



SZAPÁRY GYÖRGY

## Az árfolyamrendszer kiválasztása az átmenet országaiban az EMU-csatlakozás előtt

A cikk arra a kérdésre keresi a választ, milyen árfolyamrendszert alkalmazzanak az átmeneti gazdaságok az EU- és az EMU-csatlakozást megelőző időszakban. A szerző arra a megállapításra jut, hogy nem létezik egy minden esetre alkalmas, uniform árfolyamrendszer, amelyet a felvétel előtt álló országok egységesen alkalmazhatnának. Egyúttal azt is felveti, hogy nincs összhang az inflációval kapcsolatos maastrichti követelmény és a felzárkózási folyamat között, és ez az ellentmondás az ökölvívásból ismert „mérlegelési szindrómát” idézheti elő az EMU-hoz társulni szándékozó országokban, amely gyengíti ezen országok gazdaságirányításának hatékonyságát. Végezetül a cikk javaslatokat fogalmaz meg az inflációval kapcsolatos maastrichti követelmény megváltoztatására.\*

Az EMU<sup>1</sup> létrejöttével új szakasz kezdődött az árfolyamrendszer megválasztásáról szóló viták történetében. A tét annak az árfolyamrendszernek a kiválasztása, amely a legjobban szolgálja Közép-Kelet-Európa országainak felkészülését az EU-csatlakozásra és a maastrichti konvergenciakövetelmények teljesítését, aminek révén egy későbbi időpontban e gazdaságok az EMU-hoz is csatlakozhatnak. Közgazdasági szempontból aligha lehet kétséges, hogy a Közép-Kelet-Európa országainak – lévén kis gazdaságok – érdekük, hogy miután már liberalizálták kereskedelmüket és a tőkeáramlást, és az EU tagjai lettek, csatlakozzanak az euróövezetbe is. Ennek hatására alacsonyabbak lesznek a kockázati felárak, csökkennek a kamatlábak és a tranzakciós költségek – hogy csupán a legkézenfekvőbb gazdasági előnyöket említsük. Emellett az új tagoknak beleszólásuk lesz az Európai Központi Bank (*European Central Bank, ECB*) monetáris politikájának alakításába. Ez a monetáris politika már úgyis nagy hatással van rájuk, hiszen *de facto* integrálódtak az euróövezet gazdaságába. A kérdés csupán az, hogy vajon létezik-e az EMU-csatlakozást megelőző időszakban alkalmazható ideális árfolyamrendszer az átmeneti gazdaságok számára; olyan rendszer, amely biztosítja a stabilitást, fenntartja a versenyképességet, előmozdítja a szerkezeti reformokat és elősegíti az inflációval kapcsolatos maastrichti követelmény teljesítését.

E cikknek nem az a célja, hogy kimerítően elemezze az árfolyamrendszer megválasztásának a szakirodalomból jól ismert és sokat vitatott témáját. Csupán néhány olyan

\* Az írás egy korábbi változata a Nemzetközi Triffin Alapítvány által szervezett A nemzetközi pénzügyi rendszer törekvése címmű konferencián hangzott el (Louvain-la-Neuve, 2000. szeptember 14–15.). Szeretnék köszönetet mondani hasznos megjegyzéseikért *Darvas Zsolt*nak, *Daniel Gros*nak, *Eduard Hochreiter*nek, *Simon András*nak és *Vincze János*nak. Úgyisint köszönetemet fejezem ki *Valkovszky Sándornak* a kutatásban való közreműködéséért. A cikkben kifejtett nézetekért kizárólag a szerző tartozik felelősséggel, és azok semmilyen módon sem kötelezik a Magyar Nemzeti Bankot.

<sup>1</sup> Economic and Monetary Union, Gazdasági és Monetáris Unió.

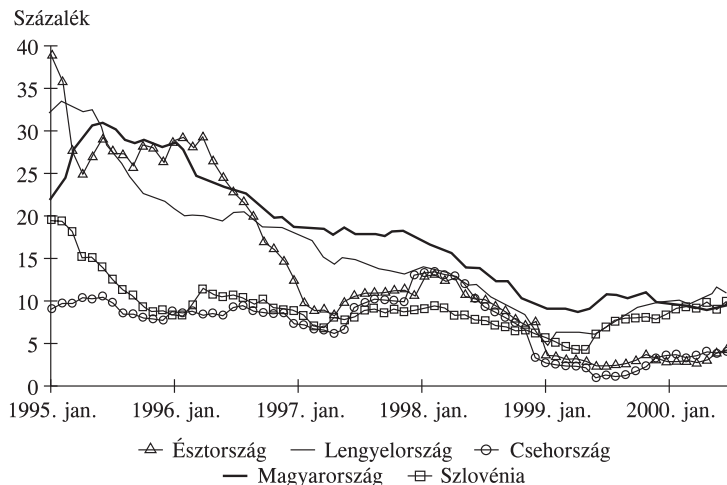
sajátos kérdést vet fel – mégpedig a tőkeáramlások nagyfokú globalizálódásának fényében –, amelyekkel az EU- és EMU-tagsághoz legközelebb álló országok szembesülnek. Ebben az összefüggésben a tanulmány felveti, hogy vajon helytálló-e az inflációval kapcsolatos maastrichti követelmény, majd néhány javaslatot tesz a követelmény módosítására.

A csatlakozás előtt álló országok igen sokféle árfolyamrendszert alkalmaznak: ezek között lényegében valamennyi fajta megtalálható a valutatanács intézményétől (például Észtországban) a lebegő árfolyamok rendszeréig (például Csehországban és 2000 áprilisától Lengyelországban).<sup>2</sup> A magyar árfolyamrendszer valahol e két véglet között helyezhető el: egy előre bejelentett mértékkel csúszó árfolyam alkalmazása viszonylag szűk,  $\pm 2,25$  százalékos árfolyamsávon belül.

Jóllehet ezen országok közös célja az, hogy az átmenet megvalósítása során teljesítsék a maastrichti követelményrendszert, mégsem fedezhető fel közvetlen összefüggés az alkalmazott árfolyamrendszer és a kitűzött cél felé megtett út között. Például Észtország a valutatanács, Csehország pedig a lebegő árfolyamrendszer alkalmazásával ért el az EU-inflációt megközelítő inflációt; s nagyjából hasonló pályát futott be a dezinfláció a széles sávon belüli csúszó árfolyamrendszert, majd szabad lebegtetést alkalmazó Lengyelországban és a szűk árfolyamsávon belüli csúszó árfolyamrendszert működtető Magyarországon. (Lásd az 1. ábrát.) Ez arra is tanúbizonyságul szolgál, hogy a gazdaságpolitika más területeinek nagyobb a jelentőségük, mint az árfolyamrendszeré. Az árfolyamrendszer kiválasztása azonban mégis fontos kérdés, mert a végső cél az, hogy a valuták árfolyamát az euróhoz kössék, és a folyamatnak, amennyire csak lehet, rendben és hatékonyan kell lezajlania.

1. ábra

Az infláció alakulás néhány csatlakozó országban,  
1990. január–2000. szeptember



Forrás: IMF, International Financial Statistics.

<sup>2</sup> Bulgária, Észtország és Litvánia valutatanácsot működtet. Lettországon rögzített árfolyam van. Horvátország, Macedónia és Szlovénia szigorúan irányított lebegő árfolyamot alkalmaz. Csehország, Lengyelország, Románia és Szlovákia viszonylag szabad lebegtetést alkalmaz. 2000 áprilisáig Lengyelországban előre bejelentett csúszó leértékelés volt érvényben, olyan sávval, amelyet fokozatosan  $\pm 15$  százalékra szélesítettek.

### A csatlakozó országok jellemzői az árfolyamrendszer megválasztásának szemszögéből

A felvételre váró átmeneti gazdaságoknak sok olyan közös vonásuk van, amelyek hatnak az árfolyam-politikájukra, illetve annak kiválasztására is.

1. Az *első* ilyen közös vonás, hogy a *bérek és a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő áruk árai alacsonyabbak a belépés előtt álló országokban, mint az EU-ban*. Mivel technológiai fejlettségük és termelékenységük alacsonyabb, a felzárkózás előrehaladtával gazdaságaik várhatóan gyorsabban növekednek majd, mint az EU gazdasága. Ez azt jelenti, hogy – amint azt a Balassa–Samuelson-effektus leírja – a bérek és a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő áruk árai itt gyorsabban fognak emelkedni. A Balassa–Samuelson-effektus abból indul ki, hogy a szektorok termelékenysége eltérő ütemben javul, míg a bérek általában kevésbé differenciálódnak. A termelékenység javulása gyorsabb a külkereskedelmi forgalomba kerülő (*tradable*) termékeket előállító ágazatokban, mint a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő (*non-tradable*) termékeket előállító ágazatokban (például a szolgáltatásokban). Mivel az előbbi ágazatok gyorsabb termelékenységnövekedése a gazdaság egészében felfelé tolja a béreket, a *non-tradable* termékek árai emelkedni fognak a *tradable* termékek áraihoz viszonyítva. S minthogy a termelékenység gyorsabban nő egy felzárkózó gazdaságban, mint egy fejlettebben, a Balassa–Samuelson-effektus szerint – *ceteris paribus* – az előbbi fogyasztói árindexe gyorsabban fog emelkedni, mint az utóbbié. Így tehát a fogyasztói árindexszel mért reálárfolyamok felértékelődnek a felzárkózás időszakában. E folyamat azonban szükségszerűen sok évet vesz igénybe, és ha egy ország el akarja kerülni a versenyképesség elvesztését és az ezzel járó fizetésimérleg-problémákat, a reálárfolyamnak nagyjából a Balassa–Samuelson-effektussal összhangban kell felértékelődni.

Az EMU-n belüli inflációs különbségek, valamint az EU közelgő bővítése felhívták a figyelmet a Balassa–Samuelson-effektusra. Az európai jegybank tanulmánya szerint – habár maga nem szolgál pontos becslésekkel – nyilvánvaló, hogy a Balassa–Samuelson-effektus az euróövezeten belül is működik (ECB [1999]). Az IMF [2000] olyan számításokat közölt, amelyek a Balassa–Samuelson-effektust az EU néhány országában az évi 1,5-2 százalékos közötti sávba helyezik. *Pelkmans–Gros–Nunez Ferrer* [2000] tanulmány pontos becsléseket ad a tagjelölt országokra vonatkozóan, és arra a megállapításra jut, hogy ezekben az országokban a Balassa–Samuelson-effektus évi 3,5-4 százalékos lehet. *Simon–Kovács* [1998], [2000] a Balassa–Samuelson-effektus értékét az 1991 és 1998 közötti időszakban évi 1,9 százalékosra teszi Magyarország esetében. Az IMF [2000] Szlovénia esetében évi 2,5 százalékos értéket tett közzé. Jóllehet a becslési módszerek különbözősége miatt e becslült értékek az egyes tagjelölt országok esetében eltérnek egymástól, mindegyikük azt mutatja, hogy ezekben az országokban a Balassa–Samuelson-effektus meghaladja az inflációs rátáknak a maastrichti követelményekben előírt legfeljebb 1,5 százalékpontos eltérését.

2. Egy *másik* közös vonás, hogy a kereskedelem és a fizetési rendszerek liberalizációja miatt a *Közép-Kelet-Európa csatlakozó országai rendkívül nyitottakká váltak*, és integrálódtak a globális pénzügyi rendszerbe, amelyben a tőkeáramlás sokkal kevésbé ütközik korlátokba, mint akkor, amikor például Spanyolország, Portugália és Görögország csatlakozott az EU-hoz. Ugyanakkor feltörekvő piac jellegüknél fogva a csatlakozni kívánó országok továbbra is ki vannak téve az ingadozó tőkeáramlások veszélyeinek. Ezt tapasztalhattuk az 1998. évi orosz válság idején is, amikor a tőke az egész térségből kimene-kült, tekintet nélkül a térség országainak gazdasági helyzetében vagy árfolyamrendszerében meglévő különbségekre.

3. A harmadik közös vonás az, hogy a *felvételre váró országoknak a Balassa–Samuelson-effektust meghaladó árkorrekciókkal is szembe kell nézniük* a folyamatosan zajló szerkezeti reformok (például a távközlés, az energiaszolgáltatás, a szállítás és az egészségügy liberalizációja) miatt. E változások inflációgerjesztő hatása kevésbé stabil és fokozatos, mint a Balassa–Samuelson-effektusé, mert a – gyakran a privatizációval együtt járó – reformok időpontjához igazodik.

4. Végül a csoport országainak *belső piaca kicsiny, és növekedésük nagymértékben az exportra támaszkodik*. Ilyen körülmények között különösen ügyelniük kell a versenyképesség fenntartására.

A belépésre váró országoknak tehát három, egymásnak ellentmondó célt kell követniük az alkalmas árfolyamrendszer kiválasztásakor: 1. elfogadható árfolyam-stabilitás rendkívül ingadozó tőkeáramlások közepette is, 2. a reálárfolyam rendezett felértékelődésének biztosítása a Balassa–Samuelson-effektus által diktált pálya mentén és 3. haladás a maastrichti inflációs követelmény teljesítése felé.

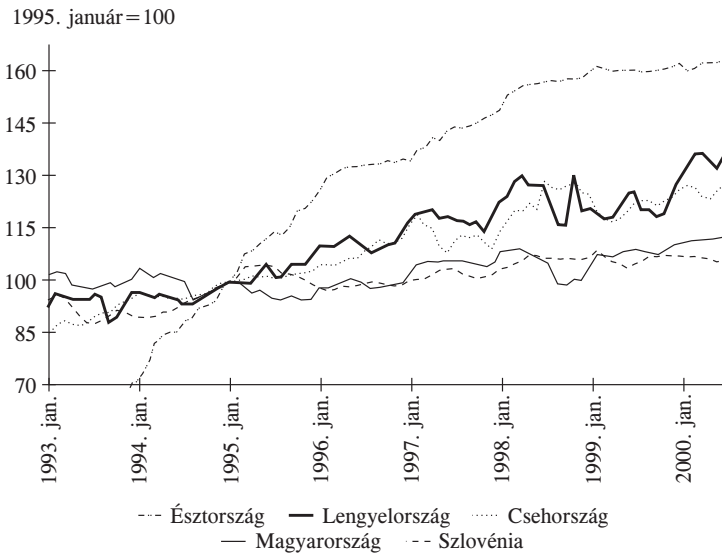
A stabilitási célkitűzést legjobban a rögzített árfolyamrendszer szolgálná, ekkor azonban a reálárfolyam – a felzárkózási folyamatban rejlő gyorsabb ütemű infláció következtében, valamint az árfolyamrendszer fenntartásához szükséges szigorú gazdaságpolitika és bérugalmasság fenntartásának nehézségei miatt – gyorsan felértékelődhet, ami a legtöbb ország számára elviselhetetlen lenne. Észtországban például, ahol valutatanács működik, 1993 és 1999 között több mint 100 százalékkal erősödött a reálárfolyam (2. ábra). Észtország azért volt képes megbirkózni a valuta felértékelődésével, mert a munkaerő képzettségéhez képest a bérek igen alacsonyak, és mert – az ország méretei miatt – a külföldi tőkebeáramlás jórészt fedezni tudta a folyó fizetési mérleg – 1996 és 1998 között a GDP átlagosan 10 százalékát kitevő – hiányát. A többi ország nem lenne képes ennyire gyors ütemű felértékelődést és a folyó fizetési mérleg ekkora hiányát elviselni. Az észt valuta reálfelértékelődése talán kirívó példa. Vannak olyan rögzített árfolyamrendszerek is, ahol a reálfelértékelődés szerényebb mértékben és fokozatosabban zajlott le. A lényeg az, hogy rögzített árfolyamokhoz erős monetáris és fiskális politikai támogatásra és rugalmas bérekre van szükség, amelyek nem minden esetben biztosíthatók. Emellett a rögzített árfolyam megfosztaná a gazdaságpolitikát egyik eszközétől, nevezetesen: a valuta nominális felértékelésétől, ami pedig segíthetne abban, hogy az inflációt túlzott monetáris és fiskális restrikció nélkül is a maastrichti szintig szoríthassa le.

Egy rugalmas árfolyamrendszer (akár széles árfolyamsávval, akár esetleg szabad lebegtetéssel) elvben lehetőséget kínálna arra, hogy a reálárfolyam egyenletesen, a Balassa–Samuelson-effektussal összhangban értékelődjék fel, és egyúttal támogatná az inflációs cél elérését – mindezt anélkül, hogy indokolatlanul szigorú monetáris és fiskális politikát kellene alkalmazni. De mivel a csatlakozó országokat különösképpen veszélyeztetik a hektikus spekulatív tőkeáramlások, a rugalmas árfolyamrendszerben a reálárfolyamok nagymértékben ingadozhatnak (amint azt 1997–1998-ban meg is tapasztaltuk). Bár a vélemények megoszlanak arról, mennyire káros is valójában a reálárfolyam ingadozása, számos meggyőző tapasztalat halmozódott fel negatív közgazdasági hatásairól.<sup>3</sup> Míg a csatlakozásra váró országokban működő multinacionális vállalatok viszonylag könnyen megbirkóznak a reálárfolyam-ingadozás hatásaival, addig a belföldi tulajdonban lévő kisebb vállalkozások, amelyek fejlődése elengedhetetlen az átfogó gazdasági fellendüléshez, sokkal érzékenyebbek a versenyképességben bekövetkező változások iránt. Szabadon lebegő árfolyam esetén (de egy széles sávós árfolyamrendszerben is) az a veszély is fennáll, hogy a valuta túlzott mértékben felértéke-

<sup>3</sup> Lásd például Baldwin–Krugman [1989], Campa [1993] és Gourinchas [1999].

2. ábra

A reálárfolyam néhány csatlakozó országban, 1993. január–2000. július



A valutaárfolyamot a fogyasztói árindex alapján számítottuk egy öt európai országból álló kosárral szemben: Németország 40 százalék, Franciaország 20 százalék, Olaszország 20 százalék, Ausztria 10 százalék, Hollandia 10 százalék.

*Forrás:* Saját számítások az IMF International Financial Statistics adatbázisa alapján.

lődik a tőkebeáramlás hatására. (A tőkeimport felfutásának pedig nem is előfeltétele a jó gazdasági helyzet, amint azt az 1998 nyara előtt Oroszországba áramló tőke példája is bizonyítja.)

Gyakran azzal érvelnek a szabadon lebegő vagy széles sávban ingadozó valutaárfolyam mellett, hogy e rendszerek jobb védelmet nyújtanak a spekulatív támadások ellen. Amikor azonban hirtelen fordulat következik be a piac értékítéletében, a széles árfolyamsáv nem képes védőpajzsot nyújtani a spekulatív támadások ellen; jól példázta ezt az orosz válság idején a lengyel és az izraeli valuta árfolyamának alakulása (lásd *Darvas-Szapáry* [2000]). Egy másik érv úgy szól, hogy a leértékelődés nagyobb kockázata miatt a széles sáv elbátortalanítja a tőkebeáramlást. Ám éppen a fenti két országba az orosz válság előtt jelentős mennyiségű tőke áramlott!

A keskenyebb sáv csökkenti az árfolyam-ingadozást, és megelőzheti a valuta túlzott fel- vagy leértékelődését a tőke be- és kiáramlásának váltakozó időszakaiban. Az, hogy egy szűk sávos rendszer beválik-e, a tőkeáramlás nagyságától is függ. Magyarország mind ez ideig túlságosan nagy sterilizációs költségek nélkül képes volt elkerülni valutája nem kívánt felértékelődését, és az orosz válság idején is sikeresen, a tartalékok vesztes megcsappanása nélkül tudta megvédeni a forint árfolyamát (lásd *Szapáry-Jakab* [1998]). Ez a beavatkozás éppúgy hasznosnak bizonyult, mint az ázsiai válság idején a görög hatóságoknak a drachma árfolyamát védő intézkedései; a sikeres árfolyampolitikai akciókat követően mindkét országban gyorsult a termelés növekedése, és tovább csökkent az infláció. Vagyis megfelelő és hiteles gazdaságpolitika esetén van értelme megvédeni a valutát a stabilitás megőrzése érdekében. A szűk sávos rendszer, amennyiben hiteles gazdaságpolitika támogatja, alacsonyabb belföldi kamatfelárat eredményez,

mivel kisebb a leértékelődés és az árfolyam-ingadozás kockázata.<sup>4</sup> A szűk árfolyamsáv azonban nem felel meg minden esetben – ezt aERM-1<sup>5</sup> felbomlása is jól szemlélteti. Egy szűk sávot, akár csak egy rögzített árfolyamrendszert is, megfelelően szigorú gazdaságpolitikának és alkalmazkodni tudó bérpolitikának kell alátámasztania.

### A konvergenciajátzsma

A közelmúlt fejleményei kissé más megvilágításba helyezik az árfolyamrendszer megválasztásának kérdését a csatlakozásra váró országok esetében. A legfontosabb esemény az EMU létrehozása és az az ésszerű várakozás, hogy a pályázók majd olyan politikát folytatnak, amely lehetővé teszi számukra, hogy a nem túl távoli jövőben az EMU tagjaivá válhassanak. Úgy tűnik, ez elegendő a piaci szereplők számára, hogy a kamatlábak konvergenciájára és az árfolyamok felértékelődésére spekuláljanak (ha egyébként az ország gazdasági fundamentumainak az alakulása megfelelő).

Egy másik fontos mozzanat a piacok liberalizációja. A tőke sohasem áramlott olyan szabadon országhatárokon át, mint napjainkban, a technológiai fejlődés pedig megkönnyítette és felgyorsította a tőkeáramlást. Hatalmas összegű, potenciálisan gyorsan ingadozó tőke vár arra, hogy magasabb hozamok reményében nagyobb kockázatot vállaljon a feltörekvő piacokon. A világ alapkezelői portfóliójuknak csupán kis hányadát fektetik be a feltörekvő piacokon. A befektetési bankok külön feltörekvő piaci alapokat kínálnak a befektetőknek, de azt tanácsolják nekik, hogy teljes portfóliójuknak csak kis szeletét fektessék be ilyen alapokba. Még így is *sok milliárd dollár képes szinte pillanatok alatt körbeáramlani a feltörekvő piacokon!* Bár ezek a tőkék jelentéktelenek az olyan hatalmas piacok számára, mint az Egyesült Államok vagy az euróövezet, romboló erejűek lehetnek olyan kis országok, mint Csehország, Magyarország, de még Lengyelország számára is.

A csatlakozásra váró országok néhány sajátossága miatt a spekulatív tőke e piacokon kevesebb kockázat mellett jó hozamokra számíthat. Az EMU-csatlakozás inflációs követelményének várhatóan úgy kívánnak eleget tenni ezek az országok, hogy a monetáris hatóságok a jövőben is fenntartják a fedezetlen kamatparitásnál magasabb nominális kamatok szintjét, elkerülhetetlenül bátorítva ezzel a fix hozamú eszközökbe, például az állampapírokba történő befektetéseket. A kecsegtető növekedési kilátások ezeknek az országoknak a tőzsdéire is vonzzák a rövid és középtávra befektetni kívánókat. Jó példával szolgál Görögország, Portugália és Spanyolország, amelyek tőzsdéi az EU-csatlakozásukat követő években túlszárnyalták a többi európai piac teljesítményét. Mindkét típusú portfólióbefektetés várt hozamát növeli a valuta árfolyamának várt felértékelődése is.

<sup>4</sup> Az orosz válságig a kamatfelár alacsonyabb volt Magyarországon, ahol szűk sávot csúsztató leértékelő rendszer működik, mint Csehországban szabadon lebegő árfolyamrendszer mellett, és mint Lengyelországban, ahol széles sávot rezsím volt akkor érvényben. Az orosz válság változást idézett elő a piaci értékelésben, és a magyar kamatprémium megemelkedett ugyan, de csak az akkori cseh és lengyel kamatprémium szintjéig (Darvas-Szapáry [2000]).

<sup>5</sup> *Exchange Rate Mechanism*, az EU-ban érvényes árfolyam-mechanizmus. Az 1979-ben életre hívottERM eredetileg  $\pm 2,25$  százalékos ingadozási sávba kényszerítette a részt vevő valutákat. 1993. augusztus 2-án, a font és az olasz líra válságának következtében, illetve a nemzetközi pénzügyi rendszerben fokozódó ingadozások hatására a sávokat  $\pm 15$  százalékra kényszerültek kiszélesíteni. AzERM-1 és azERM-2 létrehozásának körülményeiről és működéséről lásd Horváth-Szapáry [1999].



*Nem létezik minden esetre alkalmas árfolyamrendszer!*

A bemutatott helyzet sajátos problémákat vet fel a belépésre váró országok számára. Először is túl korai lenne még, hogy belekerüljenek a konvergenciájátszmába. Egyfelől az EU-tagság időpontja még mindig bizonytalan. Másfelől a tőkebeáramlás következtében valutáik indokolatlanul felértékelődhetnek, vagy gyorsan eshetnek a hazai kamatlábak, ami alááshatja stabilizációs törekvéseiket.

Másodsor, a csoport országait továbbra is könnyen megsebezhetik a piac hangulatában – másutt kibontakozó válságok hatására – bekövetkező fordulatok. Minél több spekulatív tőke lép be egy országba, annál több is hagyhatja el, ha a piac hozzáállása megváltozik, aláásva ezzel a stabilitást. Ilyen körülmények közepette a rövid távú tőkebeáramlást érintő korlátozások nyújthatnak némi védelmet. E korlátozásokat is meg lehet ugyan kerülni, ha az ország már liberalizálta a kereskedelmet és a hosszú távú tőkeáramlásokat, mégis alkalmasak lehetnek arra, hogy „homokot szórva a kerekek közé” némiképp visszafogják a rövid távú tőkebeáramlást. Mivel azonban a végső cél a teljes liberalizáció, a rövid távú tőkemozgás korlátozása csak átmeneti megoldást jelenthet. A legjobb esetben is csak azt lehetne elképzelni, hogy a rövid távú tőkebeáramlás teljesen szabaddá tétele ne az EU-csatlakozás, hanem csak az ERM-2-ben való részvétel feltétele legyen.

Amint azt az átmeneti gazdaságok és más országok tapasztalatai is mutatják, nem létezik olyan minden esetre alkalmas, „uniform” árfolyamrendszer, amelyet a csatlakozás előtt álló országok egységesen alkalmazhatnának az EU- és az EMU-felvételt megelőző időszakban. Az árfolyamrendszer megválasztásakor számos tényezőt kell figyelembe venni. A legnyilvánvalóbb az olyan gazdaságpolitika (különösen fiskális, monetáris és jövedelempolitika) iránti politikai elkötelezettség, amely biztosítja a belső és a külső stabilitást. Minél gyengébb az elkötelezettség, annál valószínűbb, hogy egy mereven rögzített rendszer nem éli túl a piac nyomását. Szintén figyelembe kell venni a strukturális reformok (a privatizáció, az árszabályozások leépítése, az egészségügy átalakítása) terén már megtett utat, hiszen az hatással van az infláció jövőbeli alakulására. Ha e területeken lassabb az előrehaladás, célszerűbb lehet egy rugalmasabb árfolyamrendszert választani, mert az alkalmasabb a lehetséges inflációs sokkok elviselésére.

Az EU-csatlakozás előtt a jelölt országok szabadon választhatják meg árfolyamrendszerüket, és az éppen érvényben lévő árfolyamrendszerükkel léphetnek be az Unióba. Az EU-felvételt követően várhatóan valamikor majd belépnek az ERM-2-be. Az ERM-2 logikája kizárja mind a csúszó leértékelési rendszert, mind a központi árfolyam nélkül, szabadon lebegő árfolyamot, illetve a nem az euróhoz kötött árfolyamrendszert. Bár hivatalos döntés tudomásunk szerint még nem született, az az álláspont van kialakulóban, hogy az euróra alapozott valutatanácsot az EU és az ECB elfogadhatónak tartja az ERM-2-ben, jóllehet a valutatanács mint „közös érdek” kérdése felmerül, ha kiderül, hogy az árfolyam a valutatanács keretei között nem tartható fenn.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> A maastrichti szerződés szerint az euró és az eurózónán kívüli EU-tagállamok valutái közötti árfolyam „közös érdek”. A közös érdek azt jelenti, hogy mind a középárfolyamot, mind az ingadozási sávot közösen állapítják meg. Ennek két oka van. Az egyik, hogy nem kívánatos az indokolatlan versenylőny egyik fél számára sem, mert versengő leértékelésekhez, végül monetáris instabilitáshoz vezethet. A másik ok az, hogy mindkét fél vállalja az intervenciót az árfolyam védelmében, ezért nem közömbös, hogy az árfolyam tükrözi-e a gazdasági fundamentumokat. Az ERM-2 mechanizmus keretei előírják, hogy a közösen elfogadott árfolyamot csak addig védheti mindkét fél, ameddig az nem veszélyezteti az elsődleges célt, az árstabilitás fennmaradását. Ha az EMU-hoz csatlakozni kívánó ország egyoldalúan megváltoztatja a középárfolyamot, akkor nem teljesül az árfolyam-stabilitásra vonatkozó maastrichti kritérium, amely kimondja, hogy az EMU-ba való részvételt megelőzően a valuta árfolyamának két évig az ERM-2 keretében közösen megállapított ingadozási sávon belül kell maradni a középárfolyam egyoldalú kiigazítása nélkül.

Az EU valószínűleg annak kinyilvánításával kerüli meg e problémát, hogy a valutatanácsi rendszer csak mint egyfajta „egyoldalú elkötelezettség” egyeztethető össze az ERM-2-vel, ami azt jelenti, hogy az eurórendszer nem kötelezi el magát a rögzített árfolyam esetleges védelme mellett. Mivel mind a valutatanács, mind a mereven rögzített rendszer valamely más formája (például az osztrák keményvalutás politika – lásd *Hochreiter-Winckler* [1995]) katalizátora lehet egy szigorú gazdaságpolitika mellett való elkötelezettség kialakításának, helyénvaló, hogy a valutatanácsot mint az ERM-2-n belüli részvétel formáját az EU elfogadja. Nem lenne ugyanis logikus, hogy egy jól működő valutatanácsot (azaz egy rögzített árfolyamot!) egy sávos lebegtetés, majd – az EMU-ba való belépéskor – ismét egy árfolyamrögzítés kövessen. Másfelől az EU valószínűleg arra az álláspontra helyezkedik majd, hogy az EMU-ba történő belépést megelőző egyoldalú eurósítás nem kompatibilis az ERM-2-vel, mivel az eurósításnak a konvergenciafolyamat végső lépését kell jelentenie, és mivel az új tagállamoknak a meglévő tagokkal egyenlő elbánásban kell részesülniük a konvergenciakövetelmények végrehajtása tekintetében. Nézetünk szerint az egyoldalú eurósítással vagy a valutatanáccsal kapcsolatos legkomolyabb probléma az, hogy elveszi a nominális árfolyam felértékelődésének mint a defláció egyik eszközének lehetőségét, s így a maastrichti inflációs követelmény teljesítésének összes terhét a monetáris és a fiskális politikára rója. Ezért kell említést tennünk a maastrichti kritériumokban rejlő egyik következetlenségről.

*Célszerű-e bátorítani a „mérlegelési szindróma” kialakulását, vagy inkább változtassák meg a maastrichti inflációs követelményt?*

Az egyik maastrichti követelmény úgy szól, hogy egy évvel az EMU-csatlakozást megelőzően a felvételre pályázó országban az infláció legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg annak a három EU-tagnak az átlagos inflációs rátáját, amelynek a fogyasztói árakkal mért inflációja a legalacsonyabb. Mivel, amint arra már korábban rámutattunk, a felzárkózási folyamat magasabb inflációval jár együtt, nem logikus ugyanazt az inflációs értéket megkövetelni a fejlődés különböző szakaszaiban lévő országoktól. Ugyanazt az inflációt vagy csak igen restriktív monetáris és fiskális politikával lehet elérni (ami viszont a növekedés és a foglalkoztatás terén járna túlságosan nagy áldozatokkal), vagy akkor, ha a nominális árfolyam felértékelődik. Versenyképességük romlásától tartva, a tagjelölt országok valószínűleg ellenállnának a nominális árfolyam túlzott felértékelődésének (amit az EMU-tagság közeledtével felerősödő tőkebeáramlás idézne elő).

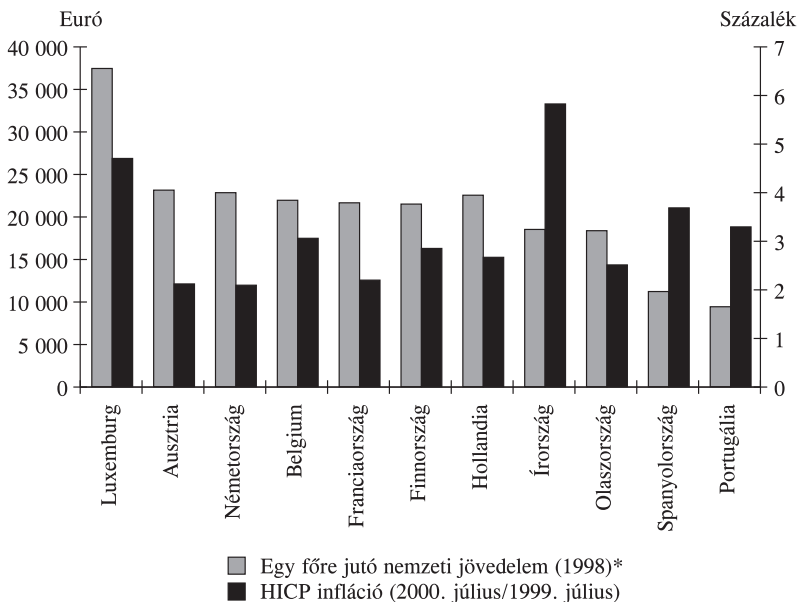
Mivel időbeli eltolódás van a nominális árfolyam felértékelődése és a fogyasztói infláció azt kísérő lassulása között, a Balassa-Samuelson-effektus indukálta magasabb infláció és a nominális felértékelődés együttesen a versenyképesség túlzott gyengüléséhez vezetne. Ez az öklölvívásból ismert „mérlegelési szindrómát” idézheti elő a tagjelölt országokban: a bokszoló, hogy a megengedett súlyhatárt ne lépje túl, több órán keresztül nem eszik a mérlegelés előtt, hogy aztán a mérlegelést követően jól belakjon. Ehhez hasonlóan a tagjelölt országok az infláció leszorítása érdekében a csatlakozást megelőzően nagyon szigorú monetáris politikát folytatnak majd, és különféle technikákat fognak alkalmazni (a hatósági árak befagyasztása, a fogyasztási adók csökkentése stb.), amit aztán egy komoly fellazulás követ a felvétel megtörténte után, hiszen akkor a rövid lejáratú kamatok az alacsonyabb EMU-szinthez fognak közelíteni. Ez automatikusan fellazítja a monetáris politikát. E fellazulás még erősebb lesz akkor, ha az ország korábban valutájának az euróval szembeni felértékelődése ellen sem lépett felkellő szigorral. E „húzd meg–ereszd meg” magatartásnak a gazdaságirányítás hatékonysága látja majd kárát.



Jobb volna nyíltan elismerni a Balassa–Samuelson-effektus létét a maastrichti követelmények között, a jelenleginél nagyobb mozgásteret biztosítva a tagjelöltek számára. Szigorúan közgazdasági szempontból a leglogikusabb megoldás az lenne, ha az infláció megengedhető eltérését a termelékenység növekedésében megmutatkozó különbségekhez kötnék, mivel ez a különbség határozza meg a Balassa–Samuelson-effektus mértékét. Mivel azonban a termelékenység növekedése olyan ciklikus tényezőktől is függ, amelyek nem egy időben jelentkeznek az egyes országokban, nehéz lenne olyan standard mércét felállítani a Balassa–Samuelson-effektusra, amelyet egységesen alkalmazhatnának az infláció megengedhető mértékének megállapításához. Jobb megoldás lenne, ha mind a tagállamokat, mind a felvételre váró országokat az egy főre jutó jövedelem alapján csoportokba osztanák, és ennek alapján határoznák meg az infláció megengedhető eltérését. A magas jövedelmű csatlakozó országok számára a referenciaérték a legmagasabb jövedelmű csoportban lévő tagországok átlaginflációja lenne, míg az alacsony jövedelmű csatlakozó országok számára a referenciaérték a legalacsonyabb jövedelmű csoportba tartozó tagállamok átlaginflációja lenne. Az egy főre jutó jövedelem szerinti országcsoportok kialakításának az a logikája, hogy azzal be lehet helyettesíteni a fejlettségi szintet, ilyen formán a Balassa–Samuelson-effektus nagyságát is. S valóban, nem meglepő, hogy a legalacsonyabb jövedelmű EMU-tagállamok, nevezetesen Portugália és Spanyolország inflációs rátája magasabb az euróövezet átlagánál (3. ábra).

3. ábra

Infláció és egy főre jutó bruttó nemzeti jövedelem



\* Spanyolország: 1997; Portugália: egy főre jutó bruttó hazai termék.  
 Forrás: IMF, International Financial Statistics és Eurostat.

Ez az új megoldás természetesen megsértene az egyenlő elbánás elvét az eredeti EMU-tagállamok és az unióhoz később csatlakozók között. Az EMU-csatlakozás eredeti alapfeltételeinek kialakításakor szigorúan ragaszkodtak az egyenlő elbánás elvéhez. Ez nem

is igen történhetett volna másképpen, hiszen ha az egyes országok számára különböző inflációs rátákat állapítottak volna meg, az e körüli huzavona örökre megbéníthatta volna a tárgyalásokat. Ám most, amikor a monetáris unió már létrejött, és működik, a gazdasági fejlődés törvényszerűségeit figyelembe vevő finomhangolás jobban szolgálná a gazdaságirányítás hatékonyságát.

Bármennyire logikus is tisztán közgazdasági szempontból nézve, hogy a tagjelöltek gazdasági fejlettsége alapján különbséget tegyenek az infláció megengedhető szintjét illetően, látnunk kell az ebben rejlő veszélyeket is. Az EMU-ban eleven él az attól való félelem, hogy az ilyen „engedékenység” fellazítaná az eurózónán belüli árstabilitást, és így gyengítené az eurót. Ez a feltevés egyébként alaptalan, ha figyelembe vesszük, hogy a tíz közép-kelet-európai jelölt ország együttes GDP-je az euróövezet GDP-jének kevesebb mint 6 százaléka (lásd *Pelkmans-Gros-Nunez Ferrer* [2000]). Ennek ellenére ez a ténylegesen létező aggodalom alááshatja a bővítés politikai támogatottságát, és elodázhathatja a közép-kelet-európai országok csatlakozását, különösen azokét, amelyekben a legalacsonyabb az egy főre jutó jövedelem.

Ésszerű kompromisszum lehetne ezért, ha a megengedhető eltérést az eurózóna átlagos inflációjához mérnék, és nem azon három EU-tagországhoz, ahol a legalacsonyabb az infláció. Érthető, hogy amikor a maastrichti feltételeket megtárgyalták, és még csak nemzeti monetáris politikák léteztek, az alapító tagok ösztönözni akarták a legalacsonyabb infláció szintjéhez történő közelítést. Az EMU létrejötte óta azonban az övezet egészében egyetlen (központi) monetáris politika felel az inflációért, logikus volna tehát az engedélyezett eltérést az euróövezet átlagos inflációja alapján meghatározni. 2000 júliusában ez 0,7 százalékpontos különbséget jelentett volna (az EMU átlaga 1,8 százalékos volt a három legalacsonyabb inflációt felmutató EU-tagország 1,1 százalékaival szemben).<sup>7</sup> Habár e különbség kicsi, az infláció ilyen alacsony szintjén még egy ilyen kis mértékű különbség sem elhanyagolható.

Lenne még egy másik lehetőség is: a megengedhető inflációeltérés jelenlegi mértékének (1,5 százalékpont) egyszerű megemlése, de ezt szintén a maastrichti követelmények felhígításának tekinthetnék, s ezért a fent említett közkeletű félelmet élesztené fel.

### Következtetések

A EU-csatlakozásra váró közép-kelet-európai országok átmeneti gazdaságainak jellemzői, a maastrichti feltételek teljesítését megcélzó – helyes – törekvések, valamint a pénzpiacok globalizációja igen komplex feladattá teszi az árfolyamrendszerük megválasztását. Bár az EU- és az EMU-belépés még csak évek múlva lesz esedékes, mégis elég közeli ahhoz, hogy dönteni kelljen arról: milyen típusú árfolyamrendszer szolgálja legjobban a gazdasági fejlődést, melyik rendszer könnyíti meg leginkább az EMU-tagsághoz vezető átmenetet. A globalizáció és az EU-hoz való közelítés együttes hatására a belépésre váró országokba valószínűleg folyamatosan áramlik a külföldi tőke, ami bonyolult helyzeteket teremt a gazdaságirányítás számára, még ha e tőke legnagyobb része az országban marad is. Ugyanakkor ezeket az országokat változatlanul érzékenyen érintetik a piaci hangulat változásai, amelyek következtében a tőkeáramlás iránya hirtelen megfordulhat, még akkor is, ha egyébként a gazdaság állapota ezt nem indokolná.

<sup>7</sup> Az EU-n belül a legalacsonyabb inflációt Nagy-Britannia és Svédország érte el, amelyek nem EMU-tagok. Az EMU-n belül a három legalacsonyabb inflációt felmutató országban az átlag infláció 1,4 százalék volt. Az ECB gyakorlatát követve, ezek az inflációs ráták a harmonizált fogyasztói árindex 12 havi átlagának az éves növekedését mutatják.

Sajnos nem léteznek kész receptek e helyzet kezelésére, s ez igen nehéz feladat elé állítja a következő években a csatlakozó országok monetáris hatóságait, egészen az EMU-tagság eléréséig. Ezért érdekük a legfelkészültebb országoknak, hogy mielőbb csatlakozzanak mind az EU-hoz, mind pedig a gazdasági és monetáris unióhoz. Addig pedig az árfolyamrendszer kiválasztását a reformok folytatása és a szigorú gazdaságpolitika melletti elkötelezettségnek kell meghatározni, amely mögött a reformok vagy külső tényezők által esetlegesen kiváltott sokkok kezelésére alkalmas bérugalmasságnak is állnia kell. Ha ez az elkötelezettség erős, és a bérek rugalmasan alkalmazkodnak, egy merevebb árfolyamrendszer is fenntartható lesz. Ezen elkötelezettség hiányában azonban rugalmas megoldásra van szükség.

### *Hivatkozások*

- BALDWIN, R.–KRUGMAN, P. [1989]: Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks. *Quarterly Journal of Economics*, 4. sz. 635–654. o.
- CAMPA, J. M. [1993]: Entry by Foreign Firms in the United States under Exchange Rate Uncertainty. *Review of Economic Statistics*, 4. sz. 614–622. o.
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2000]: Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime Really Matter? *International Finance*, 1. sz. 25–51. o.
- ECB [1999]: Monthly Bulletin. European Central Bank, október.
- GOURINCHAS, P. O. [1999]: Exchange Rates Do Matter: French Job Reallocation and Exchange Rate Turbulence, 1984–1992. *European Economic Review*, 7. sz. 1279–1316. o.
- HOCHREITER, E.–WINCKLER, G. [1995]: The Advantages of Tying Austria's Hands: The Success of the Hard Currency Strategy. *European Journal of Political Economy*, 83–111. o.
- HORVÁTH ÁGNES–SZAPÁRY GYÖRGY [1999]: Az európai Gazdasági és Monetáris Unió. I. és II. rész. *Külgazdaság*, 2. sz. 27–46. o. és 3. sz. 33–46. o.
- IMF [2000]: Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession. IMF, SM/00/43, február 24.
- PELKMANS J.–GROS, D.–NUNEZ FERRER, J. [2000]: Long-Run Economic Aspects of the European Union's Eastern Enlargement. Scientific Council for Government Policy, WRR, Working Paper 109, Hága.
- SIMON ANDRÁS–KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS [1998], [2000]: Components of the Real Exchange Rate in Hungary. Working Paper, 3. sz. és annak frissítése (kézirat), Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- SZAPÁRY GYÖRGY–JAKAB M. ZOLTÁN [1998]: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon, *Közgazdasági Szemle*, 10. sz.