai ország esetében működött volna, az EU főhatóságai a heterogenitást tudomásul véve úgy döntöttek, hogy az EU-csatlakozásig nem jelölnek ki a csatlakozók számára kötelező árfolyamrendszert, és az euró bevezetéséhez vezető folyamat során mindvégig egyedileg értékelik majd a különböző országok helyzetét, stratégiáját (ECB, 2003).

Az árfolyamrendszerek korábbi heterogenitása ellenére válaszlépként a 90-es évek valutaválságaira az évtized második felétől a régiókban is megfigyelhető volt a trendszerű elmozdulás a két pólus irányába, ugyanakkor számos kétség merült fel a bipolar view létjogosultságát illetően.

Számos tanulmány említi a magyar csúszóleértékelést mint köztes árfolyamrendszert, amely jelentős sikereket ért el, habár el kell ismerni, hogy működését számos egyszeri, azóta megszűnt tényező segítette. Az intézményes rögzítés, a valutatanács alkalmazhatóságával kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a régiókban olyan országok esetében működött sikeresen, ahol alacsony volt az államadósság szintje, a folyó fizetési mérleg hiány jelentős részét a működőtőke-beáramlás fedezte és a termelékenységhez képest alacsony volt a bérszínvonal. A kétpólusos szemlélet alkalmazhatóságának legszembetűnőbb problémája a régiós tapasztalatok alapján azonban a szabad lebegtetéshez kapcsolódik. A közép-kelet európai országok a rugalmas árfolyamrendszerhez eleinte a következő reményeket fűzték: a spekulációs támadások valószínűségének a csökkenése, az egyensúlyi árfolyam fokozatos

kialakulása és független monetáris politika, melynek segítségével tovább folytatható a dezinfláció, és különböző sokkok is kezelhetők. A valóság azonban sok esetben nem igazolta vissza az előzetes várakozásokat, nem alakult ki a gazdasági növekedés számára kedvező egyensúlyi árfolyam, a régióban reálfelértékelődési trend bontakozott ki. Az árfolyamrendszer nem nyújtott védelmet az elsősorban felértékelődési spekulációk képében jelentkező külső sokkok ellen sem. Az egyik fontos tanulság volt, hogy bár egy lebegő árfolyamrendszer nem omolhat össze, még nem feltétlenül járul hozzá a makrogazdasági stabilitáshoz: liberalizált tőke mozgások mellett az árfolyam nem pufferként működik, hanem maga is sokkok forrása, felerősítve a valuta túl-, illetve alulértékelttségét, így fokozva az instabilitást (Bofinger 2000).

A kétpólusos szemlélettel szemben megfogalmazott fenntartások még nem jelentik azt, hogy a rögzített árfolyamrendszerekkel szemben megfogalmazott kritikák ne lennének relevánsak. Ezek után a kérdés az, hogy mennyire lesz életképes az ERM II, amely tulajdonképpen egy sávosan rögzített rendszer?

### **III. AZ ERM II INTÉZMÉNYI KERETEI**

AZ ERM II rendszerét az Európa Tanács 1997-es amszterdami konferenciáján született állásfoglalás véglegesítette. Mint intézmény 1999-ben lépett életbe a GMU harmadik szakaszának<sup>1</sup> időszakában, felváltva a korábbi ERM I-et. Két jelentős esemény befolyásolta az új monetáris rendszer kialakítását. Egyrészt az 1992-93-as ERM I válság bizonyította a nagyon szűk (2,25%) sávú rendszerek életképtelenségét, még olyan fejlett gazdaságok esetében is mint a nyugat-európai országok. A másik döntő tényező az euró 1999-es bevezetése volt, hisz így az ERM II a multilaterális ERM I-hez képest már egy bilaterális rendszer lett, ahol a résztvevő valutákat az euróval szemben rögzítették. Két ország, Dánia és Görögország vett részt rögtön az 1999. január 1-i bevezetéstől kezdődően az ERM II rendszerében. Dánia még mindig tag, így a mai napig csak Görögország vitte végig a kétéves tesztperiódust az euró bevezetését megelőzően.

Az ERM II-be való belépés időzítése az EU csatlakozást követően tulajdonképpen opcionális, azonban a rendszerben való részvétel a maastrichti kritériumok egyike, és így a teljesítése a közös pénz átvételének feltétele, ami viszont kötelező az EU-ba újonnan belépők számára (no opt-out). Mivel a most csatlakozó országok számára az euró bevezetése nem választás kérdése, előbb vagy utóbb az ERM II rendszerben is részt kell venniük (EU Commission, 1998).

Evvel kapcsolatban érdemes megjegyezni, hogy az ERM II nem egy specifikus monetáris rezsim, hanem inkább egy olyan rendszer, ami kijelöli kereteket az alkalmazott árfolyamrendszer számára (Bank of Slovenia, 2003). Az ECOFIN nizzai csúcsra készített jelentése azonban pontosan meghatározza azokat az árfolyamrezsimeket, amelyek működtetése összeegyeztethetetlen az ERM II-vel. Ezek a következők: szabad lebegtetés, menedzselt árfolyam központi paritás nélkül, csúszó árfolyam, és az összes olyan rögzítés, ahol az adott ország valutájának az értéke nem az euróval szemben határozódik meg. Az árfolyam-stabilitási kritérium teljesítését, és így az ERM II-nek való sikeres megfelelést jelentheti azonban az olyan valutatanácsok működtetése, ahol az árfolyamparitás az euróval szemben határozódik meg. Az EU főhatóságai ezt elsősorban azért engedélyezték, mert a balti országok esetében - melyek a konvergencia-folyamatban jelentősen előrehaladottnak mondhatók - sok éve sikeresen alkalmazzák a valutatanács intézményét, és így az euróval

---

<sup>1</sup> A harmadik szakasz 1999 január elsejével lépett életbe, az időszak célkitűzései között az Európai Központi Bank kialakítása, az árfolyamok visszafordíthatatlan rögzítése és a közös pénz bevezetése szerepelt. 1999-ben négy tagállam nem vezette be a közös pénzt, Anglia és Dánia kívül maradási joggal (opt-out clause) bírtak, míg Svédország és Görögország nem teljesítették maradéktalanul a maastrichti kritériumokat.

szembeni végső rögzítés előtt csak instabilitást okozna egy másfajta monetáris rezsím bevezetése. Az ERM II teljesítését valutatábla alkalmazásával végző országok esetében is megállapodás kell, hogy szülessék az Európai Központi Bank (ECB), az euró-övezet pénzügyminiszterei, a Bizottság és az adott ország nemzeti bankja között a rögzítési árfolyamot illetően. Ez az oka annak, hogy az EU főhatóságai nem engedélyezik az úgynevezett egyoldalú euroizációt, a nemzeti valutának az euró zónához való csatlakozás előtti megszüntetését, hisz akkor nem tudják befolyásolni a paritást (Buiter-Grafe, 2002). Buiter azonban megjegyzi, hogy az euró bevezetése párhuzamos valutaként ettől még lehetséges, és ez elméletileg olyan szélsőséges helyzetet is eredményezhet, ahol a hazai valutát formálisan nem szüntetik meg, azonban az csak jelkép marad, és így az ECB-nek nem lesz lehetősége a rögzítési árfolyam befolyásolásában.

A csatlakozni kívánó országok számára már az ERM II-be való belépést megelőzően az is megkötést jelent, hogy a csatlakozásig a monetáris politikájukat közös érdek szerint kell, hogy alakítsák „as a matter of common concern”, annak ellenére, hogy mint korábban is jeleztem, az EU főhatóságai nem írnak elő ajánlott vagy kötelező árfolyamrendszert (EU Council, 1998). A monetáris politika közös érdek szerinti alakítása központi tényezője az ERM II-nek is, ami tulajdonképpen a valutaleértékeléstől való tartózkodást jelenti. Ez a kritérium fontos lehet egyrészt a többi, az eurót szintén bevezetni szándékozó ország szempontjából, hisz ha egy ország a leértékelést választja a versenyképességének időleges megnövelésére, azzal a többi csatlakozó ország konvergencia folyamatát lassítja a „beggarthy-neighbour policy”. Kontolemis tanulmányában ezen káros hatások számszerűsítésre tesz kísérletet, és arra a következtetésre jut, hogy azok jelentősek lehetnek (Kontolemis 2003).

A közös érdek fogalma az euró-övezet szempontjából is értelmezhető, és az ERM II ebben a tekintetben felfogható egy tesztperiódusként, melynek során a résztvevőknek bizonyítaniuk kell, hogy a gazdasági teljesítményük, növekedésük fokozása érdekében nem folyamodnak a leértékelés eszközéhez, hisz erre a közös pénz átvétele után sem lesz lehetőségük. A kétéves vizsgálati periódus így egyfajta garancia az euró-övezet számára, arra nézve, hogy a csatlakozni kívánó ország gazdasága működőképes lesz –e a véglegesen rögzített árfolyamok mellett. Az ECB egy 1998-as állásfoglalásában a következőképpen indokolják, hogy a monetáris politikát miért szükséges a közös érdeknek alárendelni (ECB Agreement, 1998):

*„A stabil gazdasági környezet, mely elengedhetetlen az egységes piac súrlódásmentes működéséhez, és előfeltétele a magasabb beruházási, növekedési és foglalkoztatási ráták elérésének, minden tagállam érdeke. Az egységes piacot nem veszélyeztethetik az egyensúlytól eltért reálárfolyamok (misalignments), és nem engedhetők meg jelentős*



*nominális árfolyam ingadozások sem, az euró és más EU tagország valutájának a viszonylatában, hisz azok károsan hatnak a tagállamok között folyó kereskedelemre. Az Európai Közösséget (European Community) alapító egyezmény 109. bekezdésben (article) a tagországokat arra kötelezik, hogy monetáris politikájukat a közös érdeknek alávetve folytassák.”(ECB Agreement, 1998).*

Az ERM II rendszer lényegét, célját az eddig elmondottakat továbbgondolva úgy lehetne megfogalmazni, hogy ez egy olyan monetáris mechanizmus, amely az euró-zónán belüli tagok és a csatlakozni kívánó országok érdekeit próbálja meg összehangolni. Egyrészt megfelelő biztosítékot nyújt a már bentlévők számára a csatlakozni kívánók gazdasági stabilitását illetően, ugyanakkor védi az újonnan érkezőket egy esetleges valutaválságtól. Az ERM II-vel kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy ez a rendszer nem egyszerűen egy „előszoba”, ahol a jelölt országnak az euró bevezetése előtt két évet kell eltöltenie, hanem a reál és nominális konvergencia színtere, tehát az árfolyamrendszernek támogatnia kell a felzárkózási folyamatot (Braga, Reisen, 2003). Braga és Reisen ezt a gondolatot úgy fogalmazza meg, hogy az ERM II keretében alkalmazandó  $\pm 15\%$ -os ingadozási sávnak a célja a „float in order to fix”, vagyis a rugalmasság szükséges ahhoz, hogy teljesíteni lehessen azokat a stabilitási kritériumokat, amelyek a közös pénz átvételének a feltételei. Az ECB dokumentumaiban a következő olvasható az ERM II szerepéről:

*„ Az ERM II rendeltetése, hogy segítse az euró övezethez nem tartozó tagországokban a stabilitás megteremtését, elősegítse a konvergenciát, és így megkönnyítse az euró átvétele érdekében tett erőfeszítéseket. (ECB Agreement, 2000)”*

Ahhoz, hogy az eddig elmondottak érthetőbbé váljanak, nem kerülhető meg az EU főhatóságai által hozott az ERM II-t meghatározó, konkrét döntések ismertetése. Az ERM II intézményi kerete a következő:

- Meghatározásra kerül az adott ország valutájának a központi paritása az euróval szemben hat tizedes számjegyig. A sávközép kialakításában részt vesz az ECB, az ECOFIN, az Európai Bizottság, és az adott ország nemzeti bankja és pénzügyminisztériuma.
- A sávközép körül  $\pm 15\%$ -os ingadozási sáv engedélyezett, azonban közös megegyezés alapján lehetséges egy szűkebb  $\pm 2,25\%$ -os sáv alkalmazása is, elsősorban olyan országok esetében, ahol az árfolyam már korábban is jelentős stabilitást mutatott egy ERM II kompatibilis rendszerben (European Council, 1997). Ilyen ország például Dánia, ahol a korábban kialakult árfolyam hitelesnek bizonyult,

és így nem volt szükség annak széles lebegési sávon belüli tesztelésére. A szűkebb sáv alkalmasságának felülvizsgálatát a korábbi megegyezésben részt vevő tagok bármelyike kezdeményezheti (ECB Agreement, 1998).

- A sávközép módosítható annak érdekében, hogy elkerülhető legyen a tartós félreértelmezés (misalignment) kialakulása. A változtatást<sup>2</sup> az eredeti paritás kialakításában közreműködő bármelyik fél kezdeményezheti (ECB Agreement, 1998). A módosításra nagyobb rugalmasság nyílik az ERM II keretében, mint az elődjénél, az ERM I-nél, ugyanis míg az utóbbi egy multilaterális rendszer, addig ez előbbi esetében a paritás kialakítása aszimmetrikus módon történik, vagyis a tagok a valutájuk értékét csak az euróval szemben definiálják. A különbséget az indokolja, hogy míg az ERM I esetében a cél a résztvevők egymás közötti konvergenciájának az elősegítése volt, addig az ERM II esetében a konvergencia az euró-zónára és a csatlakozni kívánó perifériára vonatkozik.
- A sávszéleken az intervenció az ECB rövid lejáratú finanszírozási eszközének (very short term financing facilities) igénybe vételével elméletileg automatikus és korlátlan, azonban az ECB és az adott ország nemzeti bankja felfüggesztheti a beavatkozást abban az esetben, ha úgy ítéli meg, hogy az veszélyezteti az elsődleges célkitűzést, az árstabilitást. Az ECB meghatározása szerint a döntésnél tekintettel lesznek minden releváns tényezőre, különösképpen a stabilitás fenntartásának fontosságára, és az ERM II hiteles működésének megőrzésére (ECB Agreement, 1998).
- Az árfolyamalakulás befolyásolásával kapcsolatban meg kell említeni, hogy lehetőség nyílik a sávközbeni intervenció alkalmazására, közös megegyezés alapján az ECB segítségével. A sávszéli intervencióval szemben a sávon belüli beavatkozás alkalmával az ECB nem nyújt korlátlan támogatást, az intervenció lehetséges mértékét a jelölt ország központi bankja az ECB-vel egyeztetve előzetesen állapítja meg.

Az árfolyamkritérium teljesítése abban az esetben tekinthető sikeresnek, ha a rendszert két éven keresztül feszültségmentesen lehet működtetni. A +/-15%-os sávból a gyenge oldalon való kilépés, vagy a sávközép kényszerű leértékelése a mechanizmus automatikus bukását

---

<sup>2</sup> A sávközép változtatásán a felértékelés értendő, habár a hivatalos dokumentumokban csak az egyoldalú leértékelés lehetőségét zárják ki. A múltbeli tapasztalatok és az eddig elhangzott nyilatkozatok alapján azonban arra következtethetünk, hogy a sávközép leértékelése semmilyen módon nem lehetséges, ezért ezzel a lehetőséggel a dolgozatomban a továbbiakban nem foglalkozom.

jelenti. Ilyen esetben újra indul a kétéves tesztperiódus. Az ERM II sikeres teljesítésének a kritériumaira a későbbiekben még visszatérek.

Magyarország ERM II csatlakozása esetén nincs szükség a jelenlegi árfolyamrendszerünk gyökeres átalakítására, ellentétben a régiónk számos országával, ugyanis a mostani rendszerünk már kvázi-ERM II rendszernek tekinthető. Három lényeges különbségre a jelenlegi rendszer és az ERM II között azonban érdemes felhívni a figyelmet (Bihari-Magi, 2004). A mostani magyar árfolyamrendszerben a középárfolyam egyoldalú magyar döntés, kijelölésekor nem kellett egyeztetni az uniós hatóságokkal. A másik különbség, hogy a jelenlegi rendszerben a jegybank nem alkalmazott következetesen sávközbeni intervenciót, ami az ERM II alatt a sávközéptől számított 2,25 százalékos gyenge oldalon elkerülhetetlen lesz. Harmadik jelentős különbséget pedig az ERM II rendszerének az ECB által való támogatottsága jelenti.

Az ERM II fentiekben ismertetett rendszere a maastrichti kritériumrendszer részeként a többi kritériummal együtt egy átfogó ellenőrző, felügyeleti rendszer. Braga és Reisen egy ilyen „multilateral surveillance framework” alkalmazásában látja annak biztosítékát, hogy az elmúlt évekre jellemző, az árfolyamrendszerek kétpólusúvá válásának trendje ellenére, egy ERM II típusú köztes árfolyamrendszer működtethető legyen (Braga-Reisen, 2003). A gazdaságpolitikai koordináció az, ami az ERM II-t nagyban megkülönbözteti az ERM I-től. Az átmeneti, fejlődő gazdaságokban a monetáris politika egy ilyen koordináló intézmény hiányában könnyen hiteltelenné válik. A szerzők ugyanakkor elismerik, hogy egy ilyen felügyeleti rendszer akkor tud hatékonyan működni, ha a résztvevők maguk is törekednek a célok elérésére, azokat nem külső kényszerként élik meg.

A kelet-közép európai országok nem alakítottak ki maguknak egy ilyen közös ellenőrző-felügyelő rendszert, annak ellenére, hogy egyesek szerint a CEFTA ennek alapjául szolgálhatott volna, és így a maastrichti kritériumoknak kell betölteniük ezt a szerepet. Az utóbbiak alkalmasságát azonban számos tanulmány kérdőjelezi meg.

Felmerült olyan javaslat is, hogy a Nyugat-Európában 1979-ben bevezetett EMS mintájára a kelet-közép európai országok egy Közép-Európai Monetáris Rendszert (CEMS) alakítsanak ki, melynek feladata a tagországok monetáris politikájának az összehangolása lenne (Andor, 2003). Kérdéses persze, hogy egy ilyen rendszer mennyivel funkcionálna jobban mint az ERM II?

## **IV. HOMÁLYOS MEGFOGALMAZÁSOK - AZ ERM II POLITIKAI KONTEXTUSA**

Az előző részben bemutattam az ERM II intézményének a keretfeltételeit, szabályrendszerét, és tömören próbáltam megfogalmazni, hogy mi is a rendszer fő célja. Ahhoz, hogy egy árfolyamrendszer betölthessen stabilizáló, horgony szerepet és hozzájáruljon a gazdasági növekedéshez - ami az ERM II-nek is deklarált célja- világos és egyértelmű szabályozottságra van szüksége. Az ERM II esetében a horgony szerepet erősíti az a tény, hogy a hagyományos rögzítésekkel szemben ennek rendszernek tiszta kilépési stratégiája (exit strategy) van; az euró bevezetése. Az ERM II intézményének helyenként nem egyértelmű, homályos megfogalmazása azonban a stabilizáló célt veszélyezteti. A problémát tovább élezi az a politikai-gazdaságtani kontextus, ami csatlakozni kívánó országok, és az euró-zóna kapcsolatát jellemzi.

### **A) NOMINÁLIS ÉS REÁLKONVERGENCIA**

Az euró-övezethez való csatlakozás feltétele a maastrichti kritériumok által kijelölt nominális változókra vonatkozó küszöbértékek feszültségmentes, hosszú távon is fenntartható teljesítése. A nominális konvergencia mellett az EU főhatóságai az utóbbi időben egyre inkább hangsúlyozni kezdték a csatlakozni kívánó közép-kelet európai országok számára a konkrét számérték nélküli reálmutatók teljesítését. A konvergenciamutatók mint csatlakozási kritériumok szerepét a különböző tanulmányok eltérően ítélik meg.

A Csajbók-Csermely (2002) szerzőpáros által szerkesztett MNB-tanulmány a nominális konvergencia-kritériumok jelentőségét abban látja, hogy így olyan monetáris unió jöhet létre, amelyet nemcsak a működtethetőség, illetve a célszerűség – amit egyébként az optimális valutaövezetek elméletéből származtatott reálkritériumok biztosítanak – de a hosszú távú monetáris stabilitás is jellemez. Eszerint a kritériumok az országok érettségének megállapításán kívül arra is jók, hogy ha a monetáris stabilitást közjósággként fogjuk fel, akkor annak költségeit arányosan viseljék a közösség tagjai (azaz kizárható legyen potyautazás). A szerzőpáros szerint az objektív nominális küszöbszámok bevezetését még az is indokolja, hogy így a csatlakozási tárgyalások során nem nyílik tere a szubjektív mérlegelésnek. Emiatt ugyanakkor politikai alkukra sincs lehetőség, amik adott esetben akár méltányossági, akár hatékonysági megfontolásokból születhetnének, és így ez az uniós szintű kollektív cselekvés korlátját is jelenti.

Ezzel szemben más tanulmányok (Lavrač-Zumer 2003 vagy Babetski et al. 2003) a reálkonvergencia elsődlegességét hangsúlyozzák, és arra mutatnak rá, hogy a tranzíciós folyamat végén tartó, csatlakozásra váró kelet-közép-európai országoknál a szerkezeti és a

reálkonvergencia valósabb képet ad a gazdaság fejlettségi állapotáról, mint a nominális küszöbszámok. A nominális kritériumok vizsgálatának abban az esetben van valódi értelme, ha a különböző országok ténylegesen összehasonlíthatók, többé-kevésbé azonos a gazdasági szerkezetük, fejlettségük, vagyis ha már végbement bizonyos fokú reálkonvergencia. A szerzők szerint a képlékeny, nem számszerűsített reálkonvergencia-kritériumok kilátásba helyezésének az volt a ki nem mondott célja, hogy késleltethető legyen az olyan országok csatlakozása, amelyek az ECOFIN szerint még nem érettek az euró bevezetésére, viszont a nominális referenciaértékeket már teljesítették. Ezek a kritériumok már mozgásteret biztosíthatnak a politikai szempontok figyelembe vételéhez- igaz csak az egyik oldal számára.

Érdemes megjegyezni, hogy az euró 1999-es bevezetését megelőző konvergencia olyamat esetében a kritériumok elbírálásánál az EU főhatóságai a nominális küszöbszámok tekintetében is nagyfokú „rugalmasságot” tanúsítottak. Kedvező elbírálás alá esett számos esetben az adósságráták nagysága, illetve a költségvetési deficit mérésekor is sok vitatható eset felett szemet hunytak. A dolgozat tárgya szempontjából pedig különösen fontos, hogy az ERM esetében is történtek rugalmas értelmezések. Olaszország és Finnország 1999 január elsején az elsők között vezette be a közös pénzt annak ellenére, hogy a csatlakozásukra vonatkozó döntés idején még nem töltötték el a szükséges két évet az ERM-en belül (Buiter-Grafe, 2002). A szerződésben az árfolyam-stabilitásra vonatkozó kétéves periódust úgy határozzák meg, hogy az a vizsgálatot közvetlenül megelőző két évet jelentse. Olaszország az 1992-93-as ERM válság után 1996 november 25-én, Finnország pedig október 14.-én csatlakozott újra a rendszerhez. Mindkét ország esetében az euró bevezetéséről szóló döntés a kilenc másik jelentkező országgal egyidőben, 1998. május 2-án született meg. Az Európai Bizottság konvergencia-jelentésében a két országra vonatkozóan az olvasható, hogy annak ellenére, hogy csak 1996. októbere, illetve novembere óta vesznek részt az ERM rendszerében a valutájuk megfelelő szintű stabilitást mutatott a megelőző két évben (European Commission, 1998). A bizottsági jelentés tehát ott „csúsztat”, hogy megelőző két évről beszél a vizsgálatot megelőző két év helyett. Ez pedig azt jelenti, hogy az árfolyam-stabilitásra vonatkozó kritérium teljesítése függetleníthető az ERM tagságtól. Görögország példája, ahol a stabilitást már az ERM II rendszerében kellett bizonyítani, szintén azt mutatja, hogy másfél éves tagsággal is be lehet kerülni az euró-övezetbe, ugyanis a jelölt 1999. január elsején csatlakozott az ERM II-höz, és 2001. január elsejével vezette be a közös pénzt.

Annak ellenére, hogy Magyarország szempontjából az elmúlt év jelentős árfolyam volatilitása miatt a kétéves periódus fentebb említett eltérő értelmezése nem jelenthet plusz mozgásteret, fontos kiemelni, hogy az árfolyam-stabilitásra vonatkozó nominális kritérium elbírálásakor nagy szerepe van a politikának. Noha az ERM II rendszere a maastrichti nominális kritériumok egyike, az árfolyam-stabilitásra vonatkozó feltételrendszer sok esetben inkább a reálkonvergenciára vonatkozó kritériumokhoz hasonlít, hisz mint ahogy majd a későbbiekben láthatjuk elbírálása számos szubjektív, konkrétan nehezen meghatározható feltételen múlik. Az utóbbiak azt eredményezik, hogy az ERM II értékelésénél a gazdasági tényezőknél kívül szerepet kaphat a politikai kontextus is.

## **B) A KLUBTAGOK ÉS CSATLAKOZNI KÍVÁNÓK**

Az EMU-csatlakozással kapcsolatban gyakori vita tárgya volt az elmúlt pár évben, hogy mit nyernek a tagsággal a csatlakozni kívánók. Mára a belépés időzítését kivéve megegyeznek a szakmai vélemények az előnyöket illetően, azonban továbbra is vitatott, hogy milyen érdekük fűződik a már bentlévőknek a bővítéshez. Az előnyök és a hátrányok tisztázása azért kívánatos, mert meghatározzák azokat az erővonalakat, amelyek mentén a tárgyalási pozíciók kirajzolódnak.

Az EU főhatóságai részéről gyakran hangzanak el olyan nyilatkozatok, melyekből kitűnik, hogy „ők” nem sürgetik a csatlakozást, és inkább egy hitelesebb, kevésbé ambiciózus céldátumot tartanának kívánatosnak. Az ő szemszögükből érthető ez a magatartás, hisz az EMU-bővítés felveti ugyanazokat az intézményi-eljárási-döntéshozatali problémákat, amelyek az EU bővítése vagy akár az Európai Alkotmány létrehozása során előkerültek. A halogató magatartás mellett szól az is, hogy a monetáris unió belül nehézségeket okoz a különböző gazdasági helyzetben lévő országok számára az optimális monetáris politika kialakítása. Ismét felmerülne a „one size fits all” problémája, mint annak idején Írország esetében tapasztalhattuk. Az euró-zóna tagországai számára a jelenlegi helyzet tökéletesen kielégítő, hisz már most is nagyfokú kontrollal rendelkeznek a csatlakozni kívánók gazdaságpolitikája felett, és az ERM II pedig biztosítja számukra, hogy a majdani tagok nem nyúlhatnak a leértékelés eszközeihez versenyhelyzetük javítása érdekében (Fölsz, 2003). Ez a fajta halogató taktika azonban két esélyes, nem tartható fenn örökké, az időhúzás veszélyes is lehet az euró-zóna tagjai számára.

Számos elemzés az EU-bővítés és az euró-zóna csatlakozás kapcsán inkább a folyamat politikai vetületét emeli ki. Charles Wyplosz ezzel kapcsolatban azt hangsúlyozza, hogy egy nem feltétlenül optimális ERM II erőltetése, és egy esetleges válság kialakulása a régióban a nyugat felelősségét is fel fogja vetni (Wyplosz, 2003). Sok elemző számára az új tagok felvétele a kelet-közép európai régió stabilizálásának a zálogát jelenti, melyet a demokratikus intézményrendszer és a gazdasági struktúra exportálása tesz lehetővé (Fahrholz, 2003). A csatlakozási folyamat során a maastrichti kritériumok teljesítésnek kényszere a csatlakozni kívánó országokra terheli a konvergencia összes költségét. Ez a módszer azonban csak addig tartható, amíg a csatlakozás reális alternatívát jelent az újonnan érkezők számára. A maastrichti kritériumok teljesítésének érdekében vállalt áldozatok a kelet-közép európai országok körében más értelmezést nyernek, mint a korábban csatlakozó kohéziós országok esetében. Az utóbbiaknál az euró bevezetését megelőzően az EU már sok éven át bőkezűen támogatta a felzárkózási folyamatot, így a lakossággal el lehetett fogadtatni, hogy a további előnyök érdekében rövid távú megszorításra van szükség. A kelet-közép európai régióban ez a helyzet nem áll fenn, ugyanis az EU csatlakozást követően, sőt már azt megelőzően a gazdaságpolitika a maastrichti kritériumok teljesítésének rendelődött alá, és az EU támogatások bőségével sem számolhatunk.

Egy ilyen helyzetben az EU főhatóságai felől érkező időhúzó magatartás, lebegtetés, és közben egy esetleges valutaválság az ERM II-ben, olyan EU és euró-ellenes közhangulathoz

vezethet, ami nem előnyös az EU és az eurózóna tagországai számára. Egy ország kényszerű vagy önkéntes kihátrálása az ERM II-ből, a valutaválságokra jellemző fertőzés miatt valószínűleg a többi belépni kívánó helyzetét is ellehetetlenítené. Egy ilyen válság az EU számára nemcsak a régióra vonatkozó stabilitási terveit hiúsítaná meg, hanem jelentős közvetlen gazdasági kárt is okozna. Az EU főhatóságai részéről tehát egy olyan magatartás, ami az ERM II-es időszak elhúzását jelentené annak reményében, hogy a csatlakozási folyamat összes költsége az újonnan érkezőket terhelje nem feltétlenül kivitelezhető. Farhholz ezt a gondolatmenetet oda vezeti ki, hogy mivel az EMU tagoknak a bővítés az érdeke a csatlakozni kívánók oldalán is jelentős tárgyalási potenciál van (negotiating power), ami szerinte a „moral hazard” problémáját veti fel, vagyis a az újonnan érkező országok visszaélhetnek helyzetükkel. (Fahrholz, 2003). A tárgyalások megkezdésével és a kölcsönös puhatolózások eddigi tapasztalatai alapján azonban inkább az mondható el, hogy az EU főhatóságai meglehetősen szigorúnak tűnnek, kijelentéseik nem támogatnak semmiféle ambiciózus törekvést, mindenképpen igyekeznek elkerülni bármiféle olyan problémát, amit egy korai ERM II csatlakozás számukra jelenthetne.

## V. BIZONYTALANSÁGOT JELENTŐ FAKTOROK

### A) MI IS AZ ÁRFOLYAM-STABILITÁS?

Az elsődleges oka annak, hogy az ERM II-vel kapcsolatban a reálkonvergencia mutatókra jellemző szubjektív értékelések is helyet kapnak- teret nyitva a politikai egyezkedésnek- az, hogy a rendszer meghatározása számos helyen nem egyértelmű. A legszembeütőbb ebben a tekintetben az, hogy nem világos, hogy mikor tekinthető teljesítettnek az árfolyam-stabilitásra vonatkozó maastrichti kritérium.

A szerződés a következőképpen fogalmazza meg a kritériumot: Az adott tagországok valutájának piaci árfolyama az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusában meghatározott normál ingadozási sávon belül kell, hogy maradjon úgy, hogy nem kerülhet sor a többi tagországgal szemben megállapított középárfolyamok egyoldalú leértékelésére a konvergencia-jelentést megelőző két évben. (Egyezmény az Európai Unióról 121.1 és 6 Jegyzőkönyv 3.bekezdés) A normál ingadozási sáv meghatározást úgy finomították tovább, hogy az adott ország valutájának az EMS árfolyam mechanizmusa által kijelölt ingadozási sávbán kell maradnia, még hozzá jelentősebb feszültségek nélkül a vizsgálatot megelőző két évben<sup>3</sup>.

A bizonytalanság nagyrészt abból adódik, hogy a Maastrichti Szerződés szövegezésekor, vagyis az 1993-as ERM válságot megelőzően még a +2,25%-os sáv jelentette az árfolyam-stabilitást. A válságot követően a sávot +-15%-ra bővítették, és innentől a stabilitás értelmezése kérdésessé vált, hisz egy 30%-os sávba mozgó árfolyam-ingadozást nehéz stabilnak nevezni. A 30%-os ingadozási sáv nem sokban különbözik a szabad lebegéstől, ilyen esetben a monetáris politikának az árfolyam-stabilitás fenntartásán kívül más céljai is lehetnek, melyek teljesítésének érdekében támaszkodhat az árfolyam eszközére. A piaci várakozások számára így nem adódik iránymutatás, hisz nincs meg a szükséges elkötelezettség az árfolyam-stabilitás mellett. A piaci szereplők számára úgy tűnhet, hogy egyrészt az árfolyam továbbra is a különböző sokkok ellensúlyozására szolgál (shock absorber), másrészt pedig olyan extern faktorok által határozódik meg, melyekre a hatóságoknak nincs befolyásuk. Ez pedig azt jelenti, hogy az ERM II-nek a devizapiaci feszültségeket csökkentő funkciója nem látszik biztosnak. (European Commission, 2004)

A maastrichti Szerződés 121. bekezdése szerint a tagországok teljesítményét a konvergenciát illetően mind az Európai Bizottság, mind az ECB (korábban az elődje az EMI) vizsgálja. Ezeket a konvergencia-jelentéseket a Tanácsnak adják át, mely testület végül a Bizottság ajánlását figyelembe véve dönt a konvergencia-folyamat elfogadhatóságáról. A gyakran hangoztatott „azonos bánásmód” elve alapján feltételezhető, hogy ezek a szervek a most csatlakozni kívánók esetében is hasonló kritériumok alapján ítélik meg a konvergencia-

<sup>3</sup> Még a mai nap is vita tárgya, hogy az árfolyam-stabilitási kritérium igazolásához elengedhetetlen –e az ERM II tagság. Az angol álláspont szerint ugyanis ez nem következik a szövegezésből: Hasonlóan érvel Buiter is, aki szerint ERM II tagság nélkül is teljesíthető a kritérium. (Buiter-Graffe, 2002)



folyamatot, mint korábban. Erre utal Tomasso Padoa-Schioppa prágai IMF konferencián elmondott beszéde is (Schioppa, 2004). „a szerződés és a múlt tapasztalatai irányt mutatnak a jövő konvergencia-jelentéseinek értékelésében”.

Az EMI 1998-as jelentésében azt a valutát nevezték stabilnak, melynek piaci árfolyama közel maradt a központi paritáshoz. A jelentésben minden keresztárfolyamot figyelembe vettek, és esetükben tíznapos mozgó átlagot vizsgáltak. A tíznapos mozgó átlag használata megengedte, hogy az adott valuta pár napra kitörjön a  $\pm 2.25\%$ -os sávból, és így a kisebb spekulációs támadásoknak elejét lehetett venni, hisz nem volt merev alsó határa a megengedett leértékelésnek (Égert, 2003). A devizapiaci feszültségek mérésére, olyan indikátorokat használt az EMI mint az árfolyamvolatilitás - melyet a német márka viszonylatában néztek - és a rövid távú kamatkülönbségek. Ezen indikátorok ellenére nem definiálták pontosan, hogy mit is jelent az, hogy „a piaci árfolyam közel marad a központi paritáshoz”.

A másik, jelentést készítő szerv az Európai Bizottság kialakított egy úgynevezett medián valutát, amit úgy származtattak, hogy a tizenegy tagország valutájának az ECU-vel szembeni hivatalos központi paritásához képesti kilengésit sorba rendezték, és abból vették a hatodikat, vagyis a mediánt. Az eltéréseket itt is tíznapos mozgóátlag alapján végezték, és a medián valutát naponta nevezték meg. Az árfolyam-stabilitási kritériumnak azt tekintették, hogy az adott valutának a medián valutával szembeni bilaterális árfolyama  $\pm 2,25\%$ -os ingadozási sávon belül kellett maradnia. Ez nagyobb flexibilitást jelentett, hisz a medián valuta is ingadozhatott az ECU-vel szemben, és így az adott valuta tulajdonképpen egy  $\pm 4.5\%$ -os sávot járhatott be (Égert, 2003).

Az ERM I-es tapasztalatok azt mutatták, hogy az ECB és az Európai Bizottság Írország, Finnország és Olaszország esetében tolerálták az árfolyamnak az informális gyenge oldalon való időleges túllövését a mérési időszak elején (Bihari-Magi, 2004). A későbbi olasz, ír spanyol és portugál fejlemények alapján pedig biztosan állíthatjuk, hogy a felértékelődéssel szemben nagyobb fokú tolerancia érvényesül, az erősödés egyáltalán nem minősül a kritérium megsértésének.

A különböző hivatalos források az árfolyam-stabilitási kritérium számos interpretációját vonták maguk után. A cseh jegybank szerint a megengedett sáv  $2.25\%$ -os, az MNB álláspontja szerint gyenge irányba  $2.25\%$ , az erősebb felé  $15\%$ -os elmozdulás a megengedett, és hasonló véleményre enged következtetni néhány lengyel jegybanki tanulmány is. A szlovák központi bank ötféle értelmezést sorol fel, és a helyzet tisztázását sürgeti. A korábban már hivatkozott Fölsz (2003) tanulmány pedig egy  $\pm 15\%$ -os sávnál „valamivel” szűkebb sáv alkalmazását tartja valószínűnek. A legvalószínűbbnek tűnik az az informális forrásból származó vélemény, miszerint a szűk sávra vonatkozó, mára Pedro Solbes nevéhez fűződő javaslatot úgy kell értelmezni, hogy az EU főhatóságai egy nem publikus küszöbértéket fognak meghatározni arra vonatkozólag, hogy az árfolyam a  $2,25\%$ -os sávot hányszor és milyen mértékben hagyhatja el, így próbálva kiküszöbölni a spekulációs támadásnak való kitétséget. A stabilitás megítélésénél az fog számítani, hogy

mennyire és milyen sokáig hagyja el a sávot az árfolyam, és különösen fontos lesz, hogy melyik oldalon.

A sokféle értelmezés ellenére az biztosra vehető, hogy az árfolyam-stabilitásra vonatkozó maastrichti konvergencia-kritérium nem az ERM II működtetésének felel meg, hanem egy annál szigorúbb követelmény: kétéves feszültségmentes ERM II tagságot követel meg. A feszültségmentesség az előbbiekről tükrében valahogy úgy értelmezhető, hogy az árfolyamot a központi paritás körül egy normál ingadozási sávban kell tartani, nagyszabású intervenciók nélkül. Az ECB részéről elhangzott olyan kijelentés, hogy szándékosan kerülnek a precíz megfogalmazást, mert az a rendszer merevségét, annak mechanikus értelmezését eredményezné (Schioppa, 2004).

## **B) INTERVENCIÓ**

Az árfolyam-stabilitási kritérium nem egyértelmű definícióján kívül a sávszéleken való intervencióra vonatkozó meghatározások is bizonytalanságra adnak okot. A hivatalos definíció így szól:

„A sávszéleken az intervenció az ECB rövid lejáratú finanszírozási eszközeinek igénybevételével elméletileg automatikus és korlátlan, azonban az ECB és az ERM II rendszerében részt vevő, az euró zónához csatlakozni kívánó ország jegybankja az intervenciót felfüggesztheti abban az esetben, ha az az első számú célt, az árstabilitást veszélyezteti. A döntés meghozatalánál figyelembe vesznek minden releváns tényezőt, és különös tekintettel lesznek a stabilitás fenntartására, és az ERM II hiteles működésének megőrzésére.” (ECB, Agreement, 1998)

Az intervenció ily módon való megfogalmazása lehetőséget biztosít az ECB számára a kihátrálásra annak ellenére, hogy egy esetleges spekulációs támadás kivédésére szükséges beavatkozás nagy valószínűséggel nem veszélyeztetné az ECB elsődleges célkitűzését. A csatlakozni kívánó ország ellenben sokat kockáztat, hisz a rendszer feladása esetén az euró bevezetése minimum két évvel csúszik.

A beavatkozás egyértelmű megfogalmazására pont azért lenne szükség, mert habár az adott ország gazdaságpolitikája közösségi ellenőrzés alatt is áll, a garantált intervenció az, ami az ERM II rendszerét igazán megkülönbözteti a hagyományos árfolyamrögzítésektől (Wyplosz, 1996). Wyplosz szerint az ECB részéről a kötelezettségvállaláson úgy kéne változtatni, hogy, abban az esetben, ha a csatlakozni kívánó ország gazdaságpolitikája megfelel az elvárásoknak, korlátlan legyen. Egy ilyen megfogalmazás esetében ismét helyet kap a szubjektivitás, ugyanis nehéz megítélni, hogy egy valuta elleni támadást mennyire indokoltak a fundamentumok. Az ECB részéről is érthető az ódzkodó magatartás a korlátlan beavatkozással kapcsolatban, hisz ez visszaélésre ad lehetőséget a csatlakozni kívánó ország számára (moral hazard). Látni kell azonban, hogy a spekulációs támadás esélyének csökkentése érdekében a piaci szereplők számára a lehető legnagyobb elkötelezettséget kell kommunikálni. A határozottabb kiállás egy ország valutájának védelmében, csökkenti az

intervenció szükségességét, hisz kisebb az esély arra, hogy spekulációt kíséreljenek meg a valuta ellen. Így éppen az intervenció hangsúlyozása az, ami segít az elsődleges célkitűzés, az árfolyam-stabilitás fenntartásában (Fölsz, 2003). A tapasztalatok azt bizonyítják, hogy ha egy valuta ellen már megindult a támadás, akkor onnan nagyon nehéz visszatáncolni, éppen ezért a megelőzés, a spekulánsok elrettentése a cél.

Az egyértelműbb elkötelezettség nem azt jelentené, hogy az ECB-nek feltétel nélkül mindig be kell avatkoznia a valuta védelmében. Abban az esetben, ha az adott ország gazdaságpolitikája a konvergencia-folyamat tekintetében nem megfelelő, az ECB egy egyértelmű nyilatkozatban tudná megindokolni a beavatkozás felfüggesztését. Ez utóbbi segítene abban, hogy ha egy felelőtlen gazdaságpolitikát folytató ország valutáját megtámadják, akkor az ne terjedjen tovább a többi prudensen működő, szintén csatlakozni kívánó államra.

A sávszéli intervencióval tulajdonképpen az is probléma, hogy abban az esetben, ha sor kerül az intézkedésre a csatlakozni kívánó ország már valószínűleg megsértette az árfolyam-stabilitási kritériumot. Ha ez nem is következik be további nehézséget jelenthet az, hogy az ECB által nyújtott hitel visszafizetése komoly terheket róna a költségvetésre, ami viszont már a fiskális kritérium teljesítését veszélyeztetné.

A sávszéleken való intervención kívül az ERM II intézményének leírásában a sávközbeni beavatkozás lehetősége is megfogalmazódik, azonban ez egy újabb homályos pont a rendszerben: „Az ECB és az ERM II rendszerében részt vevő, az euró-zónához csatlakozni kívánó ország jegybankja közötti megállapodás alapján lehetőség nyílik koordinált sávközbeni beavatkozásra.” (ECB, Agreement, 1998).

A sávközbeni beavatkozás alkalmazásáról nem sok szó esik a szakmai viták során, pedig fontos lenne, hisz múltbeli tapasztalatok alapján állíthatjuk, hogy a sávszélre tapadt valuta vonzza a spekulációt. Az európai árfolyam-mechanizmusban résztvevő országok is ezért állapodtak meg 1987-ben, hogy fokozni fogják a sávon belüli összehangolt intervenciókat (Tarafás, 2002). A sávszéli intervencióval szemben a sávon belüli beavatkozás alkalmával az ECB nem nyújt korlátlan támogatást, az intervenció lehetséges mértékét, kvóták szerint, a jelölt ország központi bankja az ECB-vel egyeztetve előzetesen állapítja meg.

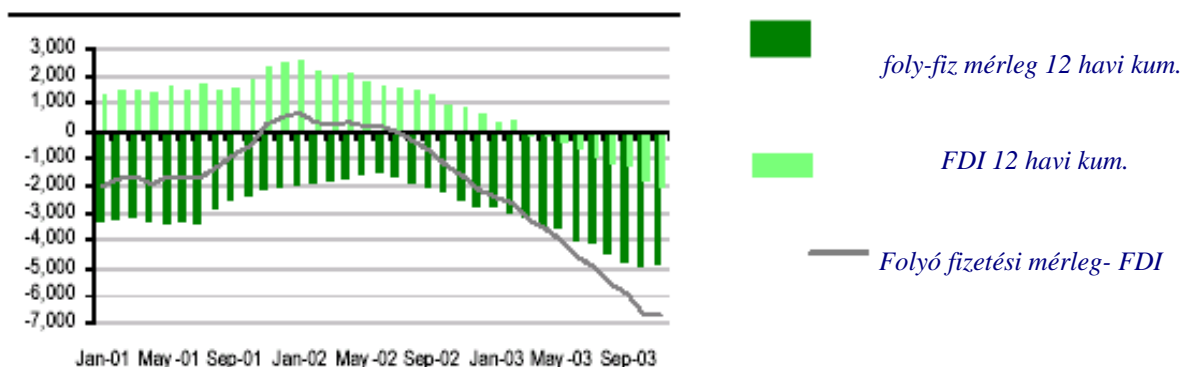
Az ERM II-vel kapcsolatos bizonytalanságok a rendszer hitelességének a rovására mennek és elmosásuk azt a különbséget, amely az ERM II mechanizmust megkülönbözteti a hagyományos egyoldalú rögzítésektől. Mivel eddig csak Görögország vett részt úgy a rendszerben, hogy utána be is vezette a közös valutát, a tisztánlátást nem segíthetik megfelelően a múltbeli tapasztalatok. Mindezek tükrében számolni kell azzal, hogy a jelenlegi nagyfokú tőkemobilitás mellett a pénzügyi piacok, hasonlóan a közelmúlt magyar eseményeihez „tesztelik” a csatlakozó országok elkötelezettségét az árfolyamrendszer iránt.

## VI. SPEKULÁCIÓS KITETTSÉG, NAGYFOKÚ VOLATILITÁS

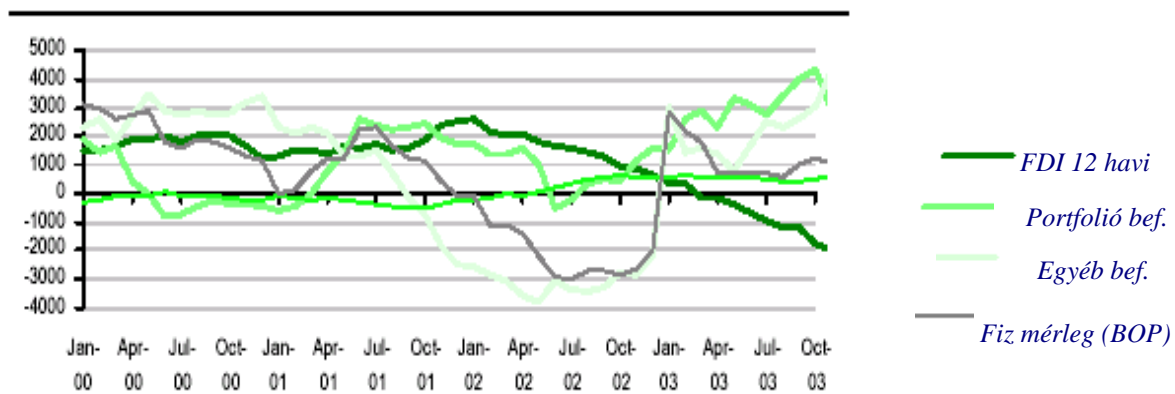
A liberalizált tőkepiacokon a nagyfokú tőkemobilitás az elmúlt évek tapasztalata alapján rendkívül törékennyé tette a kis, nyitott gazdaságokat. Ez különösen igaz a feltörekvő országok esetében, ahol a jelentős tőkebeáramlásokat gyakran követték hirtelen kiáramlások, melyek súlyos reálgazdasági veszteségeket, növekedési áldozatokat okoztak. Különösen nagy volt a volatilitás olyan országok esetében, ahol az alkalmazott árfolyamrendszer valamilyen módon korlátozta az árfolyam ingadozásokat, és mindez erőteljes dezinflációs politikával párosult. A magas kamatok és a behatárolt árfolyamkockázat mágnesként vonzotta tőkét, azonban mint korábban a Calvo-Vegh forgatókönyv példáján bemutattam, ez a folyamat könnyen az ellenkezőjére változhatott. A valutaválságok kapcsán fontos leszögezni, hogy a bukásokat nem lehetett előre jelezni, azonban látni kell, hogy a támadások nem véletlenszerűen következtek be (Kopits, 2001). Általánosságban elmondható, hogy a tőkeáramlások rendkívül érzékenyek az adott ország külső és belső egyensúlyi folyamataira. A befektetők általában különös figyelmet szentelnek a folyó fizetési mérleg alakulásának és finanszírozási szerkezetének.

Magyarországon a folyó fizetési mérleg hiánya a 2002-közepén még csak a GDP 2,5%-a körül alakult, azonban 2003 végére a deficit elérte a 6,5%-os értéket (UBS, 2004)<sup>4</sup>. Az okok széles körben ismertek: egészségtelen, belső fogyasztáson alapuló növekedés, a forint gyors felértékelődése, laza fiskális politika és a megtakarítások kiábrándító alakulása. A magas folyó fizetési mérleg hiány önmagában még nem feltétlenül probléma, hisz Magyarország esetében az export magas import szükséglete miatt a növekedés beindulását is tükrözheti. Hasonlóan magas, 6,5% körüli hiányt várnak Csehországban is 2003-ra azonban náluk ez a szám nem érintette olyan érzékenyen a piacot.

1. ábra Külső egyensúly alakulása és a finanszírozás  
forrás. UBS, 2004



<sup>4</sup> A vámstatisztika utólagos korrekciója következtében a folyó fizetési mérleg hiány előzetes becslések alapján jóval kedvezőbb képet fog mutatni a tavalyi évre vonatkozóan. A hiányt 5,6% körülire várják.



Az ábrából látható, hogy az adósságot nem generáló FDI beáramlás az elmúlt években rohamosan visszaesett, és a finanszírozási szükséglet kielégítése 2002 közepe óta az elsősorban állampapírok vásárlását célzó portfólió tőkebeáramlásokból történik. Szintén jelentős finanszírozási forrás az úgynevezett „other investment”, ami a szindikált hiteleket, a bankok egymás közti hitelezését és helyi bankokban forint betét elhelyezését jelenti.

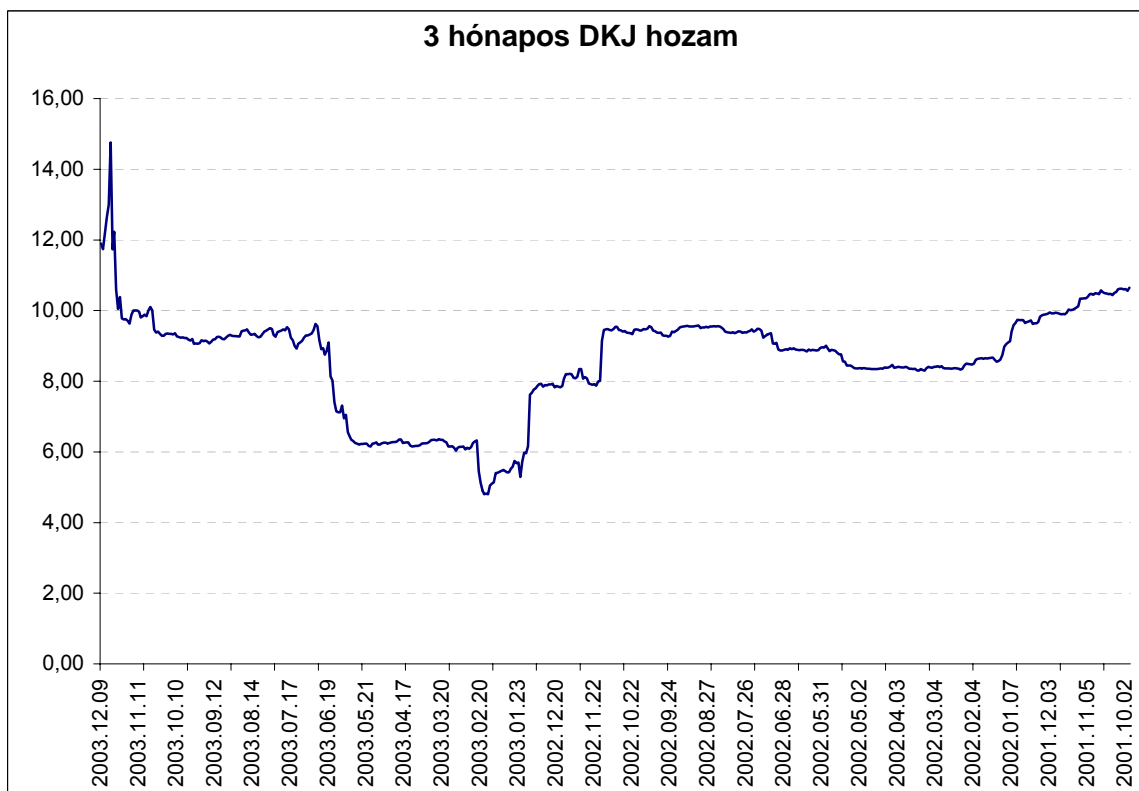
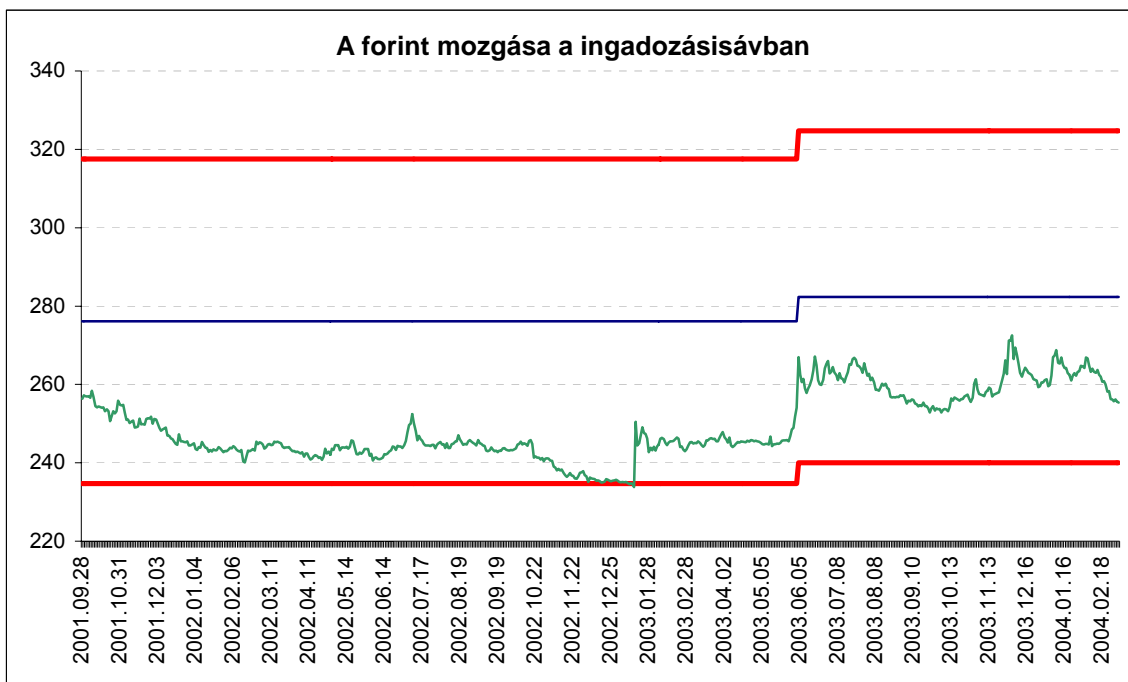
A folyó fizetési mérleg tekintetében az elkövetkező években talán enyhe javulás lesz megfigyelhető. A javuló külső konjunktúra, a reálbér-növekedés befagyasztása és a magas reálkamatlábat eredményező szigorú monetáris politika a hiány csökkenéséhez vezethet, ugyanakkor a hazai vállalati szektor magára találásának következtében a növekvő beruházások magas importhányada ronthatja a mérleget. A finanszírozási szerkezetéről annyi mondható el, hogy feltételezhetően a magyar vállalatok külföldi beruházásai a tavalyi év nagy akvizíciói után kissé visszaesnek, és így javulhat az FDI egyenlege. Az ÁKK azon törekvése pedig, hogy az euróban denominált kibocsátást fokozza, a költségek csökkenését eredményezheti (ÁKK, 2003)<sup>5</sup>.

Az újrabefektetett tőke elszámolásában bekövetkező módszertani változás a folyó fizetési mérlegben az MNB szerint 2%-os romlást eredményez, azonban ez csak statisztikai változás. Az EU csatlakozást követően a tagságból adódó befizetések a folyó fizetési mérleg transzferek tételeinél jelennek majd meg, a kapott pénzek viszont főleg a tőkeszámlán jelentkeznek, így az aggregált hatás a folyó fizetési mérleg romlását vetíti előre.

A folyó fizetési mérleg és finanszírozásának várható alakulása az elkövetkező években azt mutatja, hogy Magyarország továbbra is nagymértékben fog a nemzetközi forrásokra támaszkodni. A külföldnek ily módon való kiszolgáltatottságunk az egyik elsődleges magyarázata a deviza- és állampapír piacunkra jellemző magas volatilitásnak

<sup>5</sup> ÁKK a 2004-es finanszírozási tervében bruttó3 milliárd euró kibocsátást nevez meg, és 500 millió euró összegű stand-by hitelszerződés keretével számol. (ÁKK, 2003)

2. ábra Árfolyam és hozam volatilitás, forrás: Reuters



A magyar állampapír piacon a piacképes papírok közel 45%-a külföldiek kezében van, ez a szám regionális viszonylatban kiugró, hisz a cseheknél és a lengyeleknél ez az arány csak 10-15%. A lengyel piacon meghatározó játékosok az ottani belföldi nyugdíjalapok, ők

számítanak benchmarknak, a piac az ő mozgásukat követi. A nyugdíjalapok gyakran végbefektetők, így nem jellemző rájuk a hektikus magatartás. A magyar piacon azonban nincs igazán olyan szereplő, amely ellensúlyozni tudná a külföldiek nyájszellemű viselkedését, és ez eredményezi az extrém hozamingadozásokat. A magyar állampapír piacon jelenlévő, a befektetési stratégiájukat a konvergencia játékra alapozó végbefektetők arányáról nincs pontos számadat, azt azonban tudni lehet, hogy az általuk birtokolt papírállomány jelentős. A külföldi végbefektetők kötvényállományukat nem tudják az egyik pillanatról a másikra leépíteni, hisz akkor megszűnik a likviditás a piacon, és hatalmas veszteségeket szenvednének el, arra azonban van lehetőségük, hogy fokozatosan távozzanak a piacról.

Paradox módon a magyar állampapír piac regionális tekintetben való fejlettségének, mélységének az előbbiektől tükrében súlyos következményei vannak a volatilitást illetően. A magyar piacon az árfolyam és hozamingadozások szorosan összekapcsolódnak, hisz a deviza és állampapír piaci fejlemények kölcsönösen meghatározzák egymást. A közelmúlt tapasztalatai alapján elmondható, hogy az időleges nyugalom az egyik piacon még nem jelent általános stabilitást, ugyanis a feszültségek ilyenkor a másik piacot terhelik. 2003 első felére jellemző volt, hogy a pár hónapig stabilizálódó euró forint kereszt árfolyam ára a rendkívül volatilis hozam lett. A nagy kamatváltozékonyságot a piac nem tudta „tolerálni”, és a csökkenő likviditás mellett ez irreális hozamszintekhez vezetett. Ez a trend az év második felére úgy változott, hogy már az árfolyam sem volt stabil.

Ennek kapcsán érdemes megjegyezni, hogy a valutaválságokkal foglalkozó nemzetközi szakirodalomban Eichengreen-Rose-Wyplosz szerzőhármast (1995) nevéhez fűződően található olyan elmélet, mely szerint a valuta elleni nyomás úgy is megnyilvánulhat, hogy az árfolyam egy ideig nem változik számottevően, és a piaci nyomás így a jegybanki kamatok és a devizapiaci tartalékok alkalmazkodásában érhető tetten (Gáspár, 2003). A szerzők által bevezetett ERW mutató akkor jelez válságot, ha az árfolyam, a devizatartalékok és a jegybanki kamatok átlagtól való eltéréseinek súlyozott összege egy kitüntetett értéket meghalad.

Összességében tehát látni kell, hogy a magyar piacok a magas folyó fizetési mérleg hiány, annak finanszírozási szerkezete és az állampapírjaink tulajdonlási struktúrája miatt rendkívül volatilisak, érzékenyek a spekulációra. A deviza piac csekély mélysége tovább súlyosbítja a helyzetet. Az elmúlt év során számos kritikus, válság közeli, egyesek szerint valódi válság helyzet alakult ki Magyarországon. A szerkezeti adottságok és a gazdasági fundamentumaink tükrében elmondható, hogy ez a volatilitás a közeljövőben várhatóan fennmarad, és ezen az ERM II rendszerének a bevezetése sem tud segíteni, sőt mint ahogy a későbbiekben láthatjuk, bizonyos tekintetben fokozhatja az ingadozást.

## VII. NYOMÁS AZ ERŐS OLDALON

A pénzügyi piacokra jellemző nagyfokú volatilitás különösen érzékennyé teszi az euró-zónába belépni szándékozó országokat a spekuláció számára. A mostani csatlakozásnál ez a probléma még súlyosabban jelentkezik, mint annak idején a kohéziós országok esetében, hisz az utóbbiak több éven keresztül korlátozásokat élvezhettek a tőkeáramlások tekintetében, és így piacaik nem voltak annyira kiszolgáltatva a volatilis pénzmozgásoknak. A másik jelentős változás az akkori időszakhoz képest az, hogy mára az egységes euró-zóna létrejöttével a spekulánsok figyelme a korábbi lehetőségek hiányában a csatlakozók valutáira terelődik (Fölsz, 2003).

Az ERM II kapcsán a nagy kérdés az, hogy a sáv rendszer megfelelő teret tud-e nyújtani a volatilitás kezeléséhez. A sáv szélesség kapcsán létezik egy egyszerű trade off a hitelesség és a sérülékenység között. Minél szűkebb a sáv annál inkább képes betölteni a horgony szerepét, viszont a sérülékenység is nagyobb. Azonban számos múltbeli példa mutatja, hogy széles sávú rögzítések is összeomolhatnak, ha a szükséges sáv közép-módosítások elmaradnak. Árfolyamrendszerek hitelességével kapcsolatban azt szokták mondani, hogy a rendszerhez való ragaszkodás, az eltelt idő fokozatosan növeli a hitelességet. Az ERM I válsága azonban azt példázza, hogy az elmaradt sáv közép-igazítások csak egyre inkább élezték a feszültséget a rendszer fenntarthatóságát illetően. Megállapítható tehát, hogy a sikeres múltbeli működés nem előlegezi meg a problémamentes folytatást. Az ERM II esetében az intézmény aszimmetrikusan rugalmas, ugyanis a sáv közép felértékelése kivitelezhető, tehát az árfolyamra helyeződő nyomást az egyik irányba kezelni lehet.

A csatlakozó országok gazdasági és strukturális adottságait alapul véve feltételezhető, hogy valutáik fokozatosan felértékelődnek. Ez természetes folyamat, hisz a közép-kelet európai régióban a magasabb növekedési ráták és a gyorsabb termelékenység ösztönzi a tőke beáramlást. A kamatláb különbség csökkenésére építő konvergenciajatek és a Balassa-Samuelson hatás szintén a valuta erősödésének az irányába hatnak. A gazdaság evolutív fejlődésén kívül a csatlakozni kívánó kelet-közép európai országok esetében gyakran alkalmazott monetáris rezsim, az inflációs célkitűzés rendszere és az ERM II összeegyeztetése is az árfolyam felértékelődést vetíti előre.

Valutaválságok tárgyalásakor szinte kizárólag a leértékelési spekulációról szól a szakirodalom. Az erős oldalon való támadást nem tartják annyira veszélyesnek, hisz az adott ország jegybankja korlátlanul tud interveniálni az árfolyam fenntartása érdekében. Az ERM II egy olyan rendszer, ahol befektetők, figyelembe véve a gazdasági fundamentumokon alapuló árfolyam-tendenciákat és az ERM II intézményi keretfeltételeit, inkább a központi paritás felértékelődésére fogadnak. Ez egy fajta „one way bet” lehet, hisz feltételezhető, hogy a csatlakozni kívánó ország mindent elkövet, hogy elkerülje a leértékelést, ami az ERM II bukását jelenti. Felértékelődési spekulációra való hajlam közvetlen nem veszélyezteti az ERM II működését, azonban áttételesen komoly problémákat hordoz magában. Az esetleges sáv közép felértékelések eredményeként adódhat olyan centrális paritás, amit gazdasági



fundamentumok nem indokolnak, a sáv hiteltelenné válik, és a piaci hangulat hirtelen megváltozása végül a gyenge oldal elleni támadáshoz vezethet. Ez pedig nem csak az árfolyam-stabilitási kritérium teljesítését akadályozza meg, de az egész konvergencia-folyamatot derékba törheti. A külföldi befektetési bankok viselkedésével kapcsolatban a 2003. januári spekulációs támadás alkalmával láthattuk, hogy döntéseiknél nem igazán veszik figyelembe a gazdasági fundamentumokat, a spekuláció lehet irracionális, inkább a pillanatnyi piaci hangulatra alapozódó. Stratégiájuk kialakításánál még olyan momentumokat is figyelmen kívül hagyhatnak, mint például a mi esetünkben a sáveltolásra vonatkozó törvényi meghatározások (Barabás, 2003). A felértékelődési spekuláció átmenetiségére pedig kitűnő példa lehet, az, hogy azok a befektetési bankok, amelyek tavaly még a 234 forintos euró árfolyamnál erősebbet akartak kikényszeríteni, 2004 elején már 280-290-es árfolyamot tartának a gazdaság fundamentumainak megfelelőnek (Citigroup, 2004).

### **A) EGYENSÚLYI FELÉRTÉKELŐDÉS - A BALASSA-SAMUELSON HATÁS**

A csatlakozó országok esetében a konvergencia egyszerűen azt jelenti, hogy a gazdasági mutatóikat tekintve megpróbálnak felzárkózni az EU átlagához. Ez az utolérési folyamat a mostani csatlakozás során jóval nagyobb nagyságrendű, komolyabb kihívást jelent, mint a kohéziós országok esetében volt. Magyarországon annak ellenére, hogy az ország viszonylag előkelő helyet foglal el gazdasági fejlettség tekintetében az újonnan érkezők között, az egy főre jutó GDP vásárlóerő paritáson számolva még mindig csak az EU átlag 50%-a körül van. Ez a szám Spanyolország, Portugália és Görögország esetében csatlakozásuk idején megközelítőleg 60-70% volt. A gyorsabb növekedés és a struktúra-átalakulás komoly reálárfolyam felértékelődéshez vezet, melyhez hozzájárul a korábban említett konvergenciajáték által indukált tőkebeáramlás is. Ezt a felértékelődési trendet magyarázza bizonyos mértékben a Balassa-Samuelson hatás, mely a kohéziós országoknál is igen jelentős volt, különösen Írország esetében.

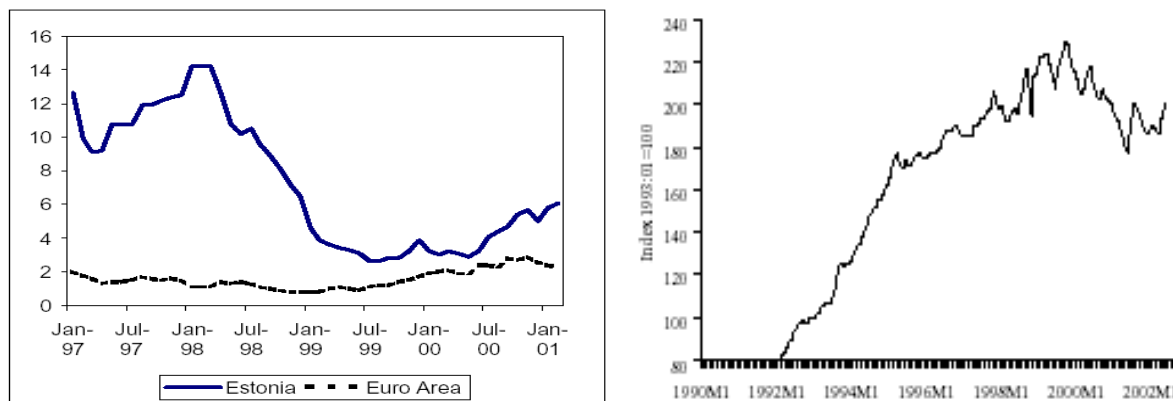
Az elmélet abból indul ki, hogy a gazdasági felzárkózás esetén a gazdaság nemzetközi kereskedelemben integrálódott szektoránál (tradeable szektor) jelentős termelékenység növekedés következik be. Megjegyezhető persze, hogy a nemzetközi kereskedelemben nem kerülő (non-tradeable) jóságokat, elsősorban a szolgáltatásokat is felhasználják a tradeable szektor által előállított termékek gyártásánál, így közvetetten ezek is versenynek vannak kitéve, ami fokozatos termelékenység javulást kényszerít ki (Halpern-Wyplosz, 2001). Visszatérve az elmélet lényegéhez, a gyorsabb termelékenység-növekedés a tradeable szektorban magasabb béreket eredményez az ott dolgozók számára. A nemzetközi kereskedelemben kevésbé integrálódott szektornál a termelékenység-növekedés elmarad, azonban mivel az elmélet szerint a gazdaság különböző szektorai között a bérnövekedési ütem kiegyenlítődik, a non-tradeable szektorban is emelkednek a bérek. Az utóbbi azonban a termelékenység-növekedés hiányában csak úgy képzelhető el, ha emelkednek az árak, ez pedig magasabb inflációt eredményez.

A Balassa-Samuelson hatás a kínálati oldal felől magyarázza az árszínvonal emelkedést, azonban az elmélet közvetetten a keresleti oldalon keresztül is hat (Halpern-Wyplosz, 2001).

A tradeable szektorban bekövetkező termelékenység-növekedés ugyanis növeli a jövedelmet és így a keresletet. A jövedelem emelkedésével egyre nő a szolgáltatásokra költött pénzösszeg, így a keresleti hatás csak tovább fokozza a Balassa-Samuelson hatást. Egyszerű hüvelykujj szabály szerint a non-tradeable és tradeable javak árárányának alakulása jól közelíti a reálárfolyam tendenciákat, így a felzárkózó országokra jellemző Balassa-Samuelson hatásról elmondható, hogy az egyértelmű reálárfolyam felértékelődést eredményez. Ez a felértékelődés egyensúlyi, természetes folyamat, a gazdaság evolutív fejlődését tükrözi, és így a monetáris politika döntéshozói részéről nem igényel ellenintézkedést. A Balassa-Samuelson hatás következtében az ország versenyképessége nem romlik, a növekedést nem érinti negatívan, hisz a belföldi non-tradeable árak emelkedése nem befolyásolja a tradeable szektor árait.

A Balassa-Samuelson hatás eredményeként adódó reálfelértékelődés két csatornán keresztül juthat a felszínre: az egyik a nominális felértékelődés, a másik pedig az egyensúlyinál magasabb inflációs szint. Észtország esetében, ahol a valutatanács értelemszerűen az árfolyam rögzítését jelenti, a magasabb inflációs szint adódott, és az árszínvonal növekedési üteme az euró-övezetnél képest a valutatábla alkalmazása ellenére nem akart csökkenni (De Grauwe-Schnable, 2003). Lengyelország esetében, ahol inflációs célkitűzés rendszerét alkalmazzák lebegő árfolyam mellett, a Balassa-Samuelson hatás a nominális árfolyam erősödésében öltött testet.

### 3. ábra Az észt inflációs többlet az euró-övezetnél képest, és a lengyel zloty felértékelődése



Source: Bank of Estonia and ECB

Fontos azonban megjegyezni, hogy a Balassa-Samuelson hatás egy inflációs jelenség, és a hatásból magából nem következik az inflációt ellensúlyozó nominális árfolyam felértékelődése (European Commission, 2004). A nominális árfolyam felértékelődését a monetáris hatóságnak a Balassa-Samuelson hatásra adott válasza okozhatja. Ebben az esetben azonban már beszélhetünk versenyképesség romlásról, a növekedés esetleges lassulásáról, hisz az árfolyam változása a tradeable szektorra is hatással van.

A maastrichti kritériumrendszer nem igazán tud mit kezdeni az egyensúlyi felértékelődéssel, hisz a szabályok mind az alacsony inflációt, mind a stabil árfolyamot megkövetelik. Az ERM

II intézményrendszerének meghatározásaiból, a sávközép felértékelésének lehetővé tételéből azonban látható, hogy a prioritás a stabil árszínvonal. Több neves közgazdász kezdeményezte már a maastrichti kritériumok felülvizsgálatát az inkonzisztencia miatt. Charles Wyplosz szerint az inflációs kritériumot csak a tradeable szektor termékeinek árszínvonal változására kellene vonatkoztatni (Wyplosz). Mások azért kritizálják kritériumrendszert, mert azt közel azonos fejlettségű országok számára tervezték, és így alkalmazásuk problémás a felzárkózók számára (Szapáry, 2000). A maastrichti kritériumok azonban kőbe vésettnek tűnnek, az EU főhatóságai minden alkalmat megragadnak az „egyenlő bánásmód” elvének hangoztatására.

A Balassa-Samuelson hatás összeegyeztetésére a maastrichti kritériumokkal több alternatíva nyílik. A magas kamatlábak alkalmazása az infláció leszorítására nem biztos, hogy meghozza a várt eredményt, hisz csak tovább ösztönzi a tőkebeáramlást, amit sterilizálni kell. Az árszínvonal növekedési ütemének csökkentésére ezért számos tanulmány a fiskális megszorítást ajánlja, ami egyrészt a kereslet visszafogásán keresztül fejt ki hatását, másrészt teret enged a kamatlábcsökkentésnek, ami visszafogja a beáramló tőke mennyiségét. A kereslet csökkentése azért is előnyös lehet, mert így mérséklődik a folyó fizetési mérleg hiány, melynek finanszírozása sok esetben rövid lejáratú, volatilis tőkebefektetésekkel történik. A fiskális szigorítás így segít kezelni a Balassa-Samuelson hatásból adódó reálfelértékelődést. Empirikus vizsgálatok szerint tőkebeáramlás idején erős negatív korreláció mutatható ki a fiskális megszorítás és a reálfelértékelődés mértéke között (Begg et al, 2002). Az aggregált kereslet visszafogását célzó költségvetési politikának azonban megvannak a korlátai egy felzárkózni kívánó, az EU-hoz éppen csak csatlakozott ország esetében. De Grauwe szerint ezért a Balassa-Samuelson hatáshoz fűződő reálfelértékelődésnek a nominális árfolyam felértékelésével célszerű utat engedni. Szerinte az erősödő árfolyam kisebb a reálgazdasági veszteséget jelent, mint a fiskális szigorítás, és ez a megoldás összeegyeztethető az ERM II szabályrendszerével (De Grauwe, 2003).

Látható tehát, hogy a gazdasági felzárkózás az árfolyam erősödését vonja maga után, melyre az ERM II keretein belül lehetőség nyílik. A sávszélesség azonban nem biztos, hogy elegendő mozgásteret biztosít, lehet, hogy szükségessé válik a sávközép felértékelése. Mindez nagyban függ a Balassa-Samuelson hatás erősségétől, melyről mai napig viták folynak. Azok, akik a hatás jelentőségét hangsúlyozzák azzal érvelnek, hogy a csatlakozni kívánó országoknál a tradeable és non-tradeable szektor közötti termelékenységi különbség még ma is számottevő, és a különbség még sokáig fennmarad. A non-tradeable árak jövőbeli emelkedését szerintük az is előidézi majd, hogy ebben a szektorban lassabb volt a liberalizáció és a jövőben a keresletnek a szolgáltatások felé való eltolódása is áremelkedéshez vezet. Magyarországon az elméletnek ellentmondva az elmúlt pár évben a termelékenység növekedés főleg a non-tradeable szektort érintette, azonban a gazdasági növekedés várható gyorsulásával ismét erőre kaphat a Balassa-Samuelson hatás. Halpern és Wyplosz kutatásaik során évi 3.5%-os felértékelődéssel számoltak a kelet-közép európai országok esetében. A Magyar Nemzeti Bank évi 2%-os reálfelértékelődésre számít, lengyel jegybanki tanulmányok 1.2-1.7%-os éves erősödést várnak (Borowski-Brzozina-Szpunar, 2003) országuk esetében, míg szlovák tanulmányok a Balassa-Samuelson hatást 1-2%-ra

becsülik (NBS, 2003). Buitter és Graffe (2002) szerint a közép-kelet európai országok valutái az euróval szemben 1.5-2.5% között értékelődnek fel évente a Balassa-Samuelson hatás miatt, azonban más tényezők ezt tovább erősíthetik, és így a lehetséges egyensúlyi reálfelértékelődés mértéke eléri a 3.5-4%-ot.

Abban az esetben ha az ERM II ingadozási sávját az erős oldal felé 15%-nak vesszük, a sáv szélesség elég teret biztosít az egyensúlyi felértékelődésnek, azonban a kétévesnél hosszabb ERM II-es tagság már problémákat okozhat. Más a helyzet azonban a Solbes-i szűk, 2.25%-os sáv esetében, De Grauwe számításai szerint annak alkalmazásakor a tíz csatlakozó ország közül hatnak a valutája már az ERM II első évében elérné az erős sáv szélet, két év alatt pedig ez az arány tízből nyolc lenne (De Grauwe, 2003). Jóval pesszimistábbak ennél Begg és szerzőtársai, akik nagyobb reálfelértékelődéssel számolnak, és így szerintük a +-15%-os ingadozási sávnak is csak akkor van esélye, ha a keresztárfolyam a gyenge sáv szélén kezdi az ERM II kétéves tesztperiódusát.

## **B) AZ ERM II ÉS AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERE**

A kelet-közép európai országok a rendszerváltást követően az árfolyamhorgonyt választották a dezinfláció eszközéül. A valutaválságok rámutattak ennek a módszernek a gyengéire, és a rögzített árfolyamokat a két pólus közelében található árfolyamrezsimek kezdték felváltani. A kemény rögzítések esetében az intézményi elköteleződés volt a dezinflációs eszköz, a lebegő árfolyamoknál pedig, ahol elméletileg lehetőség adódik a független monetáris politika folytatására, a nemzetközi sikerek alapján az inflációs célkitűzés (IT) rendszerét kezdték alkalmazni. A független monetáris politika lehetősége azonban legtöbbször ábrándnak bizonyult, a kelet-közép európai országok szerkezeti adottságaiból következően a dezinflációs politikában továbbra is hangsúlyos szerepet kapott az árfolyam.

Magyarországon már az inflációs célkövetés rendszerének bevezetése előtt is megmutatkozott az árfolyamcél és a dezinflációs politika szoros, és egyben problémás kapcsolata, majd az IT 2001-es indulásával tovább éleződött a konfliktus. Ezekre a tapasztalatokra alapozva hasznos lenne végiggondolni, hogy az ERM II időszaka alatt, milyen keretek között folytatható majd az ország monetáris politikája, hisz az esetlegesen alkalmazandó szűk, +-2.25%-os sáv rendszer biztos, hogy újratermeli majd a múlt problémáit.

Az árfolyamcél és a dezinflációs politika konfliktusának két egyértelmű vetülete volt megfigyelhető a magyar gazdaságpolitikában az elmúlt években. Egyrészt feszültség húzódtott a dezinfláció számára kedvező reálfelértékelődés és a folyó fizetési mérleg pozícióját veszélyeztető versenyképességi romlás között. A másik probléma pedig abból adódott, hogy a keresletet visszafogó, a megtakarításokat ösztönző kamatláb gyakran intenzív tőkebeáramláshoz vezetett, ami túlzott árfolyam-erősödést eredményezett, melyet gyakran csak a költséges sterilizációval lehetett mérsékelni. Ezek a feszültségek csak tovább éleződtek annak következtében, hogy a magyar IT rendszerben szokatlanul hangsúlyos szerepet kapott az árfolyam, ami tulajdonképpen ellentmond az IT lényegének, ott ugyanis

az inflációs cél primátusa semmilyen másodlagos cél követését nem teszi lehetővé. A Magyar Nemzeti Bank (MNB, 2001), azonban már a rendszer kialakításakor jelezte, hogy a bank leggyorsabb és leghatékonyabb eszköze az árszínvonal alakítására a forint árfolyamának a befolyásolása. Az MNB érzékeltette, hogy az árfolyam alakításában a kamatpolitikára fog támaszkodni, és a nyílt devizapiaci beavatkozások csak kivételesek lesznek. A kamatpolitika így a pénztulajdonosok magatartásainak befolyásolása helyett a közbülső árfolyamcél eszközévé vált.

A +/-15%-os lebegtetési sáv, mely nagyobb mozgásteret biztosíthatott volna a kamatpolitikának a gyakorlatban nem működött, ugyanis a jegybank az Inflációs Jelentéseiben jóval szűkebb implicit sávokat jelölt ki az árfolyam számára az inflációs cél teljesülése érdekében. Az árfolyamcélal kapcsolatban az is probléma volt, hogy annak az MNB az inflációs modelljeiből következő gyors pass-through miatt rendkívül rövidtávon kívánt érvényt szerezni. Ez a rövid távú szemlélet volatilis kamatlábakat eredményezett, és nagyon érzékenyvé tette a rendszert a spekuláció számára<sup>6</sup>. MNB kommunikációkban sokszor hangoztatták, hogy a bank minden lehetséges eszközzel megvédi az inflációs célját, ami tulajdonképpen egyfajta árfolyam célként volt értelmezhető. Ez a spekulánsok számára nyílt felhívás volt, ugyanis a rövid kötvény pozíciók kialakítását követően, az árfolyamgyengítésen keresztül kikényszerített kamatemelés nagy nyereségekkel kecsegtetett. Az MNB mechanisztikus, „kívülről” vezérelt monetáris politikája nem volt tartható, így a bank a 2003. év második felének válságait követően a tanulságokat leszűrve feladta a rövidtávú árfolyamcél.

Az árfolyamcélnek és a dezinflációs politikának hasonló konfliktusa az ERM II rendszerében könnyen megisméltódhat, ott ugyanis a kamatpolitikát szigorúan az árfolyampolitikának, vagyis az ERM II sávszéleinek védelmében kell működtetni a stabil árfolyam fenntartása érdekében. Frederick Mishkin az inflációs célkitűzés rendszerének nagy szakértője azonban úgy érvel, hogy az IT-re az ERM II alatt is mindenképpen szükség van, mert a +/-15%-os sáv túl széles ahhoz, hogy a várakozásokat megfelelően koordinálja (Mishkin, 2003). Az IT rendszernek az ERM II alatt a dezinflációs politikában betöltendő szerepének megítéléséhez, fontos röviden rámutatni a rezsim eddigi működésének további gyenge pontjaira.

Magyarországon már a rendszer 2001-es bevezetésével számos probléma előre kódolva volt. A Nemzeti Bank a régió más monetáris főhatóságaival ellentétben nem igazán indokolta, hogy miért a „headline” inflációt választotta a célkitűzése tárgyául. Kis, nyitott ország esetében számos extern faktor alakítja az MNB hatáskörén kívül az inflációt. Az MNB elmulasztotta megjelölni, definiálni azokat a körülményeket, eseteket, melyek magyarázatul szolgálhatnak az inflációs cél elvételére (Mishkin, 2003). Erre azért is szükség lett volna, mert a magyar gazdaság felzárkózó jellegéből adódóan nálunk a gazdasági szereplők reakciói nehezebben jelezhetők előre. Szintén a rendszer kialakításából eredő hiba, hogy az MNB túlhangsúlyozta az árfolyam szerepét, és explicit célokat fogalmazott meg. Az

---

<sup>6</sup> Az IT rendszer merev értelmezéséből adódó volatilis kamatlábak nagymértékben növelik a magyar állampapírok kockázati felárát. A magas hozamot biztosító, de kockázatos papírokat pedig inkább spekulánsok vásárolják a végbefektetők helyett, ami tovább növeli a volatilitást.

inflációs célok kitűzésénél is problémák adódtak, ugyanis az erőltetett dezinfláció sikerességének kétsége a rendszer hitelességét rontotta. Az MNB eredetileg az inflációs pályát a lehető legkorábbi 2006-2007-es euró bevezetésnek megfelelően alakította ki, és így 2004-2005-re már meg kellett volna felelnünk a maastrichti kritériumoknak. Az IT hitelességét tovább csökkentette, hogy az MNB hosszabb távon 2%-os infláció elérését tűzte ki célul, ami egy konvergáló gazdaság esetében nem szerencsés (Mishkin, 2003). Egy ilyen inflációs pályának nem volt meg a gazdaságpolitikai háttere, így már 2002 közepén módosítani kellett volna a célokat (Neményi-Várhegyi, 2003). A célkitűzések kijelölésével kapcsolatban az is probléma volt, hogy az MNB valószínűleg túlbecsülte az árfolyamcsatorna szerepét. A pass-through-ra vonatkozó számítások azt mutatták, hogy a régióban Magyarországon és Szlovéniában a leggyorsabb a hatás, ezt látszott visszaigazolni a 2001-2002 során az árfolyam-felértékelődéssel párhuzamosan történő gyors dezinfláció. A 10% felettről 5% alá levitt árszínvonal növekedési ütem megvalósításában azonban nagy szerepe volt olyan külső tényezőknek is, mint például az olaj vagy élelmiszer árak csökkenése. A valóságban árfolyamcsatorna szerepe kisebbnek bizonyult, az import cikkek átárzódása csak lassan követte a felértékelődés ütemét (Neményi-Várhegyi, 2003). A Neményi-Várhegyi szerzőpáros szerint nem valószínű, hogy az árfolyam-begyűrzést leíró modellek paraméterei az évek során állandónak tekinthetők, illetve, hogy szimmetrikusan működnek le- és felértékelődés esetén.

Magyarországon az IT rendszerműködési nehézségeihez az eddigi „technikai” hibákon kívül a politikai, társadalmi konstelláció is hozzájárult. A jegybank elsődleges, az árstabilitás elérésére vonatkozó célkitűzése kapcsán nem tisztázott az eszköz és célfüggetlenség szerepe. A jegybank részéről nálunk a célfüggetlenséget szokták hangsúlyozni, annak ellenére, hogy a nemzetközi szakirodalom az eszközfüggetlenség mellett tette le a voksát (Fisher, 1994). Ez a fajta konfliktus Magyarországon oda vezetett, hogy nem alakult ki megfelelő összhang a jegybank, a kormány és a gazdasági szereplők között az dezinfláció optimális ütemezéséről, így az IT rendszer hatékony működésének az alapfeltétele a társadalmi támogatottság hiányzott. A dezinflációs folyamat fiskális oldalról egyáltalán nem volt megalapozva, s ez is oda vezetett, hogy fenntarthatatlan árfolyamszintekkel próbált a monetáris hatóság érvényt szerezni az akaratának. Az együttműködést tovább nehezítette a monetáris politikai döntések átpolitizáltsága, ami abból is adódott, hogy nálunk rendhagyó módon a jelenlegi jegybankelnök korábbi kormánytag volt<sup>7</sup>.

Az IT rendszer alkalmazhatóságával kapcsolatos kétségek, olyan régiókbeli országok esetében is felmerültek, ahol a rezsím látszólag sikeresen működik, az infláció drasztikusan lecsökkent. Lengyelország és Csehország esetében sem volt még olyan év az IT bevezetése óta, amikor eltalálták volna a célt, hol alul-, hol pedig túlbecsülték.

Sok neves közgazdász szerint az eddigi kellemetlen tapasztalatok alapján érdemes lenne az ERM II-vel inkompatibilis inflációs célkitűzés rendszeréből való kilépés stratégiáját

---

<sup>7</sup> Ez a különös helyzet régiókban nem egyedülálló, Lengyelországban Leszek Balcerovic jelenlegi jegybankelnök korábban politikus volt, a nevéhez fűződik a sokterápiás stabilizációs program, amit a balközép pártok még ma is gyakran kritikával illetnek.

kidolgozni. Amennyiben a jegybank az euró átvételéig alkalmazni kívánja az IT rendszert, és kitarat az elmúlt évekre jellemző monetáris politikája mellett, akkor nagy a valószínűsége annak, hogy az ERM II néhány éves periódusa alatt a forint felértékelődési nyomás alá kerülhet.

Az ERM II-es időszak alatt kell teljesíteni az országnak a többi maastrichti kritériumot, köztük az inflációra vonatkozót is, ami úgy hangzik, hogy az éves átlagos (HICP) infláció a vizsgálat időpontját megelőző egy évben nem lehet magasabb, mint a három legalacsonyabb inflációjú uniós tagország átlagos áremelkedése plusz 1,5 százalékpont. Ez az érték az elmúlt években 2,5-3% körül alakult, azonban számos új EU tag rendkívül alacsony inflációs értékkel érkezik majd az Unióba. Magyarország számára tehát jelentős kihívás lesz az infláció csökkentése, és fennáll a veszélye, hogy a jegybank a reálfelértékelődésre alapozó módszert választja majd a dezinfláció eszközeként, melynek rendkívül hátrányos következményei vannak a növekedést illetően. Mivel az MNB szerint a transzmissziós mechanizmus Magyarországon másfél évet vesz igénybe (MNB, 2002), ahhoz, hogy az egyéves vizsgálati periódus alatt az esetleges magas inflációt gyorsan le lehessen törni, a jegybank számára nagy lesz a kísértés az árfolyamcsatorna használatára. Abban az esetben, ha forint gyorsan erősödni kezdene – volatilis tőkeáramlások mellett egyáltalán nem kizárható a közeljövőben, - a felértékelési stratégia alkalmazása a dezinflációhoz még veszélyesebb lehet.

Az erős forintra alapozott dezinflációs politikának egyébként „hagyománya” van Magyarországon a 2001-es IT bevezetése óta. Az MNB eddig általában elzárkózott attól, hogy a forint túlzott felértékelődésével foglalkozzon, a nyilvánvaló túllövés esetén is csak az inflációs cél fontosságát hangoztatta. Jó példa az előbbire a 2003. januárban történt támadás a forint erős sávszéle ellen. A Neményi-Várhegyi szerzőpáros (2003) a következőket mondja evvel kapcsolatban: *„A központi bankok hajlamosak erre, nem akarnak az árfolyam-túllövés (általában az eszközárr buborékkal) foglalkozni, mert (i) problémásnak tartják azonosítani a buborékot; (ii) ha tudják is, hogy túllövés van kialakulóban, akkor sem tudják megszüntetni a hagyományosan megszokott lépésekkel és (iii) ha kipukkan a buborékot, akkor meg elvileg is még rosszabbra fordulhat a helyzet, ami nem tesz jót a hitelességnek.”*

Égert Balázs (2003) az árfolyam volatilitással kapcsolatban az egyik tanulmányában arra hívja fel a figyelmet, hogy a jegybankoknak aktívan be kell avatkozniuk a túlzott árfolyam erősödés kivédésében, ami egyúttal azt is jelenti, hogy a régiókban helyenként alkalmazott szabad lebegtetés rendszerét is kívánatos lenne megváltoztatni. A szerző szerint a kamatpolitika kialakításánál törekedni kell a túlzott árfolyam erősödés elkerülésére, ami azonban nagy kihívás, hisz a megfelelő kamatszintnek a külső és belső egyensúlyra egyaránt tekintettel kell lennie. Égert szerint a kamatpolitikát azért aktív árfolyam-politikának kell támogatni, ami az interveniálást jelenti. A szerző tisztában van ennek a politikának a kockázataival, azonban szerinte ez még mindig előnyösebb, mint a túl korai euró bevezetés, vagy a túlzott erősödés veszélyét magában hordozó szabad lebegtetés.

Az ERM II korai bevezetésével a jelenlegi monetáris kondíciók mellett aligha érvényesülhetne a rendszer stabilizáló funkciója, nagy esély lenne a forint gyors erősödésére. Mivel az ERM II biztosítást nyújt az árfolyam-ingadozások ellen a magas kamatok kockázatmentes, arbitrázs lehetőséget nyújtanának a külföldi befektetőknek, akik a bankbetéteken és magyar állampapírokon jelentős hozamot tudnának realizálni (UBS, 2003). Az MNB elmúlt éves gyakorlata alapján elmondható, hogy a kamatláb-politikája meglehetősen aszimmetrikus, viszonylag hirtelen hajt végre emelést, és általában tartózkodik a csökkentéstől. A magas kamatspread által vonzott „carry trade-et” célzó rövid távú tőkebefektetésekről tudni lehet, hogy rendkívül volatilisek, így egyáltalán nem járulnak hozzá az árfolyam stabilizálásához. A Szlovén Jegybank ez okból kifolyólag az ERM II-be való belépés előfeltételének tartja a nominális kamatláb konvergenciáját, és így magától érthetően az infláció letörését is (Bank of Slovenia, 2003)<sup>8</sup>. Az utóbbira azért is szükség van az ERM II bevezetése előtt, mert a jelentős tőkebeáramlás kamatvágást kényszeríthet ki, ami nincs feltétlenül összhangban a belső dezinflációs folyamatokkal. A reálkamatlábak feltehetően így is alacsonyabbak lesznek a kívánatosnál, melynek következtében nagy szerep hárul majd a fiskális politikára a dezinflációs folyamat során. A költségvetési politika keresletszűkítő hatása kapcsán azonban mindenképpen figyelembe kell venni az EU csatlakozással járó kiadásokat.

Szakmai körökben a dezinfláció folytatásának optimális eszközét ezért egyre többen egy fajta társadalmi-gazdasági megállapodásban látják. A nominálbérekre vonatkozó középtávú megállapodás lehetőséget biztosítana arra, hogy az inflációs tehetetlenség, amely nem gazdasági, hanem társadalomlélektani jelenség, megszűnjön (Oblath, 2003).

Az ERM II-ben való tartózkodás alatt tehát számos olyan hatás éri a rendszert, ami a középárfolyam felértékelésének irányába ösztökéli a döntéshozókat. Meg kellett említeni egyrészt a természetes gazdasági fejlődésből adódó, az árfolyamot befolyásoló hatásokat, másrészt pedig érdemes volt felhívni a figyelmet az IT rendszer alkalmazásából, az MNB monetáris politikájából és a volatilis tőkebeáramlások eredőjéből adódó nem kívánatos hatásokra. Az ERM II esetében az árfolyam-stabilitási kritériumként feltehetően alkalmazandó  $\pm 2.25\%$ -os sáv azért is veszélyes lehet majd, mert a szűk intervallum miatt nehéz lesz megítélni, hogy milyen felértékelődés van összhangban a fundamentumokkal. Az elhamarkodott felértékelés komoly gondokat jelenthet a gazdaság számára, károsan érinti a növekedést, és különösen veszélyes lehet, hogy a romlani kezdő mutatók következtében a felértékelődési nyomás esetleg leértékelődési nyomásba csap át, ami az ERM II bukását idézheti elő.

---

<sup>8</sup> Figyelembe kell venni, hogy a korábbi csatlakozási tapasztalatok azt mutatják, hogy a rövid lejáratú kamatok esetében a konvergencia csak az utolsó pillanatban következik be. Görögország esetében például a felárak egy évvel a csatlakozást megelőzően még 8 százalékpontot értek el (Bihari-Magi, 2004)



## VIII. AZ ERM II SÁVKÖZEPÉNEK MEGÁLLAPÍTÁSA

AZ ERM II rendszerének kialakításakor talán a legösszetettebb és legkritikusabb kérdés, amelyről a tárgyaló feleknek dönteniük kell, a sávközép megállapítása. Az ECB nem dolgozott ki semmiféle módszert, melynek segítségével a centrális paritást egyértelműen ki lehetne jelölni, így azt a tárgyalások során gazdaságpolitikai megfontolások alapján döntenek majd el. A sávközép meghatározása rendkívüli fontossággal bír, hisz ez az érték fogja a gazdasági szereplők várakozásait irányítani. Kijelöli azt az értéket, amelynél a végső forint-euró konverziós ráta nem lehet gyengébb, tehát meghatározza azt az árfolyamot, amihez az egész magyar gazdaságnak hosszú távon alkalmazkodni kell, ugyanis leértékelésre ezek után már nem nyílik lehetőség.<sup>9</sup> A centrális paritásnak tehát egy olyan értéknek kell lennie, amely összhangban van a fundamentumokkal, Ez azonban nagy kihívás, ugyanis a minimum kétéves periódusban egy konvergáló gazdaság meghatározó fundamentumai nagymértékben változhatnak.<sup>10</sup> Ezt a problémát némiképp kezeli az, hogy a sávközép felértékelhető, azonban mint korábban bemutattam, ennek is megvannak a maga veszélyei. A sávközép gyakori módosítás a hitelesség rovására megy, és így rendszer lényegét, a várakozások lehorgonyzását veszélyezteti.

Az árfolyam-stabilitási kritérium szigorú értelmezése, mely a +/- 2,25%-os ingadozási sávot veszi alapul nem enged meg olyan stratégiát, amely az aktuális piaci árfolyamtól lényegesen eltérő centrális paritást nevez meg, számolva az egyensúlyi árfolyam várható alakulásával. Az ERM II központi paritása így nem különbözhet majd jelentősen az aktuális piaci árfolyamtól, hacsak nem arra számítanak, hogy a centrális paritás megnevezésével a piaci árfolyam automatikusan arra az értékre ugrik. Ha abból indulunk ki, hogy a 2,25%-os sávot való eltérést az erős oldalon nem veszik olyan szigorúan, akkor elképzelhető olyan centrális paritás, ami gyengébb az aktuális piaci árfolyamnál. Ez elméletileg nagyobb mozgásteret nyújthat, hisz így a 2,25%-nál nagyobb valuta leértékelődés sem jelent majd problémát.

A sávközép megválasztására vonatkozó ajánlások általában az egyensúlyi árfolyamhoz közeli értéket neveznek meg, ugyanis egy ilyen árfolyam könnyebben védhető, tartható fenn. Ezzel csak az a probléma, hogy senki sem tudja, hogy hol is van az egyensúlyi árfolyam, ráadásul a gazdasági felzárkózás miatt ez az érték feltehetően változik majd. Az azonban biztos, hogy egy túl erős központi paritás kijelölése, mely a végső forint-euró konverzió rátáját is előrevetíti, nagyon veszélyes lehet. Jó példa erre Németország újraegyesítése, ahol politikai okokból a kelet-német márka értékét mesterségesen magas árfolyamon váltották át nyugat német márkára. A túlértékelt árfolyam is hozzájárult ahhoz, hogy a keleti részek tartósan magas munkanélküliség alakult ki, és Németország átlagában is rendkívül gyengén alakultak a növekedési mutatók a 90-es évtized során. Túl erős árfolyamon történő rögzítés

<sup>9</sup> Elméletileg a középárfolyamokra és a végső euró átváltási árfolyamokra vonatkozó döntések más-más időszakban, különböző döntéshozatali fórumok keretében születnek (ECB, 2003), azonban nem valószínű, hogy a végső rögzítés az ERM II középárfolyamánál gyengébb értéken történne.

<sup>10</sup> Különösen fontos ebből a szempontból az EU csatlakozás ténye, ugyanis az eddig kialakított nagyfokú liberalizáltság ellenére is érhetik az országot váratlan sokkok (Égert at al., 2003)

esetén a gazdaság versenyképessége drasztikus módon romolhat, ugyanis ilyen esetben a túlértékelt árfolyam káros hatásait csak az árak és bérek csökkenése tudná ellensúlyozni. A bércsökkenést köztudomásúlag nehéz kivitelezni, az árszínvonal általános süllyedése pedig rendkívül veszélyes lehet a gazdaság számára.

## A) HOL TARTUNK MA?

Magyarországon a reálárfolyam egyensúlyi szintjéről a szakmai körökben vita folyik, még abban sincsen konszenzus, hogy a múltbeli értékek közül melyik felelt meg a hosszú távú egyensúlyi árfolyampályának.

A rendszerváltást követően a forint reálárfolyamát két alapvető tényező határozta meg, az egyik csoportba a piaccgazdaság kialakításával járó tranzíciós tényezők tartoztak, míg a másikat a felzárkózásból adódó konvergenciatényezők alkották (Neményi-Várhegyi, 2003). Az elemzők nagy része egyetért abban, hogy az 1995-ben bevezetett Bokros csomag véget vetett a forint addigi felülértékelttségének, a csúszó leértékelés megítélésében azonban már vannak nézetkülönbségek. Az 1995-2000 időszakban a 10 százalékos áralapú reálfelértékelődés mellett a termelékenység robbanásszerű növekedése miatt a munkaköltség alapú reálárfolyam 20 százalékkal értékelődött le, a profitalapú reálárfolyam pedig még jobban, összesen 32 százalékkal (Neményi-Várhegyi, 2003). Az áralapú reálfelértékelődés és a profit alapú leértékelődésnek ez a fajta ötvözete a fokozatos, de jelentős dezinfláció mellett olyan gazdasági növekedést tett lehetővé, amely nem párosult a külgazdasági egyenleg romlásával. A 4-5%-os GDP bővülés, a 10 százalék feletti ipari termelés növekedés, az export dinamikus élénkülése, csökkenő munkanélküliség és infláció mellett, arra engedett következtetni, hogy a gazdaság megtalálta az egyensúlyi pályáját.

2000 folyamán kicsit változott a helyzet, ugyanis a külgazdasági egyensúly romlani kezdett, azonban ebben jelentős szerepe volt az olyan negatív sokkoknak, mint az olajár növekedése és a világgazdasági recesszió kialakulása. A termelékenység is lassulni kezdett, és ez közrejátszott abban, hogy a csökkenő bérinfláció ellenére a munkaköltség alapú reálárfolyam 2000-ben már felértékelődött az 1995-ös szinthez képest (ICEG, 2003). A romló bérversenyképesség ellenére a profitalapú reálárfolyam továbbra is leértékelődött, ami lehetőséget biztosított az ipari termelés és a beruházások változatlan dinamikájára. Ezek alapján feltételezhető, hogy 2000 végére az árfolyam átlépte az egyensúlyi szintet és kissé alulértékeltté vált.

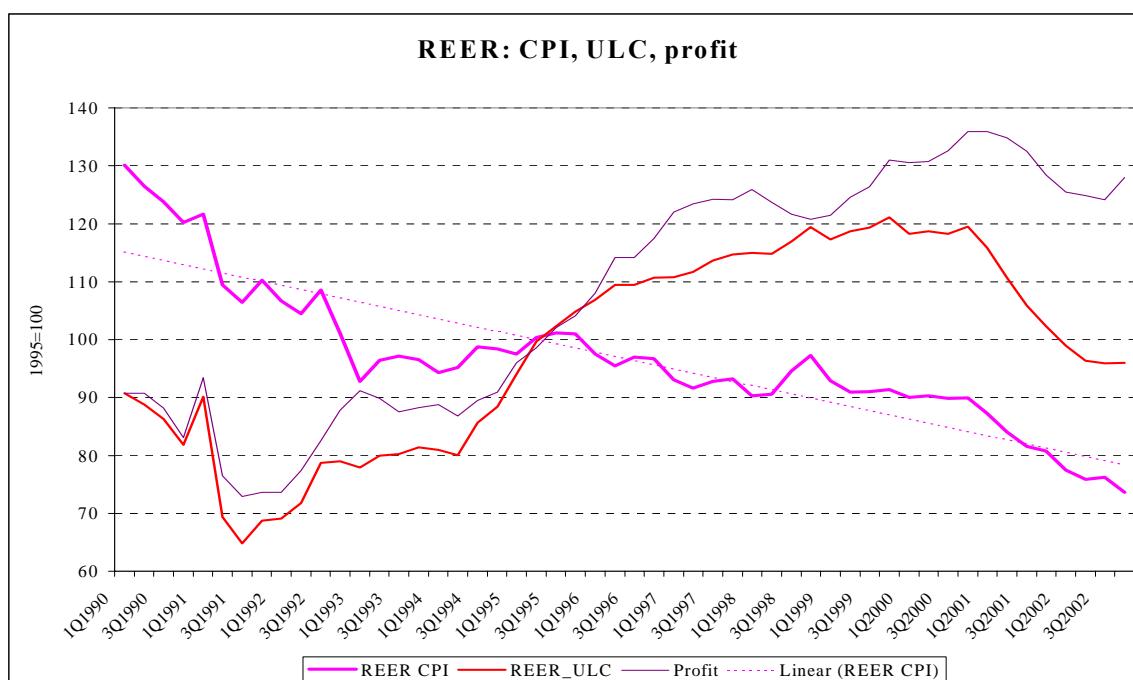
2001 és 2002 során számos olyan sokk érte a magyar gazdaságot – csökkenő termelékenység, világgazdasági recesszió –, ami a korábbihoz képest leértékelttőbb egyensúlyi árfolyamot indokolt volna (Neményi-Várhegyi, 2003). A gazdaságpolitikai döntéshozók azonban inkább a belső kereslet élénkítésével próbálták a növekedési ütemet fenntartani, a kamatpolitika pedig a fiskális expanzió és a romló egyensúlyi mutatók ellenére az árfolyam további felértékelődését segítette elő. Mindeközben a bruttó bérek 2001 és 2002 során majdnem 40%-kal növekedtek, ami azt eredményezte, hogy ebben az időszakban a termékegységre jutó munkaköltség forintban számolva a régió más országaiban

tapasztalható ütemet kétszer-háromszor meghaladva, több mint 30%-al emelkedett (Gáspár, 2003b). A fajlagos bérköltségen alapuló reálárfolyam mutató 2000 és 2003 első negyedéve között 25%-al értékelődött fel melyhez az aránytalan bérnövekedésen kívül a nominális árfolyam 11%-os felértékelődése is hozzájárult (Oblath, 2003b).

Míg tehát 2000 átlagában nagyjából egyensúlyi, az éve vége felé kicsit alulértékelt volt a reálárfolyam, addig 2002-re a fokozatos felértékelődés hatására túlértékeltté vált (Neményi-Várhegyi, 2003).

A felértékelődési törés a versenyképességi mutatókban a 4. ábra tanulsága szerint 2001 első és második negyedévi értékeinél látható, azonban a késleltetett hatás miatt 2002-ben a folyó fizetési mérleg még nem romlott drámaian, csak az exportdinamika kezdett csökkenni. A 2003-ban a 6.5%-os folyó fizetési mérleg hiánynak a kialakulásában az expanzív jövedelempolitika és az elégtelen megtakarítások mellett az erősebb árfolyam késleltetett hatásának is szerepe volt.

4. ábra Reálárfolyam alakulás Magyarországon



Forrás: Neményi-Várhegyi 2003

2003 második felétől a szerencsétlenül sikerült sávveltolást követő bizonytalan piaci hangulatban a forint jelentősen gyengült az euróhoz képest. Feltételezhető, hogy történtek túllövések a gyenge irányba, azonban számos szakértő szerint egy 250-260 körüli euró-forint árfolyam valószínűleg megfelel az egyensúlynak (Oblath, 2003). Más véleményt tükröznek a nagy befektetési bankok 2004-re szóló makroelemzései, szerintük ugyanis a jegybanknak fel kellene adnia az erős forint politikáját, és egy 280-290 forintos euró árfolyam felelne meg a gazdaság fundamentumainak (UBS, 2004). Elemzéseik nagy része az ikerdeficit problémájára hivatkozik, azonban a következtetéseik szerintem túlzottnak mondhatóak már csak azért is, mert 2003 elején még ezek a befektetési bankok próbálták meg kikényszeríteni

a sáveltolást az erős irányba. A 250-260 körüli euró-forint árfolyamnál lényegesen gyengébb azért sem látszik szükségszerűnek, mert az elmúlt időszak exportdinamikája, és ipari termelési mutató számai azt tükrözik, hogy a gazdaság magára talált. Túlértékelt árfolyam mellett az export feltehetően nem volna képes ilyen erőteljesen növekedni<sup>11</sup> (KSH, 2003).

Az elmúlt évek magyarországi árfolyam-tendenciái nem egyedülállóak a régióban. Az utóbbi évek empirikus vizsgálata a közép-kelet-európai térség reálárfolyam pályáira vonatkozóan azt mutatják, hogy a régió valutái a kétezres évek elején az egyensúlyi árfolyamhoz viszonyítva jelentősen túlértékeltté váltak (Neményi, 2003). Ezt nálunk 2003 második felétől egy korrekció követte, de ugyanez elmondható például Lengyelországról is, ahol a zloty 2003 során 23 százalékot veszített az értékéből.

A múltbeli reálárfolyam tendenciák vizsgálata az ERM II kapcsán azért fontos, mert a majdani sávközép optimális meghatározásához a különböző szofisztikált modellek egyelőre nem nyújtanak elég segítséget. A gyakran alkalmazott FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) és BEER (Behavioural Equilibrium Exchange Rate) módszerek segítségével nem lehet egyértelmű következtetésekre jutni, a modellek gyakran ellentmondásos eredményeket adnak, és a félreértelmezés mértékét is nehéz a segítségükkel meghatározni. A Magyar Nemzeti Bank internetes oldalán is szerepelt egy olyan tanulmány, mely az elmúlt évek árfolyam-tendenciáit a különböző modellek segítségével próbálta elemezni, azonban az írást röviddel megjelenése után eltávolították az oldalról, feltehetően azért mert a következtetések nem voltak egyértelműek.

Az alapvető probléma az egyensúlyi árfolyamnak a különböző modellekkel való becslésekor, hogy nincsen megfelelő adatállomány, hiányoznak a hosszú idősorok, és a modellek sem függetlenek egymástól. Ráadásul az is nehézséget jelent, hogy egy átalakuló gazdaságban a változók közötti kapcsolatok nem állandóak, így nehéz megfelelő modellt építeni. Az egyensúlyi érték meghatározása azért is problémás, mert sok esetben többszörös egyensúlyi pont (multiple equilibria) adódik, például az eltérő reálárfolyamokhoz tartozó különböző folyó fizetési mérleg hiányok közül számos lehet fenntartható hosszú távon (European Commission, 2004). A modellekkel az is probléma, hogy azok reálárfolyamokat becsülnek, és így nem lehet egyértelmű következtetést levonni a nominálárfolyamokra vonatkozóan. Az ERM II sávközepének optimális meghatározásához hazánk múltbeli reálárfolyam tendenciáinak tanulmányozásán túl segítséget nyújthatnak az eurót korábban bevezető kohéziós országok árfolyammozgásokra vonatkozó tapasztalatai.

## **B) KORÁBBI TAPASZTALATOK**

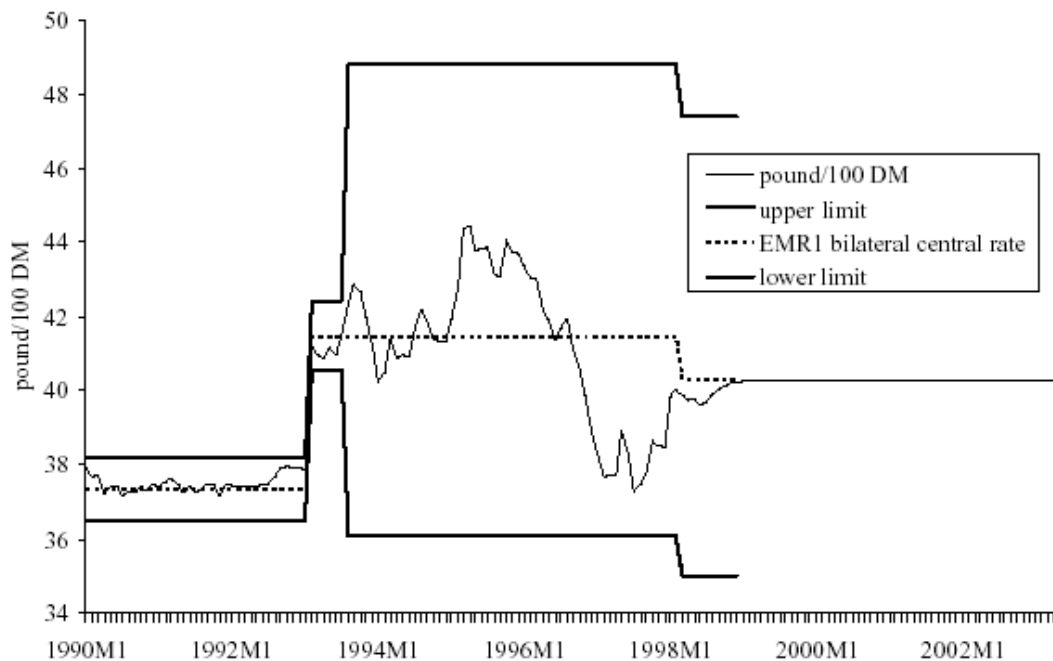
Az ír font 1978 óta vett részt az ERM I rendszerében. Az 1993-as EMS válságot követően a német márkával szembeni központi paritását 11 százalékkal leértékelték. Az 1993 augusztusában bevezetett +-15 százalékos ingadozási sávban az ír font jelentős ingadozást mutatott a megadott határokon belül (5. ábra) (De Grauwe- Schnable, 2003). A font 1995-ig

---

<sup>11</sup> 2003 szeptember-decemberi időszakban az export forintértéke 20 százalékkal haladta meg 2002 ugyanezen időszakának értékeit.

jelentősen leértékelődött majd onnan kezdve fokozatosan erősödni kezdett, összhangban a rohamos termelékenység növekedéssel. 1997. decemberében egy évvel az EMU csatlakozást megelőzően a font 8 százalékkal állt a paritás alatt, 1995 és 1997 között összesen 12 százalékkal erősödött (Neményi- Várhegyi, 2003). Írország esetében tehát az euró bevezetését megelőző két évben egyértelmű felértékelődés volt jellemző, szemben a többi EMU alapító országgal, ahol bilaterális árfolyamaikat igyekeztek a paritás közelében tartani. A gazdaságpolitikai döntéshozók két alternatíva között választhattak. Abban az esetben, ha változatlanul hagyták volna a központi paritást, melyet a egyébként piac a végső átváltási aránynak tekintett, a font közel 8 százalékos leértékelődésével kellett volna számolni az előttük álló 12 hónapban. Erre a leértékelődésre egyébként a piac is készült, ugyanis a font addigi erősödése ellenére az ír rövid és hosszú távú kamatok egyaránt magasabbak maradtak a német referenciaértékeknél (De Grauwe-Schnable, 2003). Egy ilyen erős leértékelődés ösztönzőleg hatott volna a gazdaságra, azonban olyan inflációs nyomást is generálhatott volna, ami már a maastrichti kritériumot veszélyeztethette. A másik alternatíva a sávközép 8 százalékos felértékelése lett volna, így elkerülhető lett volna inflációs veszély, de a növekedés is visszafogottabban alakult volna. Az ír kormány végül kompromisszumos megoldást fogadott el és, 1998 márciusában 3 százalékkal felértékelte a központi paritást. A piac a döntést hitelesnek ítélte meg, az aktuális árfolyam rögtön az új értékre ugrott, és 1998 júniusában végül ez lett a végső konverziós ráta az euróval szemben. Az ír infláció a csatlakozást követően hirtelen megugrott, ami a brüsszeli bizottság figyelmeztetését váltotta ki. Megállapították, hogy a reálárfolyam felértékelődése fundamentálisan indokolt, és az ír font alulértékelttsége miatt az csak inflációs többlettel mehet végbe.

5. ábra Az ír font árfolyamának alakulása az ERM I-ben és az EMU-ban



Source: IMF: IFS.

Az ír tapasztalatok alapján feltételezhető, hogy a közép-kelet európai országok mostani csatlakozásánál az unió főhatóságai mindent el fognak követni, hogy a végleges rögzítés ne túl gyenge árfolyamon történjen, ugyanis annak a későbbiekben magasabb infláció lesz a következménye.

A görög tapasztalatok figyelembe vétele, a drachma árfolyam alakulásának vizsgálata a konvergencia folyamat során különösen fontos lehet Magyarország számára, hisz a magyar gazdaságpolitikának hasonló kihívásokkal kell szembenéznie az euró bevezetését megelőzően.

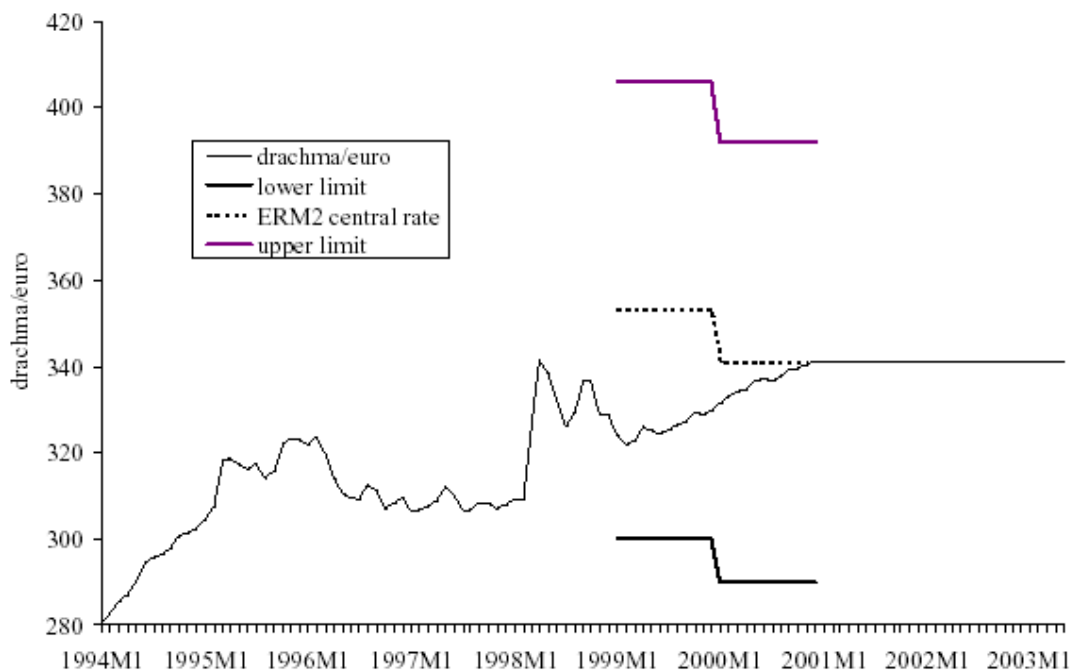
A görög gazdaságot a 90-es évek elején magas infláció, alacsony növekedés és magas költségvetési hiány jellemezte. Míg a többi EU ország a maastrichti kritériumok teljesítésén dolgozott, Görögország egyre inkább lemaradt, divergált. A rezsimváltás 1995-ben következett be, amikor a kormány hivatalosan is jelezte az euró-zónához való csatlakozási szándékát. Jelentős fiskális szigorítás történt, a 10 százalékos feletti 1995-ös költségvetési hiányt 1997-re 4 százalék körülire dolgozták le, teljesen liberalizálták a tőkepiacot, és a görög parlament jóváhagyta a Görög Nemzeti Bank függetlenségét, melynek a feladata az árstabilitás megvalósítása lett (Garganas, 2003). Az új gazdaságpolitika keretét az „erős drachma politikája” adta, melynek során az árfolyamot használták nominális horgonyként. Az 1995-97-es időszakot magas, 5 százalékos körüli reálkamat jellemezte, az infláció az 1994-es 11 százalékról 5 százalékra csökkent 1997-re, és a növekedés is megháromszorozódott az 1991-94-es időszakhoz képest.

Az árfolyamhorgonyt alkalmazó stratégiának azonban jelentkeztek a jól ismert visszasságai is, magasak voltak a sterilizációs költségek, reálfelértékelődés kezdődött, romlott a folyó

fizetési mérleg. A drachma gyengülni kezdett, amihez az ázsiai válság is hozzájárult, és a magas kamatok következtében - amivel az árfolyamot próbálták tartani - visszaesett a növekedés, és megborultak a fiskális célkitűzések (Garganas, 2003). A drachma gyengülésének megítélésénél azt is figyelembe kell venni, hogy Görögországot szemben a kelet-közép európai országokkal nem jellemezte az euró-övezetnél magasabb termelékenység növekedés. 1998 márciusában a görög drachmát végül 12,3 százalékkal leértékelték, majd 1999 januárjában Görögország belépett az ERM II-be, a piaci árfolyam 7,5 százalékkal volt erősebb mint az új centrális paritás (De Grauwe-Schnable, 2003). Az új sávközép kialakításánál a fenntarthatóság érdekében figyelembe vették Görögország múltbeli inflációs differenciáját az euró-zónával szemben, és a csatlakozásig várható különbségekkel is számoltak.

A drachma leértékelését szemben - a 90-es évek nagy leértékeléseivel - nem követte további árfolyamgyengülés, nem alakult ki spekulációs támadás sem. A leértékelés nem vezetett a gazdasági teljesítmény visszaeséséhez, sőt az növekedni kezdett, és nem gyorsult az infláció. A siker kulcsát az ERM II hitelességi többlete jelenthette, melynek kiaknázásához persze szükség volt a megelőző évek jelentős fiskális szigorítására. Az új leértékelt sávközép viszonylag nagy mozgásteret biztosított a monetáris politika számára a dezinflációhoz. A három hónapos bankközi kamatlábak 700 bázis ponttal álltak a német benchmark fölött, és mégsem alakult ki kezelhetetlen tőkebeáramlás (Garganas, 2003). Azáltal ugyanis, hogy a piaci árfolyam jóval erősebb volt, mint a sávközép, nem lehetett teljesen kizárni az árfolyam jelentősebb leértékelődését, hisz az még így is összhangban maradt volna az ERM II szigorú értelemben vett 2.25 százalékos ingadozási sávjával (Bank of Slovenia, 2003). Az árfolyam kockázat megléte, a mérsékeltebb tőkebeáramlás lehetőséget nyújtott a jelentős kamatspread fenntartására. Az árfolyam csak fokozatosan, de monoton kezdett gyengülni, konvergálni a sávközép felé, így a leértékelésből származó inflációs hatások mérsékeltek maradtak. 1999 során a drachma átlagban 7.7 százalékkal volt erősebb, mint a centrális paritás, és a további jelentősebb leértékelés elkerülése végett 2000 januárjában a sávközepet 3.5 százalékkal felértékelték.

### 6. ábra A görög drachma árfolyama az ERM I-ben, ERM II-ben és az EMU-ban



Source: IMF: IFS. Before January 1999 the DM represents the euro.

A konzisztens gazdaságpolitika eredményeként az infláció 1999 második felére 2 százalék körülire süllyedt<sup>12</sup>, Görögország teljesítette a maastrichti kritériumokat, és 2001. január elsején tagja lett az euró-övezetnek.

A görög stratégiának, vagyis az ERM II sávközép leértékeléssel való kezdésének egyértelmű pozitívuma, hogy a monetáris politika mozgástere viszonylag szabad marad, és a centrális paritás esetleges későbbi felértékelése sem veszélyezteti a gazdaság versenyképességét. Ennek a scenáriónak a gyengesége lehet viszont az inflációs várakozások alakulása. Az egyszeri kezdeti leértékelés már magában veszélyeket hordozhat, és utána a piaci árfolyam a gyengébb sávközéphez konvergálva további inflációs nyomást okozhat.

Az euró-zónába korábban belépő országok tapasztalatai egyértelműen azt bizonyítják, hogy a túlértékelt valutával történő csatlakozásnak jóval súlyosabb következményei lehetnek a reálgazdasági felzárkózásra nézve, mint egy esetleges alulértékelt végső rögzítésnek. Túl erős árfolyam adódhat abból, ha a monetáris politika a valuta felértékelődésével próbálja leszorítani az inflációt, vagy ha a minimálisan szükséges két évnél jelentősen hosszabb az ERM II időtartama. A monetáris unió mai tagjai a csatlakozásukat megelőző konvergencia időszakában törekedtek arra, hogy elkerüljék a nominális árfolyamuk felértékelődését, a maastrichti kritériumok teljesítése érdekében más eszközökhöz, elsősorban fiskális kiigazításhoz folyamodtak. Még a magas inflációjú Görögország sem a nominális árfolyam

<sup>12</sup> Az alacsony inflációs érték elérésénél persze figyelembe kell venni bizonyos vitatható egyszeri intézkedéseket, melyek nagyban hozzájárultak, ahhoz, hogy az EMU csatlakozást követően az infláció jelentősen emelkedett.



erősödésére alapozta a dezinflációs politikáját, és amint láttuk Írország is törekedett arra, hogy a végleges rögzítés inkább alulértékelt árfolyamon történjen. (Neményi-Várhegyi, 2003). A kelet-közép európai országok konvergencia folyamatának eddigi tanulságai alapján azonban úgy tűnik, hogy most kisebb hangsúly helyeződik a túlértékelt árfolyamon történő rögzítés elkerülésére.

## X. IDŐZÍTÉS ÉS STRATÉGIÁK

Az ERM II spekulációnak való kitettsége, törekénysége azonban nagyban függ attól, hogy az adott ország gazdasága milyen állapotban van. Annak ellenére, hogy az ERM II kétéves periódusa a konvergencia-folyamat színtere kell, hogy legyen ahhoz, hogy a rendszer horgonyként tudjon működni a gazdasági mutatók bizonyos mértékű előzetes alkalmazkodása szükséges. A magyar gazdaság jelenleg számos olyan szerkezeti problémával küzd, melyek megoldása mindenképpen tanácsos az ERM II csatlakozás előtt. Abban az esetben, ha a fiskális rugalmasságot és a konzekvens gazdaságpolitikát nem a politikai elhatározás, hanem a fix árfolyam kényszeríti ki, akkor megnő annak a veszélye, hogy az ERM II árfolyam-volatilitást erősítő hatása érvényesül a fiskális politikát fegyelmező hatása helyett (ICEG, 2003). A fix árfolyam rendszerek korábbi alkalmazásainak tanulságaként elmondható, hogy az ilyen rendszerek csak viszonylag rövidtávon és nagyon erős monetáris dominancia mellett képesek fegyelmezőleg hatni a gazdaságpolitikára. Az árfolyam ugyanis nem egy elszigetelt gazdasági változó, hanem a többi paraméter kontextusában határozódik meg, és így csak abban az esetben játszhat stabilizáló funkciót, ha a makrogazdasági politika egésze konzisztens. A gazdasági növekedés számára létfontosságú stabil árfolyam tehát következmény, és csak egy átfogó makrogazdasági stratégia, nem pedig egy egyszeri politikai döntés eredménye lehet. A szlovák jegybank szerint az árfolyam stabilitásához a nemzeti költségvetéseknek rendelkezniük kellene olyan tartalékokkal, amelyek szükség esetén lehetővé tesznek összehangolt fiskális és monetáris politikai beavatkozást (NBS, 2003). A fiskális konszolidációt és a strukturális reformokat ezért rugalmas árfolyamrendszer mellett kell végrehajtani, vagyis meg kell, hogy előzzék az ERM II részvételt (CNB, NBS és Bundesbank 2003).

A szlovák jegybank és pénzügyminisztérium közös állásfoglalása szerint (NBS, 2003) a dezinfláció és a költségvetési deficit leszorítása a lehető legrövidebb időn belül kell, 3-4 év alatt kell, hogy megtörténjen. Mivel a reformok végrehajtása szerintük meg kell, hogy előzze az árfolyamrögzítést, az euró bevezetésének időpontját 2008 és 2010 közé teszik. A legkedvezőbb (euró 2008-ban) forgatókönyv mellett, rögtön az EU csatlakozást követően megkezdendők az ERM II-vel kapcsolatos tárgyalások, és várakozásaik szerint 2005 folyamán lépnének be az ERM II-be, ahol a lehető legrövidebb időt szándékoznak eltölteni.

A cseh kormány 2003 októberében fogadott el hivatalos stratégiát az ERM II és az euró-zóna csatlakozással kapcsolatban. A dokumentum négy fő következtetést von le: az euró-övezethez való csatlakozás várható időpontját 2009-2010-re teszi, nem javasolja az ERM II-höz való gyors csatlakozást, mert szerinte azt megelőzően kell a maastrichti kritériumoknak megfelelő makrogazdasági környezetet teremteni, az ERM II-ben a minimális két év eltöltését irányozza elő, és végül hitet tesz az inflációs célkitűzés rendszerének alkalmazása mellett „a monetáris integráció befejeztéig”. A cseh kormány azt is tervezi, hogy az euró-övezeti tagságra való érettséget a maastrichti kritériumokon túlmutató szélesebb gazdasági összefüggések keretében is vizsgálja majd.

Lengyelország még nem jelentetett meg hivatalos stratégiát az euró bevezetéssel kapcsolatban. A 2003-as PEP szerint az eurót azonnal be kell vezetni, amint megteremtődnek az ehhez szükséges makrogazdasági feltételek. Ezek alapján 2008-2009-es csatlakozásnál korábbira nem számíthatunk, hisz a 2003-as PEP szerint 2006-ra 3.4%-os államháztartási hiány várható. A kilátásokat nagyban befolyásolja majd a Hausner-csomag sorsa, melyről döntés a napokban várható. A lengyel jegybank 2004-ben már jelezte, hogy az euró-zónához a lehető leggyorsabban kellene csatlakozni, és így az ERM II-vel kapcsolatos tárgyalásokat még az idén jó volna el kezdeni. A jegybank a 2003-as PEP-el összhangban a lehető legrövidebb kétéves időszakot javasolja eltölteni az ERM II-ben, és lehető leghatékonyabb ingadozási sávot (+-15%) tartja kívánatosnak. Az ERM II sávközepének megválasztásával kapcsolatban Borowski-Brzezina-Szpunar (2002) tanulmányában azt lehetett olvasni, hogy az ingadozási sáv kialakítását úgy képzelték, hogy a gyenge oldalon a centrális paritás felett 2 százalékkal egy informális intervenció sávot működtetnek, elkerülendő a 2,25 százaléknál nagyobb árfolyamgyengülést. A dezinflációs politika alakításánál pedig nagymértékben támaszkodnának a sávközép felértékelésére, mely szerintük azért előnyös, mert összhangban van a fundamentumok alakulásával, és hatása gyorsan jelentkezik.

Szlovénia fiskális téren kitűnően teljesít, a 2002-es és 2003-as PEP szerint középtávon egyensúlyban lévő költségvetés várható. A dezinflációval és a kamatkonvergenciával kapcsolatban voltak problémák, ugyanis számottevőek még az adminisztratív árak és a pénzügyi szerződések indexálása is jelentős. Ennek ellenére a 2003 novemberében megjelenő euró-zóna csatlakozással kapcsolatos hivatalos stratégia 2007-es céldátumot jelöl meg a közös valuta átvételére (Bank of Slovenia, 2003). Ez pedig 2004-es ERM II csatlakozást feltételez. A dokumentumban felhívják a figyelmet, hogy az ERM II csatlakozás előtt szükség van megfelelő kamatkonvergenciára és dezinflációra.

A balti államokat igen fegyelmezett költségvetési politika jellemzi, amely egyben az árfolyamstabilitás felé tett igen nagyfokú elkötelezettséget –az euró alapú valutatanácsokat, illetve az SDR-hez fixen rögzített rendszert is támogatja. Az EU főhatóságainak az álláspontja szerint a balti államokban működtetett árfolyamrendszer ERM II-konformak, ezért elkerülhető a rugalmasabb árfolyamrendszerekbe való kitérő a GMU tagsághoz vezető úton. Az egyetlen probléma az infláció alakulásával lehet, hisz a valutatanács alkalmazása mellett a Balassa-Samuelson hatás egyértelmű inflációs többletet okoz. További problémát jelent a regulált árak liberalizációja. A balti államokról az is elmondható, hogy kevésbé integráltak az euró-övezetbe, fontos kereskedelmi partnerük Svédország, Oroszország és az Egyesült Királyság, ez pedig az aszimmetrikus sokkoknak való kitettséget növeli.

Litvánia 2003 PEP jelentésében nincs utalás az euró bevezetés tervezett időpontjára. IMF dokumentumok szerint viszont a litván kormány az EU csatlakozást követően hamarosan ERM II tag kíván lenni, fenntartva a jelenlegi centrális paritást és a valutatanács melletti elköteleződést. A litván jegybank szerint az euró bevezetés időpontja 2006-2007-re tehető.

A 2003-as észti PEP jelentés szerint az észtek az EU csatlakozást követően azonnal el akarják kezdeni az ERM II két éves periódusát és 2006-ra az euró-övezet tagja kívánnak lenni. Észtország is a valutatanács fenntartása mellett képzei el az ERM II-es időszakot.

Lettország esetében a 2003-as PEP úgy fogalmaz, hogy különböző jogi korlátok miatt az euró-zónához való csatlakozás legkorábbi dátuma 2008. január elseje lehet. A dokumentum szerint Lettország 2005. január elsejétől euró alapúra váltja az eddig SDR alapú árfolyam rögzítését és egyúttal megkezdi azt ERM II-es időszakot. Lettország is szűkebb ingadozási sávot kíván fenntartani az ERM II rendszerén belül.

A 2003-es ciprusi PEP jelentés szerint Ciprus az EU csatlakozást követő lehető legkorábban tagja kíván lenni az euró-zónának, a dokumentumban 2007-es céldátum szerepel. Ennek megfelelően korai 2005-ös ERM II csatlakozással számolnak, aminek nem látják nagy akadályát, hisz már eddig is ERM II-konform árfolyamrendszert működtettek.

Málta ez idáig nem publikált hivatalos stratégiát az euró-zóna csatlakozásra vonatkozóan. A 2004-es költségvetés tárgyalása kapcsán azonban a miniszterelnök utalt arra, hogy 2005-ben megkezdődhetne a kétéves ERM II tesztperiódus. Azt is tudni lehet, hogy Málta nem tervezi a szükséges két évnél hosszabb időszak eltöltését az ERM II-ben.

A magyar gazdaságpolitika 2003 nyarán, a piaci turbulencia közepette jelentette be, hogy az ERM II-höz a lehető leghamarabb csatlakozni kíván az EU belépést követően, tehát még 2004-ben, az euró bevezetés időpontját pedig 2008-ra tűzték ki. Ez azt jelentette, hogy a kötelezően előírt kettő helyett, minimum három évet terveztek eltölteni az ERM II törékeny rendszerében, ami a jelenlegi volatilis árfolyam és jelentős fiskális konszolidáció igénye mellett merész vállalkozásnak tűnt. A hosszú ERM II időszak önmagában is veszélyes lehet, hisz túlzott felértékelődéshez vezethet. A kétévesnél hosszabb tagságra épülő forgatókönyv azzal a feltételezéssel élt, hogy az ERM II rendszere támogatja a konvergencia-folyamatot és véd a spekulációs támadások ellen, vagyis érdemes a minimálisan megkövetelt időn túl is részt venni benne.

Az elmúlt évek során a konvergencia-folyamat fenntartásához szükséges átgondolt lépéseket hangoztatott vállalkozásokkal próbálták helyettesíteni a gazdaságpolitikai döntéshozók. Az ERM II-be való belépés azonban csak a konfliktusok vállalása és az államháztartás ezt követő rendbetétele után lehet ésszerű, nem utolsósorban azért, mert csak a fiskális konszolidáció és az EU-csatlakozás jelentette sokkok következtében megváltozott makrogazdasági pályán alakulhat ki az ERM II belépés szempontjából is egyensúlyinak tekinthető árfolyam (ICEG EC 2003). Abban az esetben, ha a kiigazítás, a hátralévő szerkezeti reformok és az EU-csatlakozás jelentette sokkok előtt lépünk be az ERM II-be, akkor az a központi paritás eltolására vonatkozó várakozásokkal és spekulációval fog együtt járni. Gyakran hangoztatott érv a hosszabb ERM II tagság mellett, hogy a mérési periódus csak az utolsó két évre vonatkozik, tehát az azt megelőző volatilitás nem veszélyezteti a rendszert. Érdemes azonban figyelembe venni azt, hogy egy jelentős ingadozásokkal terhelt időszak után nem várható, hogy az árfolyam egy csapásra stabilizálódik. Kár volna az ERM II jelentette hitelességi többletet egy feszültségekkel teli

időszak során „elpazarolni”, hisz arra a későbbiekben még nagy szükségünk lehet. Abban az esetben, ha a gazdaságpolitikai döntéshozók rászánják magukat a szükséges korrekciós lépések meghozatalára 2005-2006 során és ezt követően kezdeményezik az ERM II belépést, akkor a rendszer már nagyobb valószínűséggel segítheti a konvergenciát, és így 2009-2010-re megteremtődhetnek az EMU csatlakozás feltételei. A mostani 2010-es céldátum megfelel egy ilyen forgatókönyvnek.

### 7. ábra Monetáris stratégiák

Ország	Monetáris integráció céldátumai	
	Az ERM II megkezdése	Euró átvétele
Ciprus	2005	2007
Csehország	2007-2008	2009-2010
Észtország	2004	2006
Lengyelország	2006-2007	2008-2009
Lettország	2005	2008
Litvánia	2004-2005	2006-2007
Magyarország*	?	2010
Málta	2005	2007-2008
Szlovákia	2005-2007	2008-2010
Szlovénia	2004	2007

## XI. ÖSSZEGZÉS

A dolgozat arra a kérdésre kereste a választ, hogy a GMU csatlakozást megelőző ERM II-es monetáris rezsím, amely a maastrichti kritériumok egyike, mennyiben képes a várakozásokat orientálni, azaz horgonyként működni a gazdaság számára. Bizhatunk-e a rendszer stabilizáló funkciójában, melynek segítségével a konvergencia folyamatunk is nagyobb sebességre kapcsolhatna. Az ERM II körültekintő megítéléséhez a dolgozat első része az elmúlt évtized nemzetközi árfolyam tendenciáit vizsgálta, ezek ugyanis számos tanulsággal szolgálnak a kis nyitott országok lehetőségeit illetően. A nemzetközi szakirodalomban divatossá vált kétpólusú szemlélettel kapcsolatban régióink esetében azonban számos probléma merült fel. Magyarországon a 90-es közepén a stabilizációs program keretében bevezetett, majd az ezredfordulóig fenntartott köztes, rögzítéssel árfolyam rendszer meglepő sikereket ért el, és így alternatívát tudott felmutatni a két pólusos rendszer ellenében. Ezzel kapcsolatban hiba lenne levonni azt a következtetést, hogy a kétpólusú szemlélet köztes árfolyamrendszerekre vonatkozó problémafelvetései hamisak lettek volna, azt azonban látni kell, hogy a szabad lebegtetés és a kemény rögzítés alkalmazása is komoly nehézségeket eredményezhet.

AZ ERM II-höz való csatlakozás azért adhat okot a bizalomra, mert ez a rendszer más, mint a hagyományos egyoldalú árfolyamrögzítések. Extra hitelességet biztosít az ECB jelenléte a sávszéleken, egy irányban módosítható sávközépellel rendelkezik, ami bizonyos mértékig rugalmasságot jelent, és egyértelmű kilépési stratégiája van, az euró bevezetése. Az ERM II mint köztes árfolyam-mechanizmus így sikeresen töltheti be egy olyan tranzíciós rendszer szerepét, melynek segítségével az árfolyamrendszerek egyik pólusába, a monetáris unióba lehet eljutni. A dolgozat azonban arra hívta fel a figyelmet, hogy az ERM II intézményének helyenként homályos, puha megfogalmazásai bizonytalanságot gerjeszhetnek, és a rendszer stabilizáló funkcióját nehezítik. Liberalizált tőkepiacok mellett, volatilis tőkemozgások esetében bármilyen bizonytalanság a spekulációs kitétséget növeli. Magyarország esetében a rossz külső egyensúly mutatók, az egészségtelen finanszírozási struktúra, és az állampapír piac sajátos szerkezete, tovább súlyosbítja a helyzetet. A spekulációs támadásokkal kapcsolatban szükséges volt rámutatni arra, hogy az ERM II rendszere kapcsán a hagyományos valutaválságokra jellemző gyenge oldal ellen irányuló támadásokkal szemben inkább az erős oldali nyomás veszélye merül fel. Az erősödésre játszó spekulációt egyrészt a konvergáló gazdaság egyensúlyi folyamatai gerjeszhetik, másrészt az ERM II és az inflációs célkitűzés rendszerének a konfliktusa is okozhat nyomást az erős sávszélen. AZ ERM II rendszerének fenntarthatósága nagyban függ majd a sávközep megválasztásától, azonban mint leírtam az optimális centrális paritás kijelölése igen problémás. A megfelelő stratégia megválasztásához segítséget nyújthatnak a korábban csatlakozó országok tapasztalati, melyek egyértelműen azt mutatják, hogy az ERM II alatt a túlzott árfolyam felértékelődést érdemes elkerülni. Az ERM II csatlakozás időzítésével kapcsolatban fontos figyelembe venni az ECB alelnökének Padoa-Schioppának 2004. februárjában tartott prágai konferencián elmondott beszédét, melyben felhívta a figyelmet

arra, hogy „a csatlakozók előtt álló jelentősebb gazdaságpolitikai kiigazításokat az ERM II belépést megelőzően rendezni kell. Ez vonatkozik például az adminisztratív árakra és a fiskális konszolidációra” (Schioppa, 2004. Az ERM II-vel kapcsolatban jogos elvárás, hogy a rendszer gyorsítsa a konvergencia-folyamatot, azonban ehhez megfelelő mértékű előzetes alkalmazkodás kell. A kulcskérdés a belépés időzítése kapcsán annak az időpontnak a kijelölése, amikor már megtörtént egy olyan fokú kiigazítás, hogy az ERM II egyértelműen a felzárkózást segítheti elő.

## **IRODALOMJEGYZÉK**

- Andor László (2003) Monetáris evolúció Európában, MEH, Kormányzati Stratégia Elemző Központ, STRATEK, Euró, érvek és ellenérvek, 2003 december
- Államadósságkezelő Központ (2003) A központi költségvetés és az államadósság finanszírozási terve 2004-ben, 2003 november
- Babetski, Jan – Boone, Laurence – Maurel, M. (2003) Exchange-Rate Regimes and Supply Shocks Asymmetry: the Case of the Accesion Countries. 2003. január
- Bank of Slovenia (2003) Programme for ERM II entry and adoption of the euro, 2003 November
- Barabás Gyula (2003) A felértékelődési spekuláció kezelése, MNB Háttér tanulmányok, 2003/3
- Begg, D. – Eichengreen, B. – Halpern, L. – von Hagen, J. – Wyplosz, C. (2003) Sustainable regimes of capital movements in accession countries. Centre for Economic Policy Research, London
- Bihari P.- Magi I. (2004): Az euró magyarországi bevezetésének közgazdasági kérdései, 2004 március
- Bofinger, P – Wollmerhauser T. (2000): Options for the exchange rate policies of the accession countries (and other emerging market economies), Würzburg Economic Papers, Nr 13.
- Borowski, J. – Brzezina, M.B – Szpunar, P. (2002) Exchange rate regimes and Poland's participation in ERM II
- Buiter Willem H - Grafe C. (2002) Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange rate regimes for the accession countries, 2002 January
- Braga J.-Reisen H. (2003) Float in order to fix? Lessons from emerging markets for EU accession countries, 2003 február
- Czech National Bank (CNB 2003) ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information material for the government., 2003. július 15.
- Citigroup (2004) Hungary and ERM II strategy: thinking ahead, CEEMEA Local Markets Strategy- FE202, 2004 January
- Csajbók, Attila – Csermely, Ágnes (2002) Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. MNB Műhelytanulmányok 24.
- De Grauwe P.- Schnable G. (2003) Nominal versus real convergence with respect to EMU accession. How to cope with the Balassa-Samuelson dilemma, 2003 október



- Égert B.- Gruber T.-Reiniger T, (2003): Challenges for EU acceding countries' exchange rate strategies after EU accession and asymmetric application of the exchange rate criterion, Oesterreichische Nationalbank, 2003 february
- Égert B.- Kierzenowski R. Asymmetric fluctuation bands in ERM and ERM II: Lessons from the past and future challenges for EU acceding countries, William Davidson Institute Working Paper No. 597, 2003 July
- ECB (1998) Agreement (98/C 345/05) 1998 September
- ECB (2000) Agreement (2000/C 362/10) 2000 September
- ECB (2003) Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsának iránymutató állásfoglalása a csatlakozó országokat érintő árfolyamkérdésekről, 2003 december
- European Commission (2004) Discussions on ERM II participation Some guiding principles, European Commission Directorate General Economic and Financial Affairs, 2004 January
- EU Council (1998) Composit paper: Reports on Progress towards accession by each of the candidate countries, 1998 November
- Fischer (1994) „Modern Central Banking”, The future of Central Banking: The tercentenary symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, 1994
- Fölsz, Attila (2003) The monetary framework after accession – a political economy analysis of ERM2. European Integration online papers (EIoP) VOI. 7 (2003) No. 2.
- Garganas Nicholas C. (2003) Exchange rate regimes on the road to EMU: Lessons from Greece's experience, Seminar on „Monetary strategies for accession countries”, Hungarian Academy of sciences, Budapest, 2003 February
- Gáspár Pál (2003) Forintválság: okok, következmények és kiutak, ICEG Vélemény IX., 2003 december
- Gáspár, Pál (2003) A hazai gazdaság versenyképességének változása közép-európai összehasonlításban. ICEG EC Vélemény, 2003. április
- Halpern, László – Wyplosz, Charles (2001) Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection. 2001. május
- ICEG Európai Központ (2003) A magyar beteg: makrogazdasági problémáink okai, eddigi kezelésük és a lehetséges gyógymód. 2003. augusztus

- Kontolemnis (2003) Exchange rates are a matter of common concern: policies in the run-up to the euro?, European Economy, European Commission, Economic Papers, 2003 February
- KSH (2004) Stadat, külkereskedelmi termékforgalom, 2004 február 10.
- Lavrač, V. – Zumer, T. (2003) Exchange Rate Regimes of CEE Countries on the way to the EMU: Nominal Convergence, Real Convergence and Optimum Currency Area Criteria, Ezoneplus Working Paper No. 15., 2003. június
- Mishkin F. (2003) Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects, NBER Working Paper 9667, 2003 April
- MNB (2002) Monetáris politika Magyarországon, 2002 Augusztus
- NBS (2003) Strategy of the Slovak Republic for Adoption of the Euro. Joint document of the Ministry of Finance of the SR and the National Bank of Slovakia, Bratislava, 2003. Május
- Neményi Judit (2003) Az euró bevezetésének feltételei Magyarországon, Közgazdasági Szemle, L. évf., 2003. június
- Neményi, Judit – Várhegyi, Éva (2003) A valutarendszer problémái a magyar gazdaságban az euró bevezetéséig. Pénzügykutató Rt. 2003
- Oblath, Gábor (2003) Az euró hazai bevezetésének kérdései a spekulatív támadás fényében. ICEG-MKT konferencia
- Oblath Gábor (2003b) A nemzetgazdaság nemzetközi versenyképessége: értelmezések, mutatók és néhány hazai tanulság, Előadás, BKAE, Pénzügypolitika I., 2003 november
- Padoa-Schioppa T. (2004) Exchange rate issues relating to the acceding countries, IMF Conference: Euro adoption in accession countries, opportunities and challenges, Prague, 2004 February
- Szapáry György (2000): Maastricht and choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU, NBH Working Paper 2000/7, 2000 október
- Tarafás Imre (2002): Bankrendszer és Monetáris Politika Magyarországon 1987-2000, Aula Kiadó 2002
- UBS (2004) Hungary: Curve ball, UBS Investment Research, EMEA Economic Perspectives, 2004 január