

POLGÁR ÉVA KATALIN

Az Európai Monetáris Rendszer és az ERM–2

A közelmúltban lezárult tárgyalások eredményeként 2004-ben várhatóan tíz új taggal bővíthet az Európai Unió. Az új tagországoknak az EU közös joganyagát teljesen át kell venniük: ennek részeként törekedniük kell az európai Gazdasági és Monetáris Unióba való belépésre, illetve az ennek feltételéül szabott konvergenciakritériumok teljesítésére is. A kritériumok egyike az euróval szembeni árfolyam stabilitását követeli meg legalább a belépést megelőző két évben, ami formálisan azt jelenti, hogy az érintett államoknak legalább az említett két évben részt kell venniük az EU árfolyamrendszerében, az ERM–2-ben. Ez a rendszer ugyan sok tekintetben alapvetően különbözik az elődjétől, az ERM-től, de számos ponton mutat vele hasonlóságokat is. Ezért a tanulmány először az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-együttműködésének tapasztalatait foglalja össze, különös figyelmet fordítva a rendszer válságára, annak lehetséges magyarázatára; majd ezt követően (főként az előzőre építve) az ERM–2-vel foglalkozik.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F3.

A közelmúltban lezárult tárgyalások eredményeként Ciprus, Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Málta, Szlovákia és Szlovénia 2004-ben várhatóan csatlakozhat az Európai Unióhoz (EU). Az új belépők és a korábbi tagállamok között azonban számos területen maradnak fenn különbségek. A tárgyalások hátrájában a figyelem ezek közül elsősorban az átmeneti időre szóló, az új belépők szempontjából hátrányosnak tekintett megkülönböztetésekre irányult, így elsikkadt egy másik fontos, bár már régóta tudott eltérés. Ezek az országok nem élhetnek az önkéntes kimaradási (úgynevezett *opt-out*) klauzulák lehetőségével, azaz belépésükkor az *acquis communautaire*-t, az unió közös joganyagát teljesen el kell fogadniuk: ennek részeként törekedniük kell az európai Gazdasági és Monetáris Unióba (*Economic and Monetary Union of Europe, EMU*) való belépésre is, illetve az ennek feltételéül szabott úgynevezett konvergenciakritériumok¹ teljesítése esetén be kell lépniük az EMU-ba. A kritériumok egyike az euróval szembeni árfolyam stabilitását követeli meg legalább a monetáris unióba való belépést megelőző két évben, ami formálisan azt jelenti, hogy az érintett államoknak legalább az említett két évben részt kell venniük az EU árfolyamrendszerében, az Árfolyam-mechanizmus 2-ben (*Exchange Rate Mechanism II, ERM–2*).

Bár a részvétel önkéntes és kezdetének időpontja sem megszabott, a tárgyalások során kirajzolódó konkrét követelmények alapján az ERM–2-be való belépésnek minél előbb

¹ Treaty on European Union, Article 109j. A konvergenciakritériumokat lásd például *Gros–Thygesen* [1998] 498–521. o.; magyarul például *Polgár* [2000] 60. o.

meg kell történnie. Nem haszontalan talán ezért megvizsgálni a kérdést, mi is ez a rendszer, aminek hamarosan résztvevője lesz Magyarország. Annál is inkább, mert a rendszer elődjéről, az ERM-ről (*Exchange Rate Mechanism*) valószínűleg mindenkinek első-sorban az 1992–1993-as valutapiaci felfordulás jut az eszébe. A jelen tanulmány megpróbálja összefoglalni, mi mindent is tudunk az ERM-2-ről.

A rendszer ugyan sok tekintetben alapvetően különbözik a már említett elődjétől, de számos ponton mutat vele hasonlóságokat is. Ezért kézenfekvőnek látszik a róla szerzett ismeretek segítségül hívása, hiszen az ERM az EMU létrehozását megelőzően több mint másfél évtizedig működött, azaz nyilvánvalóan sokkal többet tudhatunk róla, mint a még újnak számító ERM-2-ről.² Ráadásul annak – szintén már említett – válságát is sokat elemezték a szakirodalomban, így kialakult egy konszenzusnak tekinthető közgazdasági vélekedés az azt kiváltó okokról. Mindezek miatt talán nem éreztelen az ezzel kapcsolatos ismereteink felrészítése, hogy erre támaszkodhassunk az utódrendszer vizsgálatánál. A következő rész ezért az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-együttműködésének tapasztalatait foglalja össze, különös figyelmet fordítva a rendszer válságára, annak lehetséges magyarázatára; majd az ezt követő fejezet (főként az előzőre építve) az ERM-2-vel foglalkozik.

Az Európai Monetáris Rendszer

Az európai integráció hosszú múltra tekint vissza, melynek során az uniós elképzelések és megvalósulásuk – bár nem zökkenőmentesen – a mai szintre jutottak. Ebben a fejlődési folyamatba illeszkedik az Európai Monetáris Rendszer (*European Monetary System, EMS*) is, amely a monetáris unió elődjének tekinthető.

A Bretton Woods-i rendszer 1973-as felbomlását a valuták árfolyamainak heves mozgása követte. A nagyfokú bizonytalanság miatt újra feléledtek az árfolyamok stabilizálására való törekvések, s az Európai Monetáris Rendszer létrehozása is ezt a célt szolgálta:

„...az Európai Tanács megvitatta a szorosabb monetáris kooperáció (EMS) létrehozására irányuló tervet, melynek segítségével Európa a monetáris stabilitás övezete lesz... Az Európai Tanács ezt rendkívül kívánatos célnak tekinti.”³

Az 1979-ben létrejött rendszer a (teljes monetáris uniónál szűkebb) monetáris együttműködések példája. Az ilyen *nem teljes monetáris uniók* speciális gondokat vetnek fel: például a *hitelességi* és az úgynevezett *likviditási* problémát. Ez utóbbi kiváltó oka a szakirodalomban *n-1* problémaként ismert, s lényege, hogy *n* ország rendszerében *n-1* árfolyam létezik, tehát *n-1* hatóság közreműködése kell azok fenntartásához. A rendszer tehát egy szabadságfokkal rendelkezik, s ennek kihasználása szimmetrikus (a résztvevők közösen döntenek a követendő monetáris politikáról) vagy aszimmetrikus (valamelyik ország a többitől függetlenül határozza meg saját politikáját) módon lehetséges. Előbbihez természetesen a kooperáció igen magas szintje szükséges. Ehhez a problémához kapcsolódik az EMS aszimmetriájának kérdése is, s bár ennek mértékéről a szakirodalomban sok vita van, a konszenzus szerint az EMS nem vált az eredetileg szándékoltnak megfelelő szimmetrikus rendszerré (*De Grauwe* [1997] 87–100. o., *Gros-Thygesen* [1998] 167–179. o.).

² Az ERM-2 az EMU-val egyidős, de mindaddig csupán két ország volt a tagja: Görögország (amely 1999-ben még nem teljesítette a konvergenciakritériumokat, a minimálisan szükséges két év után azonban csatlakozhatott az EMU-hoz) és Dánia (amely viszont önszántából maradt távol az EMU-tól, és jelenleg is tag). Nyilvánvalóan nem jutott tehát eddig a rendszernek komoly szerep, erre az EU-bővítés után kerülhet sor, amikor várhatóan hirtelen sok ország válik résztvevőjévé.

³ Conclusions of the Presidency of the European Council. Bréma, 1978. július 6–7. (*Gros-Thygesen* [1998] 56–57. o.)

Az EMS két fő elem köré épült, ezek a tulajdonképpeni árfolyam-mechanizmus, az ERM (*Exchange Rate Mechanism*) és az elszámolási egység, az ECU (*European Currency Unit*). Ez utóbbi az EMS-tagországok valutáinak (súlyozott átlagolású) kosara, míg az előbbi egy úgynevezett módosítható rögzített árfolyamrendszer. Meghatározták minden valuta központi árfolyamát az összes többi valutával szemben (ez alkotta a *paritátszácso*t), s ehhez képest $\pm 2,25$ százalékos sávban szabadon mozoghatott az árfolyam. (Olaszország 1990-ig, valamint Spanyolország 1989-es, az Egyesült Királyság 1990-es és Portugália 1992-es belépésétől szélesebb, ± 6 százalékos sávot használt.) *A sávok határán az érintett központi bankoknak interveniálniuk kellett az árfolyam sávon belül tartása érdekében, illetve a többi tagországgal folytatott konzultáció után dönthettek a középárfolyam megváltoztatása mellett. Intramarginális intervencióra is lehetőség volt, tehát a határok elérése előtt is be lehetett avatkozni (De Grauwe [1997] 88–91. o., Horváth-Szalai [1997] 26–27. o.).*

Másik technikai jellegzetesség volt az úgynevezett *divergencia-jelzőszám*, amelyet az ECU-árfolyam alapján határoztak meg a rendszer szimmetrikusabbá tétele érdekében. Előírták, hogy ha egy ország valutájának ECU-árfolyama a megengedett sáv 75 százalékánál nagyobb mértékben eltér a központilag meghatározottól, az adott országnak lépéseket kell tenni a divergencia megszüntetésére.

A harmadik ERM-hez társuló elemet a különböző *hitelfelvételi lehetőségek* testesítik meg. Ezek léte szükséges ahhoz, hogy a korlátlan intervenció kötelezettség tartható legyen, mivel a korlátozott mértékű valutatartalékok erre nyilván nem nyújtanának mindig fedezetet (*Gros–Thygesen* [1998] 65–67. o.). Ez a lehetőség egyúttal azt is jelenti, hogy a monetáris hatóságok elméletileg sohasem maradhatnak alul a spekulánsok elleni küzdelemben, ha valóban készek követni a játékszabályokat (De Grauwe [1977] 109–110. o.).

Az EMS története röviden⁴

Az EMS történetét – elsősorban a stabilitást mint szempontot alapul véve – öt szakaszra oszthatjuk. Az *első* körülbelül négyéves periódusban komoly nehézségekkel nézett szembe a rendszer a világgazdaságban érvényesülő kedvezőtlen tendenciák miatt. Az Egyesült Államok szigorította monetáris politikáját, és módosította annak eszközeit is: nagyon megnőtt a kamatláb-változtatások szerepe a közbülső monetáris célok elérésében. Mindez a kamatlábak nagymértékű emelkedéséhez vezetett az Egyesült Államokban, amelyet a többi ország követni kényszerült, hogy elkerülje valutája erős értékvesztését. A második olajárrobbanás következtében felszökő infláció azonban nem kínált választási lehetőséget: mind kamatemelésekre, mind leértékelődésre sor kellett hogy kerüljön. Az olajárrobbanás a legtöbb tagországban a kibocsátás stagnálásához, a munkanélküliség növekedéséhez, a folyó fizetési mérleg romlásához és a költségvetési deficit nagyarányú megnövekedéséhez is vezetett. A legfontosabb negatív következmény a rendszer számára az volt, hogy nyilvánvalóbbá vált a nemzeti gazdaságpolitikai reakciók divergenciája. Ennek ellenére az EMS pozitívumának tekinthető, hogy az árfolyam-kiigazításokat egyre inkább közös felelősséggel kezelték, és az ez idő alatt végrehajtott hét árfolyam-módosítás képes volt meggátolni nagy egyensúlytalanságok kialakulását.

A *második*, 1983 márciusától 1987 januárjáig tartó szakasz nyugodtabb időket hozott. Egyre fontosabbá vált a monetáris politikák koordinációja és a gazdaságok konvergenciájának elősegítése. Ennek köszönhető, hogy a dollár árfolyamának változékonysága ellenére a rendszer stabilabbá vált. A végrehajtott négy árfolyam-kiigazítás közül az utolsó

⁴ Ez a rész – ha nincs más hivatkozás – *Gros–Thygesen* [1998] 3. fejezetére épül.

(1987. január) érdemel különös figyelmet, mert azt a korábbiakkal ellentétben nem annyira a résztvevők alapvető mutatóiban mutatkozó eltérések, mint inkább a dollár gyengeségével összefüggő valutapiaci spekulációk váltották ki. Egyetértés alakult ki abban a tekintetben, hogy el kell kerülni a hasonló helyzetek megismétlődését, ezért először került sor a rendszer lényegi reformjára. A jegybankelnökökből álló bizottság dolgozta ki a Basle-Nyborg-egyezményt, amely három ponton változtatott az EMS működési rendjén:

- meghosszabbították a hitelek igénybevételének lehetséges időtartamát, valamint megnövelték a rövid távú finanszírozás (*Short-Term Monetary Support Facility*) keretét,
- lehetővé vált a legrövidebb időtávú hitellehetőségek (*Very-Short-Term Facility*) intramarginális intervenciókra való felhasználása,
- a hitelek 100 százalékban is törleszhetővé váltak hivatalos ECU-ben.

Az egyezmény egyúttal szükségesnek látta, hogy a tagok törekedjenek a rendelkezésre álló eszközök (a sávon belüli árfolyammozgás, kamatlábkülönbségek változtatása, intervenciók) kiegyensúlyozottabb alkalmazására. Ez a reform, valamint az EMU kialakítására irányuló konkrét törekvések felélése az egyik fő jellegzetessége a *harmadik*, 1992 szeptemberéig tartó időszaknak. Annak ellenére, hogy az ERM három új taggal bővült, ez idő alatt nem került sor árfolyam-változtatásra. Ezek miatt a radikális fejlemények miatt beszél ebben a szakaszban az *Eichengreen-Wyplosz* [1993] tanulmány új EMS-ről, amelyet a kiigazítások és 1990. július 1-jétől a tőkekorlátozások megszűnése jellemez (55–58. o.).

A *negyedik*, zűrzavaros periódus a válság időszaka. A rendszer történetének legkritikusabb fázisát élte át, s ennek következményeként olyan alapvető lépésre került sor, amellyel a rendszer gyakorlati értelemben megszűnt. Ezt az időszakot a következő alfejezetben vizsgáljuk meg közelebbről.

Az *ötödik* szakasz a rekonszolidáció és az EMU-ra való felkészülés jegyében telt. Komolyabb feszültségek 1995-ben kerültek újra felszínre, ekkor hajtották végre az utolsó árfolyam-módosítást, s bár a következő évben két taggal bővült a rendszer (Finnország, Olaszország), az átmenet zavartalan volt, az árfolyamok 1996 végére megközelítőleg a szűk sávokkal konzisztens szintre tértek vissza (*Convergence Report* [1998] 8–9. o.).

Az EMS-válság

Az 1987-től fokozatosan kialakuló új EMS erőteljes stabilitása előmozdította a monetáris integráció folyamatát: 1992-ben megszületett a maastrichti szerződés. Közben azonban sokasodtak a gondok az EMS körül, mert a német újraegyesítést követő időszakban kialakuló gazdasági ciklus eltérő volt az egyes tagországokban. Nyugat-Németország hatalmas, nem várt mértékű pénzügyi terhet vett a vállára, ugyanakkor a keleti részek „szintre hozása” óriási növekedési lehetőségeket rejtett magában (az ország 1990-ben 5,1 százalékos reál GDP-növekedést ért el – *OECD* [1993] 13. o.). Mindez fokozta az inflációs nyomást, amelyet a Bundesbank mindenképpen igyekezett letörni, így több lépésben emelte a kamatokat akkor, amikor a legtöbb tagország recesszióval küzdött. Ilyen körülmények között a német fellendülés keresletélénkítő hatását a magas kamatok kedvezőtlen következményei elnyomták. Ezen a márka ideiglenes felértékelése javíthatott volna, de a Bundesbank ilyen irányú törekvéseit a partnerországok nem tartották elfogadhatónak, mert úgy vélték, hogy ez lerombolná a rendszer nehezen elért hitelességét, veszélyeztetve magát az integrációt is (*Eichengreen-Wyplosz* [1993] 75. o.).

A helyzetet súlyosbította, hogy mindhárom új belépő esetében túlságosan magasnak bizonyult a megállapított árfolyam, ami rontotta az adott országok versenyképességét. (Hasonló volt a probléma Norvégia, Svédország és Finnország esetében, akik valutájuk árfolyamát az ECU-höz rögzítették.)

A maastrichti szerződés ratifikációjának nehézsége volt az utolsó csepp a pohárban (Horváth-Szalai [1997] 43. o.). Az 1992. június 2-án Dániában megtartott népszavazáson kis többség a ratifikáció ellen voksolt, s ezzel úgy látszott, az egész integrációs folyamat veszélybe került. Ennek hatására Franciaországban is népszavazást írtak ki szeptember 20-ára, amelynek kimenetele szintén bizonytalan volt. Anglia későbbre halasztotta a ratifikáció vitáit, Németországban pedig a szerződés alkotmánnyal ellentétes voltára hivatkozva alkotmánybírósági állásfoglalást kértek; a határozat októberben volt esedékes. Nem segített, hogy a dollár eközben történelmi mélypontot ért el a márkával szemben, ami főleg Angliát érintette hátrányosan.

A kedvezőtlen tendenciák, az integrációs folyamatot övező fokozódó bizonytalanság a pénzügyi piacok heves reakcióját váltották ki. A kamatkülönbségek addigi csökkenő tendenciája megfordult, s a felértékeltnek tartott valuták árfolyama nagy nyomás alá került. Ennek ellenére a német törekvéssel ellentétben csak a líra mindössze 7 százalékos leértékeléséről és a német kamatok kismértékű csökkentéséről született megegyezés, ami nem bizonyult elégségesnek (Johnson [1994] 95–96. o.). Anglia szeptember 16-án, Olaszország 17-én az ERM-ből való kilépésre kényszerült. A zűrzavar tovább folytatódott, a heves intervenciók ellenére számos árfolyam-változtatásra került sor, Spanyolország és Írország újra tőkekorlátozásokat vezetett be, végül 1993. augusztus 1-jén az árfolyamsávot ± 15 százalékra szélesítették (Horváth-Szalai [1997] 44–47. o.). Csupán Hollandia tartotta fenn a korábbi szűk határokat. A lépéssel a rendszer *de facto* rugalmas árfolyamok rendszerévé vált.

A problémák gyökerei. Az „új EMS” számos ellentmondást hordozott magában. 1987-ig rendszeresen sor került árfolyam-változtatásokra, amelyek az inflációs ráták különbözősége miatt kialakult egyensúlytalanságok korrigálását szolgálták.⁵ Az infláció ütemének kezdeti jelentős eltérése főleg 1987-től indult csökkenésnek, de még ezután is jelentős volt a különbség egyrészt Olaszország, Anglia, Spanyolország, másrészt Németország között. A döntéshozók azonban a Basle–Nyborg-egyezmény vívmányaiban bízva, nem éltek a helyzet korrigálásának lehetőségével, holott a megállapodás mellett, hogy megkönnyítette a résztvevők számára a finanszírozási forrásokhoz való hozzájutást, kisebb mértékű árfolyam-módosítások gyakoribb végrehajtását is javasolta. Az ERM valóban fix árfolyamok rendszere lett, így az arra jellemző hitelességi és likviditási problémák jelentkezése elkerülhetetlenné vált. Az országok közti különbségek ugyan csökkentek, de árfolyam-kiigazítások hiányában később a kisebb divergencia is elviselhetetlennek bizonyult (De Grauwe [1997] 105. o., 113–114. o.).

A tőkekorlátozások megszüntetése fokozta a pénzügyi piacoknak való kitettséget, ez eleinte mégis az árfolyammozgások nagyobb stabilitását eredményezte. Az, hogy a reálárfolyamok divergenciája ellenére változatlanok maradhattak a nominális átváltási arányok, a stabilitás folytatódására vonatkozó önbeteljesítő várakozások eredménye (Eichengreen–Wyplosz [1993] 52. o.). Amennyiben a piaci szereplők teljesen biztosak abban, hogy a monetáris hatóságok képesek az árfolyamot a sávon belül tartani, akkor a spekuláció stabilizálni fogja az árfolyam alakulását. Ha például az árfolyam a felső határ közelébe kerül, a piac résztvevői tudják, hogy a jegybank meg fogja akadályozni a határ átlépését, így minél közelebb van az árfolyam ehhez, annál kisebb a további árfolyamnövekedés valószínűsége. A spekulánsok számára az adott valuta eladása lesz kifizetődő, ezzel az árfolyam csökkenése irányába hatnak. Az alsó határ közelében (hasonlóan) az árfolyam jövőbeli növekedésének valószínűsége nő meg, így a valuta vétele válik nyereségszerzés forrásává, növelve az árfolyamot. Nem lesz szükség a monetáris hatóság beavatkozására, a piac maga gondoskodik a sáv fenntartásáról. Ha azonban a sáv nem

⁵ A vásárlóerő-paritás szerint az árfolyamváltozás ütemét az inflációs ráták különbsége határozza meg.

hiteles, vagyis a piaci szereplők arra számítanak, hogy az árfolyam nem marad a megadott határok között, ezt destabilizáló spekulációval elő fogják idézni: tehát az előző esetben leírt folyamatok ellenkezője játszódik le (*De Grauwe* [1997] 123–124. o.). A várakozások és a spekuláció önbeteljesítő jellege és képessége meghatározó a helyzet elemzése szempontjából.

Az „új EMS” nyugalmának ennek megfelelően az integrációs folyamat jövőjével kapcsolatos kételyek vetettek véget. A válságot kiváltó okok elemzéséhez célszerű elsőként a rögzített árfolyamrendszer fenntartásához szükséges feltételek áttekintése (*Eichengreen–Wyplosz* [1993] 60–64. o.).

Az egyik alapvető feltétel, hogy a gazdasági helyzethez igazodó relatív árváltozások megtörténhessenek. Ha a nominális árfolyam fix, akkor ez nyilvánvalóan a számtalan ár és bér egyidejű mozgásával mehet csak végbe (ha a termelékenység nem változik). Amennyiben az árak és a bérek viszonylag merevek, az alkalmazkodás nem, vagy csak lassan történik meg, ami a kibocsátás átmeneti visszaeséséhez vezethet. A nominális árfolyam megváltozásakor ez a veszteség nem jelentkezik, hiszen ekkor automatikusan és azonnal változik az árak többsége. Mindebből az következik, hogy a rögzített árfolyamrendszerek fenntarthatóságának szükséges feltétele, hogy legalább a következők egyike teljesüljön:

- ritkán forduljon elő nagymértékű relatív árváltozást szükségessé tevő sokk,
- az árak és a bérek könnyen és gyorsan képesek legyenek alkalmazkodni,
- kivételes sokkok bekövetkezésekor legyen lehetőség a nominális árfolyam módosítására.

Mivel a gyakorlatban az első két feltétel nem teljesült, a rögzített árfolyamrendszer sikerességét a harmadik megléte biztosíthatta. Ez utóbbi feltétel fenntartása viszont alácsinálja a fix rendszer hitelességét, kivéve, ha az árfolyamok megváltoztatása kizárólag a közvetlenül megfigyelhető kivételes sokkokra adott válasz a hatóságok részéről, s a morális kockázat problémája nem merülhet fel: tehát kizárható, hogy az érintett hatóságok maguk működtek volna közre a helyzet előidézésében. Az új EMS-ben a döntéshozók tulajdonképpen feláldozták ezt a lehetőséget a rendszer nagyobb hitelessége érdekében.

Másik szükségszerű követelmény a következetes és szigorú monetáris szabályok alkalmazása. A korábban leírtak szerint az árfolyamváltozásokhoz kapcsolódó hitelességi problémának akkor lehet elejét venni, ha az árfolyamok módosítása valóban csak kivételes sokkokra adott reakció lehet, tehát nem fordulhat elő önmegvalósító spekulatív támadások következményeként. Efféle támadásokra leginkább akkor lehet számítani, ha a befektetők azt várják, hogy a támadást követően a monetáris politika lazítására kerül sor: ez teszi *ex post* nyereségessé a spekulációt. Ilyenkor nem elég, ha a jelenben folytatott gazdaságpolitika konzisztens, és nem idéz elő egyensúlytalanságot, a jövőbeli lépésekre vonatkozó várakozások is számítanak. Szigorú és következetes monetáris politika alkalmazása kizárja, hogy a gazdaság alapváltozóinak stabilitása, fenntarthatósága ellenére bekövetkező tisztán spekulatív célú támadások esetén a monetáris politika megváltoztatására, igazodására sor kerüljön. Az EMS-ben hasonló elkötelezettség megteremtését szolgálta az az előírás, hogy a hivatalos paritás módosításához valamennyi tagállam előzetes egyetértésére szükség volt.⁶

A harmadik szükséges feltétel a központi bank válságkezelő magatartásával kapcsolatos: *mennyire képes a piaci nyomás kezelésére, csillapítására*. Ha a piaci szereplőkben kétségek támadnak az előző feltétel meglétéről, előfordulhat, hogy megpróbálják tesztelni az érintett monetáris hatóság elszántságát. A spekulatív támadás visszaverésének egyik

⁶ Resolution of the European Council on the establishment of the European Monetary System, 1978. december 5., lásd: *Gros–Thygesen* [1998] 59. o.

módja a kamatlábak olyan mértékű emelése, amelyek mellett a hazai kamatozó eszközök tartásának haszna meghaladja a külföldi eszközök tartásából a hazai valuta leértékelésekor realizálható nyereséget. Amennyiben a magas kamatszintet hosszú ideig fenn kell tartani – ahogy ilyen esetekben is –, ennek igen komoly ára van, hiszen többek között negatívan hat például a gazdasági aktivitásra, a bankszektor profitabilitására. Főként olyan országok esetén bizonyulhat ez elviselhetetlennek, ahol nagy az adósságállomány (például Olaszország), hiszen ekkor (változó kamatozás mellett, illetve ha az adósság nagy része rövid lejáratú) a magas kamatláb a deficit és vele az adósságok további növelésén keresztül hatalmas terhet rakhathat a gazdaságra (*Micossi–Padoan* [1994] 66. o.). Hasonlóan elviselhetetlennek mutatkozhat – és mutatkozott is – ez Anglia esetén, ahol a túl magas kamatszint a lakástulajdonosokat érintette volna különösen hátrányosan, hiszen a jelzáloghitelkamatata a legtöbb ország gyakorlatával ellentétben Angliában nem fix, hanem a rövid távú pénzügyi rátákhoz kötött (*Gros–Thygesen* [1998] 96. o., 203. o.). Alternatív megoldás lehet, hogy az erős valutájú országok beavatkozzanak a gyengébb valuták mellett, felhajtva azok árfolyamát. Ezt nyíltpiaci műveletek (a gyengébb valuták vétele hazai valuta fejében) útján tehetik, ami számukra szintén nem kívánatos, hiszen a monetáris bázis megnövekedésével veszélybe kerülhet az árstabilitás (*Eichengreen–Wyplosz* [1993] 101–113. o.). Harmadik megoldás lehet tőkekorlátozások alkalmazása, ami időt és mozgásteret biztosíthat a hatóságoknak a szükséges lépések megtételéhez.⁷

Az EMS kezdeti felépítése biztosította a fenti feltételeket, de az „új EMS” megszüntette azokat, ezáltal instabillá téve a rendszert: *Eichengreen–Wyplosz* [1993] véleménye szerint a spekulatív támadások kivédése ezzel lehetetlenné vált (64. o.). Valójában nem annyira lehetetlenné, mint inkább túlságosan költségessé, így a hatóságok képesek lettek volna a rendszer addigi keretek közti fenntartására, csupán nem akarták megtenni az ahhoz szükséges lépéseket.

A lehetséges okok elemzése. A válság magyarázata multikauzális módon lehetséges: többféle ok is szerepet játszott a problémák felszínre hozásában.

Az egyik legegyszerűbb és legkézenfekvőbb a már említett *versenyképességi tényezők* szerepe: e szerint azon országok valutái kerültek bajba, ahol a magasabb infláció és a növekvő munkaköltségek aláásták a nemzetközi kereskedelemben részt vevő szektorok versenyképességét. Ebben az esetben tehát az aktuális gazdaságpolitika bizonyul a fix árfolyammal összeegyeztethetetlennek. Ez néhány ország esetében valóban fontos tényező volt, például Olaszország kapcsán a növekvő versenyképesség-romlás egyértelműen megfigyelhető (*Micossi–Padoan* [1994] 63. o.). Valószínűleg szintén szerephez jut ez a tényező Anglia (*Johnson* [1994] 89–92. o.) és Spanyolország (*Bachetta* [1994] 18., 20–26. o.) esetében, de ezekben az országokban már nem ilyen egyértelmű a problémák léte (*Eichengreen–Wyplosz* [1993] 64–73. o., *Gros–Thygesen* [1998] 192–194. o.). Zavarba ejtő ugyanakkor a tény, hogy bár az inflációs ráták az említett három országban meghaladták a németországi szintet, ez a különbség 1992-ig egyre csökkent. A leértékelés ennek ellenére szükségessé válhatott, mivel azt a felhalmozódott felértékelődés meghatározott szintje teszi indokolttá, függetlenül attól, hogy a felértékelődés üteme aktuálisan növekszik-e. Figyelembe véve azt is, hogy ezekben az országokban a monetáris aggregátumok növekedési üteme a 1990-es évek elején kisebb a Németországban megfigyelhetőnél, arra lehet következtetni, hogy az inflációs rátákban megmutatkozó különbség nem a laza monetáris politika eredménye volt. Még kevésbé köthető az 1993-as epizódok tudatosan laza monetáris politika folytatásához, s nem is érték el a szóban forgó valuták (francia és belga frank, dán korona) tartós leértékelését. Az érintett országok folyó fizetési mérlege a német deficittel szemben többletet mutatott, nem volt a valuták

⁷ A tőkekorlátozások szerepével ennek az alfejezetnek az utolsó részében részletesebben is foglalkozom.

felülértékeltiségre utaló jel.⁸ Ezekhez az eseményekhez tehát feltételezhetően más okok vezettek.

A versenyképességi problémák megítélése azonban teoretikusan is vet fel problémákat. A reálárfolyamok alakulásának vizsgálatában ugyanis három kérdésben kell állást foglalni:

1. Milyen indexszel történjen a versenyképesség mérése? Három lehetőség van: a fogyasztói árindex, az exportárak és a munkaerő egységköltsége. Az exportárak kevés információt hordoznak, mivel csak azt mutatják meg, mennyit kérhetnek a hazai termelők termékeikért a világpiacon. Az árak növekedése az árak iránti kereslet megnövekedését is jelezheti (felértékelés szükségességére utalva), de a termelési költségek megnövekedését is tükrözheti, ami leértékelést indokolna. A munkaerő egységköltsége a költségoldalra koncentrált, ezért mentes ettől a problémától, a vásárlóerő-paritáson alapuló elemzések természetes eszköze pedig a fogyasztói árindex. Így a fogyasztói árindexnek és a munkaerő egységköltségének a használata indokolt. Többnyire együttmozognak hosszú távon, ez alól a legszembetűnőbb kivétel Németország.

2. Mi legyen a bázisperiódus? Nem fér hozzá kétség, hogy ennek az értékelés szempontjából rendkívül nagy a jelentősége. Mivel az EMS előtti időben a valuták viszonylag szabadon lebegtek, logikusnak látszik ezt az időszakot választani. A később belépők esetén azonban célszerű ettől eltérni, hiszen formális belépésük előtt már körülbelül 1987-től követték az EMS szabályait, s a belépésük után eltelt idő túlságosan rövid is következtetések levonásához. Ezért esetükben mind az 1987-es helyzet, mind a többi országra használt periódus figyelembevétele indokolt.

3. Kihez kell viszonyítani? A márkaárfolyam vagy az effektív (a fő kereskedelmi partnerek valutáinak átlagához viszonyított) árfolyamok használata célszerű? A márkaárfolyam használata mellett szól, hogy az EMS csak a rendszeren belüli árfolyamokra képes hatni, ugyanakkor csupán ennek vizsgálata nem mutatja ki, ha mind a márka, mind az érintett valuta felértékelte a világ többi valutájához képest. A két megközelítés akkor vezet hasonló eredményre, ha a szóban forgó két ország kereskedelmének földrajzi megoszlása nem túl eltérő, azonban nem mindig ez a helyzet (például Írország esetén, amelyet a font árfolyamváltozása jóval komolyabban érint, mint Németországot). A nagyobb EMS-országokra azonban ez a feltétel megközelítően fennáll. Az effektív árfolyam használatát esetükben az indokolhatja, hogy így kideríthetővé válhat, vajon a német újraegyesítés megváltoztatta-e a márka egyensúlyi árfolyamát.

Mindezek figyelembevételével az egyes valuták esetében a következők állapíthatók meg.

A francia frank effektív reálárfolyama nem változott lényegesen, sőt 1991-ig (1980-hoz viszonyítva) 10 százalékkal leértékelődött. Mindez – a kiegyensúlyozott folyó fizetési mérleggel együttesen – nagy valószínűséggel kizárja, hogy a frank esetében felülértékeltiségről lehessen beszélni. A német márka tekintetében a munkaerő egységköltségére alapozott vizsgálatok a márka erős, 20 százalékos felértékelődését jelzik, míg a fogyasztói árindex alapján 10 százalékos leértékelődés állapítható meg. Nincs elfogadott magyarázat az eltérésre, de az, hogy a termelőszektor profitabilitása nem csökkent, s ebben az időszakban Németország jelentős kereskedelmi többletet halmozott fel, az utóbbi megközelítés helyessége mellett szól. A líra a 1970-es évek erős leértékelődése után az EMS évei alatt visszatért a korábbi szintre. A márkához viszonyítva a munkaerő egységköltségén alapuló megközelítés nem utal erősebb felértékeltiségre, míg a fogyasztói árindex szerint ennek mértéke csaknem 30 százalékos. Hasonló a két megközelítés adta eredmények viszonya a font és a peseta esetében is. A font az 1970-es évekhez képest 10 százalékos felértékelődést mutat. Annak ellenére, hogy a 1979–1980-as csúcsnál alacsonyabb

⁸ Franciaország esetére: *Boissieu* [1994] 13. o.

volt az 1992-es árfolyam, az akkori magas érték (az olaj angol gazdaságban játszott fontos szerepe miatt) feltehetően összefügg a második olajárrobbanással, így elfogadható, hogy a font felülértékelt volt 1992-re. A peseta esetében egy felfelé ívelő középtávú trendnek lehetünk tanúi, ami megnehezíti a felülértékelttség pontos becslését.

Összességében elmondható, hogy olyan egyensúlytalanság, amely kiválthatta a válságot, valóban felhalmozódott, de már 1990-re, így ez nem magyarázza meg, hogy az miért 1992-ben kezdődött el. A francia és a belga frank, valamint a dán korona esetében (1993) azonban nem beszélhetünk felülértékeltiségről (*Gros-Thygesen* [1998] 204–219. o.).

Rejtett versenyképességi lemaradás is jelentkezhetett azonban a német újraegyesítés következményeként: hiszen a fellendülés aszimmetrikusan jobb helyzetbe hozta a német gazdaságot, ezért ennek ellensúlyozására a többi EMS-tagország gazdaságát (nominális árfolyamváltozás hiányában) a németországinál alacsonyabb inflációval lehetett, kellett volna versenyképesebbé tenni. Mivel a Bundesbank kordában akarta tartani a hazai inflációt, ez csak a többi EMS-ország restriktív s így az amúgy is szorító recessziót súlyosbító politikájával valósulhatott meg. Mindennek Németország folyó fizetési mérlegének romlását, kereskedelmi partnereinél pedig annak javulását kellett volna kiváltania – ha ezzel szemben valamelyik másik országban a folyó fizetési mérleg ténylegesen gyengült, ez a végbement relatív árváltozások elégtelenségére utal. Ez a helyzet Olaszország (*Micossi-Padoan* [1994] 62–67. o.) és ismét kevésbé egyértelműen Anglia esetében, bár 1992-re a kompetitív egyensúlytalanságok korrekciója már előrehaladt. A német újraegyesítés okozta aszimmetrikus sokk szerepe meg is kérdőjelezhető, hiszen az 1990-ben, évekkel a krízis kezdete előtt történt, s mint tudjuk, a piacok előretekintenek, a jövő eseményeire reagálnak várakozásaiknak megfelelően (*Eichengreen-Wyplosz* [1993] 73–82. o.). Ellenérv az lehet, hogy az újraegyesítést követően eleinte a keresletöztönzés, tehát egy pozitív külső gazdasági hatás dominált, s ez a helyzet 1992-ben változott meg (*Gros-Thygesen* [1998] 218. o.).

A harmadik lehetséges magyarázat éppen a piacok előbbi tulajdonságára épít: várható, *szükségszerű politikaváltásokra* hivatkozik. A rendszer fenntartásához szükséges szigorú inflációcsökkentő politika miatt a munkanélküliség nőtt, egyre költségesebbé téve az irányvonalhoz való ragaszkodást, gazdasági és politikai értelemben. A piaci szereplők egyre valószínűbbnek tartották, hogy a hatóságok kitartása fogytán van, várható, hogy hátat fordítanak az addig követett gazdaságpolitikának. Az adott valuták „megtámadását” ez a várakozás idézte elő (*Eichengreen-Wyplosz* [1993] 82–90. o., *Gros-Thygesen* [1998] 195–199. o.). Mindez természetesen az integrációs folyamat jövőjéről alkotott elképzelésektől sem független: annál nagyobb a késztetés a politika megváltoztatására, minél kisebb ennek alternatív költsége, azaz minél bizonytalanabb a „játékban” a szabályok betartása árán elnyerhető jutalom.

Ez a legvalószínűbb magyarázat a három, 1993-ban nyomás alá került valuta gondjaira. Ezek a spekulatív támadások azonban sikertelennek bizonyultak: az érintett országok nem lazítottak monetáris politikájukon, az árfolyamok hamarosan visszatértek a támadás előtti szintjükre (*Gros-Thygesen* [1998] 219–223. o.).

Végül, de nem utolsósorban fontos szerephez jutottak az *önbeteljesítő spekulatív támadások*. Ezek megkülönböztető jellemzője, hogy képesek kiváltani a válságot, míg az eddig tárgyalt esetekben a piacok legfeljebb előre jelezték azt. Itt több egyensúlyi helyzet létezik egyidejűleg, s a spekulatív támadás képes arra, hogy a gazdaságot egyikből a másikba lendítse. Ahhoz, hogy ezeknek a tisztán spekulatív erőknél tényleg jelentőséget tulajdoníthassunk a válság előidézésében, szükséges, hogy létezzen olyan ok, amely miatt akkor és csak akkor valószínűsíthető jövőbeli politikaváltás, ha a spekulatív támadás bekövetkezik.

A maastrichti szerződés szolgáltatott ilyen okot, hiszen ahhoz, hogy egy adott ország

tagja lehessen a monetáris uniónak, meg kell felelnie a szerződésben foglalt konvergenciakritériumoknak. Ezek egyike, hogy az ország valutájának árfolyamát a tagságot megelőző két évben (komolyabb feszültségektől mentesen) az ERM keretei között kell fenntartani. Spekulatív támadás esetén ez lehetetlenné válhat, s ezzel az érintett ország elveszíti a monetáris unióban való részvétel lehetőségét, amivel viszont értelmét veszti a korábbi gazdaságpolitikához való ragaszkodás, amelynek fő célja éppen az uniós tagság követelményeinek való megfelelés volt. A kormány részéről racionális válasz az engedékenyebb politikára váltás. Az, hogy a piaci szereplők tudják ezt, elégséges ösztönzöt nyújt számukra a spekulációra. Ahhoz, hogy az árfolyam fenntarthatatlanságát kiváltó spekulációk egyben meg is akadályozzák az ország monetáris unióban való részvételét, szükséges az is, hogy az EMU viszonylag korai időpontban megvalósuljon, és az első körből kimaradó országok későbbi csatlakozása nagyobb nehézségeket jelentsen (*Eichengreen–Wyplosz* [1993] 53. o., 90–95. o.). Ezért sokan úgy érzik, az előbbi magyarázat nem helytálló a 1992–1993-as válság esetében, hiszen az árfolyamokra vonatkozó követelménynek a harmadik fázis kezdetét megelőző két évben kellett eleget tenni, az pedig legkorábban 1996 végén lehetett (például *Gros–Thygesen* [1998] 198. o., *De Grauwe* [1997] 127. o.). A szerződés szerint ugyanis legkésőbb ekkor kellett az Európai Monetáris Intézetnek (EMI)⁹ és az Európai Bizottságnak az Európai Tanács számára (először) jelezni, mely országok feleltek meg a konvergenciakritériumoknak. Ha csak kevesen, akkor a második fázis tovább folytatódhatott, de legkésőbb 1999. január 1-jén el kellett kezdődnie a harmadik szakasznak. Ha viszont az országok többsége teljesítette volna a kritériumokat, ez a szakasz korábban is kezdődhetett volna.

Mások azonban arra hívják fel a figyelmet, hogy mivel a szerződés csak azt írja elő, mikor kell legkésőbb beszámolni a konvergencia megvalósult szintjéről, a bizottság és az EMI megtehetette volna mindezt korábban is, ha valószínűsíthető lett volna, hogy az országok többsége megfelel a követelményeknek. Emellett az is elképzelhető, hogy a későbbi belépőknek nehezebb dolguk lesz, hiszen ha már létezik az unió olyan országokkal, akik az alacsony infláció fenntartását szorgalmazzák, akkor számukra hátrányos olyan új tagok belépése, akik magasabb inflációt is elfogadhatónak tartanának. Ezért elméletileg nem zárható ki, hogy létezzen indíték hasonló spekulatív támadásokra (*Eichengreen–Wyplosz* [1993] 93–94. o.).

Az egyik legérdekesebb vonása a válságnak, hogy a pénzügyi piacokon nem volt érezhető annak előszele. Anglia esetében a (Németországhoz képest mért) kamatkülönbség 1991 kezdetétől folyamatosan csökkent, a válság előtti hónapokban 1 százalék alá. Spanyolország esetében 1992 második negyedévére ugyan kismértékben nőtt a különbség, de Olaszországnál nem érte el a 1991 végi szintet (*Gros–Thygesen* [1998] 204. o.). *De Grauwe* [1997] viszont a határidős árfolyamok vizsgálatával arra a következtetésre jut, hogy az 1992-es eseményeket előre jelezték a piacok, szemben az 1993-as történésekkel. Ezt magyarázhatja, hogy míg az 1992-ben érintett valuták esetén valós egyensúlytalanság is fennállt, a támadások 1993-ban stabil, fenntartható árfolyamok ellen irányultak (114. o.).

A tőkemozgásokra kivetett korlátozások szerepe. A szakirodalom álláspontja nem egységes a tőkekorlátozások jelentőségéről. A korábban említetteknek megfelelően ez az EMS szempontjából sem közömbös kérdés, ezért érdemes kissé részletesebben foglalkozni vele. A korlátozások híveinek véleménye szerint a rendszer nem tudta volna túlélni a kezdeti időszakot azok nélkül, ahogy azt a megszüntetésük után kialakult válság is mutatja, s emiatt az átmenet zavartalanágához is szükség lett volna rájuk. A középutasok kisebb jelentőséget tulajdonítanak a tőkekorlátoknak, míg az ellentábor szerint azok nem voltak hatékonyak, eltörlésük egyenesen kívánatos volt.

⁹ 1994. január 1-jétől 1998. június 1-jéig működő, frankfurti székhelyű intézmény, az Európai Központi Bank elődje.

Eichengreen–Wyplosz [1993] a korlátozások mellett szállnak síkra, bár azoknak az európai kereskedők körében végzett felmérésük résztvevői (számukra meglepően) kis jelentőséget tulajdonítottak. Szerintük azok megszüntetésével egyrészt csaknem feleslegessé váltak a valutatartalékok, mivel mértékük mindenképpen elégtelen a piaci szereplők által mozgatható erőforrásokhoz mérve, másrészt hiányukban az árfolyamok csak igen magas kamatlábak mellett tarthatók fenn támadás esetén, ami több csatornán keresztül is káros hatást gyakorolhat a gazdasági aktivitásra. Csak ezek a nagyon magas kamatlábak akadályozhatják meg a valutatartalékok kimerülését, hiszen a spekulatív tőke kínálata gyakorlatilag tőkéletesen rugalmas. Amennyiben az árfolyampiacokat több egyensúlyi helyzet egyidejű fennállása jellemzi, a magas kamatlábak hosszú ideig való fenntartása szükségessé válhat.

A szerzők megállapították, hogy egyik az ERM elhagyására kényszerült ország sem élt tőkekorlátozásokkal, míg azok az országok, amelyek fenntartottak korlátokat, képesek voltak az árfolyam-módosítások segítségével a rendszerben maradni. A fedezett kamatparitástól való eltérés vizsgálata szintén arra enged következtetni, hogy a tőkekorlátozásokkal élő országok belső kamatlába a külpiaciaktól meglehetősen elszigetelt tudott maradni. Franciaország és Dánia annak ellenére, hogy nem alkalmazott tőkekorlátokat, nem kényszerült a támadások miatt valutája leértékelésére, de a szerzők szerint ez sem mond ellent a korlátozásoknak tulajdonított erőnek: a más országok részéről történő korlátlan beavatkozás a tőkemozgásokra vonatkozó szabályozások alternatívája, s mindkét ország a Bundesbank nagymértékű támogatását élvezte (*Eichengreen–Wyplosz* [1993] 57–58., 63., 98–101. o.).

De Grauwe [1997] álláspontja középutasnak mondható, ő a támadás céljára mozgósítható tőke csökkentésében látja a korlátozások szerepét, amelyek így időt adnak a hatóságoknak az árfolyam módosításának megszervezésére. A tőkekorlátok funkciója szerinte nem az irreális árfolyamok fenntartása volt, sokkal inkább egy olyan mechanizmust biztosítottak, ami az árfolyamváltozások minél zavartalanabb megvalósítását tette lehetővé. Ennek megfelelően azok megszüntetése befolyásolta a válság kialakulását, de a korlátozások fenntartása sem mentette volna meg a rendszert (ahogy nem mentette meg a Bretton Woods-i egyezményt sem), hiszen a bajok forrása a fix árfolyamrendszerek sajátos problémáiban keresendő (*De Grauwe* [1997] 105., 109. o. vagy például *Horváth–Szalai* [1997] 28. o.).

Ennél is radikálisabb nézetet vall a kérdéstről *Gros–Thygesen* [1998]: a szerzőpáros arra hívja fel a figyelmet, hogy a fix árfolyamok összekapcsolják a hazai és a nemzetközi kamatlábakat, mivel a befektetők ugyanazt a (kockázattal korrigált) megtérülést várják a hazai és a nemzetközi porondon. A tőkekorlátozások célja ezek elszigetelése, így fix árfolyamrendszer mellett azok nélkülözhetetlenné válnak a hazai kamatlábak felett gyakorolt ellenőrzéshez. Mivel többnyire a túl magas kamatszint kialakulásának elkerülése a cél, a korlátozások feladata a tőkekiáramlás limitálása. Az EMS-ben létező árfolyamkiigazítási rendszer azonban más szerephez is juttatta őket. A középárfolyam 4,5 százalékot (illetve Olaszország esetén 12 százalékot) meghaladó módosítása ugyanis a piaci árfolyam szakadását idézi elő, aminek kihasználása – amennyiben előrelátható – hatalmas hozammal kecsegtet. Mivel ezeket többnyire előre sejtették a piacok, ez tőkekorlátozások nélkül jelentős tőkeáramlásokat váltott volna ki. A szerzők elemzése Franciaország és Olaszország esetére koncentrálnak, s ez utóbbi esetén nem került sor 12 százalékot meghaladó árfolyam-módosításra, tehát ez nem indokolja a korlátozások fenti okból való alkalmazását. Franciaország esetében más a helyzet, négy ízben is szakadást szenvedett a piaci árfolyam, így szükség volt a korlátozásokra, de ennek okát az árfolyam-módosítások utolsó pillanatig való halasztásában kell keresni. Ha a hatóságok korábban lépnek, akkor ez elkerülhető lett volna.

A szerzők véleménye szerint a tőkekorlátozásoknak már csak azért sem tulajdonítható az EMS gyakorlatában semmilyen szerep, mert nem voltak hatékonyak. Ezt egyrészt azzal támasztják alá, hogy a tőkeáramlások nagyságát a korlátozások léte szignifikánsan nem befolyásolta, másrészt ők is a hazai és a külpiaci kamatszintet vetik össze. Ők azonban arra a következtetésre jutnak, hogy ezek különbsége a korlátok fennállása alatt legtöbbször nullához közeli volt (kivéve az árfolyam-módosításokat közvetlenül megelőző periódusokat), így a korlátozások nem tudták a hazai kamatszintet hosszú távon elszigetelni a nemzetközitől. A hatékonyság hiányának oka, hogy az adminisztratív korlátozások megkerülésére számos mód kínálkozik. Rövid távon azonban a korlátok valószínűleg képesek voltak a hazai kamatlábak védelmére, különösen zűrzavaros időszakokban. Ilyen időszakot elsősorban az idézhető elő, ha a piaci szereplők várakozásai szerint a hatóságok kis hajlandóságot mutattak az árfolyamok védelmére. Komolyabb tőkekorlátozások esetén azonban az ilyen nehéz időszakok előfordulási valószínűsége megnő. Ezek ugyanis késleltetik a tőkeáramlásokat, ezáltal lelassítva a pénzkínálat csökkenésének ütemét, ami szükségszerű a leértékelés elkerüléséhez. Magasabb kamatlábakra van tehát szükség, ami költségesebb.

Összegzésként azt mondhatjuk, hogy bár a tőkekorlátozások valójában nem tudták megakadályozni a válságok kialakulását, viszont lehetővé tették a hatóságok számára a megfelelő döntések meghozatalához szükséges időt (*Gros-Thygesen* [1998] 128–137. o.).

Összefoglaló értékelés

Az EMS fennállása alatt nagy változáson ment keresztül, s a válság után a sávok radikális kiszélesítéséről hozott döntéssel gyakorlati szempontból elveszítette fontosságát: 1993 augusztusa után a rendszer nem igényelt szoros árfolyam-politikai koordinációt és együttműködést. Tényleges jelentősége azonban megmaradt, hiszen (ahogy már korábban is említettem) az árfolyamok a válság után nagyon hamar visszatértek a korábbi szűk sávoknak megfelelő szintre. Paradox módon éppen ez a válságra adott – az integrációs reményeket kezdetben megghiúsítani látszó – válaszlépés mentette meg a monetáris unió elérésének lehetőségét. Bár ténylegesen drasztikusan lazították a korábbi rendszert, de nem szüntették meg. Az EU tagállamai ezzel kiálltak az integráció folytatása mellett. A hatóságok demonstrálták a középárfolyamok helyességébe vetett hitüket, s azt, hogy nem kívának eltérő monetáris politikát folytatni, ami igazolta volna a spekulánsok várakozásait. A megváltoztatott rendszer keretei között az EMU korábbi tervekkel és előírásokkal összhangban álló megvalósítása lehetséges maradt.

Az EMS válsága tulajdonképpen alátámasztotta a többnyire *inkonzisztencia-háromszögnek* nevezett összefüggést: a rögzített árfolyamok, a teljes tőkemobilitás és az autonóm monetáris politikák összeegyeztethetlenségét.¹⁰ A fix árfolyamok tényleges fenntartása egységes, liberalizált tőkepiac mellett egyetlen monetáris politika érvényesülését engedi meg, de ez a legnagyobb erős valutájú ország preferenciáinak fog megfelelni, amennyiben a közös politika folytatásának nincsenek meg az intézményi feltételei. Ez magában hordja a hasonló feszültségek kialakulásának lehetőségét. Elkerülésének – az integráció fokozásának igényével összecsengő – módja monetáris unió létrehozása, ahol az egyetlen központi bank felelős az egységes monetáris politikáért (*Kenen* [1997] 212. o.). A válság ezért is a reformok felgyorsítása irányába hatott, s ennek eredményeként 1999. január 1-jével létrejött az európai Gazdasági és Monetáris Unió.

¹⁰ Például *Salvatore* [1997] 224. o. vagy *Boissieu* [1994] 12. o. vagy a szabadkereskedelemmel kibővítve összeegyeztethetetlen négyesként *Horváth-Szalai* [1997] 28. o.

Az új árfolyam-mechanizmus (ERM-2)

A jelenlegi szabályozás egyértelműen a monetáris unióba való belépés feltételül szabja az ERM-2-ben való legalább két éves részvételt. A kritérium ugyanakkor több oldalról vitatott, és egyre inkább úgy tűnik, hogy értelmezésénél lehet bizonyos rugalmasságra számítani, illetve egyes, ettől különböző árfolyamrendszerek is elfogadhatók a kritérium teljesítéseként.¹¹ Nem valószínű azonban, hogy sok ország találhat „kibúvót”, mert az EU alapvetően az egyenlő elbánás elvének biztosítása miatt ragaszkodni akar az első tagállamok kiválasztásakor alkalmazott eljáráshoz és feltételekhez.

Először röviden áttekintjük az árfolyamrendszerek elméleti irodalmát, hogy látható legyen, hol helyezkedik el az ERM-2 az alternatív lehetőségek között, majd ezt követi a rendszer részletes bemutatása és értékelése.

Árfolyamrendszerek – elméleti megközelítésben

A két szélső rendszer (a szigorúan rögzített és a szabadon lebegő) széles spektrumot fog közre: egyoldalú euroizáció, valutatanács, pontfix-rendszer, sávosan (szűk sávval) rögzített árfolyamrendszer, sávosan (széles sávval) rögzített árfolyamrendszer, irányított lebegtetés, szabad lebegtetés, tiszta lebegtetés.¹² A két végpont előnyei, hátrányai régóta állnak a közgazdasági kutatások fókuszában – az, hogy milyen feltételek mellett melyik tekinthető kívánatosabbnak, hosszú ideje vitatott kérdés.

A *rögzített árfolyamrendszer* melletti általános érvek egyrészt a nagyobb nominális stabilitás előnyeire mutatnak rá, másrészt a rendszer előnyei közé sorolják azt is, hogy egy hitelesen alacsony inflációra irányuló monetáris politikát folytató ország valutájához való árfolyamrögzítéssel a hazai infláció – az inflációs várakozások hatékony lehűtésén keresztül – biztosabban csökkenthető. Ebben az esetben a magas inflációval küzdő ország a rögzített árfolyamrendszerrel szavahihetőseget kölcsönöz a stabil inflációs háterű ország jegybankjától.¹³

A *rugalmas árfolyamrendszer* előnye tulajdonképpen már az elnevezésében benne foglaltatik: rugalmas, azaz nem korlátozza a monetáris hatóságot független monetáris politika gyakorlásában, a külső sokkok pedig az árfolyam változásához vezetnek, így a belgazdaság alkalmazkodása gyorsabban és egyszerűbben megtörténik. (Mindez akkor helytálló, ha az árfolyam a közgazdasági elméletek következtetéseinek megfelelően mozog, aminek az empirikus megfigyelések többnyire ellentmondanak.) A fix árfolyamrendszer azonban tiszta formájában ehhez képest teljesen rugalmatlan, esetében elveszik a különböző sokkokhoz való alkalmazkodásnak az árfolyam-változtatáson keresztül elérhető lehetősége, ami a legtöbbször az alternatív alkalmazkodási módoknál egyszerűbb és gyorsabban felhasználható eszköz, hatásaiban többnyire kevésbé költséges. A fix rendszerek hitelességi nyereségét tehát a fenti rugalmasság elvesztésének költségével kell összevetnünk a választáshoz.

¹¹ Lásd az Ecofin 2000. novemberi állásfoglalását. *European Commission* [2001].

¹² Az egyoldalú euroizáció (*full euroisation*) elméletileg választható lehetőség, de szigorúan véve nem árfolyamrendszer, hanem egy másik ország valutájának bevezetését jelenti, amely természetesen nemcsak az euró lehet, de ebben a kontextusban ezt érdemes említeni. Gyakorlatilag és politikailag ez nem áll az országok rendelkezésére, mert az Európai Központi Bank ezt egyelőre egyértelműen ellenzi. A széles sávós rögzítés felel meg a később részletesebben is tárgyalt célzónáknak, a rugalmas rendszerrel megkülönböztetett három eset pedig a *Bofinger-Wollmershäuser* [2001] által adott definíciókat követi.

¹³ Erre mutatnak rá a monetáris politika hitelességi problémáit elemző standard modellek, például *Kyland-Prescott* [1977], illetve *Barro-Gordon* [1983].

A probléma tulajdonképpen a monetáris politikával kapcsolatos hagyományos szabályok versus *diszkréció* vitájába illeszkedik szervesen (*rules versus discretion*).

A valóságban azonban ritkán találkozunk tiszta formájukban ezekkel a szélső esetekkel. A rugalmas oldalról indulva, ehelyett inkább az irányított lebegtetés jellemző, a fix oldalhoz közelebb pedig sávosan rögzített árfolyamrendszereket találunk. Ha a sáv szűk, a monetáris hatóság mozgásteret kicsi, közel vagyunk a fix végponthoz. Ha azonban a sáv széles, akkor a rendszer alig különbözik az irányított lebegtetéstől, ha az irányítás (valószínűleg) úgy fogható fel, hogy a hatóságok igyekeznek az árfolyamot egy bizonyos folyosóban tartani, van az árfolyamnak olyan szintje, illetve sávja, amit kívánatosnak tartanak. Ez a széles sávval rögzített rendszertől ekkor csak annyiban különbözik, hogy nem formális, a rendszer feltételeit, működési mechanizmusait a hatóságok nem hozzák nyilvánosságra, ezért rugalmasabb, hiszen a mechanizmusok változtatása így sokkal könnyebben, gyorsabban, egyszerűbben megtörténhet, de nem is számolhatunk hitelességi hatásokkal.

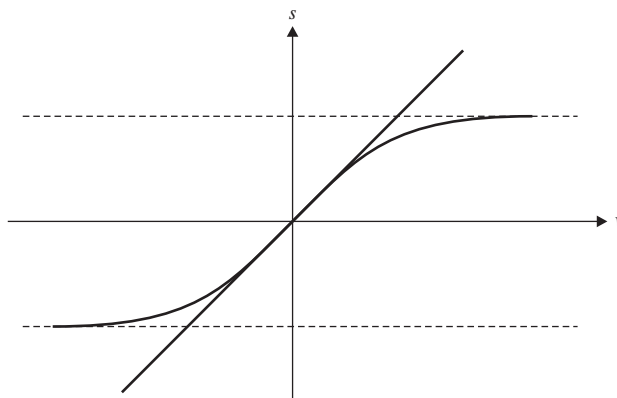
A széles sávval rögzített árfolyamrendszereket a szakirodalom *célzónáknak* nevezi (*target zones*), ezek vizsgálata körülbelül egy évtizedre nyúlik vissza. Krugman 1987-ben készített, de csak 1991-ben publikált munkája tekinthető úttörőnek a területen. Ezekben a rendszerekben, ha azok hitelesek, az árfolyam mindig a sávon belül marad, ott viszont elég nagy mozgásteret van, a feladat tehát alapvetően a sávon belüli mozgás vizsgálata. Krugman [1991] cikkében az árfolyam egy jelentősen stilizált monetáris modellje szerepel. Ahogy látni fogjuk, az ERM-2 tulajdonképpen ebbe a kategóriába tartozó rendszer, ezért érdemes röviden összefoglalni a modell eredményeit.¹⁴

Krugman árfolyam-alakulásra felírt egyenlete:

$$s = m + v + \gamma E[ds]/dt.^{15}$$

Kulcsszerepet itt elsősorban az utolsó tényező játszik: az árfolyam várható változása hat annak jelenlegi szintjére. Másodsorban a második tag fontos, ez viszi a mozgást a rendszerbe, mégpedig sztochasztikusan, feltesszük róla, hogy bolyongási folyamatot követ, azaz dv fehér zaj: $dv = \sigma dz$, ahol z egy standard Wiener-folyamat, 0 várható értékkel és σ

1. ábra
Árfolyampálya széles sávban rögzített rendszer esetén



¹⁴ A célzónamodellek irodalmának fejlődéséről jó áttekintést ad Kempa-Nelles [1999].

¹⁵ Itt s a spot árfolyam logaritmus (hazai/külföldi valutában kifejezve), m a hazai pénzkínálat logaritmus, v logaritmikus formában a monetáris sokkok hatását mutatja, az utolsó tag a várható leértékelési ütem hatása.

szórással. Első megközelítésben azt gondolhatnánk, hogy az árfolyam a sávon belül ugyanúgy viselkedik, mint a szabadon lebegő árfolyam, hiszen itt a jegybank nem avatkozik be annak alakulásába. Egyszerűen megmutatható azonban, hogy a sáv pusztá létének befolyása van az árfolyam-alakulásra a sávon belül is, azaz akkor is, amikor annak fenntartása érdekében aktuálisan nem történik semmilyen lépés. Az árfolyam pályája adott pénzkínálat és szimmetrikus sáv mellett az 1. ábrán látható.

Az ábrán a 45 fokos egyenes a rugalmas árfolyam mozgása, míg a célzónában az árfolyam alakulása az S-alakú görbének megfelelő. *A sáv léte tehát stabilizálóan hat az árfolyamra: az exogén sokkok adott értékeire az árfolyam kevésbé, kisebb elmozdulásokkal reagál, mint a rugalmas rendszerben tenné.*

A modell a pénzügyi piacok (ezen belül a valutapiacok) hatékonyságát és tökéletes árrugalmasságot feltételez, valamint alapvetően a rendszer hitelességének feltételezésére épül, és eltekint az intramarginális intervenciók lehetőségétől.

Az EMU „előszobája”: az ERM-2

Az ERM-2 az ERM (jelentősen megreformált) utódjaként tulajdonképpen egy *módosítható (sávosan) rögzített árfolyamrendszer*. Az EMS-válság után világossá vált, hogy nem minden EU-tagország vesz részt az EMU-ban annak megalapításától. Természetesen merült ezért fel az ERM utódrendszerének igénye, amelyről a Dublinban tartott csúcstalálkozóon született döntés (Görgens-Ruckriegel-Seitz [1999] 49. o.)

A rendszer legfőbb célja az EMU-tagság súrlódásmentes előkészítése és a konvergencia elősegítése, elsősorban a valutaárfolyamok stabilitásához való hozzájárulással. Az ötlet a korábban tárgyalt elméleti következtetéseken alapul: egy hiteles rögzített árfolyamrendszer elősegíti a monetáris konvergenciát, és amennyiben a rögzítés alapjául választott valuta stabil (ahogy az az eurótól megkövetelt), a rögzítés az érintett ország (itt a teljes eurózóna) várhatóan stabil monetáris politikájának „importját” jelenti.

Igy az ERM-2 egy pótlólagos ösztönzőt jelentene a még EMU-n kívüli országok számára a megfelelő – a gazdasági stabilitást szem előtt tartó – fiskális és monetáris politika folytatására. E nélkül ugyanis nem lennének hosszabb távon képesek az árfolyamrögzítés fenntartására. Amennyiben az euró a hozzá fűzött reményeknek megfelelően stabil valuta lesz, és az árfolyamrögzítés hiteles, a piaci várakozások is ehhez igazodnak, ami megkönnyíti magát a konvergenciafolyamatot is. Ez főként azon országok szempontjából jelentős, amelyek minél előbb szeretnének belépni az EMU-ba, de még nem tudták teljesíteni a kritériumokat: a várakozások szerint az ERM-2 „fegyvelmező” hatásain keresztül számukra felgyorsítja a konvergenciafolyamatot. A rendszer így a spekulatív árfolyam-ingadozások elkerüléséhez is hozzájárulna. Az unióon belüli jelentős árfolyam-ingadozások kivédése pedig azért is kívánatos, mert azok veszélyeztethetnék a belső piac zavartalan működését (Deutsche Bundesbank [1998] 20-25. o., Frenkel-Nickel [1999] 142-144. o., Görgens-Ruckriegel-Seitz [1999] 49-50. o.).

A rendszer kialakítását tekintve természetesen részben sok hasonlóságot mutat elődjével, azonban számottevőek a különbségek is. Az ERM struktúrájának átalakítását egyrészt a körülmények radikális megváltozása, másrészt a vele kapcsolatban felmerült problémák kiküszöbölésének igénye is szükségessé tette.

A következőkben összefoglaljuk a két rendszer közti különbségeket, illetve hasonlóságokat (1. táblázat), és részletesen is bemutatjuk az ERM-2 fő jellemzőit.

A monetáris unió megszületésével a gazdasági környezet alapvetően megváltozott, ami több szempontból is a korábban alkalmazott árfolyamrendszer megváltoztatásának szükségességét hozta magával. Az EMU ugyanis akár az előállított GDP, akár a világ többi

1. táblázat
Az ERM és az ERM-2 összevetése

Jellemzők	ERM	ERM-2
Szimmetria	formálisan szimmetrikus	aszimmetrikus
Részvétel	önkéntes	önkéntes
Valutakapcsolatok jellege	multilaterális	bilaterális
Az árfolyam-megállapítás formája	paritásrács	csak az euróval szemben, (a jegyzés: hazai valuta/euró)
Standard sáv szélesség	1993 után ± 15 százalék	± 15 százalék
Marginális intervenció	korlátlan és automatikus mindkét oldalon	korlátlan és automatikus, de az árstabilitásnak alárendelt
Az eltérés mérése	az ún. divergenciaindikkátorral	a paritáshoz képest
Paritásmódosítás	lehetséges, a részt vevő központi bankok javasolhatják	lehetséges, az Európai Központi Bank is javasolhatja
Hitelletőségek	igénybe vehetők	igénybe vehetők

államával folytatott kereskedelem volumene, akár a pénzügyi piacok nagysága alapján jóval nagyobb a kívül rekedt tagországoknál. Mindez még egy formálisan szimmetrikus rendszer létjogosultságát is kérdésessé teszi. (Az ERM-2 ugyan formálisan szimmetriára épül, az eurózóna dominanciája azonban nyilvánvalóan nem lehet kétséges.) Figyelembe véve, hogy az EMU-n kívüli EU-országok egymás közti kereskedelme az EMU-val folytatottnál jóval kisebb mértékű, a rendszer nem lehet elődjéhez hasonlóan multilaterális, csak bilaterális, azaz az Európai Központi Bank (*European Central Bank, ECB*) és az egyes nemzeti bankok közötti kapcsolatokra épülő. Ezt a felépítést nevezik a szakirodalomban „kerékagy és küllők” rendszerének (*hub and spokes system*) (lásd Gros [1996] 42. o.). A külkereskedelmi kapcsolatokat tekintve, azt is figyelembe kell vennünk, hogy míg a rendszer lehetséges tagjai számára az eurózónával folytatott kereskedelemnek komoly jelentősége van, az EMU-tagok kereskedelmük túlnyomó részét egymás között bonyolítják le. Ezért a rendszerben szereplő valuták árfolyamának az euróval szembeni mozgása jóval fontosabb szerepet játszik ezen országok külgazdaságára nézve, mint az EMU-tagok esetében, azaz az ilyen mozgásokat limitáló rendszer sokkal inkább ezen országok érdekét szolgálja.

A rendszerben való részvétel ugyan önkéntes, de az Európai Tanács 1998. június 16-ai határozata értelmében a kritériumokat nem teljesítő országok számára tanácsos a rendszerhez való csatlakozás. Az euró központi szerepet tölt be az ERM-2-ben: a középárfolyamokat valamennyi részt vevő ország valutája és az euró között határozzák meg, s ezekhez képest ± 15 százalékos sávban mozoghat az adott valuta árfolyama. Nincs tehát paritásrács, a rendszerben részt vevő valutáknak egymáshoz viszonyított árfolyamait nem rögzítik, ilyen árfolyamokat nem állapítanak meg. Következésképpen az árfolyam-stabilitás kizárólag az euróhoz viszonyítva ítéltető meg, míg az EMS-ben ehhez az úgynevezett divergenciaindikkátorra volt szükség. Ez egyrészt jóval egyszerűbbé teszi az új rendszert, ugyanakkor jóval nagyobb árfolyammozgást is lehetővé tesz, hiszen az egymás közti árfolyamok megközelítően az euróval szembeni sáv szélesség kétszeresével ingadozhatnak. A sávok határán elvileg mind az ECB, mind az érintett központi bankok kötelesek automatikusan interveniálni, a beavatkozás korlátlan, tehát nincs megszabott felső határa, és ehhez az úgynevezett nagyon rövid lejáratú hitelleletőség is rendelkezé-

sükre áll, amennyiben valutatartalékaikat már felhasználták. Ezt azonban csak kiegészítő intézkedésként javasolt igénybe venniük, azaz csak abban az esetben, ha a belső gazdaságpolitikai lépések nem bizonyultak elégségesnek. Emellett mindkét félnek jogában áll az intervenció felfüggesztése mellett dönteni, ha ez veszélyeztetné elsődleges céljuk, az árstabilitás biztosítását. Intramarginális intervencióra mind egyoldalúan, mind koordinált formában lehetőség van (ehhez bizonyos nagyságrend felett azonban a felhasznált partnervalatut kibocsátó jegybank előzetes hozzájárulására is szükség van), s ehhez meghatározott felső határig a tagországok szintén igénybe vehetik ezt az úgynevezett nagyon rövid lejáratú hitellehetőséget, az ECB azonban ebben az esetben nem. Mind az ECB, mind az érintett ország kezdeményezheti a középárfolyamok módosítását. Az adott ország kezdeményezésére lehetőség van arra is, hogy – amennyiben az ECB ezzel egyetért – szorosabb árfolyamrendszer szülessen az illető ország és az ECB között (tehát a standardnál lehet szűkebb sávot meghatározni). Erről, valamint a középárfolyamokról is az ERM–2-ben részt vevő országok jegybankjai, gazdasági és pénzügyminiszterei, valamint az ECB közösen döntenek. Minden részt vevő jegybank kezdeményezheti a középárfolyamok felülvizsgálatát, illetve megváltoztatását (*Agreement between ...* [1998]). A fenti szabályozások következményeként az ERM–2 struktúrája rendkívül *aszimmetrikus*: ha feszültségek merülnek fel, az alkalmazkodás terhe főként a még nem EMU-tagokra hárul.

Az ERM–2 értékelése

Az ERM–2 kialakításánál tehát egyrészt alkalmazkodtak az EMU megvalósulásával kialakult új körülményekhez, másrészt az ERM bizonyos hibáinak, problémáinak kiküszöbölésére is törekedtek. Vajon sikerült-e ez? Nem túl sérülékeny-e a rendszer, nem teszi-e ki a résztvevőket valutaválságok nagyobb valószínűségű bekövetkezésének (ahogy az ERM főbb jellemzői szerepet játszottak az 1992–1993-as válság kialakulásában)? A rendszer ismertetéséből kiderül, hogy tulajdonképpen egy célzónamodellről van szó, tehát előnyei, hátrányai a célzónamodellek elmélete alapján értelmezhetők.

Több jel is arra mutat, hogy az ERM–2 *kevésbé lesz érzékeny a spekulatív támadásokra*, mint elődje, mivel a rendszer kialakítása nagyban épít a válság tapasztalataira. Egyértelmű, hogy a spekulánsok akkor számíthatnak nagy nyereségre, ha az árfolyam alakulásában szakadást tudnak kikényszeríteni. Ez azonban a rendszer rugalmassága miatt valószínűtlen: a széles sáv alkalmazása és a középárfolyam szükség esetén időben végrehajtott kiigazítása ennek esélyét minimálisra csökkenti. Az árfolyam-kiigazítások minél egyszerűbbé tétele azt a célt is szolgálja, hogy elkerüljék a nem egyensúlyi középárfolyam tartós fennmaradását, tehát fenntarthatatlan helyzet kialakulását, ami jó táptalaja lenne az illető valuta elleni spekulációnak. A széles sávok ugyanakkor amellett, hogy rugalmassá teszik a rendszert, az intramarginális intervenciók fontosságára irányítják a figyelmet: ha az árfolyam már elérte a sáv határát, kevés az esély arra, hogy intervenciókkal fenn lehessen tartani azt az előírt határok között.

Az ERM esetében láthattuk, hogy bár az intervenciók kötelezettség korlátlan volt, a gyakorlatban ezt az előírást néha megsértették. Az új rendszer – a realitásokkal számolva – az elvi kötelezettség mellett jogilag is megengedi, hogy bármely fél felfüggeszse annak teljesítését, amennyiben az veszélyeztetné az árstabilitás megőrzését. A rendszer tagországa részéről ez a gyakorlatban kevésbé valószínű, hiszen egy esetleges árfolyam-változtatás két évre megfosztaná őt az EMU-ba való belépés lehetőségétől. Az ECB azonban gyakrabban élhet ezzel a lehetőséggel, hiszen tevékenységét kizárólag az infláció alapján ítélik majd meg, így az ERM–2 valamely középárfolyamának megváltoztatása nem okoz

számára többletköltséget. A részt vevő országok tehát feltehetően jóval nagyobb áldozatokat lesznek hajlandók vállalni az árfolyam-stabilitás fenntartása érdekében, mint az abban közvetlen módon nem érdekelt ECB (Horváth-Varró [1997] 12–15. o.).

De Grauwe [1997] véleménye szerint az intervenció kötelezettség felfüggesztésére vonatkozó kitétel nem jelent a valóságban reális korlátozást, mivel meglehetősen valószínűtlen, hogy az ECB által végrehajtható intervenciók valóban veszélyeztetnék elsődleges célkitűzésének teljesülését. A rendszer országai ugyanis – ahogy már korábban szó volt róla – kicsik az EMU-hoz viszonyítva, így az ECB intervenció tevékenysége várhatóan nem lesz jelentős mennyiségi hatással az EMU pénzpiacára. Amennyiben a központi bank sterilizált intervenciókkal él, még ezt a jelentéktelen hatást is elkerülheti. Az ECB tehát anélkül tehet eleget intervenció kötelezettségének, hogy elsődleges céljának elérése veszélybe kerüljön (173. o.). Ellenérvként hozható fel, hogy az ismétlődő beavatkozások még ebben az esetben is megkérdőjelezhetik az ECB hitelességét. Amennyiben ezt valós veszélynek fogják fel, az ECB valószínűleg élni fog a fenti eszközzel, ami nyilvánvalóan gyengíti az ERM-2 hitelességét. Ez utóbbit a rendszer valójában alárendeli az ECB által folytatott monetáris politika hitelességének (Horváth-Varró [1997] 14. o.).

A spekulációs támadások kivédésére szolgál annak a lehetővé tétele is, hogy a résztvevők minél hamarabb csatlakozhassanak az EMU-hoz. Az ERM-2-t ennek megfelelően egy átmeneti árfolyam-mechanizmusnak szánják, amelynek célja a résztvevők konvergenciájának elősegítése, tehát felkészülésük lehetővé tétele az EU-ba való belépésre.

A célzónamodellek következtetéseire is támaszkodva a leglényegesebb kérdés tehát az, hogy vajon *hiteles lehet-e* a rendszer a piaci szereplők szemében. Ezt alapvetően az elért konvergencia határozza meg természetesen, illetve az alkalmazott gazdaságpolitika, de a rendszer kialakítása sem semleges ebből a szempontból. Az ERM-2 a fentieknek megfelelően nagyon rugalmas: a széles sávok nem korlátozzák jelentősen a monetáris politika mozgásterét, viszont így valószínűleg nincs is erős stabilizáló hatásuk; a paritások módosítására viszonylag könnyen és gyorsan sor kerülhet; az intervenció felfüggeszhető, azaz az árfolyam védelmének kötelezettsége nem feltétlen. Ezek az előírások nem szolgálják a hitelességet. Úgy tűnik tehát, hogy a rendszer rugalmassága korlátozza annak hitelességét, holott annak megalkotói éppen a minél rugalmasabb kialakítással próbálták elérni, hogy a spekulációs támadások valószínűsége minél kisebb legyen. Az ellentmondás azonban látszólagos, illetve a hitelesség többféle értelmezési lehetőségének tulajdonítható.

Egyrészt a hitelesség jelenti azt a tulajdonságot, hogy egy rendszer ellenálló a spekulációkkal szemben, azaz a rendszer létét nem érdemes megkérdőjelezni, nem érdemes ellene spekulálni (ezt helyesebb lenne talán stabilitásnak nevezni). Másrészt hitelességen értjük azt is, hogy milyen erős a rendszer várakozások képzésére gyakorolt hatása, azaz mennyire segíti elő a nominális konvergenciát, mennyire mozog az árfolyam alapvetően a paritás körül, mennyire viselkedik az infláció a modellből elméletileg levezethető pályának megfelelően, és ez mennyire tükröződik a kamatlábak mozgásában. Ilyen értelemben használjuk a hitelességet akkor, amikor a fix árfolyamrendszerek előnyei közé soroljuk, hogy a stabil ország valutájához rögzített árfolyam tulajdonképpen a szóban forgó ország hitelességének kölcsönzését jelenti. Ez az értelmezés többet takar: a rendszer fenntartása, védelme itt már nem kérdés, a figyelem a rendszeren belülré irányul, az egyes jellemzők, elemek megkérdőjelezésére vagy elfogadására. Az ERM-2 kigondolói a rendszer első értelemben vett hitelességét tartották szem előtt, annak garanciáit akarták biztosítani, s ezt a rugalmas kialakítás valóban elősegíti, azonban a második értelemben vett hitelesség rovására.

Záró gondolatok

A nem teljes monetáris uniókra (ahogy azt az EMS is igazolta) számos veszély leselkedik, tartós működésük könnyen lehetetlenné válhat (inkonzisztencia-háromszög). Ha a résztvevők gazdasági ciklusai nem mozognak teljesen szinkronban, az érintetteknek aszimmetrikus sokkokkal kell szembenéznük, s ekkor az árfolyam-politikáról mint gazdaság-politikai eszközről való lemondás költséges lehet a munkapiacok nem kielégítő mértékű rugalmassága esetén. Az ilyen szituációk kialakulása a rendszert erős nyomás alá helyezheti, ahogy azt az ERM példáján is láthattuk. Ezért a rendszer rugalmas kialakítása szükséges lehet ahhoz, hogy az ilyen helyzetekkel a monetáris hatóságok eredményesen megbirkózhassanak. Ebből a szempontból a választott struktúra lényegesen hozzájárulhat az ERM-2 hitelességéhez.

A rendszer tehát (megfelelő gazdaságpolitikai oldal és reális paritás-, illetve sávmegállapítás esetén) valószínűleg elkerülheti a válságokat, ezáltal viszonylag nyugodt időszakot biztosíthat az EMU-ig, ugyanakkor a legfőbb célkitűzésének (stabil árfolyamviszonyok az unión belül, konvergenciafolyamat támogatása) ezáltal kevésbé tud eleget tenni, hiszen megengedi az árfolyamok viszonylag nagymértékű ingadozását is.

E tanulmány kereteit meghaladná Magyarország részletes vizsgálata, annyit azonban érdemes megemlítenünk, hogy a Magyarországon 2001. október 1-jétől¹⁶ követtett árfolyamrendszer teljesen megfelel az ERM-2-nek. Az egyetlen különbség, hogy a rendszer fenntartásáért nyilvánvalóan a Magyar Nemzeti Bank egyedül felelős, az esetleg szükségessé váló intervenciókat az ECB támogatása nélkül kell végrehajtania, ahogy a jelenlegi középárfolyamot is az MNB határozta meg, míg az ERM-2-ben majdan érvényes középárfolyamról az ECB-vel egyetértésben kell döntenie. Ha a magyar árfolyamrendszer az ERM-2-tagságig nem módosul, akkor ezek szerint a jelenleg követtett gyakorlathoz képest nem kell az MNB-nek lényeges változással számolnia.

Hivatkozások

- AGREEMENT BETWEEN ... [1998]: Agreement between the ECB and the national central banks of the Member States outside the euro area, 1998. szeptember 1. Official Journal of the European Communities, 1998. 11.13., C 345/6–12. o.
- BACHETTA, P. [1994]: Spain and the Real Exchange Rate problem. Megjelent: *Johnson, C.–Collignon, S.* (szerk.): *The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*, Printer Publishers, London, 18–32. o.
- BARRO, R. J.–GORDON, D. B. [1983]: Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12. No. 1. 101–121. o.
- BOFINGER, P.–WOLLMERSHÄUSER, T. [2001]: Managed Floating: Understanding the new international monetary order. Würzburg Economic Paper, No. 30.
- BOISSIEU, C. DE [1994]: The EMS Crisis and the French Franc. Megjelent: *Johnson, C.–Collignon, S.* (szerk.): *The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*. Printer Publishers, London, 11–17. o.
- COMMON CURRENCIES VERSUS... [1997]: Common Currencies versus Currency Areas. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, május, 211–229. o.
- CONVERGENCE REPORT [1998]: Convergence Report. European Monetary Institute, március.
- DE GRAUWE, P. [1997]: *The Economics of Monetary Integration*. Harmadik, átdolgozott kiadás, Oxford University Press, New York.

¹⁶ Ekkor szűnt meg a csúszó leértékelés, a sáv ± 15 százalékra szélesítése viszont már korábban (2001. május 4-én) megtörtént.

- DEUTSCHE BUNDESBANK [1998]: Die technische Ausgestaltung des neuen europäischen Wechselkursmechanismus. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, október, 19–25. o.
- EICHENGREEN, B.–WYPLOSZ, C. [1993]: The Unstable EMS. Brookings Papers on Economic Activity, No. 1. 51–124. o.
- EUROPEAN COMMISSION [2001]: European Economy, Supplement C. Economic Reform Monitor, No.1.
- FRENKEL, M.–NICKEL, C. [1999]: EWS II: Der neue europäische Wechselkursmechanismus, Wirtschaftswissenschaftliche Studien, 3, március, 141–144. o.
- GÖRGENS, E.–RUCKRIEGEL, K.–SEITZ, F. [1999]: Europäische Geldpolitik. Werner, Düsseldorf, 2. fejezet.
- GROS, D. [1996]: Linking the Ins and Outs, Megjelent: *Kenen* [1996].
- GROS, D.–THYGESSEN, N. [1998]: European Monetary Integration. 2. kiadás, Longman, New York.
- HORVÁTH ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN [1997]: Gazdasági és Monetáris Unió. MNB Műhelytanulmányok, 12. sz.
- HORVÁTH ÁGNES–VARRÓ LÁSZLÓ [1997]: Az új európai árfolyam-mechanizmus (ERM II). Kézirat, MNB Közgazdasági és Kutatási Főosztály, szeptember.
- JOHNSON, C. [1994]: The UK and the Exchange Rate Mechanism. Megjelent: *Johnson, C.–Collignon, S.* (szerk.): *The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*, Printer Publishers, London, 84–102. o.
- KEMPA, B.–NELLES, M. [1999]: The theory of exchange rate target zones. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 13. No. 2. 173–210. o.
- KENEN, P. B. [1996]: Making EMU happen, Problems and Proposals: A Symposium. Megjelent: *Essays in International Finance*, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, New Jersey, augusztus.
- KENEN, P. B. [1997]: Preferences, Domains, and Sustainability. Megjelent: *Common Currencies versus ...* [1997].
- KRUGMAN, P. R. [1991]: Target Zones and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CVI. No. 3. augusztus, 669–682. o.
- KYDLAND, F. E.–PRESCOTT, E. C. [1977]: Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, Vol. 85. No. 3. 473–491. o.
- MICOSSI, S.–PADOAN, P. C. [1994]: Italy in the EMS: After Crisis, Salvation? Megjelent: *Johnson, C.–Collignon, S.* (szerk.): *The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*, Printer Publishers, London, 61–83. o.
- OECD [1992–1997]: Survey of Germany, 1992–1997. OECD, Párizs.
- POLGÁR ÉVA KATALIN [2000]: Az európai Gazdasági és Monetáris Unióról – elméleti szemszögből. *Külgazdaság*, 10. sz. 53–70. o.
- SALVATORE, D. [1997]: The Common Unresolved Problem with the EMS and EMU. Megjelent: *Common Currencies versus...* [1997].