

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM

GAZDÁLKODÁSTUDOMÁNYI KAR

BEFEKTETÉSEK ÉS VÁLLALTI PÉNZÜGYEK TANSZÉK

Az euró válsága, mint fizetési mérleg válság

A reálleértékelés különböző módzatai

Készítette: Motyovszki Gergő

Pénzügy és számvitel szak

pénzügy szakirány

Szakszeminárium-vezető: Banai Ádám

Budapest, 2012

ABSZTRAKT

Az euró övezet jelenlegi szuverén adósságválságának felszíne alatt egy fizetési mérleg válság rejlik. A közös valuta 1999-es bevezetését követően szembetűnő folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok kezdtek kialakulni az euró zóna perifériája és a fejlettebb, magot képező tagállamok, elsősorban Németország között. Az alacsonyabb jövedelmű és magasabb növekedési potenciállal rendelkező országok folyómérleg hiánya részben a felzárkózási folyamatuk egyik egészséges jele. A kialakuló egyensúlytalanságok azonban nagyobbak lettek annál, mint amit ez a konvergencia indokolna. Az elszálló folyómérleg hiányokat csak részben táplálta pár ország felelőtlen fiskális politikája, egy másik fontos tényező több helyen eszközár-buborékok kialakulása. A beáramló tőke ugyanis nem produktív beruházásokat finanszírozott, melyek indokolttá tették volna a hiányt, hanem eszközár-buborékokat fújt fel. A dolgozat szerint ennek oka az euró zóna nem optimális valutaövezet léteiben rejlik: a közös monetáris politika által beállított közös nominális kamatszint túl alacsonynak bizonyult a felzárkózó periféria tagállamainak, ami túlzott hitelexpanziót eredményezett. A folyamatot csak tovább rontotta a keresleti boom miatt elszálló munkaerőköltségek és az így erősödő reálárfolyam hatása a folyó fizetési mérlegre. A tőkebeáramlások leállásakor az alkalmazkodás nem volt olyan drasztikus, mint azt más fizetési mérleg válságoknál megfigyelhettük, aminek oka az EKB végső hitelezői szerepe. Az alkalmazkodásnak azonban előbb-utóbb be kell következnie, melyhez a reálárfolyam egyensúlytalanságok kezelése elengedhetetlen. Itt a periféria belső leértékelését és produktivitást növelő strukturális reformjait segítheti az északi államok magasabb inflációja.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E52, F32, F33, F34, F36, F41

kulcsszavak: fizetési mérleg válság, monetáris unió, optimális valutaövezetek elmélete, nyitott gazdaságok makroökonómiája

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETŐ.....	1
1. Az optimális valutaövezetek elmélete.....	3
1.1. Az árfolyam rögzítésének hasznai és költségei	3
1.2. Az optimális valutaövezet kritériumai.....	7
2. Az euró-válság, mint fizetési mérleg válság	11
2.1. Mi is az a fizetési mérleg válság?	11
2.2. Fizetési mérleg egyensúlytalanságok kiépülése az euró övezetben	14
2.2.1. Mi történt?	14
2.2.2. Az euró övezet szuboptimalitásának szerepe.....	18
2.3. A válság kirobbanása	22
3. Az egyensúlytalanságok kezelése	27
3.1. Hogyan csökkenthető a folyómérleg-deficit?.....	27
3.2. A reálleértékelés különböző formái.....	30
KONKLÚZIÓ.....	35
HIVATKOZÁSOK	37
MELLÉKLET	41
A) Ábrák	41

BEVEZETŐ

Az euró válsága 2010 tavaszán kezdődött, amikor a befektetőknek kétélyei támadtak Görögország közpénzügyeinek fenntarthatóságával kapcsolatban. A probléma elsősorban fiskális eredetű volt: a magas államadósság és a korábban hittnél lényegesen nagyobb költségvetési deficittek miatt kezdte el a piac egyre drágábban finanszírozni a görög kormányt és az ország államadósságát. A finanszírozási nehézségek odáig fajultak, hogy a belátható közelségbe került a görög államcsőd veszélye, és ezt csak a többi euró-zóna tagállam által összeállított mentőcsomag segítségével tudta az ország elkerülni. Görögország a monetáris unió egészéhez képest egy igen kisméretű gazdaság, így ez az eset önmagában nem kellett volna, hogy az egész valutaövezetet megrázza. A piac bizalmatlansága azonban a következő év folyamán továbbterjedt Írországra és Portugáliára, majd később a jelentős méretű Olaszország és Spanyolország szuverén adósságának fenntarthatóságával kapcsolatban is egyre szkeptikusabbnak mutatkoztak a befektetők: a válság az euró zóna egész periferiájára átgyűrűzött, ezzel már komolyan veszélyeztetve a közös valuta stabilitását. Az euró övezet erősebb tagállamainak így újabb mentőcsomagokat kellett összerakni, intézményi reformokat bejelenteni, hogy visszanyerjék a tőkepiacok bizalmát és időt szerezzenek a periféria országainak pénzügyeik rendbetételére.

A válságot a média és a politikusok nyilatkozatai alapján az elején mindenki egy fiskális eredetű problémának tekintette, melynek gyökerét a közös monetáris politikát a tagállami hatáskörben maradó fiskális politikákkal ötvöző valutaunió hibás intézményi konstrukciójában keresték. Bár a teljes euró zóna hitelességén potyautazó, az alacsonyabb kamatokat kihasználó, túlköltekező államok problémáját a közös valuta megalkotásánál már megpróbálták kezelni. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény értelmében a tagállamok költségvetési deficitje nem lépheti túl a GDP-jük 3%-át, és bruttó államadósságuknak is a hazai össztermék 60%-a alatt kell maradnia (ECB, 2012b). Az esetleges potyautasok így probléma esetén nem számíthattak volna a többiek segítségére (no-bail-out-clause), és nem jött volna létre a potyautasoknak kedvező „transzferunió”. Annak ellenére azonban, hogy a fenti korlátok megszegéséhez elvben szankciók tartoztak, ezeket nehéz volt kikényszeríteni, és a legtöbb tagállam nem is vette komolyan őket.¹ A kirobbanó válság alatt pedig a „no-bail-out” klauzulát sem tartották be a tagállamok: a közvetlen fenyegető bankválsággal szembenézve meg kellett akadályozniuk a periféria országainak államcsődjét.

Éppen ezért eleinte a megoldást a legtöbben a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) fiskális intézményrendszerének reformjában látták. Sokan állították, hogy egy monetáris unió nem

¹ A szabály 2005-as lazításához éppen az járult hozzá, hogy Németország és Franciaország sem tudta teljesíteni a kritériumokat (González-Páramo, 2005).

működhet hatékonyan fiskális unió nélkül, és a további utat a fiskális integrációban látták. Mások csak a Stabilitási és Növekedési Paktum megerősítését javasolták. Mindeközben a periféria országai kemény és fájdalmas fiskális megszorító intézkedésekre kényszerültek a kisegítő hitelekért cserébe, és a piacok bizalmát sem ezek, sem pedig a félszívvel benyújtott reformjavaslatok nem szerezték vissza.

Elfogadva a GMU fiskális reformjának szükségességét és egyetértve a további fiskális integráció útjával, ebben a dolgozatban a válság egy mélyebb aspektusát szeretném bemutatni, mely a kilábaláshoz is hasznos iránymutatásul szolgálhat. Bár a felszínen a válság valóban egyes periférián lévő országok felelőtlen fiskális politikája miatt robbant ki, a probléma gyökere a túlköltekező költségvetéseknél mélyebben, a monetáris unió belülről fakadó ellentmondásaiban keresendő. Az adatokat megvizsgálva látni fogjuk, hogy az euró első, nyugodt és sikeres évtizedében fokozatosan épültek ki azok a feszültségek, elsősorban a privát- és nem a közszférában, melyek a jelenlegi szuverén adósságkrízisben törtek felszínre 2010-ben. Ezek alapján az euró válsága lényegében egy fizetési mérleg válság, melyet a lassan kiépülő folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok okoztak, és a hirtelen leálló tőkeáramlások robbantottak ki.

Az euró 1999-es megalakulása után a mediterrán tagállamok fokozatosan egyre nagyobb folyómérleg-hiányokat produkáltak, mellyel szemben tükröképszerűen halmozódott fel az északi államok, elsősorban Németország többlete. Ezen egyensúlytalanságok kiépülését nagyban segítette a déli országok egyre romló versenyképessége, de nagy szerepet játszott az északról beáramló tőke nem produktív befektetése és a magánszektorban kialakuló hitelbuborék is. A fentieket többen azzal magyarázták, hogy a közös monetáris politika nem optimális a valutaunión minden tagja számára, mely kritikát már számos, zömmel amerikai közgazdász is felvetette az euró megalakulása előtt is. Az euró zóna egészének figyelembevételével meghatározott közös, ám egyes tagok számára túl alacsony nominális kamatok túlfűthetik ezen gazdaságokat. A hitelpiacokon kialakuló buborék, és az általa generált túlkereslet fenntarthatatlan folyómérleg-deficiteket generálhat, amit csak tovább erősít a túlfűtöttség által elszabadított bérinfláció miatt romló külső versenyképesség is. Ez utóbbit pedig már nem tudja ellensúlyozni a nominális árfolyam gyengülése.

Dolgozatom a fenti kérdéskörrel foglalkozik. Fő hipotézisem, hogy a jelenlegi szuverén adósságválság mélyén egy fizetési mérleg válság rejlik, melyet az euró első évtizedében kiépülő fenntarthatatlan folyómérleg-egyensúlytalanságok okoztak. Ez utóbbihoz pedig nagyban hozzájárult a centrum és periféria országok közös monetáris politika alatt divergáló külső versenyképessége. A megoldásnak így a közös fiskális intézményrendszer reformján kívül ezen

egyensúlytalanságokat is kezelnie kell, melynek első lépcsője a versenyképességi különbségek, azaz a reálárfolyam-egyensúlytalanságok helyreállítása kell, hogy legyen.

A tárgyalás egyik fontos kerete az optimális valutaövezetek elmélete, mely a kiindulópontot szolgáltatja egy monetáris unió elemzéséhez. Az európai fejleményeket, és az ezekből levonható következtetéseket a szakirodalom alapján, a nyilvánosan elérhető adatok saját elemzésével mutatom be, felhívva a figyelmet korábbi, hasonló válságokkal fellelhető párhuzamokra és az ezekből levonható tanulságokra is.

A dolgozat menete a következő: az első fejezet bemutatja az optimális valutaövezetek elméletét, és egy valutaunió működésének elméleti alapjait. A második fejezetben a fizetési mérleg válságok háttéréről írok, bemutatva több példát, mint a latin-amerikai és az ázsiai válság az 1990-es években vagy hasonló epizódok Európa múltjából. Az ezekkel való párhuzamra építve és az európai adatokat elemezve arról lesz szó, hogy hogyan épültek ki Európában ezek a fizetési mérleg egyensúlytalanságok, és mik voltak a fő meghatározó elemei. A harmadik fejezet a probléma lehetséges megoldásaival foglalkozik, és ennek keretében a reálleértékelés különböző módjait vizsgálja meg. A történelmi tanulságok levonására itt a balti államok példája és a 2002-es argentin valutaválság szolgál. Az utolsó fejezet összegzi a dolgozatot.

1. Az optimális valutaövezetek elmélete

1.1. Az árfolyam rögzítésének hasznai és költségei

Mielőtt rátérnénk egy valutaövezet optimalitására, azt kell megvizsgálni, hogy mit is tekintünk egyáltalán „valutaövezetnek”. A valutaövezetként definiálható földrajzi terület különböző részei (pl. országok) között a valutaárfolyamok rögzítettek és nem lebegnek szabadon, mely párosulva a szabad tőkeáramlások engedélyezésével azt eredményezi, hogy a valutaövezeten belül egységes monetáris politika valósul meg (Veestraeten, 2010). A valutaövezetnek ezen tulajdonságai szükségszerűen következnek a nemzetközi gazdaságtanban lehetetlen háromságként vagy trilemmaként ismert összefüggésből, mely szerint egy gazdaság az alábbi három lehetőség közül bármelyik kettőt választhatja, ám ennél többet egyszerre nem: a monetáris politikai önállóság, a stabil árfolyam és a szabad tőkeáramlások közül akármelyik kettő lehetséges egyidejűleg, azonban ekkor a harmadik biztosan nem fog megvalósulni (Krugman & Obstfeld, 2000).

Hogy lássuk, ez miért van így, ahhoz először a kamatparitás összefüggését kell megvizsgálunk. Eszerint két különböző devizában denominált, de egyéb tekintetben azonos

eszköz közötti hozamkülönbsége egyenlő kell legyen a magasabb hozamú deviza várt leértékelődésével a másik devizával szemben. Csakis ebben az esetben lesz ugyanis egyenlő a két eszköz hozama ugyanabban a pénznemben kifejezve, ami feltétele annak, hogy a devizapiacra beálljon az egyensúly, és ne legyen arbitrázslehetőség. Ebből az következik, hogy egy kamatemelés az egyik országban meg kell, hogy változtassa az adott valuta várt leértékelődését, ami azonos, exogén módon adott (a hosszabb távú fundamentumok által meghatározott) jövőben várt árfolyam mellett csak úgy lehetséges, ha a jelenlegi árfolyam erősödik. A fentiekből látható, hogy a másik országtól eltérő kamatpolitika alkalmazása – mely lényegében a másik országtól való monetáris önállóságot jelenti – szükségszerűen maga után vonja az árfolyam ingadozását is (a monetáris politika meghatározásának legfontosabb eleme a nominális kamatszint befolyásolása).² Az árfolyam stabilitása csak úgy biztosítható, ha a kamatkülönbség konstans marad, ami lehetetlenné teszi az önálló monetáris politikát. Mindez persze feltételezi, hogy a tőke szabadon áramlik a két ország között, hiszen a piaci erők csak így képesek kiegyenlíteni a hozamokat a kamatparitás elvének megfelelően.

Ezért kell tehát a fenti jellemzőknek teljesülni egy valutaövezeten belül. A valutaövezet országai rögzítik egymás között árfolyamaikat és nem állítanak korlátokat a tőkeáramlások elé, ez azonban monetáris politikai önállóságuk feladásával jár. A valutaövezetnek egy erősebb fajtája a monetáris unió, mely ezen jellemzőkön túl teljesíti a következőket is: i) nem pusztán a különböző valuták árfolyamai rögzítettek egymáshoz képest, hanem közös fizetőeszköz van, nincsenek is különböző valuták; ii) a monetáris politikai önállóság feladása nem pusztán a kamatpolitika másolásában nyilvánul meg, hanem abban a tényben, hogy nincs is önállóan döntő központi bankjuk az egyes országoknak, a monetáris unióban a monetáris politikát egyetlen központi jegybank határozza meg (Veestraeten, 2010). Ezek alapján a monetáris unió tekinthető az árfolyamrögzítés egy extrém módjának, ilyen az európai Gazdasági és Monetáris Unió is.

Optimálisnak akkor tekintünk egy valutaövezetet (vagy monetáris uniót), ha a benne való részvétel előnyei meghaladják a részvételből származó költségeket. Ehhez először azonosítanunk kell ezeket a hasznokat és költségeket, melyeket Veestraeten (2010) alapján az alábbiakban foglalkozunk össze. Az egyik legnyilvánvalóbb előny az árfolyamkockázat és az árfolyam-volatilitás eltűnése, mely kiszámíthatóbbá teszi a határokon átvitelű üzletet, amennyiben a külföldi termelés, beruházás vagy eladások hozama sokkal előrejelezhetőbb lesz. Mivel a gazdasági szereplők általánosságban nem kedvelik a bizonytalanságot, ez hozzájárulhat a nemzetközi kereskedelem és

² Ezt a központi bankok elsősorban a hozamgörbe rövid végére való ráhatással érik el. Egy jellemzően rövid lejáratú (egy napos vagy pár hetes) jegybanki eszköz használatával vagy az adott pénzpiacra való közvetlen interveniálással a központi bankok képesek befolyásolni a rövid távú nominális kamatokat, melyek bizonyos mértékig aztán továbbgyűrűznek a hosszabb lejáratokra is befolyásolva ezzel a monetáris kondíciókat (Mishkin, 2004).

működőtőke-beruházások fellendüléséhez, ami növelheti a gazdaság hatékonyságát a nemzetközi munkamegosztásból származó előnyök kihasználásával.

A valuta- és devizapiaci műveletekkel, átváltásokkal kapcsolatos tranzakciós költségek jelentősen csökkennek (a monetáris unió esetében teljesen el is tűnnek), mivel az eladási és vételi árfolyamok közötti ún. bid-ask spread-ek annál kisebbek, minél alacsonyabb a volatilitás, és ezek csökkenése így olcsóbbá teszi az átváltást is.

Egy nagyon fontos előny még, hogy stabil árfolyamok mellett az egész valutaövezeten belül megnövekedik az ártranszparencia. Ez annyit jelent, hogy a konstans árfolyam mellett könnyebben átszámíthatók azonos pénznemre a különböző országokban tapasztalt árak, melyek így könnyebben összehasonlíthatóak lesznek, és ez csökkenti a piacok szegmentációját. Nő a különböző piacok közti verseny, ami hatékonyabb termelést és erőforrás allokációt tesz lehetővé, hozzájárulva ezáltal a mikroökonómiai hatékonyság növeléséhez.

A stabil árfolyam az árfolyamkockázat kiiktatásával a pénzügyi integrációt is elősegíti, a pénzpiacok méretének növekedése pedig a pénzügyi közvetítés mélységének növekedéséhez is hozzájárul. A pénzügyi közvetítés megnövekedett hatékonysága csökkenti a tőkeköltséget, mely a termelési költségekbe beépülve végül a fogyasztóknak is alacsonyabb árakat tud biztosítani.

Egy további, empirikusan megfigyelt előny még az a tény, hogy a valutaövezet tagjai egyenként sokkal nyitottabb gazdaságok (elsősorban egymás felé), mint a valutaövezet egésze a külvilág felé. Ez azért fontos, mert így a valutáik árfolyamának ingadozása a külső országokkal szemben kevésbé lesz hatással a gazdaságukra, mintha kifelé is nyitottabbak lennének (Veestraeten, 2010).

A fenti előnyök egy monetáris unióban még inkább hangsúlyosabbak, mint egy valutaövezetben, hiszen az árfolyamkockázat teljesen megszűnik, és a valutaátváltással járó tranzakciós költségek is eltűnnek. Az árak összehasonlításánál még a konstans árfolyammal való szorzást sem kell elvégezni, és a vállalatok könyvelése is nagyban egyszerűsödik. Ezeken kívül azonban a monetáris unió még további előnyökkel is jár. Az országok közötti fizetési mérleg különbségeket már nem kell annyira nagy devizatartalékok akár költséges felhalmozásával megtámogatni, mivel a rögzített árfolyamot nem fenyegeti többé spekuláció (nincs többé árfolyam).³ A közös központi banknak sem kell nagy devizatartalékokat felhalmoznia, mivel a

³ A jegybanki devizatartalékok segítségével a központi bankok be tudnak avatkozni a devizapiacon és fenntartani a rögzített árfolyamot egy esetleges spekuláció esetén. Ezek tartása azonban jellemzően költséges, ha a kamatkülönbség két ország között pozitív (a tartó ország és a devizát kibocsátó ország kamatának különbsége), mivel a jegybank a hazai magasabb kamatot kell fizesse belföldi kötelezettségeire, míg devizaeszközei után csak az alacsonyabb hozamot kapja meg.

külső országok felé nem rögzített az árfolyam. Ezen kívül a monetáris unió valószínűleg egy sokkal nagyobb súlyú gazdaság, mint a tagállamok külön-külön, és ez növelheti a közös valuta nemzetközi használatát, ami megnövekedett seignorage bevételeket eredményez (Veestraeten, 2010).⁴

Amint az látható, a valutaövezetben való részvétel előnyei elsősorban mikroökonómiai szinten jelentkeznek, és az árfolyam stabilitásából fakadnak. A hátrányok vagy költségek ezzel szemben makro-szinű problémák, melyek főként azzal függnek össze, hogy a résztvevő ország elveszti önálló makrogazdasági politikájának egyik fő pillérét, a monetáris politikát. A makrogazdasági politika a gazdaságot ért ún. aszimmetrikus sokkok kezelésében játszhat kulcsszerepet. Aszimmetrikus sokknak olyan váratlan gazdasági eseményeket nevezünk, melyek a valutaövezet pusztán egyik tagját, vagy tagjai egy részét érik, és ezért a közös monetáris politika nem tud rájuk optimálisan reagálni (Mongelli, 2010).

Egy negatív keresleti sokk esetén például nő a munkanélküliség, és rövidtávon a gazdaságpolitika enyhíteni tudná a recessziót egy kis expanzióval, ami a központi bank esetében a belföldi monetáris kondíciók lazítását (kamatcsökkentést vagy pénzmennyiség növelést) és/vagy az árfolyam gyengítését jelenti. Ezek a lépések a monetáris transzmisszió különböző csatornáin átgyűrűzve stimulálóan hatnak a gazdaságra, és enyhíthetik a negatív keresleti sokk okozta káros következményeket (Mishkin, 2004).⁵ Egy pozitív, túlfűtöttséget okozó sokk esetén pedig éppen ellenkezőleg, a monetáris politika szigorításával lehet elejét venni a kialakuló inflációs nyomásnak. Az itt leírtak lényegében az anticiklikus gazdaságpolitikát jelentik, amivel az üzleti ciklusok kilengéseit lehet csökkenteni, és stabilabbá tenni a gazdasági fejlődés menetét. Az önálló monetáris politika feladása egy nagyon fontos eszköz elvesztését jelenti a fenti harcban, ami így volatilisabb gazdasági teljesítményhez és munkanélküliséghez vezethet.

A gazdaságpolitika nemcsak a monetáris politika önállóságát veszti el, hanem a fiskális politikai mozgástér is jelentősen beszűkül, ha az árfolyam rögzítve van. Ennek oka az, hogy az árfolyamrögzítés (vagy a közös valuta) hitelessége sérülhet, ha a piac egyre növekvő, fenntarthatatlannak ítélt költségvetési deficiteket lát. A közpénzügyek rendbehozatalához szükséges fiskális alkalmazkodás recesszív hatásait ugyanis egy önálló monetáris politika

⁴ Minél inkább hajlandóak a külföldiek egy ország valutáját tartani, az adott pénz nyomtatásának monopóliumból származó haszon annál nagyobb egy országban, hiszen az újonnan kibocsátott pénzért reáljavakat vásárolhat az ország a világpiacon – ráadásul anélkül, hogy annak vásárlóereje csökkenne.

⁵ A monetáris transzmisszió két „legfontosabb” csatornája a kamatcsatorna és az árfolyamcsatorna. Az alacsonyabb kamatok a beruházás és a hitelfelvétel ösztönzésén, valamint a megtakarítás ellenősztönzésén keresztül hatnak pozitívan a belső keresletre, míg az árfolyam gyengülése az exportszektor külső versenyképességét növeli, ami a külső keresletet növeli. Harmadik csatorna az eszközár-csatorna, ami a monetáris lazítás nyomán emelkedő eszközárak vagyonhatásán keresztül befolyásolja a keresletet.

expanziója enyhíteni tudná, ám árfolyamrögzítés esetén ez az opció nem áll fenn. A szükségszerű, fájdalmas megszorító intézkedések mellett megnő a valószínűsége, hogy az ország feladja az árfolyamrögzítést és monetáris expansióval enyhíti a fiskális alkalmazkodást, ami így értelemszerűen aláássa az árfolyamrögzítés hitelességét, és spekulációhoz vezethet. Egy hiteles árfolyamrögzítéshez tehát a fiskális politikának is sokkal fegyelmezettebben kell viselkednie, ami korlátozza mozgásterét az anticiklikus gazdaságpolitika terén.

Egy valutaunióban elvileg nem kell tartani az árfolyam elleni spekulációtól vagy a rögzítés esetleges feladásától, hiszen a különböző országok azonos valutát használnak. A költségvetési politika túlköltekezését azonban ebben az esetben is kordában kell tartani. Ekkor ugyanis ha megnő annak a valószínűsége, hogy a kormányzat nem lesz képes visszafizetni adósságát, az szabad tőkeáramlások mellett igen volatilis és káros hatású tőke mozgásokhoz vezethet egy valutaunióon belül, és akár egy önbeteljesítő válságot is előidézhethet, aminek a végén az adott ország államcsődbe is kényszerülhet. Ha ez nem is történik meg, akkor is a szükségszerű alkalmazkodás sokkal fájdalmasabb, és magasabb munkanélküliséggel jár az önálló monetáris politika támogatása nélkül.⁶

1.2. Az optimális valutaövezet kritériumai

Amint azt korábban említettem egy valutaövezet akkor optimális, ha a benne való részvétel hasznai és költségei közötti különbség maximális. Azzal, hogy a fentebb részletezett költségek mikor a legalacsonyabbak, illetve, hogy az előnyök mikor a leghangsúlyosabbak az optimális valutaövezetek elmélete foglalkozik, mely Robert Mundell 1961-es munkájával indult útjára. Elsőként Mundell mutatott rá arra, hogy rögzített árfolyamok olyan területek számára előnyösek, melyeket nem érnek aszimmetrikus sokkok. Ellenkező esetben ugyanis az lesz a költség a közös gazdaságpolitikának, hogy felborul legalább az egyik terület belső gazdasági egyensúlya (túlzott infláció vagy munkanélküliség). Ha egy aszimmetrikus sokk következtében a valutaövezet egyik része (A régió) kisebb kereslettel szembesül, akkor ott ez folyómérleg-hiányhoz és munkanélküliséghez vezet, míg a másik részen (B régió) folyómérleg-többlet és infláció alakul ki. Ha a közös monetáris politika célja az árstabilitás, akkor ez csak növeli a munkanélküliséget az A régióban.⁷ Ha a teljes foglalkoztatás a cél, akkor a B régióban fog tovább nőni az infláció.⁸ A

⁶ Ez az egyik oka annak, hogy a legtöbb valutaunióban – így az euró övezetben is – intézményi korlátok közé vannak szorítva a nemzeti fiskális politikák (pl. Stabilitási és Növekedési Egyezmény).

⁷ Mivel el kell nyomni a B régióban jelentkező inflációs nyomást, ez egy szigorúbb monetáris politikáért kiált. A monetáris politika azonban közös, így a szigorú az egyébként recesszióban lévő A régió is érezni fogja.

⁸ Mivel meg kell őrizni az A régióban a teljes foglalkoztatást, ez egy lazább monetáris politikát tesz indokolttá, amit viszont az egyébként is inflációs nyomással küzdő B régió is érezni fog.

külső egyensúly mindkét esetben helyreáll: az árstabilitási cél esetén az recesszióba süllyedő A régióban végbemenő árszínvonal-csökkenés növeli a versenyképességet, és eltünteti a folyómérleg-deficitet (az alkalmazkodás terhe ekkor az A régió van), a foglalkoztatási cél esetén pedig a B régióban elszabaduló infláció rontja ezen régió versenyképességét, ami végül eltünteti a folyómérleg-többletet (ekkor az alkalmazkodás terhét a B régió viseli).⁹ A belső egyensúly azonban mindenképp megbomlik: vagy magasabb átlagos infláció vagy nagyobb átlagos munkanélküliség fog jelentkezni a valutaövezet szintjén.

Ahogy Mundell rámutat, a kereslet-kilengés eredményeként létrejövő külső egyensúlytalanság helyreállítható a belső egyensúly felborítása nélkül is, ha a két régió szabadon lebeghet a nominális árfolyama: a versenyképességet így a belső árszínvonal változása nélkül újra ki tudják egyenlíteni. Az aszimmetrikus sokkokkal szembesülő régiók számára tehát nem optimális az árfolyamrögzítés, ők nem alkotnak optimális valutaövezetet. A modern szakirodalom ezt úgy nevezi, hogy az optimális valutaövezet tagjainak üzleti ciklusa harmonizált, szinkronban mozog.

Ugyanezen munkájában Mundell megfogalmazta az optimális valutaövezetek egy másik kritériumát is: még az aszimmetrikus sokkokkal szembesülő országok is rögzíthetik árfolyamukat, ha az alkalmazkodás a nominális árfolyam helyett másik csatornán keresztül is végbe tud menni. A Mundell által megnevezett csatorna a termelési tényezők mobilitása a valutaövezet régiói között. A fenti példához visszatérve az A és B régió közti keresletátcsoportosítást semlegesítheti, ha az A régióból tőke és munkaerő áramlik át B régióba megszüntetve ezáltal ott a túlkeresletet és az inflációs nyomást és egyúttal megszüntetve a túlkínálatot és munkanélküliséget az A régióban. Ezen Mundell-kritérium alapján tehát az optimális valutaövezetet belső faktormobilitás és külső faktor-immobilitás jellemzi.

Az optimális valutaövezetek elmélete aztán számos egyéb kritériummal egészült ki. Az egyik, az előzőhöz szorosan kapcsolódó kritérium az inflációs ráta hasonlósága az övezeten belül. Az árszínvonal és a termelési költségek eltérő mértékű növekedése ugyanis különbségeket okoz az egyes régiók versenyképességében, ami így keresleti sokkok nélkül is a külső és belső egyensúly fent látott felbomlásához vezet: a magasabb inflációjú régió romló versenyképessége végül folyómérleg-deficiteket és növekvő munkanélküliséget eredményez.

Egy másik kritérium (az ún. McKinnon-kritérium) résztvevő gazdaságok minél nagyobb külkereskedelmi nyitottsága és lehetőleg kis mérete (McKinnon, 1963). A stabil árfolyam ugyanis

⁹ Itt lényegében arról van szó, hogy a külső egyensúly helyreállításához szükséges *reálárfolyam*-alkalmazkodás terhét melyik régió viseli. A reálárfolyam és a folyómérleg kapcsolatáról a 2. fejezetben lesz szó.

ösztönzőleg hat a kereskedelemre, amiből így ezen országok többet tudnak profitálni. Ellenben az árfolyam volatilitása sokkal hátrányosabban érinti az ilyen típusú gazdaságokat mivel nagyobb a kereskedelmi forgalomba kerülő ún. tradable áruk aránya. McKinnon Mundell kritériumát is kiegészítette, amennyiben a termelési tényezők mobilitását helyettesítheti áruk rugalmas alkalmazkodása: minél kevésbé ragadósak a bérek és egyéb árak, annál hamarabb helyreáll a piaci egyensúly, hiszen a rugalmasan és gyorsan csökkenő bérek hatására nő a munkakereslet és hamarabb elmúlik a munkanélküliség, hamarabb helyreáll a külső versenyképesség (hasonlóképpen a tőke esetén).

Kenen (1969) hozzájárulása az irodalomhoz a minél magasabb fokú termékdiverzifikáció kritériumának megfogalmazása volt. Eszerint mivel az aszimmetrikus sokkok általában specifikus szektorokat érintenek, hatásuk kisebb egy olyan gazdaságban, ami diverzifikált, mint egy éppen a sokk által sújtott szektorban specializált gazdaságban. Ez az üzleti ciklusok harmonizáltságának, avagy az aszimmetrikus sokkok alacsony valószínűségének a kritériumaként is értelmezhető.

Végül egy szintén nagyon fontos kritérium, melyet a szakirodalom még említ, a fiskális integráció magas foka. A valutaunióon belül költségvetési transferek ugyanis szintén enyhíthetik az esetleges aszimmetrikus sokkokhoz való alkalmazkodást, amennyiben a negatívan sújtott területekre forrásátcsoportosítás történik a pozitívan érintett régiókból. Ilyen eszközök lehetnek például az automatikus stabilizátorok (progresszív adórendszer, munkanélküli juttatások), amelyek a fellendülő terület magasabb adóiból finanszírozzák a visszaeső régióknak juttatott segélyeket.

Az optimális valutaövezetek hagyományos fenti kritériumait több kritika is érte, melyek közül a legújabb az endogén optimális valutaövezetek elmélete (Frankel & Rose, 1997). Ennek fő kritikája, hogy a hagyományos elmélet *előfeltételeket* szab meg, holott a legtöbb feltétel teljesülését éppen az segíti elő, hogy az adott ország vagy régió csatlakozik a valutaövezethez. Az inflációs ráták konvergenciáját (nagyobb inflációjú országok esetén a csökkenést) például elősegítheti a közös monetáris politikával szerzett hitelesség. A nagyfokú külkereskedelmi nyitottság és árupiaci integráció is pozitívan reagálhat az árfolyamkockázat megszűnésére, ami így ráadásul az üzleti ciklusok harmonizációját is elősegíti. Ezek alapján tehát az optimális valutaövezet endogén: a valutaövezet önmagától válik optimális(abb)á.¹⁰

Mit mondhatunk a fentiek ismeretében az Európai Gazdasági és Monetáris Unió optimalitásáról, mint valutaövezet? Az euró 10 éves születésnapjára készített jelentés szerint aszimmetrikus sokkok még mindig léteznek, de jelentőségük az idő folyamán csökken, az üzleti ciklusok egyre inkább harmonizáltak. Az egyre inkább előrehaladó árupiaci integráció csak még

¹⁰ Az optimális valutaövezetek elmélete az itt ismertetettnél sokkal szerteágazóbb, a hagyományos és az endogén elméletek között is számos hozzájárulás született, melyekről egy részletes összefoglalót Broz (2005) mutat be.

tovább csökkenti az ilyen sokkok esélyét. Az európai országok hagyományosan igen nyitottak külkereskedelmileg, mely kereskedelmük nagy részét egymás között bonyolítják le, így ebből a szempontból fokozottak számukra a stabil árfolyamból származó előnyök. Az euró zóna tagállamainak termelési és kereskedelmi szerkezete is meglehetősen diverzifikált és hasonló egymáshoz, bár pár kivétel azért létezik. A monetáris unió létrejötte csak tovább bővítette a kereskedelmet a tagállamok között, ezen kívül a közös európai monetáris politika inflációs teljesítménye szintén mérhető a hasonló gazdaságokéhoz (pl. USA) mind az infláció szintje, mind volatilitása tekintetében, ami az egyes tagállamok inflációs rátáinak konvergenciáját és hasonlóságát jelenti. A tőke rendkívül mobil Európában és a pénzügyi rendszer integrációja is igen előrehaladott állapotban van (European Commission, 2008). Ezen kritériumok terén tehát igen jól teljesít az euró övezet.

Más egyéb kritériumok terén viszont egyértelmű hiányosságok vannak. A munkaerő mobilitása és a közös fiskális koordináció hiánya az euró zóna egyik legnagyobb hiányossága pl. az Egyesült Államokkal szemben. Az eltérő kulturális hagyományok, valamint a különböző nyelv és nemzeti identitás megnehezítik a hagyományosan egyébként is immobil európai munkaerő tagállamok közötti vándorlását. Az európai jóléti államokban üzemeltetett munkavédelmi intézmények, és bőkezű munkanélküli juttatások ezen kívül csak még inkább rugalmatlanabbá teszik a munkaerőpiacot, hiszen nehezebb embereket elbocsátani, és a munkanélkülieknek kevesebb ösztönzőjük van máshol munka után nézni vagy alacsonyabb béreket elfogadni. A fenti különbségek miatt a munkaerő sokkal könnyebben vándorol például Georgia és Kalifornia között, mint Portugália és Németország között, ami az Egyesült Államokat, mint „dollár zónát” egy optimálisabb valutaövezetté teszi, mint az euró zóna (Krugman, 2011).

A fiskális integráció hiánya az európai monetáris unió másik legfontosabb gyengesége. A közös európai költségvetés az euró övezet GDP-jének alig 1%-a (European Parliament, 2010, p.15.), mely aligha alkalmas az aszimmetrikus sokkokat kezelő transzferek nyújtására; a fiskális politika túlnyomó része tagállami hatáskörben van, és a szuverén nemzetállamok nem szívesen nyújtanak automatikusan transzfereket egymásnak. A közös fiskális politika hiánya ráadásul a jelen válság során is felmerülő potyautas problémákhoz is vezet, amit a Stabilitási és Növekedési Egyezmény nem volt képes megakadályozni. Éppen ezért a valutaunió fejlesztésének következő lépcsőjét nagyon sokan ebben az irányban képzelik el.

Összességében az euró zóna tehát nem tekinthető optimális valutaövezetnek. Az ellenben látható, hogy számos kritériumot teljesít az euró, és a fennmaradó hiányosságok, bár súlyosak, elvileg orvosolhatóak. Azonban ahogyan azt a következő fejezetben látni fogjuk, a meglévő hibák

is elegendőek voltak ahhoz, hogy – párosulva az itteni kritériumok közt nem részletezett hiányosságokkal – hozzájáruljanak a mai válsághoz elvezető feszültségek kiépüléséhez.

2. Az euró-válság, mint fizetési mérleg válság

2.1. Mi is az a fizetési mérleg válság?

A fizetési mérleg egy adott ország vagy régió határon átvívelő (rezidensek és nem rezidensek között létrejövő) gazdasági tranzakcióit tartalmazza egy adott időszakra, flow szemléletben. A tranzakciókat jellegük szerint csoportosítva a fizetési mérleg különböző „almérlegeibe” jegyzik fel a kettős könyvelés elvének megfelelően. Ez utóbbiból az következik, hogy minden tranzakció bejegyzésre kerül a fizetési mérleg tartozik, illetve követel oldalán is, így a fizetési mérleg egyenlege elvileg mindenkor azonosan egyenlő nullával.

Jelen dolgozatnak nem célja a fizetési mérleg teljes felépítését és könyvelési elveit bemutatni, azonban egy rövid áttekintés mindenképpen szükséges. A fizetési mérleg három fő része a folyó fizetési mérleg, a tőkemérleg és a pénzügyi mérleg, melyeket kiegészít a tévedések és kihagyások sora (ez biztosítja a fizetési mérleg nulla egyenlegét). A folyó fizetési mérleg tartalmazza az áruk és szolgáltatások, a munka- és tőkejövedelmek, valamint a folyó transzferek nemzetközi áramlásának egyenlegét. A tőkemérleg a nem termelt, nem pénzügyi javak forgalmát és a tőketranszfereket rögzíti, ám ez a sor általában nem jelentős méretű, így a tőkemérlegről a továbbiakban nem beszélünk külön. A pénzügyi mérleg pénzügyi eszközökkel kapcsolatos tranzakciókat rögzíti, lényegében egy ország nettó eszközállományának változását mutatja meg (eszközök mínusz kötelezettségek változása). A pénzügyi mérleg legfontosabb sorai a külföldi működő-tőkeberuházások, a külföldi portfólió-beruházások, az egyéb beruházások (melynek fontos része a banki hitelek) és végül az ország nemzetközi devizatartalékainak változása (Bock & Mész, 2007).

A folyó fizetési mérleg egyenlege akkor pozitív, ha az ország több árut, szolgáltatást, munkát stb. exportál, mint amennyit importál. A pénzügyi mérleg egyenlege ezzel szemben akkor pozitív, ha az országba több tőke áramlik be, mint amennyi kiáramlik, azaz az ország több hazai eszközt adott el külföldieknek, mint amennyit vásárolt; ez egyben azt is jelenti, hogy az ország nettó eszközállományának változása negatív. A nemzeti számlák azonosságából levezethető, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege az ország lakosainak *rendelkezésre álló* jövedelem és a belföldön *felhasznált* jövedelem különbsége, ami egyben egyenlő a belföldi megtakarítások és a belföldi beruházások különbségével is. Így intuitíve az is belátható, hogy miért kell a fizetési mérleg egyenlegének nullára kijönnie: ha egy ország több jövedelmet használ fel, mint amennyi a

rendelkezésre áll (folyómérleg-deficitje van), a különbözetet csakis külföldi hitelből tudja finanszírozni (az országba nettó tőke áramlik be, a pénzügyi mérleg többletes).

Mielőtt rátérnénk a fizetési mérleg válságokra, egy részben már érintett fogalmat még be kell vezetnünk. Az 1. fejezetben sokszor felvetett külső (ár alapú) versenyképesség lényegében az ún. reálárfolyamot jelenti. Két ország közötti reálárfolyam a két ország árszínvonalának hányadosával korrigált nominális árfolyam, ami lényegében egy tiszta arányszámot ad eredményül és azt mutatja meg, hogy mennyit ér az egyik ország reprezentatív jószágkosara a másik ország reprezentatív jószágkosarában kifejezve. A versenyképességet a reálárfolyam határozza meg, hiszen nemcsak akkor lesz olcsóbb egy termék külföldön, ha gyengébb a nominális árfolyam, hanem akkor is, ha az itthoni árszínvonal relatíve csökken a külföldihez képest. A reálárfolyam így egy fontos meghatározó tényezője a kereskedelmi mérlegnek, amely a folyó fizetési mérleg általában legnagyobb részét kiteszi.¹¹

Fizetési mérleg válságok rendszerint akkor alakulnak ki, amikor egy ország évről évre krónikus, egymást követő folyó fizetési mérleg hiányt mutat fel, és a felhalmozódó külső adósságállományt a külföldi befektetők egy idő után fenntarthatatlannak ítélik, és nem hajlandóak tovább finanszírozni az adott országot. A tőkebeáramlások hirtelen leállásával a pénzügyi mérleg többlete hirtelen eltűnhet, ami nagyon gyors alkalmazkodásra kényszeríti a folyómérleget is. Ez utóbbi azonban igen fájdalmas lehet a reálgazdaságra nézve, hiszen a deficit finanszírozásához szükséges jövedelmet most belülről kell biztosítani emelkedő belföldi megtakarítások formájában, ami visszahúzza a fogyasztást és a növekedést, valamint emelkedő munkanélküliséghez vezet.

A válság rendszerint a valutaárfolyam drasztikus leértékelődésével is jár (ezért gyakran nevezik valutaválságnak is), hiszen a hirtelen leálló tőkebeáramlások miatt lecsökken a kereslet a hazai valuta iránt. A szakirodalom ezen valutaválságok több típusát is említi, azonban ezek közös eleme, hogy az érintett országok rögzített árfolyamrezsimmel rendelkeznek, ami a valóságban érintett országok legnagyobb többségére valóban igaz. Az első generációs modellek szerint a pénznyomtatással finanszírozott költségvetési deficitek fenntarthatatlansága miatt kezd el kivonulni a tőke,¹² és ez helyez leértékelési nyomást az árfolyamra. A központi bank így kénytelen interveniálni a devizapiacra és devizatartalékai eladásával fenntartani az rögzített árfolyamot. Ha azonban a devizatartalékok szintje nem elegendő, akkor a leértékelés előbb-utóbb elkerülhetetlen lesz, és ezt látva csökken a spekulációs nyomás, ami végül kikényszeríti a rögzítés feladását (Krugman, 1979). A második generációs modellekben az árfolyamrögzítés technikai lehetősége

¹¹ Ez az ún. kiadás-átterelő hatás, melyről a 3. fejezetben még lesz szó, és az IS-LM modell hagyományos, nyitott gazdaságra való Mundell-Fleming féle kiterjesztéséből fakad (Krugman & Obstfeld, 2000).

¹² Mely deficitnek szintén részei a folyómérleg hiányának.

adott, hiszen a központi bank rendelkezik a teljes monetáris bázis fedezésére elegendő devizatartalékkal (valutatanács), azonban a leértékelési nyomás hatására eladandó külföldi deviza helyett a saját valutáját kell visszavásárolnia, ami olyan mértékben szigoríthatja a hazai monetáris kondíciókat, hogy a jegybank már nem képes annak reálgazdasági következményeit vállalni, és feladja a rögzítést (Obstfeld & Rogoff, 1995). A harmadik generációs modellek a pénzügyi szektor szerepét húzzák alá, ahol a belföldi gazdasági szereplők mérlegeiben árfolyamkitettségek alakul ki, és emiatt a leértékelődés pénzügyi szektorra gyakorolt hatása még súlyosabb (Chang & Velasco, 2001).

A fizetési mérleg válságok további elméleti boncolgatása helyett most néhány konkrét példát tekintünk át Krugman (2009) alapján, melyek igen hasznos párhuzamként szolgálnak majd az Európában zajló történésekhez. Az 1990-es évek második felében a délkelet-ázsiai gazdaságokban igen erős tőkebeáramlások voltak megfigyelhetők, ami mellett csak úgy tudták fenntartani rögzített árfolyamukat a felértékelő nyomástól, ha a központi bank felvásárolta a beáramló devizát, aminek eredményeként így nőtt a hazai pénzkínálat. Ez erőteljes hitelexpanzióhoz vezetett, ami sokszor kétes minőségű, spekulatív beruházásokat finanszírozott. Az egyre inkább felhevülő gazdaságban a bérek és az árak is elkezdtek gyorsabban nőni, ami reálfelértékelődéshez vezetett,¹³ ez rontotta a versenyképességet és ezáltal a kereskedelmi mérleget, így egyre nagyobb folyómérleg-deficitek kezdtek kialakulni. A külföldről beáramló tőke így már egyre kevésbé vált a jegybanki devizatartalék részévé, finanszírozva ezzel a belföldi hitelexpanziót, hanem a szélesedő folyómérleg deficitek után kezdett fizetni.¹⁴ Egy pont után a piac a jövőbeli növekedési kilátások alapján fenntarthatatlannak ítélte ezeket a deficiteket, valamint a spekulatív beruházások is egyre gyanúsabbá váltak, és hirtelen leálltak a tőkebeáramlások. Az árfolyamra helyeződő leértékelési nyomásnak végül az ázsiai országok sem tudtak ellenállni, és a drasztikus árfolyamgyengülés gyakorlatilag romba döntötte a nagyfokú devizaadóssággal rendelkező pénzügyi rendszert. Délkelet-Ázsia a pénzügyi szektorának hirtelen megnyitásával vált igen sérülékennyé, ugyanis ezt olyan külső adósságok felhalmozására használták, amik hosszú távon nem voltak fenntarthatóak; azonban a végül bekövetkező alkalmazkodás sokkal fájdalmasabb volt azért, mert ezen adósságok külföldi valutában voltak.¹⁵

¹³ A tőkebeáramlások nyomán előálló reálárfolyam-felértékelődést a nominális árfolyam rögzítése nem tudta megakadályozni: ha nem engedik a nominális felértékelődést, akkor a hazai árak fognak nőni.

¹⁴ Ebben az esetben a tőkebeáramlások tükörképeként nincs szükségszerűen jelen a folyómérleg-deficit, ha a tőkebeáramlásokat a jegybanki devizatartalékok növekedése szívja fel. A devizatartalékok változása negatív előjellel szerepel a pénzügyi mérlegben, aminek így egyenlege nulla maradhatott lehetővé téve, hogy ne legyen folyómérleg deficit.

¹⁵ A feltörekvő gazdaságok devizában való eladósodása és ezért a tőkebeáramlások hirtelen leállítására való fokozott sérülékenysége egy sokat kutatott téma, két kiinduló mű Calvo & Mishkin (2003) és Calvo & Reinhart (2000).

Hasonló események játszódtak le Argentínában is 2002-ben. Az 1990-es évek vége felé a dollár (melyhez az argentin peso rögzítve volt) jelentősen erősödött a brazil reallal és az euróval szemben, amik Argentína fő kereskedelmi partnerei voltak. Az argentin exportszektor versenyképessége így romlott, ami a külső kereslet csökkenése következtében recesszióhoz és egyre növekvő folyómérleg-deficithez vezetett. Ahogy a külföldi befektetők elvesztették bizalmukat a deficit fenntarthatóságát illetően, és kivonták a tőkéjét Argentínából, ez itt is leértékelési nyomást helyezett az 1:1 arányban a dollárhoz rögzített pesora.¹⁶ A devizatartalékok csökkenését a hazai pénzmennyiség szűkítése kellett, hogy kövesse a rögzítés fenntartása érdekében. A bankoknak így vissza kellett fogniuk a hitelezésüket, ami csak súlyosbította a recessziót. A valutatanács merev rendszere a központi banknak nem tette lehetővé, hogy peso-ban likviditást nyújtson a bankrendszernek. A továbbra is fennálló folyómérleg-deficiteket viszont valamiből fizetni kellett, és ezt részben a devizatartalékok további csökkentésével finanszírozta az ország (ami tovább szűkítette a belföldi pénzmennyiséget), részben pedig a deficit csökkentésével, magasabb belföldi megtakarításokból – mindkét út csak tovább fokozta a recessziót és a munkanélküliséget. Egy pont után a fájdalom túl sok volt, Argentína feladta a valutatanács rendszerét, és engedte leértékelődni a pesot. Ez azonban a rengeteg dollárban denominált hitellel rendelkező gazdaságot lényegében csődbe döntötte, és az így keletkező pénzügyi káosz csak fokozta a gazdasági katasztrófát (Krugman, 2009).

2.2. Fizetési mérleg egyensúlytalanságok kiépülése az euró övezetben

2.2.1. Mi történt?

A közös valuta 1999-es születése után szembetűnő fizetési mérleg egyensúlytalanságok kezdtek kiépülni az euró övezeten belül. Ahogyan azt az 1. ábrán láthatjuk, az időszak elejétől kezdve a német folyó fizetési mérleg többlete folyamatosan emelkedett egészen a válságig, amikor már a GDP 7%-át is meghaladta. Ezzel szemben csaknem tökéletesen tükörképszerűen halmozódott fel a déli, mediterrán tagállamok és Írország folyó fizetési mérleg deficitje, mely országokat sokszor átfogóan az euró övezet perifériájaként emlegetnek és angol nevükből összerakva a PIIGS rövidítést használják rájuk. Ezek az egyensúlytalanságok azt sugallják, hogy a periféria államai jelentősen többet fogyasztottak a rendelkezésükre álló jövedelemnél, és ezen többletfogyasztást a valutaunió központi, ún. mag országáiból érkező tőkebeáramlások

¹⁶ Argentínában valutatanács volt érvényben, azaz minden forgalomban lévő pesot egy amerikai dollár devizatartalékkal fedeztek (Krugman, 2009).

finanszírozták. Ez utóbbit jól tükrözik a hasonló mértékű pénzügyi mérleg többletek a PIIGS-országokban, illetve a pénzügyi mérleg deficitje Németországban.¹⁷

Ez azonban nem zavarta a szakpolitikusokat, mivel úgy gondolták, hogy egy monetáris unión belül többé már nem számít a fizetési mérleg egyenlege, ugyanis nincsenek többé árfolyamok, amik spekulációnak lehetnének kitéve, és az egységes, integrált pénzügyi piacon könnyen finanszírozhatóak a deficitek (Ingram, 1973 in Giavazzi & Spaventa, 2010). Ezen kívül egyáltalán nem egyértelmű, hogy a folyó fizetési mérleg deficitje, vagy általában annak egyensúlytalansága feltétlenül rossz és elkerülendő dolog. Blanchard & Giavazzi (2002) tanulmánya is felhívja a figyelmet arra, hogy Európában a fizetési mérlegek egyre kevésbé vannak egyensúlyban. Ez más szóval azt jelenti, hogy egy országon belül a megtakarítások és beruházások pozitív korrelációja csökken, és közelít nullához.¹⁸ Ezzel Blanchard & Giavazzi a Feldstein-Horioka talányra vélték felfedezni a megoldást, mely szerint nyitott gazdaságokban a beruházások és megtakarítások egyáltalán nem kéne, hogy együtt mozogjanak, hiszen az egyik országban felesleges megtakarítások akadály nélkül külföldre áramolhatnak, ha ott produktívabb beruházási lehetőségek vannak: egy szóval a két ország között fizetési mérleg egyensúlytalanságok alakulhatnak ki. A talány lényege az volt, hogy a tanulmány írásakor a szerzők egyáltalán nem ezt figyelték meg az adatokban: a beruházás és a megtakarítások között szignifikáns pozitív korreláció volt jelen (Feldstein & Horioka, 1980). Egy lehetséges magyarázat erre az volt, hogy a tőke áramlása mégsem teljesen akadálymentes.

A tény, hogy az euró övezeten belül mégis megnőttek ezek az egyensúlytalanságok, arra engedett következtetni, hogy a talány megoldódott. A valutaunió belüli növekvő pénzügyi integráció és az árfolyamkockázat eliminálása még könnyebbé tette a tőke szabad áramlását, aminek számos előnye lehet: a határokon átívelő pénzügyi kapcsolatok növelik a nemzetközi kockázatmegosztást és ezáltal csökkentik az üzleti ciklusok hatását, hozzájárulnak a fogyasztás simításához (ECB, 2012a). Ezen kívül lehetővé teszik, hogy egyes gazdaságok kiterjesszék beruházásaikat a belföldi megtakarítások által állított korlátokon túl is, ami a neoklasszikus növekedésmélethez szerint az alacsonyabb jövedelmű országok felzárkózásának egyik fő eszköze. A szegényebb országokban ugyanis az alacsonyabb tőkeállomány miatt magasabb a tőke megtérülése, és így a növekedési potenciál is nagyobb. Ez a fejlett országokból bevonzza a megtakarításokat, hiszen az ottani magasabb tőkeállomány mellett azokat már nem lehet ilyen

¹⁷ A közölt fizetési mérleg adatok a világ összes országával szemben értendők. Az euró zónán belüli egyensúlytalanságok tekintetéből szerencsésebb volna csak az egymás közötti tranzakciókat tartalmazó fizetési mérleg vizsgálata, ám az elérhető adatok hiányossága miatt erre nem volt lehetőség. Azonban mivel az euró tagállamok kereskedelmük nagy részét egymás közt bonyolítják, a fő folyamatok azonosításában ez nem okoz problémát, és az eredmények hasonlóak a szakirodalomban olvasottakhoz.

¹⁸ Egy zárt gazdaságban a megtakarítások azonosan egyenlők a beruházással, azaz a korreláció közöttük 1.

hatékonyan befektetni.¹⁹ A fejlődő országban megvalósuló beruházások így biztosítják, hogy a tőke a legproduktívabb módon és helyen legyen felhasználva, és egyúttal a konvergenciát is biztosítja az országok között (Blanchard & Giavazzi, 2002).

Ha megvizsgáljuk az európai egyensúlytalanságokat, akkor a fenti érvelés nem tűnik valószínűtlennek. A mediterrán országok GDP/fő mutatója valóban elmarad a mag országok jövedelmi színvonalától, így ebben a tekintetben bőven van hely a felzárkózásra és külföldi tőke bevonására, amit a folyó fizetési mérleg deficitje tükröz.²⁰ A 18. ábrán láthatóan fel is lelhető ez a pozitív kapcsolat a vizsgált országok folyómérlegei és jövedelmi szintje között: a folyómérleg deficittel rendelkező országok az alacsonyabb jövedelműek közül kerülnek ki. Ha a vizsgált országok GDP/fő mutatójának átlagos növekedését vizsgáljuk 1999 és 2010 között, akkor is látható a negatív kapcsolat, azaz a deficitesek perifériális országok növekedése nagyobb, ami indokoltá teszi a külföldi tőke beáramlását – bár ez a kapcsolat már gyengébb, erről még később lesz szó. Amennyiben tehát a fejlettebb pénzügyi integráció ezt a felzárkózási folyamatot olajozta meg az euró tagállamai között, úgy a növekedő fizetési mérleg egyensúlytalanságok miatt nem szükséges aggódni, azok csak elősegítik az egyébként egészséges folyamatot.

Giavazzi & Spaventa (2010) azonban egy egyszerű modellen keresztül bemutatják, hogy a folyómérleg-deficitek csak akkor nem számítanak, ha beáramló tőkét produktív célokra fektetik be, más szóval az intertemporális költségvetési korlát feltétele nem sérül. Ez annyit jelent, hogy a folyómérleg deficitek által felhalmozott jelenlegi külső kötelezettségek értéke meg kell egyezzen a jövőbeli folyómérleg többletek jelenértékével, különben a külső adósságot nem lehetséges visszafizetni a jövőben sem. Ahhoz viszont, hogy a jövőben az ország többleteket legyen képes termelni, növelnie kell produktivitását a tradable termékek szektorában. Ezeket tudja ugyanis majd a jövőben exportálni, és ezzel folyómérleg többleteket elérni. A szerzők megmutatják, hogy ha a folyómérleg deficiteket finanszírozó tőkebeáramlások a non-tradable szektorban kerülnek befektetésre, az megsérti az intertemporális költségvetési korlátot, hiszen az itt megtermelt javakat (főleg szolgáltatások) jellemzően nem lehet külföldre exportálni.

¹⁹ Ez a neoklasszikus elméletben általában feltételezett termelési függvény tulajdonságaiból fakad, miszerint a termelési tényezők, így a tőke határterméke is csökkenő.

²⁰ Eichengreen (2010a) még arra is rámutat, hogy az euró övezet magjának folyómérleg többlete nagyrészt a PIIGS országokkal szemben állt fenn, és a világ többi részével szemben deficit volt megfigyelhető. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a kiterjedtebb és mélyebb pénzügyi rendszerrel rendelkező fejlett tagállamok a globális tőkepiacokról egyfajta pénzügyi közvetítőként a mediterrán államokba csatornázták a tőkét.

A PIIGS országok pénzügyi mérlegét részletesebben megvizsgálva látható, hogy a külföldi működő-tőkeberuházás sor (ami jellemzően a termelő ipari szektorban növeli a produktivitást) igen kicsi, ellenben a külföldi portfólió-beruházás és az egyéb hitelek sorok a növekedés nagy részét tették ki (Giavazzi & Spaventa, 2010). Ezek a külföldi hitelek viszont jellemzően nem produktív beruházásokat finanszíroztak. A 25. ábrán látható, hogy Írországban és Spanyolországban egy építőipari boom alakult ki, a beáramló hitelek jórészt ezeket az építkezéseket finanszírozták, ami a tradable szektor termelékenységére kevésbé van hatással, így a jövőbeni exportpotenciált nem növeli (hacsak nem bérel majd lakást a fél német lakosság a spanyol tengerparton). A külföldi befektetőket nem zavarta ezeknek a hiteleknek a rossz minősége, mivel ők közvetlenül a periféria országaiban lévő bankokat finanszírozták, akik viszont belföldön növelték meg hitelezési tevékenységüket és finanszírozták az ingatlanpiaci buborék kialakulását. Ez a belföldi hitelezés drasztikus expanziójához vezetett, a háztartások hitelállománya a német mutató többszörösére emelkedett. Mindemellett a teljes tényezőtermelékenység növekedése elég rosszul teljesített (Giavazzi & Spaventa, 2010).

Görögországban nem volt ingatlanpiaci buborék, és a privát befektetések GDP-hez viszonyított aránya is közel volt az euró zóna átlagához. Görögország egyszerűen csak nem takarított meg eleget, és ez igaz a magán- és a közszférára is. A 10-11. ábrákon láthatjuk, hogy a görög költségvetési deficit az egész időszak alatt a legnagyobb volt a vizsgált országok közül, és ez igaz az elsődleges egyenlegre is, mely az időszak nagy részében negatív volt. A két mutató közti különbség az összehasonlításban egyik legnagyobb görög államadósság után fizetett kamatokat mutatja.²¹ Az átlagos beruházási ráta melletti folyómérleg-deficitok így azt jelentették, hogy a Németországból beáramló tőke lényegében a görögök fogyasztását finanszírozta, ami a hitelek legkevésbé produktív felhasználása. Portugáliában a helyzet hasonló volt azzal a különbséggel, hogy itt a növekedés is stagnált, ami Görögország esetében legalább nem volt probléma (Giavazzi & Spaventa, 2002).

A PIIGS országokban kiépülő folyómérleg-deficitok tehát abban az értelemben nem voltak „jó” folyómérleg deficitok, hogy megsértették az intertemporális költségvetési korlátot: az egyensúlytalanságok sokkal nagyobbak voltak, mint amit produktivitási vagy a GDP/fő szintekben megfigyelhető különbségek és az ezekből fakadó reálkonvergencia indokoltak volna. Ehelyett az euró zónában ezen felüli „rossz” egyensúlytalanságok alakultak ki, melyeket főleg a

²¹ Az ábrákat jobban megvizsgálva az is kitűnik, hogy a válság kirobbanása után elterjedt általános vélekedéssel ellentétben ezen országok fiskális politikája Görögország kivételével egyáltalán nem volt felelőtlennek mondható. Az államadósság mértéke még Olaszországban volt igen magas, ám ezt az olasz költségvetés folyamatos elsődleges többlete tartották stabil pályán. A többi ország igen alacsony államadósság mellett ésszerű mértékű deficitet produkált az időszak alatt.

privát szektor tevékenysége nyomán eszközár-buborékok és a valószínűtlen jövedelmi várakozások miatt túlságosan lecsökkenő megtakarítások hajtottak; a fiskális politika túlköltekezése egyedül Görögországban volt szembeűnő. De mi járult hozzá ahhoz, hogy az egyensúlytalanságoknak ezen fenntarthatatlan formája alakult ki?

2.2.2. Az euró övezet szuboptimalitásának szerepe

Az euró zóna tagállamai egy valutaunió részeként közös monetáris politikával rendelkeznek. Az 1. fejezet alapján az euró övezetet akkor nevezhetjük optimális valutaövezetnek, ha ez a közös monetáris politika megfelelő az összes tag számára, aminek egyik kritériuma például az aszimmetrikus sokkok alacsony valószínűsége. Ha a 13. ábrára tekintünk, akkor szembeűnő, hogy az euró 1999-es bevezetésével megvalósult a tagállamok nominális kamatszintjének szinte teljes konvergenciája: a PIIGS országok kamatai tökéletesen együtt mozogtak a német 10 éves államkötvény hozamával.²² A monetáris unió belül tehát többé-kevésbé megvalósult az egységes nominális kamatszint. Habár ezek a kamatok megfelelőek lehettek az alacsony inflációval rendelkező és a magasabb jövedelmi szint miatt kisebb növekedési potenciállal rendelkező Németországban, az elmaradottabb és magasabb inflációval rendelkező mediterrán országokban ez nagy valószínűséggel túlságosan alacsony volt.²³

Egy felzárkózó, gyorsabban növekvő gazdaságban az egyensúlyi reálkamat-szint is magasabb, mivel nagyobb a tőke megtérülése, így ez azonos infláció mellett is magasabb nominális kamatot tesz indokolttá, mint egy fejlettebb országban. Ez már önmagában kétségbe vonja a közös monetáris politika optimalitását ilyen országok esetében. Ha ehhez hozzávesszük, hogy a PIIGS államokban az infláció is magasabb volt a mag országokéinál, akkor valószínűnek tűnik, hogy a közös monetáris politika nyomán kialakuló reálkamat-szint sokkal alacsonyabb volt egyensúlyi értékénél. Ezt alátámasztja az is, hogy a monetáris unióhoz való csatlakozás előtt ezen országok kamatszintje egyértelműen magasabb volt.²⁴ Ez az alacsony reálkamat hozzájárult az előző alfejezetben tárgyalt eszközár-buborékok kialakulásához: táplálta az spanyol és ír ingatlanpiaci lufit és a háztartások túlzott eladósodását is, csakúgy, mint a görög költségvetés magas költekezését. Ebben az olvasatban a közös monetáris politika nem pusztán nem volt

²² A 10 éves államkötvény hozama általában jó közelítéssel tekinthető egy országban a kockázatmentes kamatszintnek, amihez a pénzügyi eszközök széles spektrumának hozama igazodik, éppen ezért különböző országok átlagos kamatszintjének összehasonlítására alkalmas mutató.

²³ Bár az inflációs ráták az euró létrejötte előtt nagyfokú konvergencián mentek át, kisebb különbségek még mindig akadtak: a német és a PIIGS országok inflációs rátái között olykor 3 százalékpont különbség is megfigyelhető volt (15. ábra)

²⁴ A nominális kamatok csökkenésében persze szerepet játszott az EKB által reprezentált nagyobb fokú hitelesség is, valamint az árfolyamkockázat eltűnése, melyek a kockázati prémiumok csökkenésén keresztül indokolják a nominális kamatok csökkenését is, azonban valószínűleg nem ilyen mértékben.

optimális minden tagország számára, hanem a reálkamatok különböző országok számára eltérő módon való megváltoztatásával maga volt az aszimmetrikus sokk forrása.

A hitelezési boom nyomán keletkező túlkereslet egyik általános jellemzőjeként a jövőt illető jövedelemvárakozások irreális mértékben nőttek meg, ami miatt a háztartások a permanens jövedelem hipotézisének megfelelően életpálya-fogyasztásukat simítva csökkentették megtakarításaikat és többet kezdtek el fogyasztani (Eichengreen, 2010a), ez pedig az import növelésén keresztül csak súlyosbította a folyó fizetési mérleg deficitjét a mediterrán országokban. A túlkereslet azonban az árakra, és legfőképp a bérekre is felfelé ható nyomást helyezett. Az egységyi munkaerőköltség (unit labor cost – ULC) idősorát vizsgálva elképesztő divergenciát láthatunk a PIIGS országok és Németország között (5. ábra). Míg a 2000-es évek során Németország ULC-je alig 5%-ot emelkedett, addig a periféria gazdaságai 30-40%-os növekedést tapasztaltak az egységyi munkaerőköltségükben²⁵. Az ULC a nominális munkaköltségeket méri, így egyfajta árszínvonal-mutatóként, deflátorként is értelmezhető, azonban ezen nominális költségeket korrigálja a munkaerő termelékenységével, így éppen ezért egy sokkal valósabb képet ad az ár alapú versenyképességről, mint pusztán a nominális bérszínvonal: egy munkás kereshet ugyanannyit óránként, de ha ennyi idő alatt nagyobb hozzáadott értéket állít elő, akkor egyben versenyképesebb is.²⁶

Ha a reálárfolyam kiszámításánál nem a két fél fogyasztóiár-indexét, hanem az ULC szintjeit használjuk deflátornak, akkor az így kapott ULC alapú reálárfolyam az exportszektor külső versenyképességének egy igen hasznos mutatója. A nominális árfolyam változásain kívül nemcsak a belföldi költségek különbségeit, hanem a produktivitásbeli eltéréseket is megfogja. Mivel az európai monetáris unióban a nominális árfolyam visszavonhatatlanul rögzítve van a tagállamok között, így az ULC szintekben megfigyelhető divergencia egy az egyben megmutatkozik a reálárfolyamokban is. A 3. ábrán látható, hogy a valutaunió kezdete óta a PIIGS államok jelentős, 10-15%-os reálfelértékelődésen mentek keresztül (Írország 25%), míg a német reálárfolyam 20%-ot gyengült.²⁷ Ez hozzájárult a déli exportszektor versenyképességének

²⁵ Az alacsonyabb jövedelmi szintű országok felzárkózásuk során az árszínvonalban is konvergálnak, ami a bérek emelkedésében is megmutatkozik. Ez az ún. Balassa-Samuelson hatás, mely a tradable szektorban végbemenő termelékenységbővülésből fakad (Krugman & Obstfeld, 2000). Ez a reálkonvergencia azonban nem magyarázza a megfigyelt hatalmas bérnövekedést, ami a termelékenység bővülését jóval meghaladta; a BS-hatás nem indokolja az ULC emelkedését.

²⁶ Az ULC kiszámításának módja: $ULC = \text{teljes munkaköltség} / \text{reálkibocsátás}$, amit ha egyszerűsítünk a ledolgozott munkaórák számával, a következőt kapjuk: $ULC = \text{óránkénti nominális bér} / \text{munkatermelékenység}$. $ULC = \frac{W \cdot L}{Y/P} = \frac{W}{(Y/P)/L}$ (OECD, 2012)

²⁷ A reálárfolyamok ULC folyamatoktól eltérő változása annak tudható be, hogy az itt közölt adatok a reáleffektív árfolyamra vonatkoznak, mely nem egy adott országgal szemben, hanem 16 euró zóna tagállamból álló kosárral

romlásához, míg a német exportőrök előnyösebb helyzetbe kerültek a PIIGS piacokon. A reálárfolyamok ezen divergenciája tehát csak tovább fűtötte a kialakuló folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságokat.

A folyómérleg és a reálárfolyam között korábban már tárgyalt kapcsolat jól kivethető a 20. ábrán is: a reálfelértékelődésen keresztülment országok folyó fizetési mérlege mind deficitese. Bár a folyómérleg meghatározásában nem a reálárfolyam az egyetlen tényező: több szerző is amellett érvel, hogy az periférián megfigyelhető deficitek nagyjából részben köszönhetők felzárkózási hatásnak (Arghyron & Chortareas, 2008) vagy az alacsony reálkamatok által generált keresleti boomnak (Lane & Pela, 2011), mint a reálárfolyam felértékelődésének. Ezt az is mutatja, hogy a megnövekedett belső kereslet által felszívott import nagyobb szerepet kapott a deficit növelésében, mint a versenyképtelenebbé váló export csökkenése. Mindazonáltal kétségtelen, hogy a reálárfolyamok divergenciája is hozzájárult az egyensúlytalanságok elmélyüléséhez, és Belke & Dreger (2011) arra is rámutat, hogy ha az euró előtti éveket és annak korábbi éveit kizárjuk a mintából, akkor a versenyképességi különbségek kezdenek el dominálni a folyómérleg meghatározásában a felzárkózási és keresleti hatások helyett. A reálárfolyam szerepét Zemanek et al (2009) is aláhúzza.

Az ULC alakulása a nominális bérek mellett a munkaerő produktivitásának alakulásától is függ, így a periféria elszálló egységnyi munkaerőköltségei a nominális bérek produktivitást túlszárnyaló ütemű növekedését tükrözik. Az 8. ábrán látható 45°-os egyenestől balra felfelé lévő pontok így mind az ULC növekedését jelentik, és látható, hogy míg Németország többé-kevésbé a vonal közelében maradt, addig a PIIGS államok számos megfigyelése igen messze van attól. A 7. ábra talán még jobban mutatja, hogy az ULC növekedése milyen mértékben tudható be béremelkedésnek és mennyire az átlagosnál alacsonyabb produktivitás-bővülésnek. Ebből az tűnik ki, hogy a produktivitás bővülésében igen vegyes a kép, és Németország egyáltalán nem a legnagyobb termelékenységi bővüléssel büszkélkedő ország. Görögország és Írország munkaerő produktivitása ennél jelentősen nagyobb mértékben nőtt, bár Olaszországban az egész időszak alatt lényegében stagnált a termelékenység. Az ULC-ben megfigyelhető nagy divergencia így jórészt a nominális munkaköltségek elképesztő elszállásából fakadt a periférián, míg Németországban az alacsonyabb termelékenység-bővülés mellett a bérek is mérsékeltebben nőttek.²⁸

szemben mutatja a relatív árakat, mely kosárban az egyes partner országok a kereskedelmi súlyuknak megfelelő súllyal szerepelnek.

²⁸ Az alacsony német bérnövekedésben a német munkaerőpiac strukturális adottságai is szerepet játszottak. Az AGENDA 2010 nevű program keretében gyengítették a munkanélküliek védelmi hálóját és a szakszervezetek is

A tény, hogy a versenyképességi különbségek kialakulásában a nominális bérek eltérő növekedése játszott a kulcsszerepet, ismét felveti az optimális valutaövezetek kapcsán tárgyalt kérdéseket. A közös monetáris politika ugyanis nemcsak az aszimmetrikus sokk egyik forrása volt, hanem a monetáris unión belül divergáló bérinflációt sem tudta kezelni. Ezen kívül megfosztotta az euró zóna tagállamait a reálárfolyam-eltérések és a folyómérleg egyensúlytalanságok helyreigazításának egyik könnyű és fájdalommentes módjától: a nominális árfolyam változtatásának lehetőségétől. Ahogyan azt Mundell cikkében láthattuk az 1. fejezetben, aszimmetrikus sokkok és ragadós bérek jelenlétében az adott területek nem formálnak optimális valutaövezetet, ugyanis önálló árfolyampolitikájuk feladása a belső egyensúly megbomlásához vezet. A nominális árfolyam szerepét persze pótolhatja a munkaerő nagyfokú mobilitása (Mundell, 1961) vagy a bérek megfelelő mértékű rugalmassága (McKinnon, 1963). Azonban – szintén az 1. fejezetben – azt is láthattuk, hogy az európai monetáris unió éppen ezekben nem teljesít jól, és ez a legnagyobb hiányossága az optimális valutaövezet kritériumai kapcsán. Mobilabb munkaerő mellett a keresleti boom-on átmenő PIIGS országokba több munkás áramolhatott volna be északra, ami a munkakínálatot növelve jobban kordában tartotta volna a bérnövekedést.²⁹ Ezen kívül a magas ULC szintek kialakulása és az exportszektor visszaesése után könnyebb lett volna javítani az emelkedő munkanélküliségen, ha a mediterrán országokban a nominális bérek nem annyira merevek lefelé és rugalmasabban tudnak alkalmazkodni: a csökkenő bérköltségek miatt nőtt volna a vállalatok munkakereslete, és így a foglalkoztatás is, továbbá javult volna az exportszektor versenyképessége, és csökkentek volna a folyómérleg egyensúlytalanságok.³⁰

Európa másik hiányossága az optimális valutaövezetek terén a fiskális unió hiánya. Egy valutaövezeten belül a központ által szétosztott fiskális transzferek enyhíthetik az üzleti ciklusok eltérését és az aszimmetrikus sokkok hatását. Ha az éppen fellendülő PIIGS gazdaságok például

hajlandóbbnak mutatkoztak alacsonyabb béreket elfogadni a közép-kelet-európai olcsó munkaerő versenye miatt (Levy, 2012).

²⁹ Ennek hiányában az alacsony mobilitáson kívül valószínűleg az is szerepet játszott, hogy a jellemzően magasabb reáljövedelemmel rendelkező északi országokból a munkaerőnek nem volt motivációja egy jóval alacsonyabb reálbérért délre költözni. A jövedelmi szintben tapasztalható különbségek így egy további pontot szolgáltathatnak az optimális valutaövezetek kritériumainak vizsgálatakor.

A válság kirobbanása után viszont majd éppen az ellentétes irányú, délről északra történő munkaerő-vándorlás enyhíthetné a periférián kialakuló munkanélküliséget, ahogyan ezt a 3. fejezetben majd látni fogjuk, azonban a mobilitás ebben az irányban is alacsony.

³⁰ A folyómérleg egyensúlytalanságok megszüntetésének módjairól, és ezen belül a béralkalmazkodáson keresztül való megvalósításról a 3. fejezetben lesz részletesen szó.

több adót fizettek volna be egy közös európai költségbe, az egy kicsit hűtötte volna a növekedést és a bérinflációt, ami a folyómérleg-deficitet is mérsékelte volna.³¹

A tény tehát, hogy az euró zóna nem alkot optimális valutaövezet, több csatornán keresztül is hozzájárult a nagyfokú fizetési mérleg egyensúlytalanságok kialakulásához. A közös monetáris politika eltérő reálkamatszintek kialakításával maga generált aszimmetrikus sokkot, aminek hatásait fiskális transzferek és bérrugalmasság, illetve munkaerő-mobilitás hiányában nehéz volt kezelni, és a végül kialakuló reálárfolyam eltérések csak tovább fűtötték a folyó fizetési mérlegek divergenciáját, ami miatt a 2008-as globális pénzügyi válság elérkezése igen sérülékeny helyzetben érte Európát.

2.3. A válság kirobbanása

Az euró látványos válsága 2010 tavaszán indult el a görög költségvetés hiányával kapcsolatos kételyek miatt, és szuverén adósságválságként tört a felszínre (The Economist, 2010a). A globális pénzügyi válság miatt 2008 ősze óta egyébként is sokkal kockázatkerülőbbek lettek a befektetők, a recesszióra válaszul bevezetett gazdaságélénkítő csomagok miatt pedig az államkötvények kínálata is nőtt a globális pénzpiacokon. Mindez azt eredményezte, hogy a befektetők sokkal inkább válogatosabbak lettek és lehettek a szuverén adósságok tekintetében (Giavazzi & Spaventa, 2010), és egy ilyen környezetben a Görögországból érkező hírek hatására nem csoda, hogy az egekbe szöktek a görög állampapír-piaci hozamok, ahogy a tőke kimenekült a görög papírokból.

Az előző alfejezetben láttuk, hogy Görögország fiskális helyzete jelentősen rosszabb volt a többi vizsgált tagállamnál (talán Portugália állt még közel hozzá), ami miatt nem is meglepő, hogy egy idő után elpárolgott a hitelezők bizalma. A szuverén adósságválság azonban nem állt meg Görögországnál, hanem továbbterjedt és végigsöpört a periféria gazdaságain: a többi tagállamnak Görögország után Írország és Portugália számára is mentőcsomagot kellett összeállítaniuk az államcsőd megakadályozására (The Economist, 2011), és a hozamok az olasz és spanyol államkötvénypiacokon is veszélyes magasságokba emelkedtek. A 13. ábrára visszatekintve láthatjuk, hogy a válság előtti szinte tökéletes együttmozgás után a PIIGS államok kötvényhozamai meredeken elváltak a német hozamszinttől, ahogy a befektetők elkezdtek differenciálni a különböző euró tagországok államadósságai között és beépíteni a megfelelő

³¹ A válság kirobbanása után megint éppen fordított a helyzet: a súlyos recesszióval küzdő periféria szorulna a mag államok transzfereire.

kockázati prémiumokat.³² De miért is lettek bizalmatlanok a többi állammal szemben? Portugália esetében a helyzet valójában nem volt sokkal kedvezőbb, mint Görögországban, és az eddig is kiábrándító növekedési teljesítmény a jövőre nézve sem tűnt túl biztatónak, ezért a sorozatos költségvetési deficitek még egy görögökénél alacsonyabb államadósság-állomány mellett is egyre fenntarthatatlannak tűntek. Írország az ország-csoport fiskális szempontból egyik legjobban teljesítő állama volt, azonban az ingatlanpiaci buborék alatt sok toxikus befektetést felhalmozó bankrendszere a 2008-as pénzügyi válság hatására megroppant, és az ír állam garanciákon keresztül ezeket a bankokat gyakorlatilag kimentette, ami egy hirtelen drasztikus ugrást eredményezett az államadósságban (The Economist, 2011). De mi a helyzet Olaszországgal és Spanyolországgal?

A PIIGS országokban a közös vonást nem a fiskális politika fegyelmezetlenségében kell keresnünk, hanem az évtized során kiépült hatalmas folyó fizetési mérleg deficitekben és jelentősen erodálódott versenyképességben. A felszínen kirobbanó szuverén adósságválság mélyén valójában egy fizetési mérleg válság rejlik. A kockázatvállalási kedv felszáradása és a növekedési kilátások romlása miatt a felhalmozódó folyómérleg-deficitek egyre inkább kezdtek fenntarthatatlannak látszani (különösen az ingatlanpiaci lufi 2008-as kirobbanása után vált ez nyilvánvalóvá Írország és Spanyolország esetében), és a külföldi hitelezők elkezdtek kivonni a tőkéjüket a periféria gazdaságaiból. Az 1. ábrán látható is, hogy a folyómérleg alkalmazkodás már 2008-ban megindult, és 2010-ben a görög hírek élezték ki különösen a hangulatot és fordították a figyelmet a fiskális politikák felé. A fenntarthatatlannak vélt folyómérleg-deficitek számos csatornán keresztül kapcsolódnak az egyes költségvetésekhez. Az egyik, hogy a privát szektor várható veszteségei nagy valószínűséggel, legalább részben átháríthatnak az államra, ami a fiskális fenntarthatóságot is rontja – pontosan ez is történt Írországban. A másik, hogy a felhalmozódó külső adósságállomány és a sorozatos folyómérleg-deficitek finanszírozása megfelelő növekedés hiányában csökkenti a belföldön rendelkezésre álló jövedelmet, ami az állam adóbevételeinek alapjául szolgál (Lindner, 2011). Az államadósság-válság így a szintén nagy folyómérleg-deficittel rendelkező Spanyolországot és Olaszországot is elérte, annak ellenére, hogy mindkettejük költségvetésének végig elsődleges többlete volt.

A problémát csak fokozza, hogy az euró zóna kormányai számára az államadósság olyan, mintha külföldi devizában lenne denominálva, mivel egyik állam sem rendelkezik önálló

³² Az egyik viszonylag kevésbé magyarázott jelenség, hogy a válságot megelőző években a piacok miért kezelték azonos kockázatuként az egyébként jelentősen különböző költségvetési helyzettel és államadóssággal rendelkező tagállamok kötvényeit. Egy lehetséges magyarázat, hogy a globális likviditásbőség időszakában az általánosan magas kockázatvállalási kedv miatt ezekre a különbségekre nem voltak annyira érzékenyek, ráadásul a közös monetáris unióhoz tartozás egyfajta „egy kalap alá veszem” szemmel tekintettek az összes tagállamra.

jegybankkal, akinek a kezében lenne az adott pénz kibocsátásának monopóliuma, amiben az adósságuk van. Bár az államadósság monetáris finanszírozása és elinflálása valószínűleg nem a piac fő vágya, az önálló monetáris politika lehetősége és ezen keresztül az adósság terhének enyhe csökkentése olyan pozitív hatásokkal járhat, amit a befektetők alacsonyabb hozamokkal díjaznak (De Grauwe, 2011). Míg Nagy-Britanniában az államcsőd valószínűsége gyakorlatilag nulla, mert a Bank of England valószínűleg nem nézne tétlenül egy ilyen eseményt, addig ez az euró tagállamaira nem feltétlen igaz. A befektetők hajlandóak egy kis infláción keresztül veszíteni kötvényeiken, ha cserében a csőd valószínűségét csökkentik (De Grauwe, 2011). Ebből a szempontból a PIIGS tagállamok azon feltörekvő gazdaságokhoz hasonlóak, akik nem tudnak saját devizájukban eladósodni, így a pénzpiacok szemében az államadósság kockázata is nagyobb.

Itt már fel is fedezhetjük az első párhuzamot a korábbi fizetési mérleg válságokkal a 2.1. alfejezetből, melyeknek mind jellemzője volt a devizaadósság magas aránya. További hasonló elem például Ázsiával az egyensúlytalanságok felhalmozódása alatt a beáramló tőke spekulatív, de mindenesetre nem produktív beruházása, ami végül a folyómérleg-deficitek fenntarthatóságát vonta kétségbe, és egy pont után, szorosan kapcsolódva az eszközár-buborék kidurranásához a tőkebeáramlások hirtelen leállása. Az euró zóna periferiáján a tagállamok szintén egy igen merev árfolyamrendszer részei, ami miatt nem tudták a monetáris kondíciók önálló szigorításával megakadályozni a túlhevülést. Ázsiában a beáramló tőke hatására felértékelési nyomás helyeződött az árfolyamra, és a jegybankok csak úgy tudták a rögzítést fenntartani, ha lazították a monetáris kondíciókat (a beáramló külföldi devizát a jegybank felvásárolta a tartalékai közé és cserébe növelte a hazai pénzmennyiséget, ami lenyomta a kamatokat). Európában ez nem kívánta meg a jegybankok intervencióját, mivel az árfolyam lényegében nem létezik: a beáramló tőke közvetlenül fűtötte a periféria hitelpiacait, amit önálló monetáris politika hiányában nem lehetett hűteni. A merev nominális árfolyam mellett felgyorsuló infláció és bérnövekedés mindkét esetben reálfelértékelődést okozott, ami csak súlyosbította a folyómérleg-deficitet, és miután ezek fenntarthatatlansága nyilvánvalóvá vált, a tőkebeáramlások hirtelen leálltak.

Ezen a ponton azonban el is kezdődnek a különbségek. A 2.1. alfejezetben tárgyalt feltörekvő gazdaságok esetében ugyanis a fizetési mérleg válság rendszerint valutaválsággal járt együtt: a tőkebeáramlások leállása leértékelési nyomást helyezett az árfolyamra, amit aztán spekuláció is erősített, és ennek az adott ország jegybankja nem tudott ellenállni vagy a devizatartalékok elégtelen szintje miatt, vagy a rögzítés fenntartásához szükséges monetáris kondíciók túlzott szigorúsága miatt. Az euró zónán belül azonban nincs olyan árfolyam, amire spekulálni lehetne, vagy amit az adott jegybanknak devizatartalékai eladásával védenie kéne: a tagállamok közös valután osztoznak, ami garantálja az országok közti árfolyam állandóságát.

Többek között ez az egyik oka, amiért korábban úgy gondolták, hogy egy monetáris unión belül már nem számítanak a folyómérleg egyensúlytalanságok, hiszen a feltörekvő gazdaságokéhoz hasonló valutaválság nem fordulhat elő (2.2.1. alfejezet). Ami közös, az annyi, hogy a külső finanszírozás elakadása az euró perifériáján ugyanúgy likviditási nehézségeket okozott a bankoknak és szűkítette a hitelezést, mint ahogy az árfolyam megvédése céljából a délkelet-ázsiai vagy argentin jegybanknak is szűkítenie kellett a pénzkínálatot, hitelkontrakciót okozva ezzel. Ez lényegében a monetáris autonómia árfolyamrögzítésből fakadó hiányának hatása mindkét esetben, azzal a különbséggel, hogy az euró zóna árfolyamrögzítése egy sokkal erősebb és nehezebben visszafordítható elköteleződés, mint egy valutatanács vagy egy egyszerű rögzített árfolyamrendszer.

A pénzpiacok azonban az árfolyamra való spekuláció nélkül is éket tudtak verni az euró zóna perifériája és a mag közé: a külföldi tőke látványos kivonulása ebben az esetben az árfolyam helyett az állampapírpiacon szakította szét, ahogyan azt láttuk a fejezet elején. A tőkebeáramlások leállása azonban nem korlátozódott pusztán a költségvetési szektorra, a magánszektor számára ugyanúgy szűkössé vált a külső finanszírozás. Mindez azt kellett volna, hogy eredményezze, hogy a pénzügyi mérleg többlete nagyon gyorsan eltűnik, és ennek tükröképeként a folyó fizetési mérleg deficitje is egy hasonlóan gyors alkalmazkodásra kényszerül, ami a reálgazdaság számára elképesztő fájdalommal jár. A beruházások hirtelen csökkenése, és a megtakarítások fogyasztás kárára történő kényszerű emelése drasztikusan visszahúzza a belső keresletet, meredeken emelkedő munkanélküliséget okozva. Ezt nem tudja a külső kereslet sem enyhíteni, mivel az exportszektor egy jelentősen túlértékelt reálárfolyam mellett nem versenyképes. A tárgyalt feltörekvő gazdaságok egy ideig devizatartalékaik eladásával tudták finanszírozni a folyó fizetési mérleg deficitjét, ezzel pótolva a kieső külföldi tőkebeáramlást (és tartva fenn a pénzügyi mérleg többletét), illetve ezzel tartva fenn a rögzített árfolyamot. Viszont az euró perifériájának jegybankjai elvileg nem tudnak eladni ilyen devizatartalékot, hiszen ez az euró-kötelezettségek visszafizetésén mit sem segít, ráadásul ez nem is az ő hatáskörük, hanem az Európai Központi Banké. Ha a spekulációtól eltekintünk, a devizatartalékok kimerülése után Délkelet-Ázsia előtt is csak az a lehetőség állt, hogy vagy elengedik az árfolyamot, és a külső kereslet élénkülését kihasználva enyhítik az alkalmazkodás fájdalmait, vagy fogukat összeszorítva és a rögzítést megtartva, az alkalmazkodást teljesen a belső kereslet szűkítésén keresztül viszik véghez³³ (ahogyan azt a balti államok csinálták, erről a 3. fejezetben lesz szó). Mégis, Európában

³³ Ez a választás a valóságban persze nem létezett, mivel az árfolyamot masszív spekulációs nyomás is gyengítette. Ázsiában tehát nem pusztán a folyó fizetési mérleg deficitjét kellett volna eltüntetni a leálló tőkeáramlások kompenzálásához, hanem egyenesen többletet elérni, hogy a spekulációs formájában megjelenő tőkeáramlást is finanszírozni lehessen, ez pedig valószínűleg elviselhetetlen terhet rótt volna a gazdaságra.

egyik eset sem következett be: a periféria államai nem léptek ki a monetáris unióból, hogy leértékelhessenek, és a folyómérleg deficitjei sem tűntek el egyik napról a másikra (habár jelentősen mérséklődtek).

Akkor mi finanszírozta a bár csökkenő, de továbbra is fennmaradó folyómérleg deficiteket a PIIGS országokban, holott a tőkebeáramlások szinte teljesen leálltak, sőt néhol nettó tőkekiáramlást is megfigyelhetünk? Valaminek biztosítania kellett a pénzügyi mérleg megfelelő többletét, ami biztosan nem külső magántőke-beáramlás, és nem is a devizatartalékok eladása. Ha egy pillantást vetünk a görög fizetési mérlegre (23. ábra), akkor láthatjuk, hogy a pénzügyi válság 2008-as kitörését követően bár mérséklődött a folyómérleg hiánya, de nem drasztikusan. A pénzügyi mérleg ellentételező többletét a válság előtt túlnyomó részben a kereskedelmi bankokon keresztül külföldről érkező hitelek és a külföldi portfólió-beruházások biztosították. Ezek a folyamatok azonban 2009-10-ben a visszájára fordultak, ami a magántőke-beáramlások leállítását (sőt, nettó kiáramlásokat) mutatja. A pénzügyi mérleg többletéhez egyre inkább egy korábban szinte jelentéktelen sor kezdett hozzájárulni: a monetáris hatóságok kötelezettségeinek növekedése (Lindner, 2011).

Az euró zóna – ellentétben pl. Argentína és az USA viszonyával – egy monetáris *unió*, egy közös központi bankkal, mely a valutaövezet minden kereskedelmi bankja számára ellátja az euróban történő ún. végső hitelezői (lender of last resort) funkciót (az argentin bankoknak nem volt lehetőségük a Fed-hez menni). Ahogy a PIIGS országok bankjai egyre rosszabb minőségűnek ítélt eszközöket halmoztak fel a könyveikben (versenyképtelen magánszektornak nyújtott hitelek, ingatlanbuborékba fektetés, eladósodott kormányok államkötvényei), a válság kitörésével kiszorultak a külföldi pénzpiacokról és beszűkült a privát finanszírozás lehetősége. A likviditási nehézségek kezelésére így ezen bankok jegybanki hitelért folyamodtak saját nemzeti bankjuknál, aki az Európai Központi Bank (EKB) nevében eljárva betöltötte a lender of last resort szerepét (Mayer, 2011). Ez az EKB-től kapott hitel aztán az adott nemzeti bank kötelezettségeként kerül könyvelésre, ami megjelenik a fizetési mérlegben is.

A folyó fizetési mérleg deficitjének finanszírozása így lényegében ahhoz hasonló, mint amikor a feltörekvő gazdaságok jegybankjai devizatartalékukat adták el, itt azonban a szükséges „tartalék pénz” (reserve money) az euró, amit az EKB korlátlan mennyiségben tud teremteni. Így ez a központi bank által teremtett „reserve money” az euró zóna egészét reprezentáló EKB-től a PIIGS országok felé áramolva finanszírozta azok folyómérleg-hiányát (Mayer, 2011). A 22. ábrán jól látszik, hogy a privát tőkebeáramlások szerepét, hogyan vette át 2007-től kezdve egyre növekvő mértékben ez a típusú finanszírozás: itt a periféria gazdaságainak tükörképeként Németország folyómérleg-többlete van szembeállítva a nettó tőkekiáramlással és a Bundesbank

EKB-val szembeni követeléseivel. A német bankok ugyanis a Dél-Európából „visszamenekített” vagy oda nem kihitelezett pénzüikkel nem tudván mit kezdeni (a folyómérleg-többlet után járó jövedelmeket helyezték korábban ki) bőséges likviditásban úsztak, és a felesleges pénzmennyiséget a Bundesbankon keresztül az EKB-nál helyezték letétbe (Bornhorst & Mody, 2012). Ez pedig a Bundesbank követeléseként jelenik meg a fizetési mérlegben. Az euró zóna integrált fizetési rendszerében, melyet TARGET2 rövidítéssel illetnek, így jelentős egyensúlytalanságok alakultak ki, amit az egyes nemzeti bankok TARGET2-n belüli nettó pozíciója mutat (Mayer, 2011). Ezt láthatjuk a 21. ábrán. Mivel a többletes országok bankjainak likviditási helyzete jó, és csak a periféria bankjai szorulnak az LOLR hitelre, így az EKB finanszírozási műveletei a déli államok felé válnak torzítottá (Mayer, 2011).

Mivel az itt leírt hiteleket a PIIGS államok bankjai automatikusan megkapják, ha kéri, feltéve, hogy megfelelő minőségű fedezetet mutatnak fel például államkötvény formájában, így az euró zónán belül a fizetési mérleg deficitek finanszírozása automatikus. A monetáris unión belül tehát a folyómérleg-deficit korlátja többé nem effektív, így a fizetési mérleg válság nem is tör olyan erőteljesen és kikényszerítő erővel felszínre, mint a 2.1. alfejezetben látott gazdaságok esetén. A felszín alatt azonban az egyensúlytalanságok továbbra is jelen vannak, és ez az automatikus, kevésbé fájdalmas kezelés csak elodázza az egyébként szükségszerű alkalmazkodást. A TARGET2-n belüli egyensúlytalanságok elvileg csak rövid távú likviditási gondok kezelésére hivatottak, és nem folyómérleg egyensúlytalanságok tartós finanszírozására. Ennek ellenére a PIIGS országok kötelezettségei a TARGET2-ben elvben a végtelenségig nőhetnek, és csak az EKB alapkamatát kell utánuk fizetni, ráadásul nincs visszafizetési kötelezettség (Mayer, 2011). Közgazdasági értelemben ezek az egyensúlytalanságok lényegében reálerőforrások transzferét jelentik, hiszen áruk, szolgáltatások és egyéb eszközök áramlanak Németország felől a perifériára folyómérleg egyensúlytalanságok formájában, amit az euró zóna az EKB kamatszintjén automatikusan, korlátlanul és mindenféle költségvetési kontroll nélkül finanszíroz (Mayer, 2011, p.6.). A túlzott pénzteremtés pedig előbb utóbb inflatorikus hatású is lehet. Ez a helyzet tehát hosszú távon nem fenntartható.

3. Az egyensúlytalanságok kezelése

3.1. Hogyan csökkenthető a folyómérleg-deficit?

A folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságát a nemzetközi gazdaságtan elmélete szerint kétféleképpen lehet megszüntetni. Az egyik út az ún. kiadásváltoztatás, melynek keretében a deficittel rendelkező periféria visszafogja a keresletét, és kevesebb belső fogyasztás mellett többet

kezd megtakarítani. A másik út az ún. kiadásátterelés, amikor is a PIIGS országok termékeit és szolgáltatásait vonzóbbá, olcsóbbá teszik a német termékekhez és szolgáltatásokhoz képest, ezáltal *átterelve* a kiadások egy részét a német termékek felől a mediterrán termékekre (Krugman & Obstfeld, 2000). A kétféle alkalmazkodási mechanizmus persze általában egymást kiegészítve, egymás mellett megy végbe.

A kiadásváltoztató stratégia lehetséges hatásaiból már ízelítőt kaptunk az előző fejezetben. A folyómérleg-hiány hirtelen csökkentése a megtakarítások növelését és belső kereslet drasztikus csökkentését követeli meg, ami – főleg ha nincs ellensúlyozva a külső kereslet élénkítésével – súlyos recessziót és növekvő munkanélküliséget eredményezhet. Ez egy nagyon fájdalmas út, ámde nem lehetetlen, főleg ha egy ország rákényszerül. Ha például az argentin jegybank az irtózatossá váló reálgazdasági következmények ellenére sem lett volna hajlandó feladni a peso rögzítését, akkor külső tőkebeáramlások és a TARGET2-höz hasonló finanszírozás hiányában az argentin gazdaság kénytelen lett volna ezen a drasztikus alkalmazkodási folyamaton végigmenni. Ismerünk azonban olyan példát is, ahol ez valóban megtörtént: a balti államok még az euró perifériájánál is nagyobb folyómérleg-deficiteket halmoztak fel a 2000-es évek során (2. ábra), ami egy jóval dinamikusabb növekedéssel párosult (16-17. ábra). A globális pénzügyi válság 2008-as kirobbanása után azonban – amikor a balti államok is szembesültek a hiányukat addig finanszírozó tőkebeáramlások hirtelen leállításával – a folyómérleg egyenlegek 1-2 év leforgása alatt a GDP 15%-a körüli hiányból kb. 10%-os többletbe fordultak át. Lettország esetében az alkalmazkodás a 2007-es mínusz 20%-ról 2009-re plusz 11%-ra fordította az egyenleget. A balti államok nem az euró övezet tagjai, így a balti bankok nem tudták az EKB végső hitelezői funkcióját kihasználni,³⁴ ezzel egy időben viszont az euróhoz való árfolyamrögzítést sem kívánták feladni, mivel ez hátráltatta volna őket a maastricht-i kritériumok teljesítése terén (instabil nominális árfolyam, elszabaduló infláció). A rögzítéshez való ragaszkodás miatt így a tőkebeáramlások leállása, sőt negatívba fordulása igen szigorú monetáris kondíciókat eredményezett. A külföldi tőke kiáramlását így részben a jegybanki devizatartalékok eladása, részben a reálgazdasági szereplők drasztikus alkalmazkodása révén javuló, majd többletbe forduló folyómérleg egyenleg finanszírozta.

A monetáris szigor és a belső kereslet meredek csökkenése párosulva a fixen tartott árfolyam miatt nem javuló külső versenyképességgel irtózatossá méretű recessziót és munkanélküliséget eredményezett a balti államokban. Az 16. ábrán látható hogy a reálgazdaság

³⁴ A balti bankok jórészt svéd és dán anyabankok leányai, és rajtuk keresztül végszükség esetén valószínűleg elérhető lett volna az EKB. Az anyabankok biztosítottak is elegendő likviditást leányaik túléléséhez, azonban az alkalmazkodást az okozta, hogy ezen felül viszont semmi mást nem akartak finanszírozni az általános kockázatkerülés közepette, és látva a kialakult fenntarthatatlan egyensúlytalanságokat (Lindner, 2011).

alkalmazkodása révén létrejövő recesszió sokkal mélyebb volt a baltiak esetében, mint az euró perifériáján: csak 2009-ben a GDP 15-18%-al esett vissza. Cserébe a folyómérleg hiányát igen gyorsan sikerült eltüntetni: Lettorszáiban és Litvániában 2009-ben 36%-ot esett az importkiadások értéke (Lindner, 2011, p.341).

Többen azt állítják, hogy a két országcsoporthoz az EU mentőcsomagjaiban keresendő a különbség: a PIIGS államok azért nem kényszerültek ilyen gyors alkalmazkodásra, mert kimentették őket, és sürgősségi hiteleket kaptak a GMU többi kormányától. Nemzetközi segélyhitelt azonban Lettországon is kapott, mégis itt volt a legmélyebb a recesszió Európa-szerte (Lindner, 2011). A különbség valódi oka nem is a fiskális politika alkalmazkodásának mértékében keresendő, hanem a magánszektorban. A tőkekiáramlásokat finanszírozó folyómérleg-többlethez ugyanis nem a megszorító és sokkal keményebben takarékoskodó költségvetés járult hozzá elsősorban (itt továbbra is deficit volt), hanem a privát szféra megtakarításainak elképesztő megugrása, a privát szféra többletes egyenlege (24. ábra). Bár a magánszféra a PIIGS államokban is összességében húzta magát, az alkalmazkodás csak a deficit csökkentésére, egyensúly felé tolására volt elegendő, és ez így nem tudta ellensúlyozni a továbbra is jelentős (sőt, egyre jelentősebb) költségvetési deficitet (24. ábra). Mindez arra utal, hogy a különbség valóban a TARGET2 rendszerében keresendő: a balti bankszektor durvábban kényszerült a hitelezés visszafogására, mint az euró perifériájának bankjai, ami így a privát szektor alkalmazkodását erősítette.

A kiadásváltoztató stratégia tehát, bár hatékony lehet, igen fájdalmas, és nem is biztos, hogy a teljesen más politikai kultúrával, valamint kevésbé rugalmasan reagáló gazdasággal rendelkező mediterrán államokban ezt a típusú sokterápiát lehetséges lenne véghezvinni. Éppen ezért érdemes lehet könnyíteni a folyamatot a kiadásátterelő stratégia alkalmazásával. Ez lényegében az exportszektor külső versenyképességének növelése által bővíti a külső keresletet, így csökkentve a belső kereslet alkalmazkodási kényszerét. Ha nő az export, az már önmagában is javítja a folyómérleg egyenlegét, és a külső kereslet növekedése mérsékli a recesszió és a munkanélküliség mértékét is. Ahogyan azt a 2.2. alfejezetben láttuk, a külső versenyképességet egyik legjobban megfogó mutatószám az ULC alapú reálárfolyam: ennek leértékelése segíthet tehát. Ahogyan persze a folyómérleg egyensúlytalanságok kialakulásában sem a reálárfolyamok játszottak az egyetlen és fő szerepet, úgy ezek megszüntetése sem képzelhető el pusztán a kiadásátterelő stratégia alkalmazásával, keresleti alkalmazkodás nélkül. A reálleértékelést tehát inkább egy támogató folyamatként kell felfognunk, ami persze a hosszú távú fenntarthatóság szempontjából kulcsfontosságú: a termelési költségek tartós különbsége mellett nem remélhető a folyómérleg egyensúlyának fenntartása. A következőkben a reálleértékelés lehetséges formáit tekintjük át.

3.2. A reálleértékelés különböző formái

A 2.1. alfejezetben alkalmazott definíció alapján két fél közötti reálárfolyam valójában az ugyanezen viszonylatban alkalmazott, de az egyes árszínvonalak hányadosával korrigált nominális árfolyam. A másik fél persze lehet több ország vagy régió kereskedelmi szerepükkel súlyozott átlaga is, ekkor beszélünk reáleffektív árfolyamindexről. Ha az árszínvonal méréséhez az egységnyi munkaerőköltséget választjuk, akkor kapjuk az ULC alapú reálárfolyamot.³⁵ Az árfolyamindex ezen felépítéséből fakadóan négy különböző módról lesz szó, amivel elérhető a reálleértékelődés, azaz a reálárfolyam gyengülése: nominális leértékelés, belső leértékelés, kivárás (magasabb infláció a partnereknél) és végül a munkatermelékenység növelése.

Az első megoldás a nominális árfolyam leértékelése. Ez az euró zóna tagjaiként nem lehetséges a PIIGS országok számára, hiszen nincs önálló árfolyamuk Németországgal szemben. Az egyedüli mód a valutaunióból való kilépés lenne. Ez a nominális árfolyam valószínűleg gyors gyengülésén keresztül jótékonyan hatna az exportra, ráadásul az önálló monetáris politika visszanyerése lehetőséget adna arra, hogy a fájdalmas folyómérleg-alkalmazkodást és fiskális megszorítást jegybanki eszközökkel enyhítsék. Sokan mutatnak Argentína 2002-es példájára, aki végül feladta a rögzítést a dollárral szemben, és egy súlyos válság után stabilan elkezdett növekedni (Blejer & Ortiz, 2012). Azonban a legtöbb közgazdász szerint az euróból való kilépésnek sokkal súlyosabb következményei lennének. Barry Eichengreen (2010b) szerint ez „minden pénzügyi válságok ősanját”³⁶ hozná el. A politikai, jogi nehézségektől és az új nemzeti valuta bevezetésének technikai bonyodalmaitól el is tekintve a lépés közgazdasági költségei is hatalmasak lennének. Az átállás ugyanis a fenti bonyodalmak miatt mindenképp időt venne igénybe, és ez alatt az idő alatt a gazdasági szereplők nem ülnének tétlenül, várva arra, hogy euróban lévő vagyonukat átkonvertálják egy minden bizonnyal gyengülő valutába. A leértékelési várakozások miatt mindenki próbálná külföldre menekíteni megtakarításait, ami egy klasszikus bankrohamot előidézve gyakorlatilag azonnal az összeomlás szélére sodorná a pénzügyi rendszert (Eichengreen, 2007). Ezt csak a nemzetközi tőkeáramlások korlátozásával lehetne elkerülni, ami az EU-n belül igen nehézkes lenne. A határokat is le kéne zárni, hogy az állampolgárok készpénzben se menekíthessék ki a vagyonukat, illetve az egész bankrendszert lezárni, hogy egyáltalán ki se tudják venni a pénzt a számlákról.

³⁵ $REER = \frac{\sum_i w_i * NE_i * ULC_i}{ULC_{domestic}}$ ahol, i alsóindex jelöli az egyes kereskedelmi partnereket, w az adott partner súlya az ország kereskedelmében, NE az adott partnerrel szembeni nominális árfolyam hazai valuta/külföldi valuta (indirekt) jegyzésben, az ULC pedig a 26. lábjegyzetben látott módon számolt egységnyi munkaerőköltség. Ebben a felírásban a reálárfolyam gyengülése a mutató emelkedését jelenti.

³⁶ „the mother of all financial crises” (Eichengreen, 2010).

Egy másik probléma a hitelek átkonvertálásának kérdése. Ha a külföld felé fennálló tartozások továbbra is euróban maradnának, az jelentős árfolyamkitettséget okozna azon gazdasági szereplők mérlegeiben, akik bevételeik nagy részét belföldről, az újonnan bevezetett nemzeti valutában szerzik. Az új valuta várható leértékelődése így valószínűleg csődök sorozatához vezetne, tovább fokozva a gazdasági káoszt. Ha a fenti hiteleket is átkonvertálnák az új pénznembe, az a külföldi befektetők szemében már önmagában egy csődeseménnyel érne fel. Az államcsőd is minden bizonnyal elkerülhetetlen lenne, ez azonban a már eleve nehéz fiskális pozíció miatt akár az euró övezeten belül maradvá is megtörténhet. A különbség az, hogy a kilépéssel az állam csődjében osztozna a magánszektor jelentős része is (UBS, 2011).

Végül az sem biztos, hogy a kilépéssel járó hasznok realizálódnának. A nominális leértékelődés ugyanis az importált inputok és félkész termékek termelésben lévő arányától és az árfolyam fogyasztói árakba történő begyűrzésének gyorsaságától függően nem feltétlen tud jelentős versenyképességi javulást elérni az exportszektorban (Wolf, 2011). Ha a nominális árfolyam gyengülésével egyidejűleg a termelési költségek is megnőnek (sok importált input) valamint a munkaerő is megdrágul (az importárak gyors begyűrzése miatt magasabb béreket követelnek), akkor a vállalat nem tudja termékeit olcsóbban kínálni külföldön – más szóval a nominális leértékelés hatását eleszi az infláció, a reálárfolyam nem sokat változik. A nagy infláció már csak azért is valószínű, mert az újonnan visszaszerzett önálló monetáris politika minden bizonnyal nem osztozna az EKB hitelességében az árstabilitást illetően, és az inflációs várakozások elszállása így valóban nehezzé tenné az árak stabilitását (Eichengreen, 2007).

Az euróból való kilépéssel járó költségeket a UBS egyik elemzése (2011), a GDP 40-50%-ára becsli, ami 9500-11500 euró/fő költséget jelentene csak az első évben (UBS, 2011, p.11). Ez tehát egy szinte vállalhatatlan opciónak tűnik a reálleértékelés elérésére.

A második lehetőség az ún. belső leértékelés. Ez a belföldi árak és bérek csökkentését, a belső árszínvonal deflációját jelenti lényegében. Ha csökkennek a bérek, az az adott ország ULC-jét is csökkenti, így rögzített nominális árfolyam mellett is elérhető a reálárfolyam gyengülése és az exportszektor versenyképességének javítása. Egy ilyen deflációs folyamat azonban igen fájdalmas, és magas munkanélküliséggel, visszaeső gazdasági teljesítménnyel, recesszióval jár. Ennek egyik oka egy koordinációs probléma: még ha hajlandó is lenne elfogadni minden munkás egy bizonyos bércsökkenést, senki sem akarja ezt elsőként megtenni (Friedman, 1953).³⁷ Nominális

³⁷ Milton Friedman ezt a problémát a nyári időszámítás bevezetéséhez hasonlította: egyedül egyik cég sem tolná el működését egy órával, még ha úgy kevesebb áramot is fogyasztana, hiszen így eltérne a piacon lévő többi vállalat nyitvatartásától, amihez a vásárlók hozzá vannak szokva. Viszont ha az óráátállítás koordináltan, az egész társadalomban egyszerre megy végbe, ez a probléma nem merül fel. A munkaerőpiacon ez az egyéni bércsökkenéssel

árfolyamcsökkenés hiányában ezt a koordinációt maximum egy egész országra kiterjedő szakszervezet tudná biztosítani, ám ez elég valószínűtlen. Ezen kívül empirikusan kimutatható, hogy a nominális bérek lefelé igen merevek: senki sem fogad el szívesen egy számszerű csökkenést a keresetében (Holden, 2004). Mindezek miatt a merevségek miatt a bérek nem tudnak könnyen és rugalmasan alkalmazkodni, és a bérdefláció nem lesz egy fájdalommentes folyamat. A végül is bekövetkező bércsökkenést csak tartós munkanélküliség lesz képes előidézni, ahogy a hosszú ideje munkanélküliségben lévők hajlandóak lesznek alacsonyabb fizetésért újra munkába állni. A mély recessziónak a balti államokban is megvolt ez a hatása: a bérek ott is elkezdtek csökkenni, és így végbement egy jelentősebb mértékű reálleértékelődés is, ami aztán enyhítette a kiadásváltoztatás fájdalmait (4. ábra).

A nominális bérmerevségek kapcsán újra előjönnek az optimális valutaövezetek kritériumai. Rugalmas árak és bérek mellett az itt szükséges reálárfolyam és folyómérleg alkalmazkodás sokkal könnyebben végbemehetne, azaz a mundell-i cikkre visszautalva a külső egyensúly helyre tudna állni a belső egyensúly megbomlása nélkül is. A mediterrán országok strukturálisan igen merev munkaerőpiaca az átlagosnál is nehezebbé teszi ezt, és így hozzájárul ahhoz, hogy ebből a szempontból az euró övezet még kevésbé optimális valutaövezet. A munkaerőpiac strukturális reformjával ezen lehetne változtatni. El lehetne érni egy rugalmasabb munkaerőpiacot pl. a munkanélküli segélyek csökkentésével, lazább foglalkoztatás-védő szabályozással és a munkások alkuerejének csökkentésével (pl. szakszervezetek visszaszorítása) (Zemanek et al, 2009).³⁸

A belső leértékelésnek ezen kívül van egy másik vonzata is, ami igen fájdalmassá teszi. A defláció ugyanis növeli az adósságok reálértékét, reálterhét, amiket így sokkal nehezebb visszafizetni. Csökkenő bérekből kell ugyanis egy nominálisan rögzített névértékű kötelezettséget visszafizetni, ami reálértelemben növekvő terhelést jelent az adós számára. A balti államok adósság szintje nem volt olyan magas, mint amit az euró övezet periferiáján tapasztalunk, így a belső leértékelés itt érezhetően megnövelné a csődrátákat, de mindenesetre a reálértelemben növekedő törlesztőrészek biztosan csökkentenék a rendelkezésre álló reáljövedelmet, amit beruházásra és fogyasztásra lehetne felhasználni. Ez a csökkenő kereslet csak még inkább súlyosbítaná a recessziót, növelné a munkanélküliséget erősítve ezáltal az árakra lefelé ható nyomást. És ezután a folyamat kezdődne előlről, könnyen kialakulhatna a Fisher-féle adósságdeflációs spirál (Fisher, 1933). Ebből az is következik, hogy a külső, devizában

és a koordinált bércsökkentéssel analóg, mely utóbbit pl. a nominális árfolyam leértékelése tökéletesen kezeli: mindenkinek egyszerre csökkenti a bérét külföldi pénzben kifejezve (Friedman, 1953)

³⁸ Bár vannak olyan elméletek is, amik szerint a munkások éppen a magasabb szintű védelemért cserébe hajlandóak elfogadni egy kicsit alacsonyabb bért, mert a nagyobb valószínűségű foglalkoztatás megér nekik ennyit (Zemanek et al, 2009).

denominált adósság szempontjából mindegy, hogy a reálleértékelődés a nominális árfolyam gyengülésén keresztül valósul meg vagy a belső árszínvonal deflációján keresztül, hiszen a törlesztőrészletek mindkét esetben ugyanolyan mértékben nőnek: vagy a törlesztendő deviza lesz drágább, amit ugyanakkora hazai fizetésből kell megvásárolni, vagy kisebb hazai fizetésből kell megvásárolni ugyanolyan árfolyamon a külföldi devizát, ami jelen esetben az euró.

A reálleértékelés harmadik módja a kivárás lehet. Ez az árak konkrét csökkenése helyett azok szinten tartásán alapul, de legalábbis a lényeg, hogy a partner országok inflációs rátájánál lassabb ütemben nőjenek az árak és a bérek. A kivárás azért szükséges, mert a partner ország inflációs rátája felülről bekorlátozza a két ország közötti inflációs különbséget, és így a reálleértékelődés mértékét, sebességét is (hazai defláció megengedése mellett ez csak a hazai ország választásától függne). Ha a partner országban alacsony az infláció, akkor ez a kivárás igen sokáig is eltarthat. Mivel az európai közös monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás, így a PIIGS országoknak ez rossz hír, Németország egyébként is a hagyományosan alacsony inflációval rendelkező országok között van. A hosszú kivárás persze nem feltétlen baj, de az egyre égetőbb folyómérleg egyensúlytalanságok a probléma viszonylag gyors kezelését kívánnák, nem beszélve arról, hogy az egyébként is recessziós környezetben kéne egy huzamosabb ideig megszorító politikát folytatni, ami nem engedi növekedni a béreket. A fenti kiváró taktikát például Németország alkalmazta sikerrel éppen a 2000-es évek alatt, amikor a reálárfolyam-különbségek kialakultak: a 2.2. fejezetben láttuk, hogy az ULC-beli különbségek jórészt a nominális bérek divergenciájából fakadtak, és Németország úgy tudott reálleértékelést elérni, hogy visszafogta nominális bérnövekedését, és kívárta, amíg partnerei gyorsabb bérinflációja megnöveli a versenyképességét.

Németországnak azonban nemcsak azért volt könnyebb dolga, mert a folyómérleg alkalmazkodás nem volt sürgető, hanem mert kereskedelmi partnerei, akikkel szemben leértékelni kellett, igen magas inflációs mutatókat produkáltak, ami így gyorsabbá és sikeresebbé teszi a kiváró stratégiát. Mivel most fordult a kocka, és a periféria államainak kéne leértékelni, nekik már sokkal nehezebb a feladatuk a hagyományosan stabil árakkal rendelkező Németországgal szemben. Ezen a ponton merülnek fel azok a javaslatok, miszerint az EKB-nak egy lazább, inflatorikus monetáris politika alkalmazásával segítenie kéne az alkalmazkodási mechanizmust és az északi államokban egy kicsit magasabb infláció generálásával levenni a belső leértékelés fájdalmas terhet a déli államok válláról (Krugman, 2011). Ez a javaslat rímel Keynes-nek a Bretton Woods-i konferencián hangoztatott álláspontjára, miszerint folyó-mérleg egyensúlytalanságok esetén nem egyedül a deficitesez ország van az alkalmazkodás felelőssége, hanem az egyensúly helyreállításából szimmetrikusan, a terheket a többletes országgal megosztva

kell csak kivennie a részét (Wyplosz, 2010). Sőt, Keynes inkább a többletes ország nagyobb szerepvállalását támogatta, hiszen a többlet csökkentése ebben az országban a fogyasztás növelését és a megtakarítások csökkenését jelentené. Ebből az élénkülésből ráadásul a külső kereslet élénkülése formájában a deficitese ország is kivenné a részét, így világgazdasági szinten az egyensúly helyreállítása növelné a keresletet. Ezzel szemben a deficitese ország alkalmazkodása a kereslet visszafogásával és deflációs hatások kialakulásával jár világszinten.

A baj ezzel a javaslattal, hogy az előregedő társadalmak problémájával küzdő fejlett európai államoknak igenis indokolt megtakarítaniuk, és folyómérleg többleteket futtatniuk (vö. 2.2. fejezet), és ezért ódzkodnak ettől a megoldástól. Ezen kívül, főleg Németországban, hagyományosan ellenségesen viszonyulnak a magas inflációhoz, aminek a költségét nem szívesen vállalják be. Ez ráadásul nehezen megbecsülhető méretű lyukat ütne az Európai Központi Bank inflációellenes hitelességén is, ami hosszabb távon jelent költségeket például az egész euró övezet kockázati prémiumának és nominális kamatszintjének emelkedésén keresztül. Az államoknak azt azonban látniuk kell az euró magjában is, hogy ha az alkalmazkodás teljes terhét a perifériára hárítják, az ott csökkenő kereslet komoly recessziós hatással lesz a saját gazdaságukra is, hiszen ezzel az ő exportpiacuk is beszűkülnek. A magasabb infláció ráadásul külön döntés nélkül, automatikusan is megérkezhet, ha figyelembe vesszük a 2.3. fejezet végén tárgyalt TARGET2 egyensúlytalanságokat, aminek keretében az EKB likviditáspótló műveletei növelik a pénzmennyiséget, ami hosszabb távon inflációs nyomást generálhat.

Végül a negyedik út, amin keresztül el lehet érni az ULC alapú reálárfolyam gyengülését, a munka termelékenységét növelő strukturális reformok bevezetése. Mivel az egységnyi munkaerőköltség (ULC) a nominális bér és a munkaerő produktivitásának hányadosa, így az ULC nemcsak a nominális bérek deflálásán keresztül csökkenthető (mint a belső leértékelés esetében), hanem a produktivitás növelésén keresztül is. A probléma ezzel az, hogy amint azt láttuk, a produktivitás növekedésével nem volt minden PIIGS ország esetében gond (Görögország, Írország), így nem is feltétlen biztos, hogy ezen a teljesítményen sokat lehet javítani. A valóban rosszul teljesítő országok (pl. Olaszország) esetében is viszont az a gond, hogy a produktivitás növeléséhez szükséges strukturális reformok csak hosszabb idő múlva fejtik ki hatásukat, és bevezetni sem lehet őket egy csapásra. Egy másik bonyodalom, hogy egy ilyen reform megtervezése és kivitelezése (pl. oktatás) egy sokkal rosszabbul strukturált feladat, mint pl. a nominális árfolyam gyengítése. Zemanek et al (2009) azonban rámutat, hogy a magasabb tőkeállomány és fejlettebb technológia mellett a munkaerő produktivitása is megnő. Ebből a szempontból tehát a termelékenység javulását a magánszektor alkalmazkodása is előidézheti, amennyiben a romló versenyképesség miatt csökkenő profitok bizonyos „reformintézkedések

meghozatalára” készítetik őket: újabb technológiába való beruházás, innovációs tevékenység, vagy a tőke-munka arány növelése. A baj itt az, hogy bár a munkaerő produktivitása végül nő, a folyamat során a tőke-munka helyettesítés következtében szintén nő a munkanélküliség, így ez a folyamat sem fájdalommentes.

Hogy melyik módszer az üdvözítő az itt felsoroltak közül, azt nehéz megmondani, hiszen mindegyik jelentős problémákkal küzd. Nagyobb biztonsággal talán csak azt lehet állítani, hogy az első verzió (nominális leértékelés és euróból való kilépés) a többinél jóval nagyobb költségeket jelent, így ez nem preferált és valószínűleg nem fog megvalósulni. Ami a másik három lehetőséget illeti, az optimális megoldás a három valamilyen arányú keveréke lehet, és feltételezhető, hogy ez is fog megvalósulni: az euró perifériáján növekvő munkanélküliség lefelé ható nyomást helyez az ottani bérekre, míg az EKB likviditásnövelő lépései a valutaövezet egészében növelhetik az inflációt. Ezzel együtt a komoly termelékenységi gondokkal küzdő mediterrán országok nem kerülhetik ki a szükséges strukturális reformok meghozatalát.

KONKLÚZIÓ

Az euró jelenlegi válsága egy szuverén adósságválság formájában tört a felszínre, azonban a felszín alatt valójában egy fizetési mérleg válságról van szó. A közös valuta 1999-es megalakulása után szembetűnő folyómérleg egyensúlytalanságok kezdtek kialakulni az euró övezet magja és perifériája között: Portugália, Olaszország, Írország, Görögország és Spanyolország folyómérleg hiányát a nagyrészt Németországból érkező tőkebeáramlások finanszírozták, melynek tükröképeként ott állt a hasonló méretű német folyómérleg többlet. A folyó fizetési mérleg deficitje egy bizonyos szintig az alacsonyabb jövedelmi szinttel és nagyobb növekedési potenciállal rendelkező periféria felzárkózási folyamatának egészséges jele, azonban az euró övezeten belüli egyensúlytalanságok nagyobbak lettek annál, mint amit ez a konvergencia indokoltta tett volna.

A túlzott folyómérleg deficithez néhány országban erőteljesen hozzájárult a felelőtlen költségvetési politika, a fiskális túlköltekezés. Jelen dolgozatban azonban arra hívtam fel a figyelmet, hogy a kormányzati felelőtlenségen kívül egy másik tényező is igen fontos (ha nem fontosabb) szerepet játszott a fenntarthatatlan egyensúlytalanságok kialakulásában: a periférián kialakuló eszközár-buborékok. Itt fontos megemlíteni az euró zóna, mint nem optimális valutaövezet szerepét. A közös monetáris politika által biztosított közös nominális kamatszint a felzárkózó periféria országaiban az egyensúlyinál alacsonyabb reálkamatszintet hozott létre, ami fűtötte az eszközár-buborékok kialakulását: a folyómérleg deficitjét tápláló tőkebeáramlások nem

produktív beruházásokat finanszíroztak a tradable szektorban, hanem hitelbuborékok felfújásán keresztül az eszközárakat hajtották fel, ami egy idő után fenntarthatatlanná vált. A folyamatot csak erősítette a túlhevülés miatt felértékelődő reálárfolyam, és az így romló külső versenyképesség.

A válság kirobbanása után az alkalmazkodás azonban nem volt olyan drasztikus és hirtelen, mint a máshol megfigyelt fizetési mérleg válságok esetén: ez a monetáris unió integrált pénzügyi rendszerének, és az EKB végső hitelezői funkciójának köszönhető. Mayer (2011) a PIIGS államok ezt a képességét, hogy huzamosabb ideig futhatnak folyómérleg deficiteket, az Egyesült Államok „égbekiáltó privilégiumához” (exorbitant privilege) hasonlítja. Míg az USA a dollár tartalékvaluta szerepe miatt képes erre, addig a gyengébb euró tagállamok a monetáris unióban való tagságukat tudják felhasználni. Bár a sokkhatást ez enyhíti, csak elodázza a mélyben ott lévő feszültségek feloldását, amit mindenképpen kezelni kell.

A fizetési mérleg egyensúlyának visszaállításához támogató szerepet nyújthat a periféria reálleértékelése, melynek valószínűleg egyszerre valósul meg több formája: a PIIGS államok deflációját és produktivitást növelő strukturális reformjait az északi országok kissé magasabb inflációja segítheti. Az euró övezet felbomlása valószínűleg sokkal nagyobb költségekkel járna, mint amekkora hasznok realizálódhatnának. Bár az euró övezet valóban nem egy optimális valutaövezet, az integráció útján való visszafordulás nem tűnik járhatónak. A fiskális egyensúlytalanságok és az eszközár-buborékok jövőbeli kezelésére szükséges az ezeket szabályozó intézményi és szabályozó rendszer reformja, mint például a fiskális politikák koordinációja vagy a pénzügyi rendszer közösségi szintű, integrált szabályozása. Ezek hozzájárulhatnak ahhoz, hogy az euró zóna egy optimálisabb valutaövezetté váljon, és a közös monetáris politika megfelelőbb legyen az összes tagország számára.

HIVATKOZÁSJEGYZÉK

- AHEARNE, A, B SCHMITZ & J VON HAGEN**
[2007]: Current account imbalances in the euro area. *CASE Studies & Analyses*, No. 345.
- ARGHYROU, M G & G CHORTAREAS** [2008]: Current Account Imbalances and Real Exchange Rates in the Euro Area. *Review of International Economics*, Vol. 9, Iss. 5, pp.747-764.
- BALDWIN, RICHARD & CHARLES WYPLOSZ**
[2004]: The Economics of European Integration. McGraw-Hill Education, New York
- BELKE, A & C DREGER** [2011]: Current account imbalances in the euro area: Catching up or competitiveness? *European Viadrina Frankfurt (Oder)*, Department of Business Administration and Economics, Discussion Paper No. 297
- BINDSEIL, U & P J KÖNIG** [2011]: The economics of TARGET2 balances. *SFB 649 Discussion Paper*, 2011-035, Humboldt-Universität zu Berlin
- BOCK GYULA & MISZ JÓZSEF** [2007]: A nemzetközi fizetési mérleg. Kézirat, *Budapesti Corvinus Egyetem, Makroökonómia Tanszék*
- BROZ, TANJA** [2005]: The Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Review. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, No. 104/2005. pp. 53-78.
- BLANCHARD, OLIVIER & FRANCESCO GIAVAZZI** [2002]: Current Account Deficit in the Euro Area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2, pp. 148-186.
- BLEJER, MARIO & GUILLERMO ORTIZ**
[2012]: Latin lessons. *The Economist*, Feb 18th 2012
- BORNHORST, FABIAN & ASHOKA MODY**
[2012]: TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe. *voxEU.org*, url: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7700> (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- CALVO, G A & MISHKIN, F S** [2003]: The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *The Journal of Economic Perspectives*; Fall 2003, Vol. 17, Iss. 4, pp. 99-118.
- CALVO, G A & REINHART, C M** [2000]: Fear of floating. *NBER Working Paper Series*, No. 7993.
- CHANG, R & VELASCO, A** [2001]: A Model of Financial Crises in Emerging Markets. *The Quarterly Journal of Economics*; May 2001, Vol. 116, Iss. 2, pp. 489-517.
- DE GRAUWE, PAUL** [2011]: The governance of a fragile eurozone. Working Paper. url: http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf (letöltve: 2012. április 22.)
- DE LA TORRE, A, E L YEYATI & S SCHMUCKLER** [2010]: Varieties of internal devaluation: Peripheral Europe in the Argentine mirror. *voxEU.org*, url: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4724> (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- Deutsche Bundesbank** [2011]: The dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance. *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, March 2011, pp. 34-35.
- DRAGHI, MARIO** [2012]: Competitiveness of the euro area and within the euro area. speech given at the colloquium "Les défis de la compétitivité", organised by Le Monde and l'Association Française des

Entreprises Privées (AFEP), Paris, 13 March 2012. url: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120313.en.html> (letöltve: 2012. ápr. 22.)

EICHENGREEN, BARRY [2007]: The Breakup of the Euro Area. *NBER Working Paper; No. 13 393.*

EICHENGREEN, BARRY [2010A]: Imbalances in the Euro Area. Background paper. url: http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/Imbalances_Euro_Area_5-23-11.pdf (letöltve: 2012. ápr. 22.)

EICHENGREEN, BARRY [2010B]: The euro: love it or leave it? *voxEU.org*, url: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/729> (letöltve: 2012. ápr. 22.)

European Central Bank [2005]: Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area. *ECB Monthly Bulletin*, May 2005, pp. 61-77. url: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200505en.pdf> (letöltve 2012. ápr. 22.)

European Central Bank [2008a]: Monitoring labour cost developments across euro area countries. *ECB Monthly Bulletin*, November 2008, pp. 69-85.

European Central Bank [2008b]: Special edition of the Monthly Bulletin. May 2008. url: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf> (letöltve: 2012. ápr. 22.)

European Central Bank [2012a]: Euro area cross-border financial flows. *ECB Monthly Bulletin*, February 2012, pp. 105-118.

European Central Bank [2012b]: Official website of the ECB. url: <http://www.ecb.int/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html> (letöltve: 2012. ápr. 22.)

European Commission [2008]: EMU@10 – Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. url: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12680_en.htm (letöltve: 2012. április 22.)

European Parliament [2010]: EU budgets and national budgets 1999-2009. url: http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/econ/dv/euandnationalbudgets/euandnationalbudgets_en.pdf (letöltve: 2012. ápr. 22.)

Eurostat [2012]: Database. url: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (letöltve: 2012. ápr. 22.)

FELDSTEIN, M & C HORIOKA [1980]: Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, Vol. 90, pp. 314-329.

FISHER, IRVING [1933]: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, Vol. 1, pp.337-357.

FRANKEL, J & A ROSE [1997]: Is EMU more justifiable ex post than ex ante? *European Economic Review*, Vol. 41, pp. 753-760.

FRIEDMAN, MILTON [1953]: The Case for Flexible Exchange Rates. in: Milton Friedman: Essays in Positive Economics, University of Chicago Press

GIAVAZZI, FRANCESCO & LUIGI SPAVENTA [2010]: Why the current account matters in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area. *CEPR Discussion Paper*, No. 8008.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, JOSÉ MANUEL [2005]: The reform of the Stability and Growth Pact: an assessment. speech given at the ECB conference on „New Perspectives on Fiscal Sustainability”, Frankfurt am Main, 13 October 2005

- HOLDEN, STEINAR [2004]:** The Costs of Price Stability: Downward Nominal Wage Rigidity in Europe. *Economica*, Vol. 71, pp. 183-208.
- KENEN, PETER [1969]:** The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View. in: Mundell & Swoboda (szerk.): Monetary Problems in the International Economy. University of Chicago Press, Chicago
- KRUGMAN, PAUL [1979]:** A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*; Vol. 11, pp. 311-325.
- KRUGMAN, PAUL [1998]:** What happened to Asia? url: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTE.html> (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- KRUGMAN, PAUL [2009]:** The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. Penguin Books
- KRUGMAN, PAUL [2011]:** Can Europe be saved? *The New York Times*, url: http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?_r=2&hp (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- KRUGMAN, PAUL & MAURICE OBSTFELD [2000]:** Nemzetközi gazdaságtan. Panem Könyvkiadó, Budapest, 2003
- LANE, P R & B PELA [2011]:** Current Account Imbalances in Europe. paper presented at the XXIVth Moneda y Credito Symposium, Madrid, November 3-4, 2011
- LAPAVITSAS, C, A KALTENBRUNNER, D LINDO, J MICHELL, J P PAINCEIRA, E PIRES, J POWELL, A STENFORS & N TELES [2010]:** Eurozone crisis: beggar thyself and thy neighbour. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, Vol. 12, Iss. 4, 321-373.
- LEVY, MICKEY [2012]:** Diverging competitiveness among EU nations: Constraining wages is the key. *voxEU-org*, url: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7536> (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- LINDNER, AXEL [2011]:** Macroeconomic Adjustment: the Baltic States versus Euro Area Crisis Countries. *Intereconomics*, 2011, Iss. 6, pp. 340-345.
- MAYER, THOMAS [2011]:** Euroland's hidden balance-of-payments crisis. *Deutsche Bank Research Discussion Paper*, October 26, 2011. url: https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000279906/Euroland%E2%80%99s+hidden+balance-of-payments+crisis.pdf (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- MCKINNON, ROBERT [1963]:** Optimum Currency Area. *American Economic Review*, Vol. 56, pp. 717-725.
- MISHKIN, FREDERIC S [2004]:** The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Pearson Addison-Wesley
- MONGELLI, FRANCESCO PAULO [2010]:** On the benefits and costs of a monetary union. *CEPR Policy Insight No. 46*. url: <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight46.pdf> (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- MUNDELL, ROBERT [1961]:** A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 54, pp. 657-664.
- OBSTFELD, M & ROGOFF, K [1995]:** The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*; Fall 1995, Vol. 9, Iss. 4, pp. 73-96.
- OECD [2012]:** Database. url: <http://stats.oecd.org/> (letöltve: 2012. ápr. 22.)
- The Economist [2010a]:** How to run the euro – Fixing Europe's single currency. *The Economist*, Sep 23rd 2010

The Economist [2010b]: Breaking up the euro area – How to resign from the club. *The Economist*, Dec 2nd 2010

The Economist [2011]: Portugal – The third bailout. *The Economist*, Apr 7th 2011

UBS [2011]: Euro break-up – the consequences. *UBS Investment Research*, url: <http://www.creditwritedowns.com/2011/09/eurozone-breakup-consequences.html> (letöltve: 2012. ápr. 22.)

VEESTRAETEN, DIRK [2010]: Optimum Currency Areas. *Universiteit van Amsterdam*, International Economics lecture notes, 14 Nov 2010

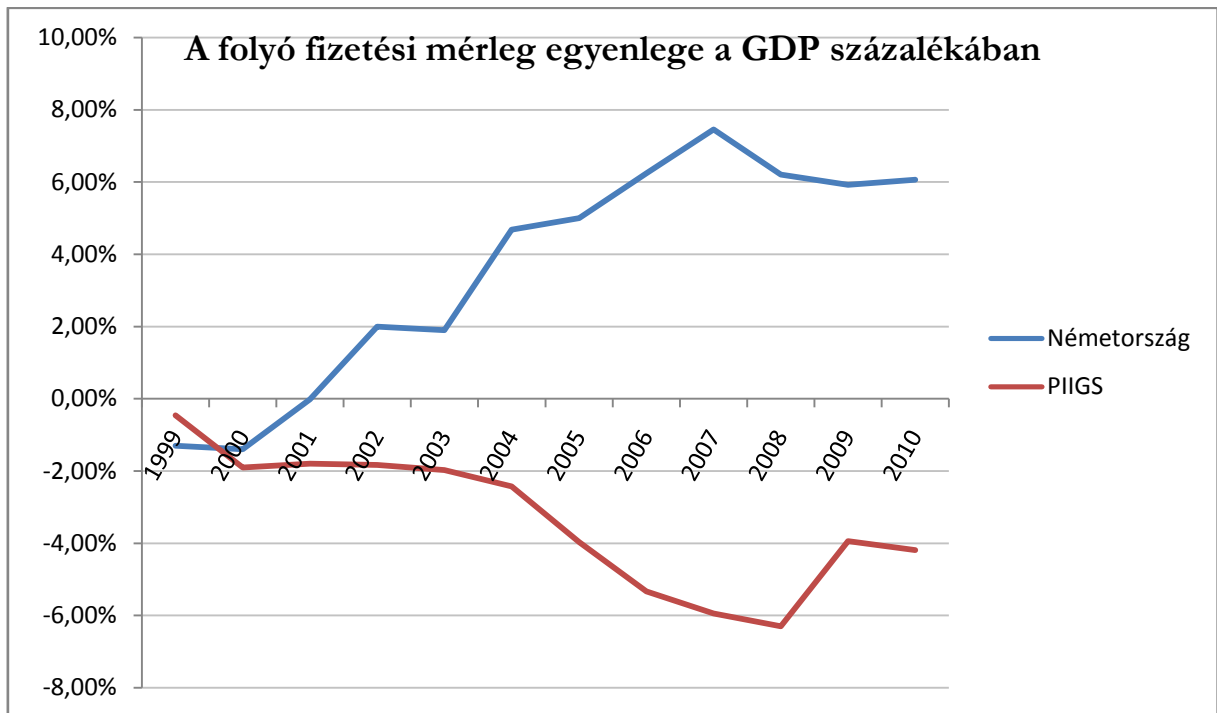
WOLF, HOLGER [2011]: Internal devaluation in a monetary union. *International Economics & Economic Policy*, Iss. 2011/8, pp. 3-6.

WYPLOSZ, CHARLES [2010]: Germany, current accounts and competitiveness. *voxEU.org*, url: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4820> (letöltve: 2012. ápr. 22.)

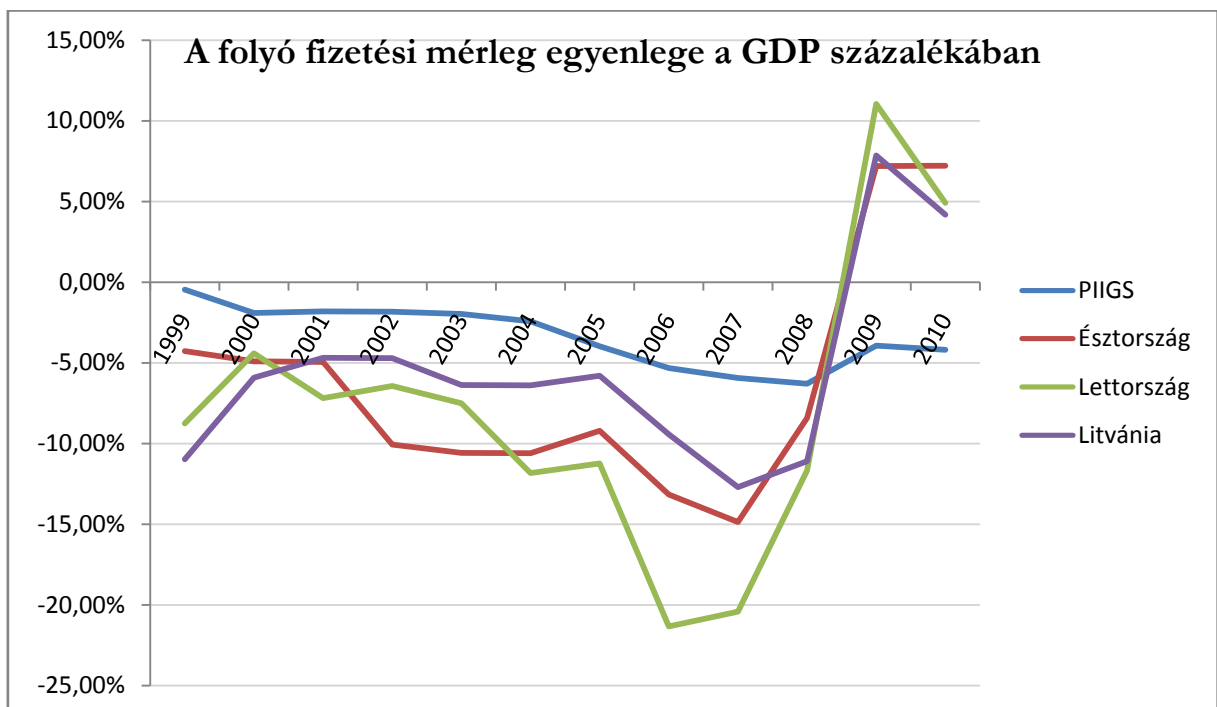
ZEMANEK, H, A BELKE & G SCHNABL [2009]: Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness. *CESifo Working Paper*, No. 2639.

MELLÉKLET

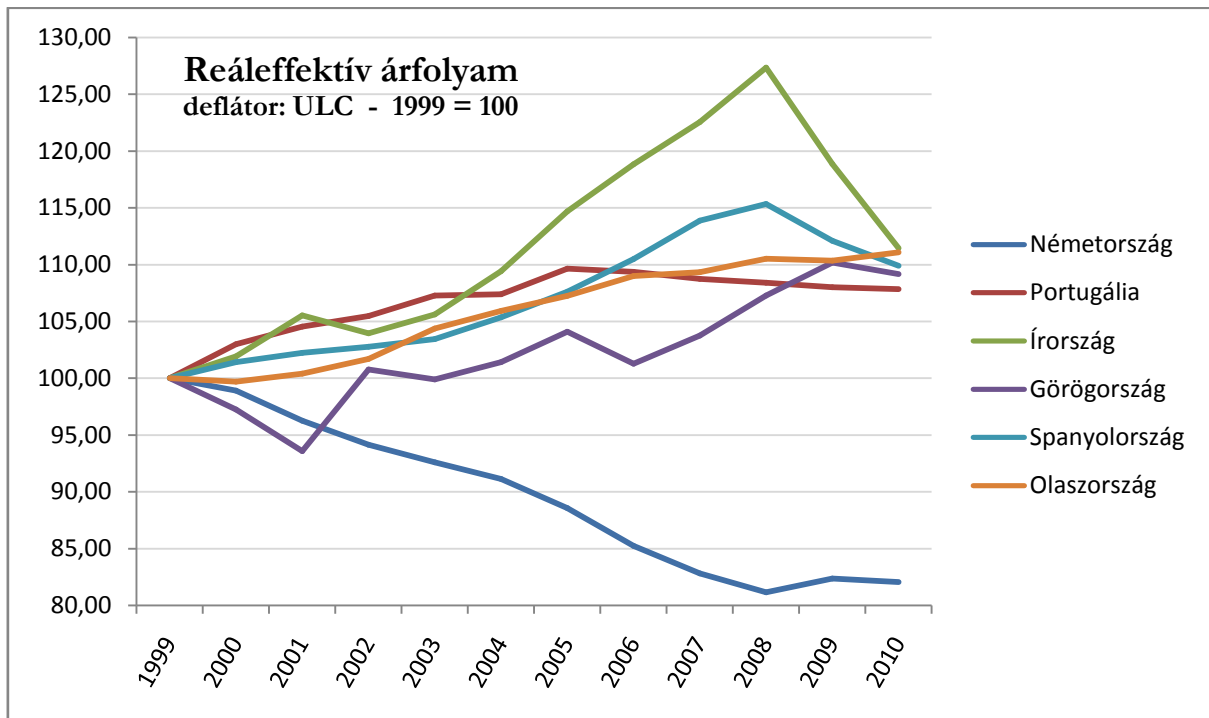
A) ÁBRÁK



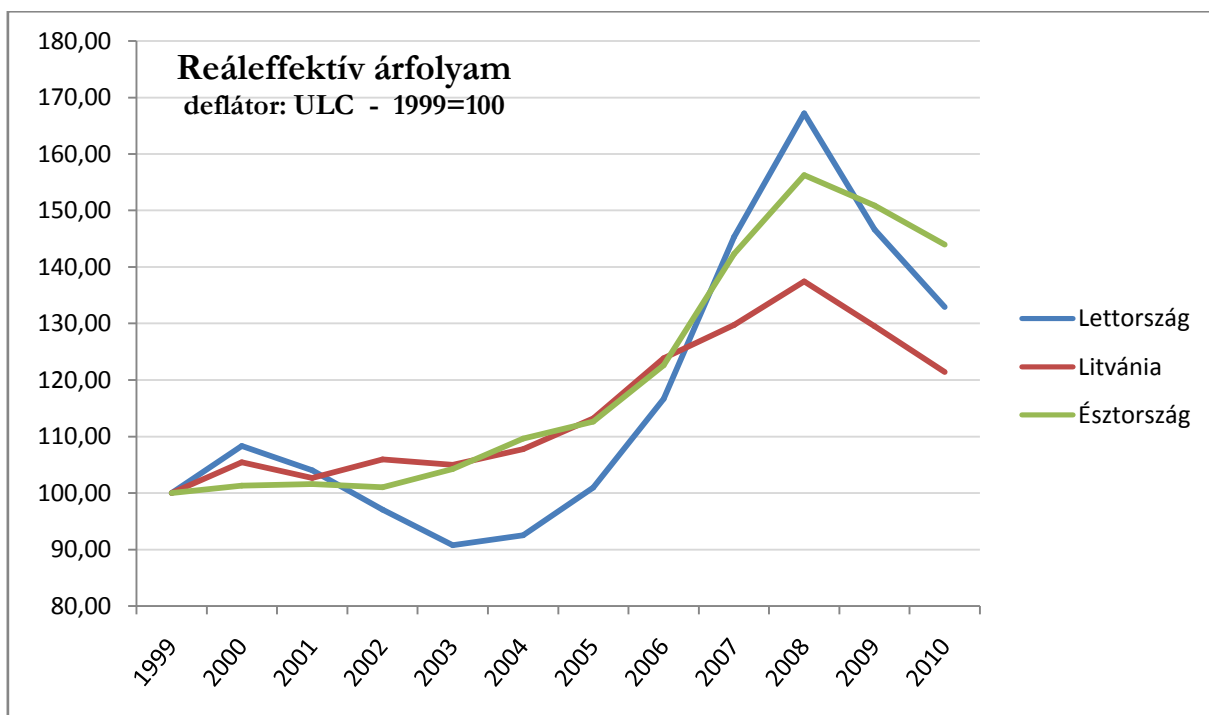
1. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában, a világ összes többi országával szemben. (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012)



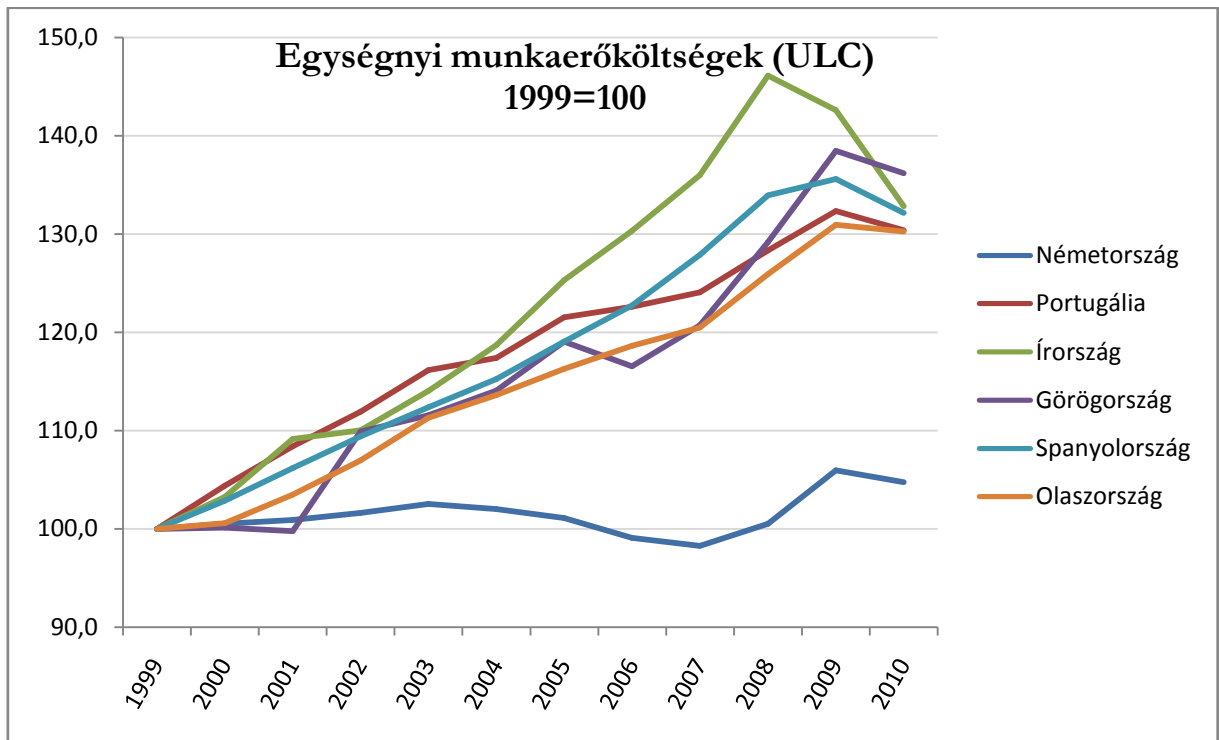
2. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában, a világ összes többi országával szemben. (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012)



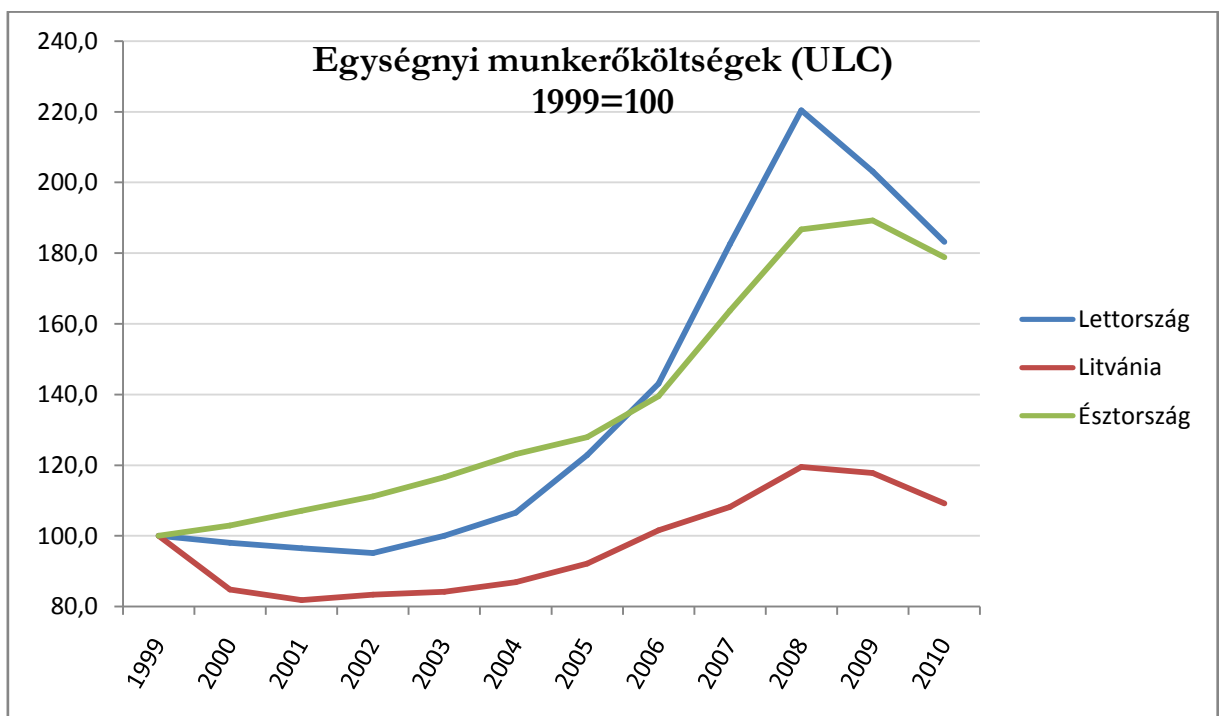
3. ábra: ULC alapú reáleffektív árfolyamindex 16 euró zónabeli kereskedelmi partnerrel szemben, 1999=100. (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012)



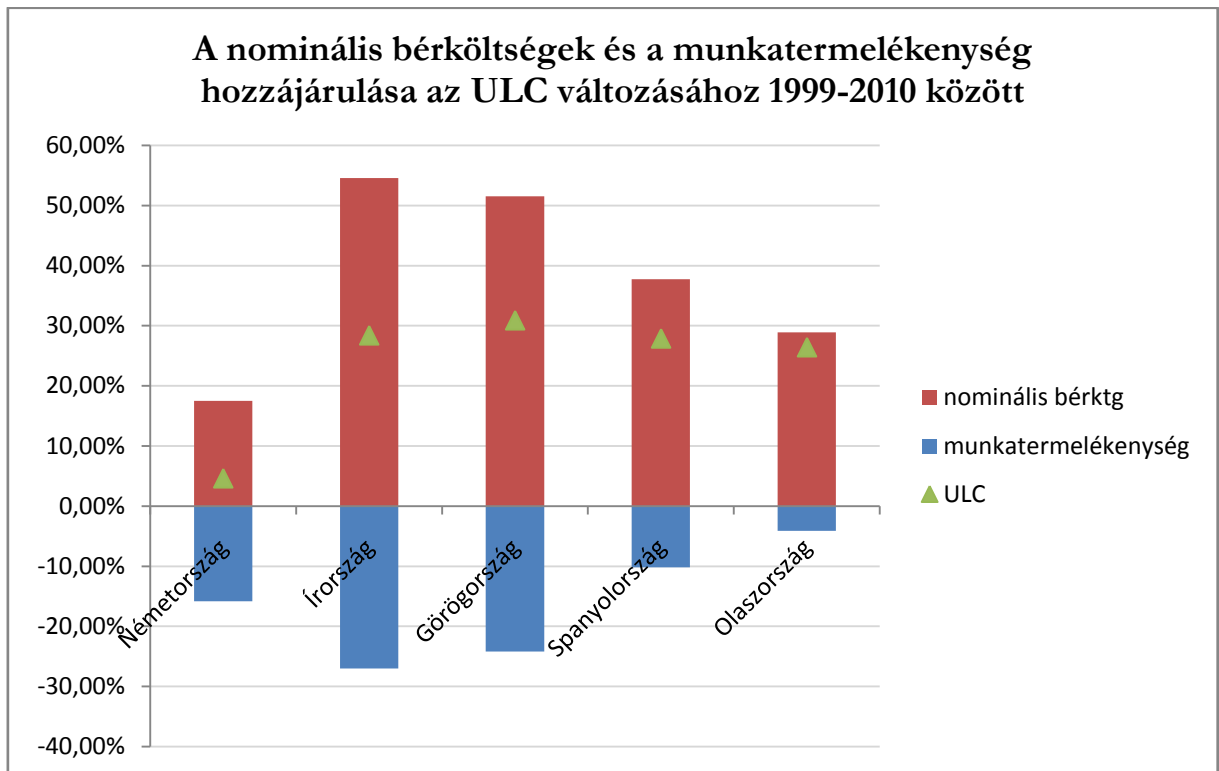
4. ábra: ULC alapú reáleffektív árfolyamindex 16 euró zónabeli kereskedelmi partnerrel szemben, 1999=100. (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012)



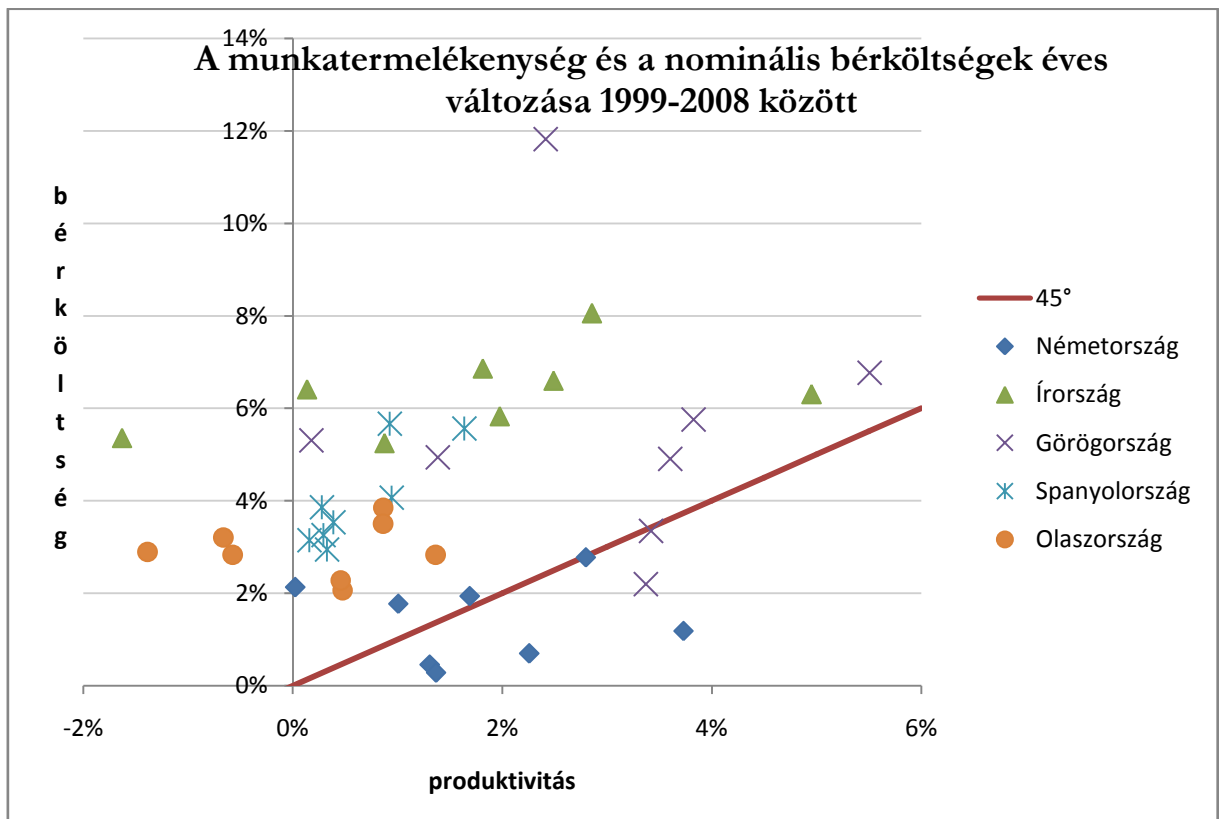
5. ábra: Egységnyi munkaerőköltségek (unit labor costs) a teljes gazdaságban, 1999=100. (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012)



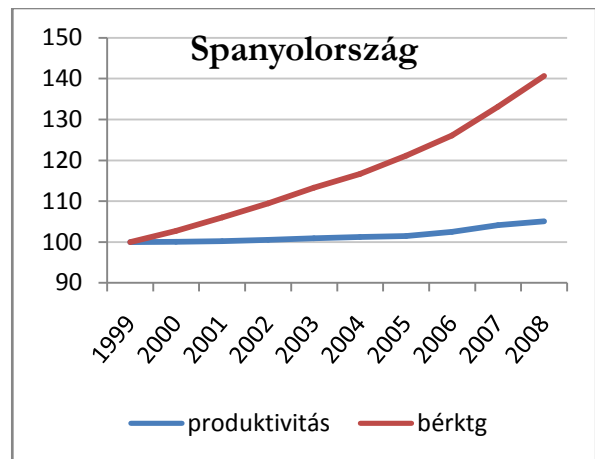
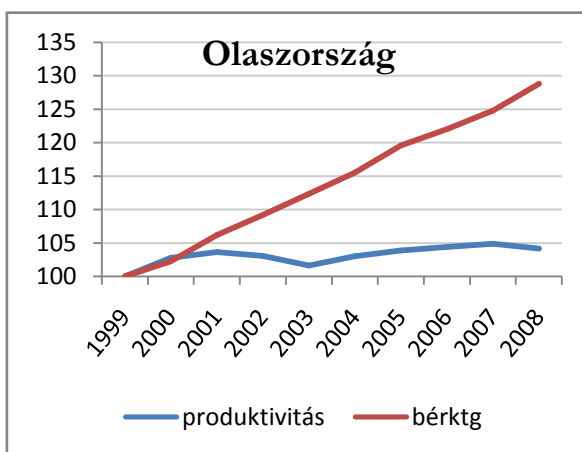
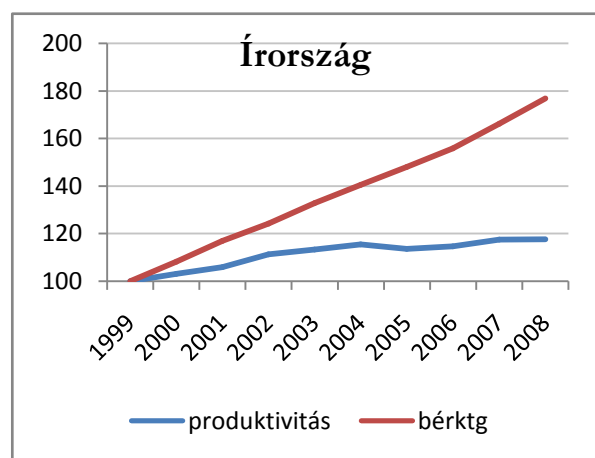
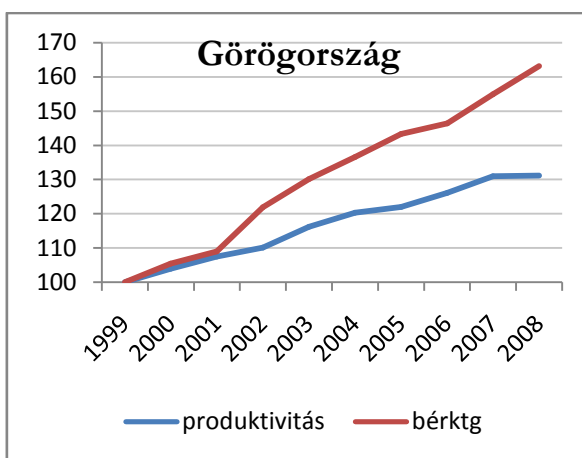
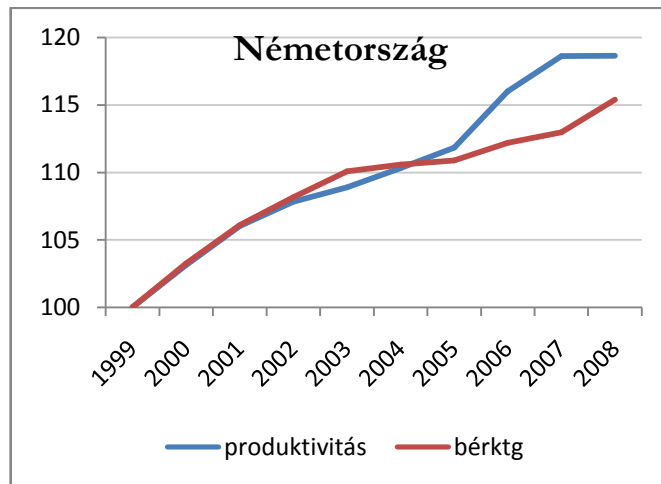
6. ábra: Egységnyi munkaerőköltségek (unit labor costs) a teljes gazdaságban, 1999=100. (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012)



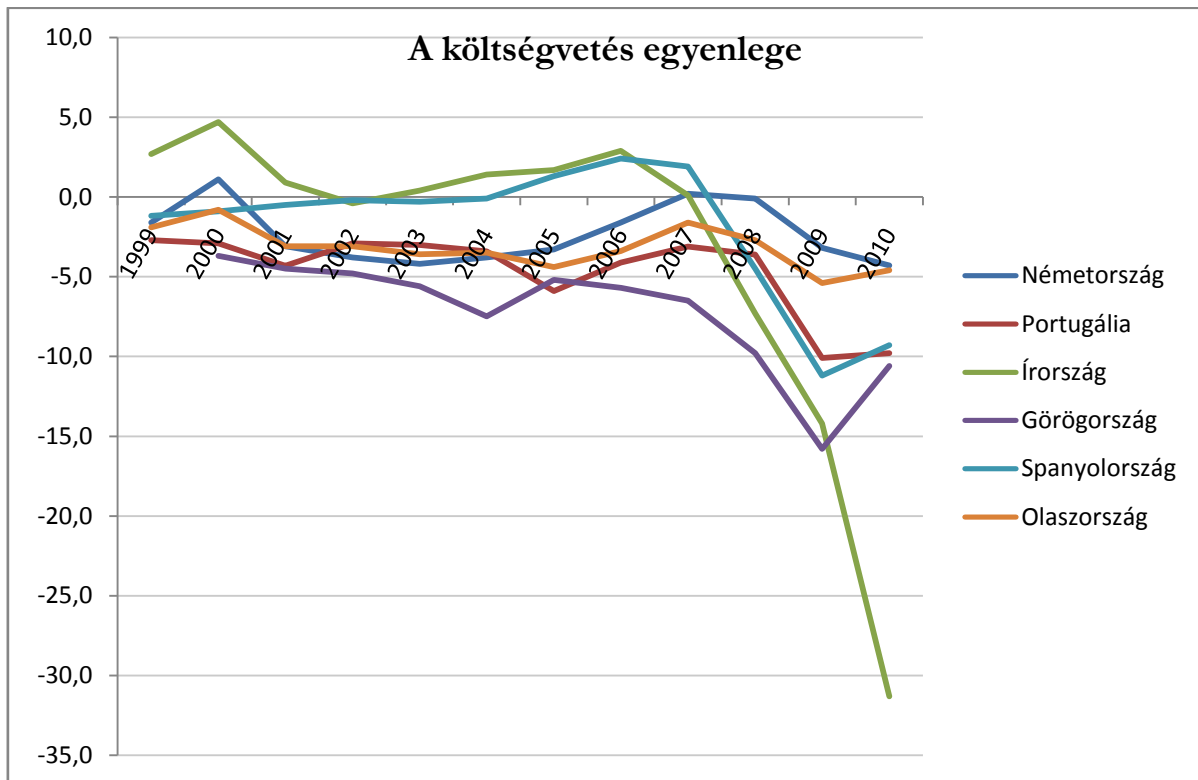
7. ábra: ULC 1999-2010 közötti változásának felbontása a nominális bérköltség és a munkatermelékenység hozzájárulására. Az indexek logaritmus-differenciáit alkalmazva érvényesül az összecszerű összefüggés (saját ábra és számítások, forrás: Eurostat, 2012 és OECD, 2012).



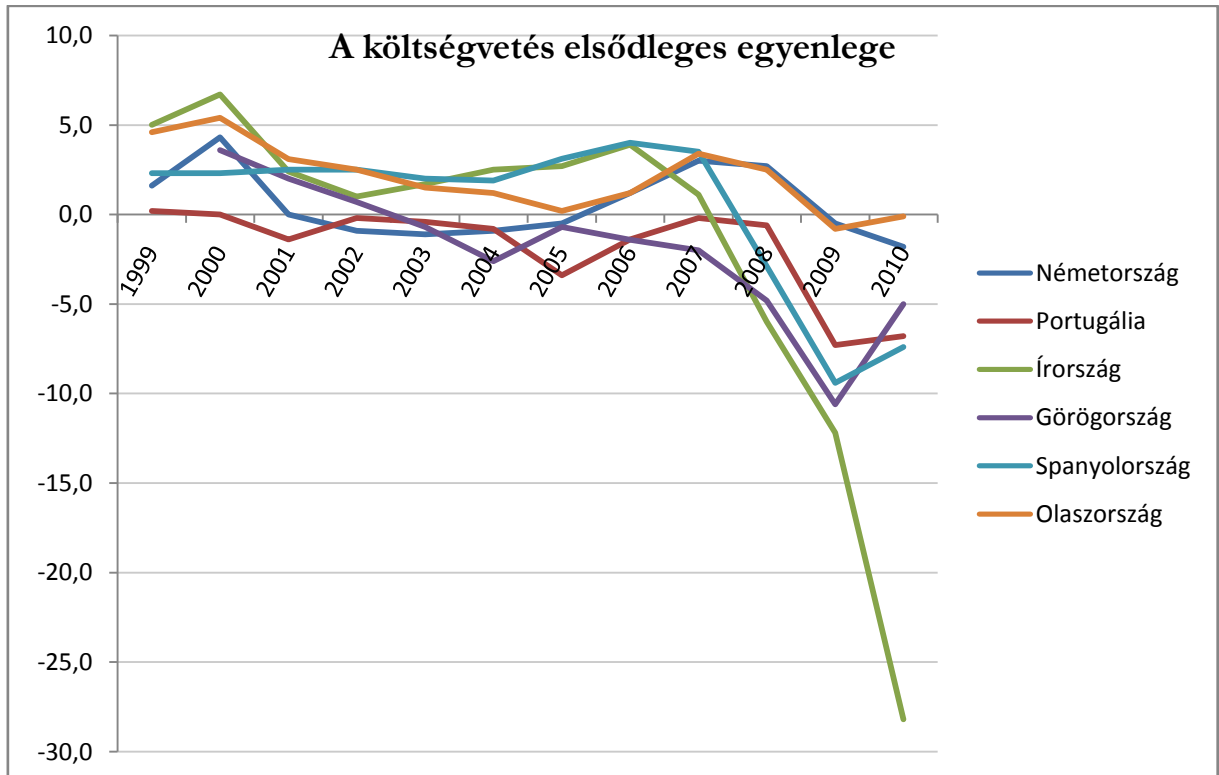
8. ábra: A munkatermelékenység és a nominális bérköltségek éves százalékos változása 1999-2008 között. A 45°-os egyenestől balra, felfelé elhelyezkedő pontok esetében az ULC nő (saját ábra és számítások, forrás: Eurostat, 2012 és OECD, 2012).



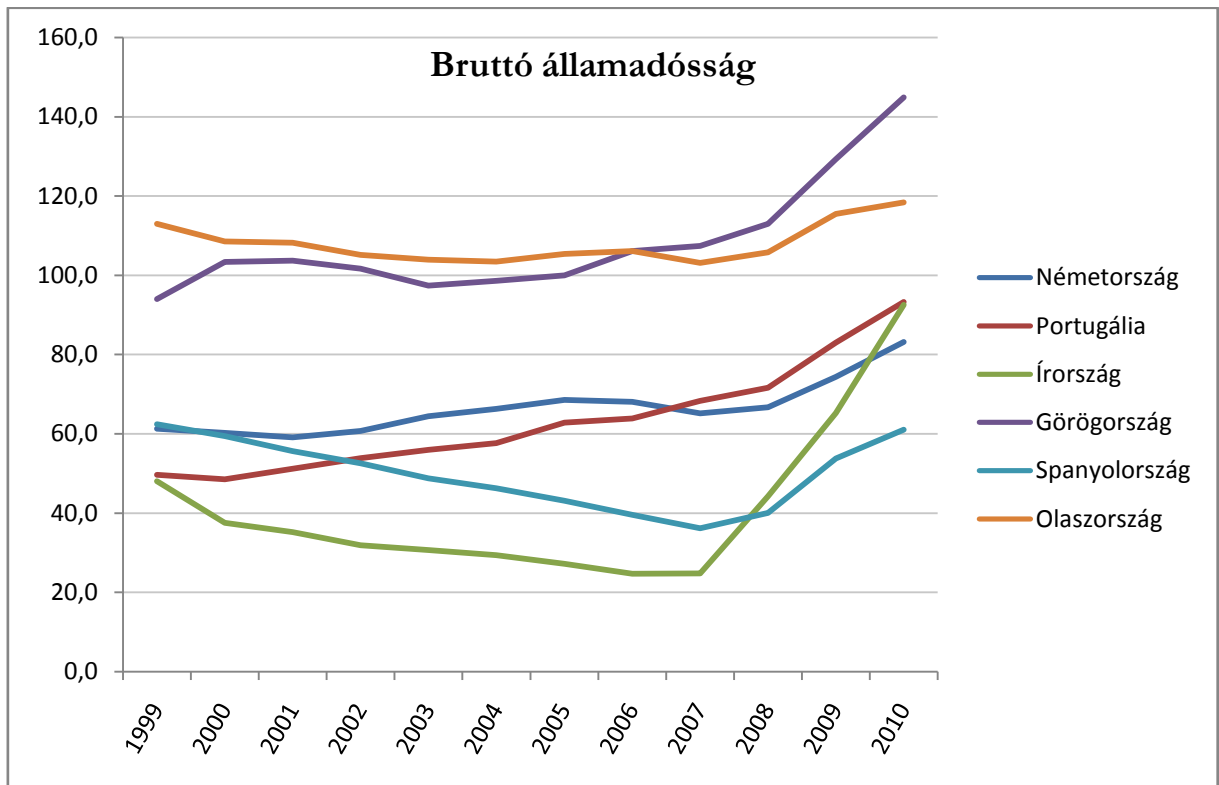
9. ábra: A munkatermelékenység és a nominális bérköltségek alakulása, 1999=100 (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012 és OECD, 2012).



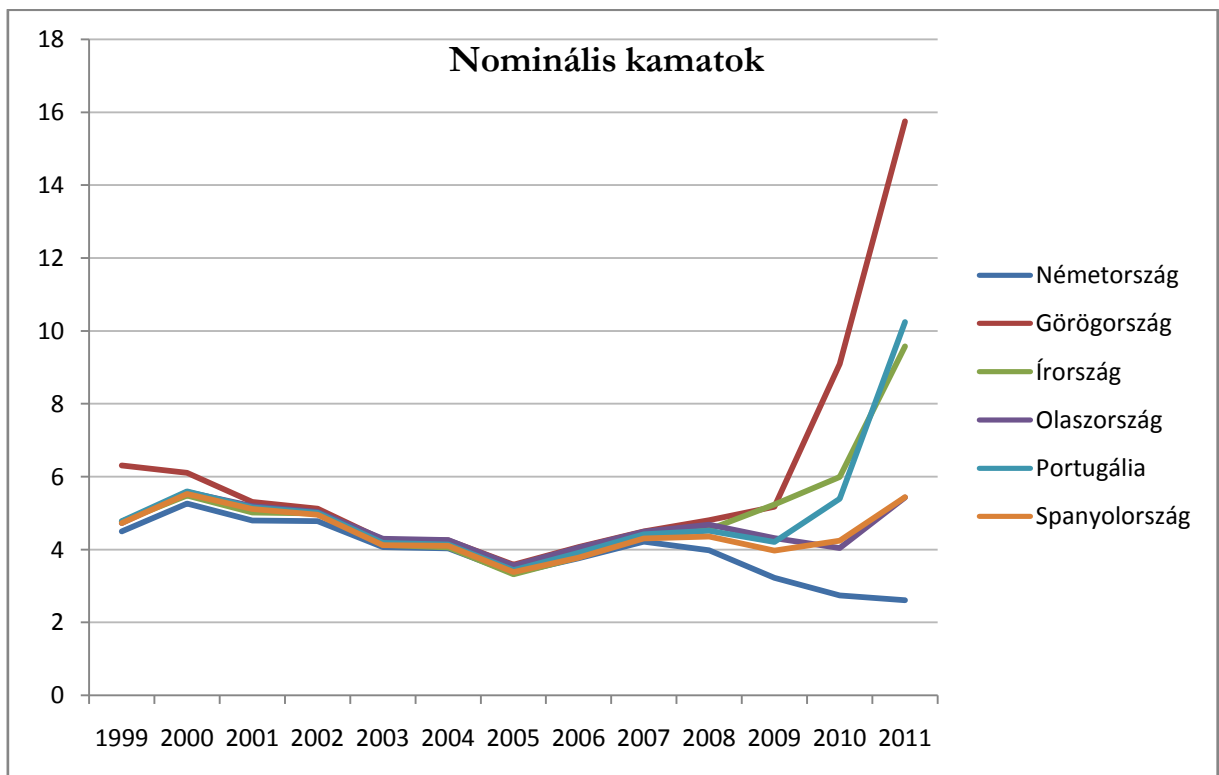
10. ábra: A központi költségvetés egyenlege a GDP százalékában (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



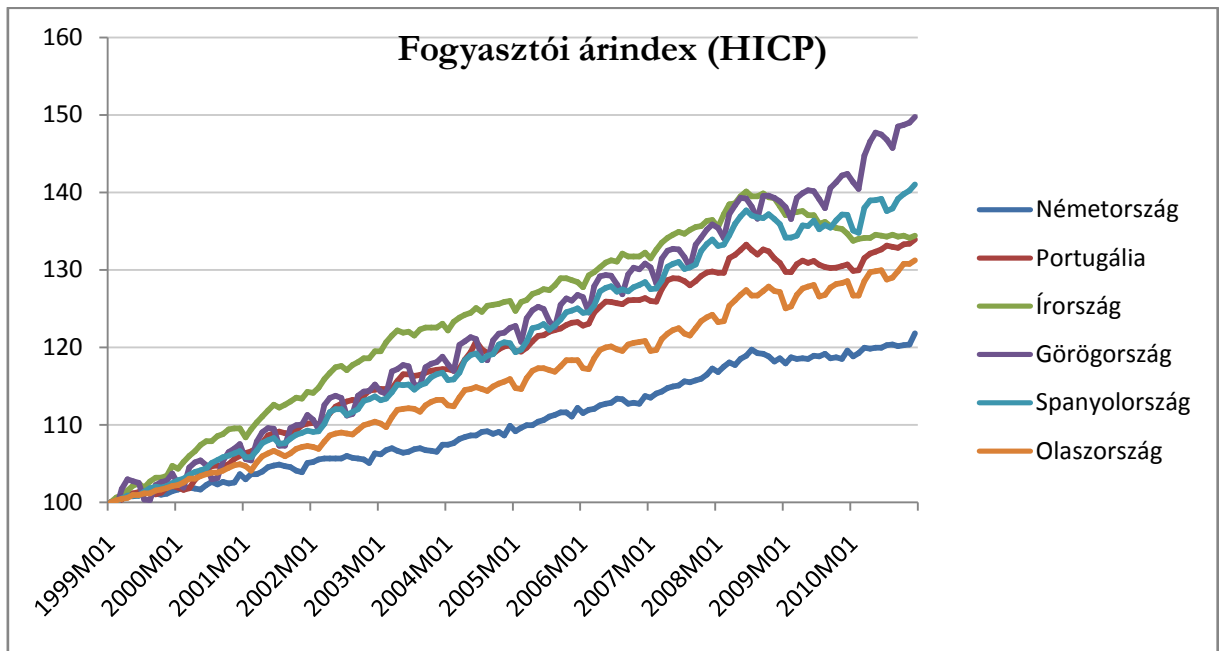
11. ábra: A központi költségvetés elsődleges (kamatkiadások nélkül számított) egyenlege a GDP százalékában (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



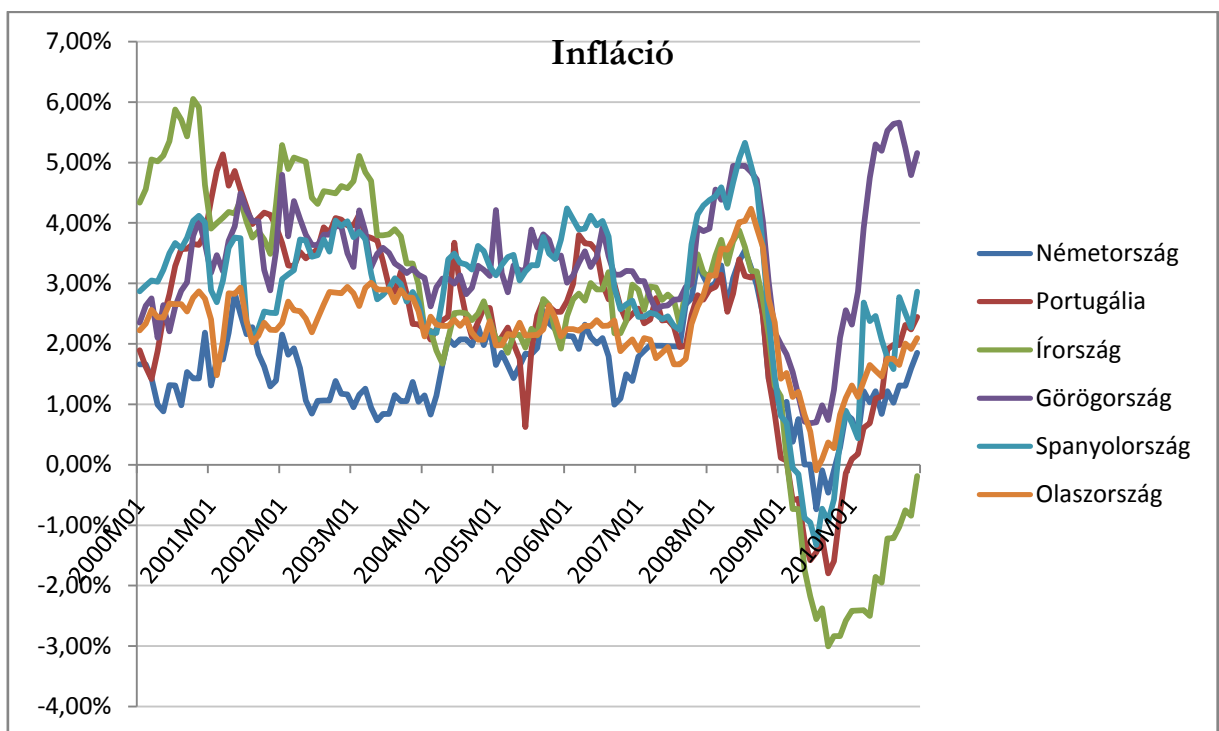
12. ábra: Bruttó államadósság a GDP százalékában a GDP százalékában (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



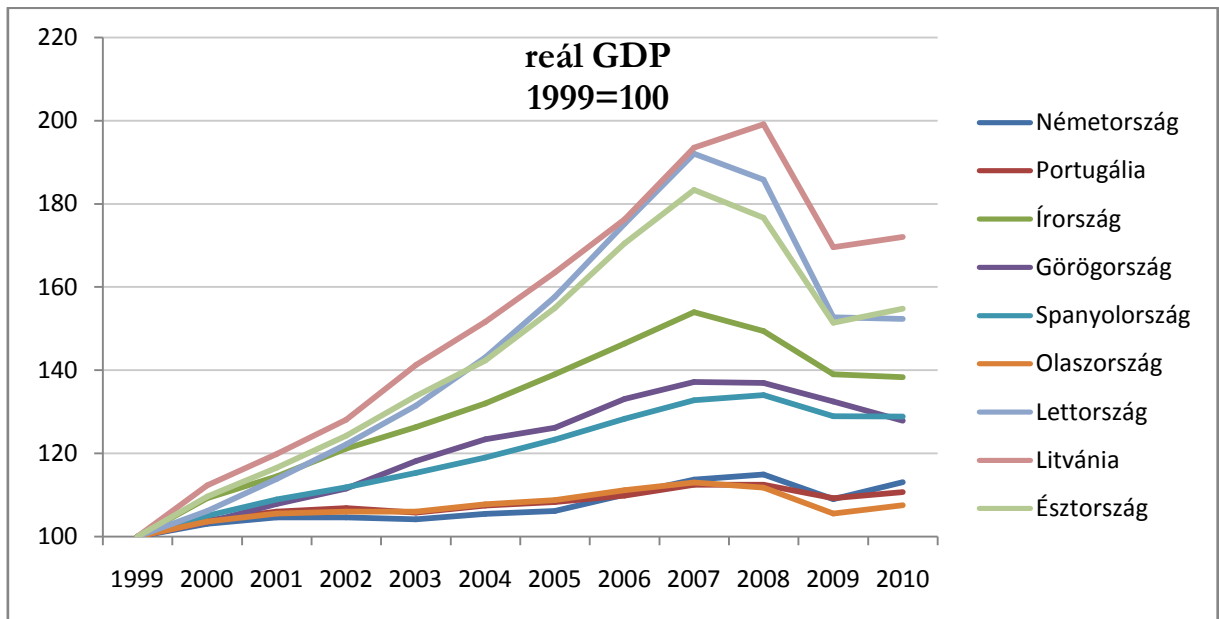
13. ábra: A 10 éves államkötvények hozama (%) (saját ábra, forrás: OECD, 2012).



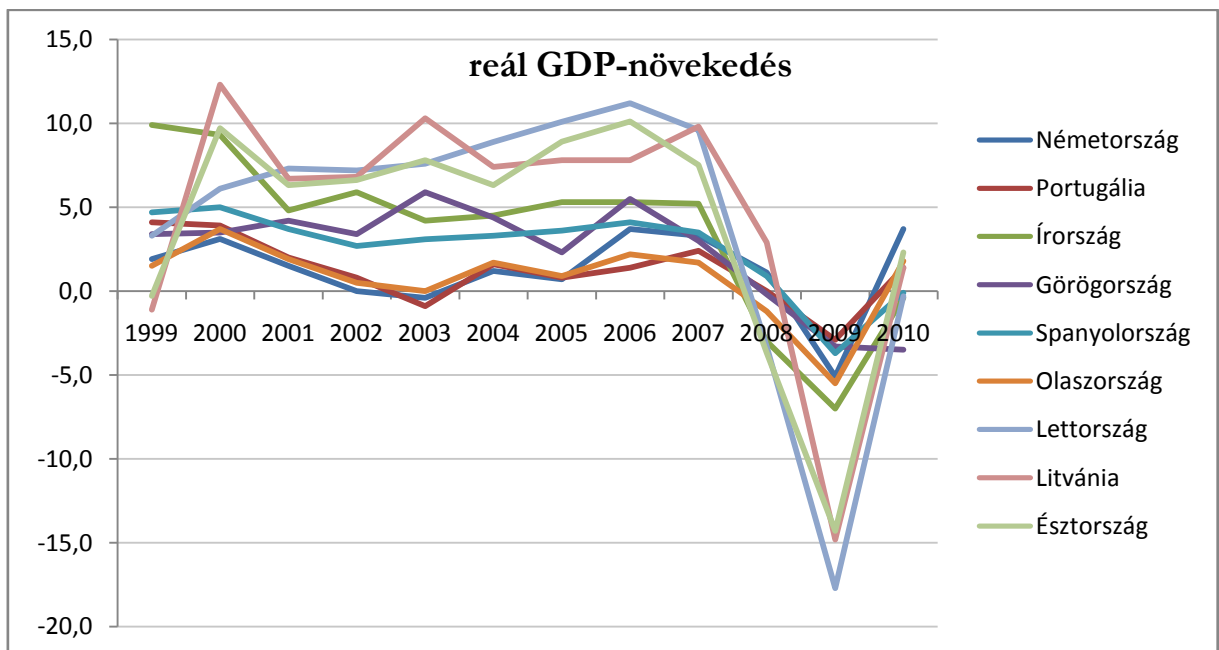
14. ábra: Harmonizált fogyasztói árindex, 1999=100 (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



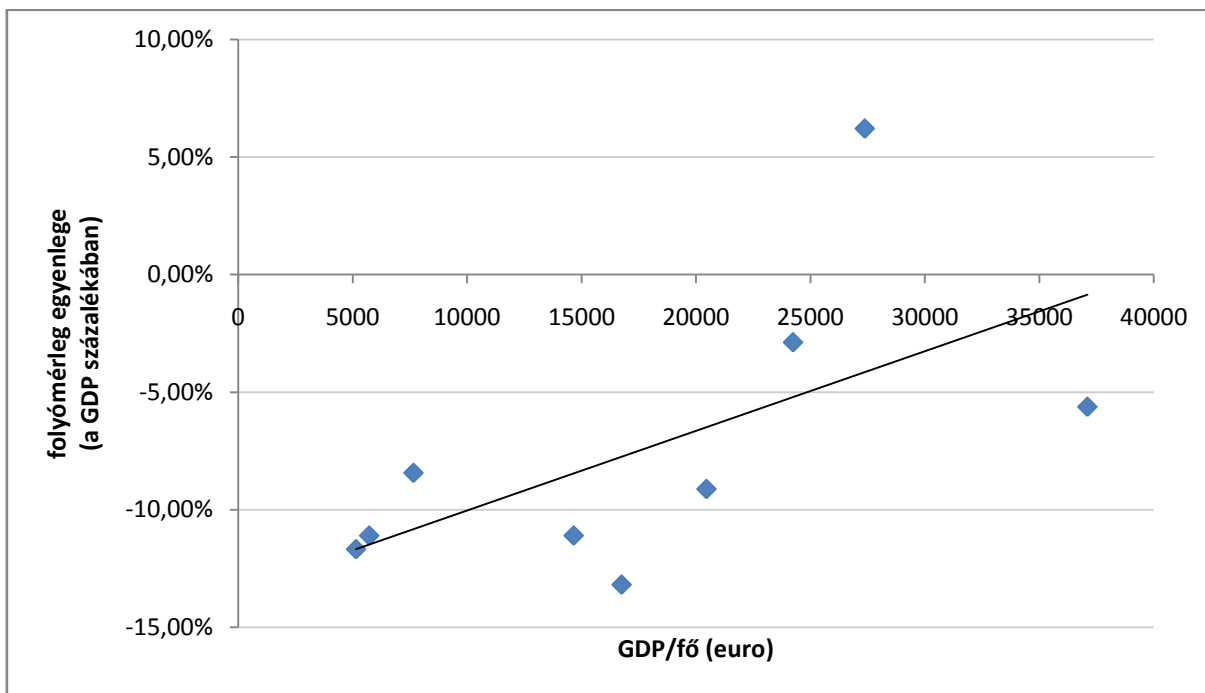
15. ábra: Harmonizált fogyasztói árindex éves változása, százalék (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



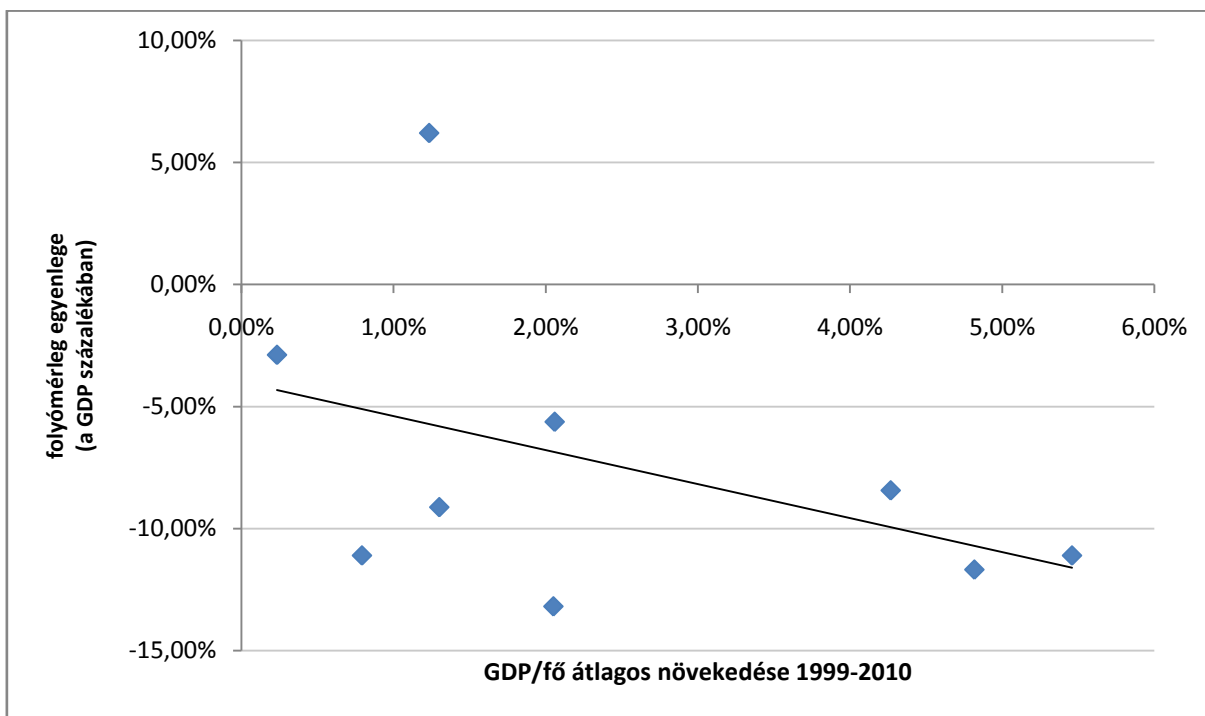
16. ábra: A reál GDP volumene, 1999=100 (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



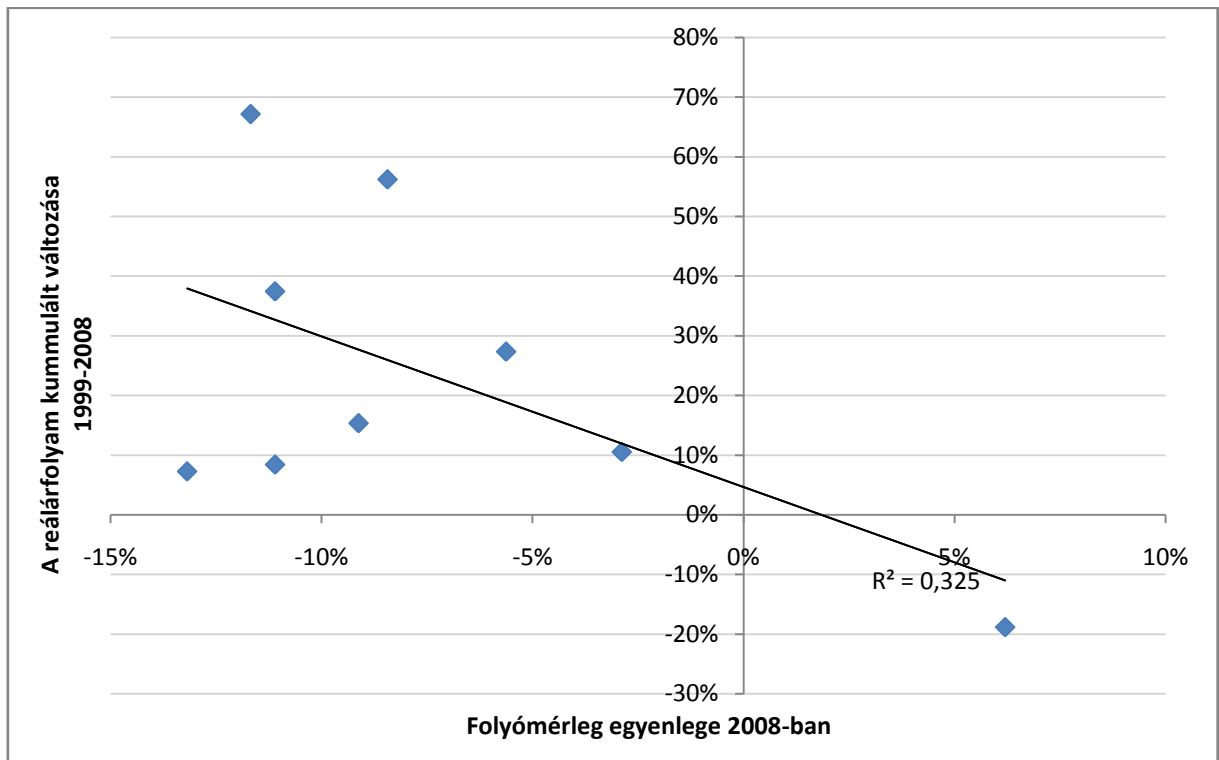
17. ábra: A reál GDP éves növekedése (százalék) (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



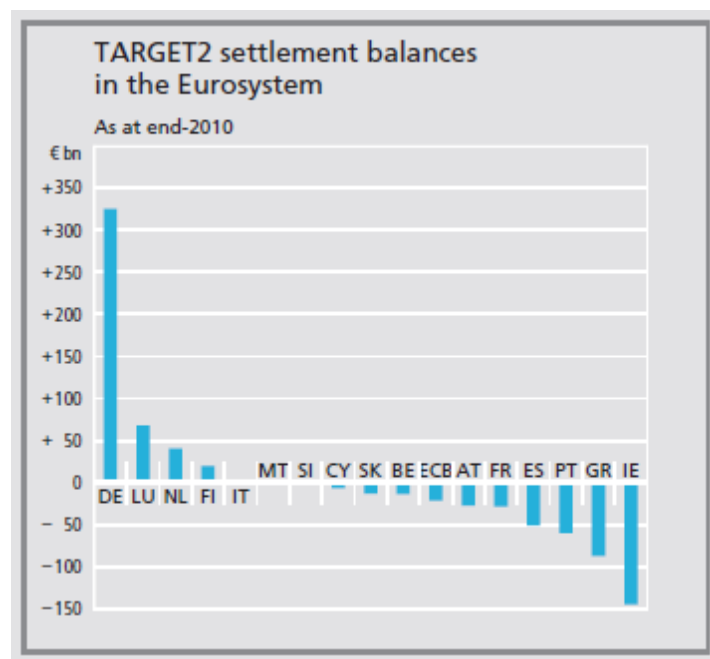
18. ábra: A folyómérleg egyenlege és a vizsgált országok (Németország, PIIGS, balti államok) jövedelmi szintje közti pozitív összefüggés (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



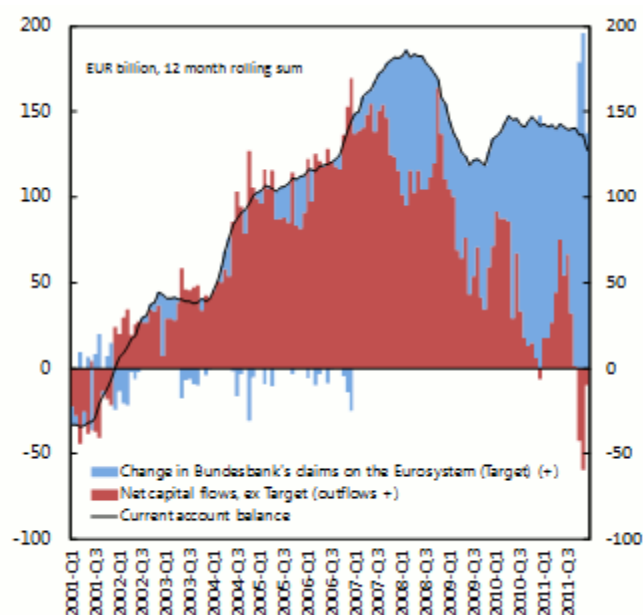
19. ábra: A folyómérleg egyenlege és a vizsgált országok (Németország, PIIGS, balti államok) növekedése közti negatív összefüggés (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



20. ábra: A folyómérleg egyenlege (GDP százalékában) és a vizsgált országok (Németország, PIIGS, balti államok) reálárfolyamának 1999-2008 közti százalékos változása közötti negatív összefüggés (saját ábra, forrás: Eurostat, 2012).



21. ábra: Az euró zóna nemzeti bankjainak pozíciói a TARGET2 fizetési rendszerben 2010 végén (forrás: Deutsche Bundesbank, 2011, p.35.)



22. ábra: Németország PIIGS országokkal szembeni folyómérleg többletét finanszírozó pénzügyi mérleg hiány megoszlása: tőkeáramlások és a Bundesbank TARGET2 rendszerbeli követelései (forrás: Bornhorst & Mody, 2012).

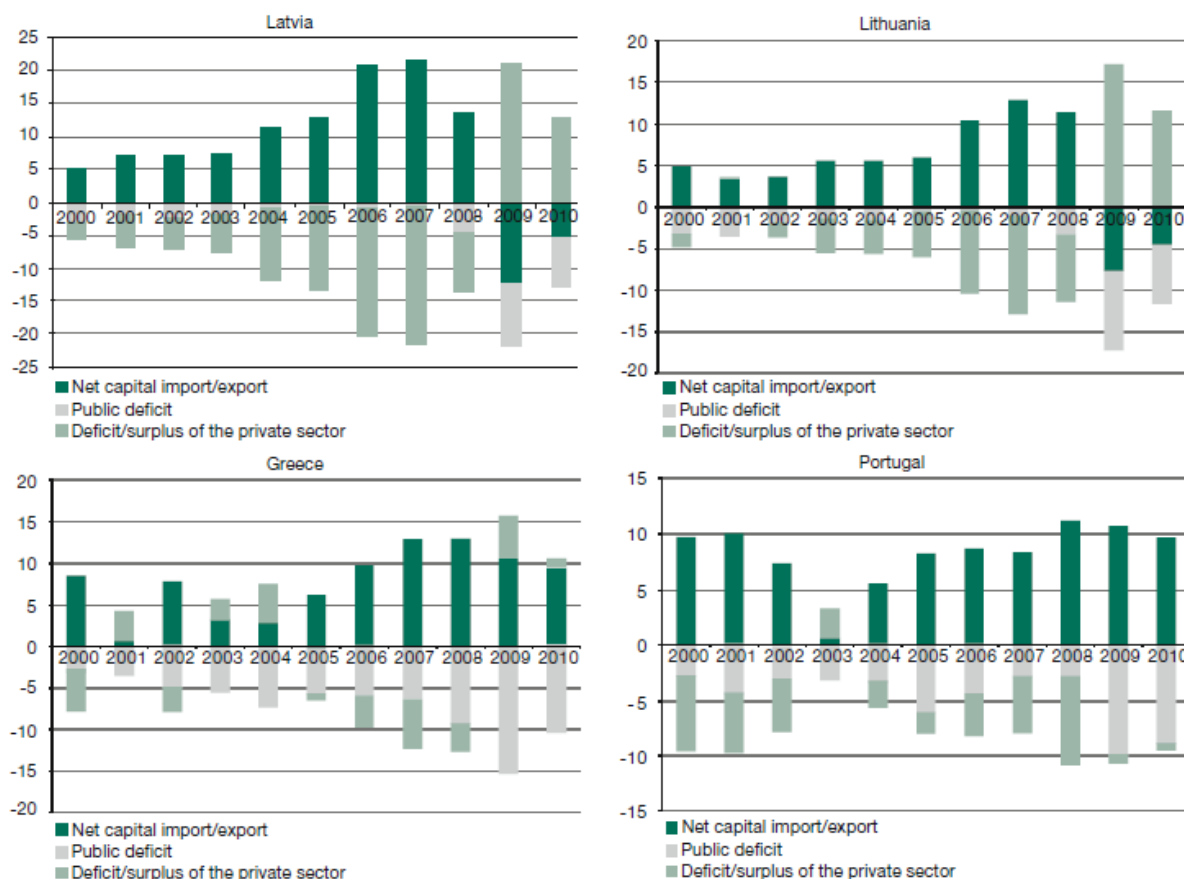
Greek Balance of Payments

(in € million)

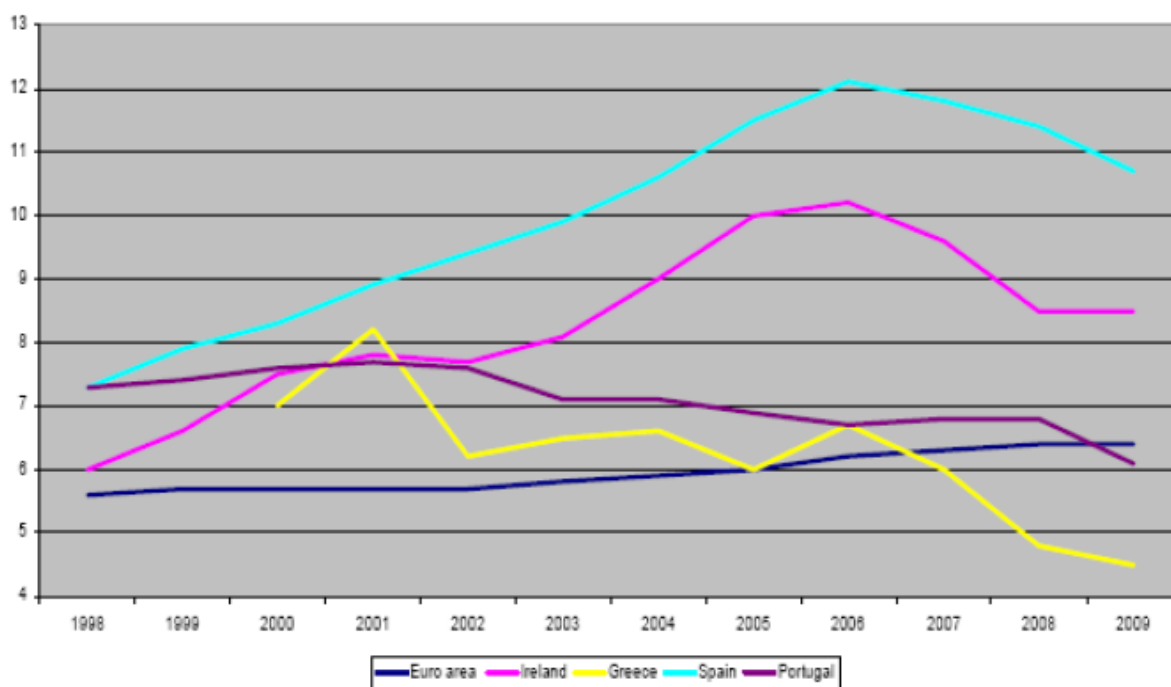
	2006	2007	2008	2009	2010
Current + capital account	-20706	-28244	-30706	-23798	-21986
Financial account	20453	27570	29914	24396	22068
Financial account, direct investment	1043	-2284	1423	273	691
Financial account, portfolio investment	7391	17934	16894	28665	-21230
Financial account, derivatives	724	-492	-466	-802	376
Financial account, other investment	11519	12742	12094	-3636	42133
Financial account, other investment, assets	-5852	-16266	-27824	-23875	7639
Financial account, other investment, liabilities	17371	29006	39918	20238	34494
of which: liabilities of commercial banks	16080	29508	17692	2086	-31788
of which: liabilities of the monetary authorities	850	2715	23011	14652	36973
Financial account, reserves	-224	-322	-29	-106	97
Errors and omissions	262	699	793	-594	-80

Note: Sum of items can diverge from 0 due to rounding errors.

23. ábra: Görögország fizetési mérlege, és a TARGET2 szerepének növekedése a folyómérleg hiányának finanszírozásában (millió euróban). (forrás: Lindner, 2011, p.345)



24. ábra: Nettó tőkeáramlások és az ezzel szemben álló folyómérleg egyenleg (az utóbbi felbontása a privát és a közszféra hozzájárulására). (forrás: Lindner, 2011, p.342)



25. ábra: Az építőipar hozzájárulása a GDP-hez (forrás: Giavazzi & Spaventa, 2010, p. 29.)