

Magyar euró - Nincs is olyan távol?

2017.11.16 13:25

Motyovszki Gergő - Iker Áron

A magyar euró kapcsán utóbbi időben felélénkült szakmai vitában számos közigazdasági kockázatra mutatnak rá azok, akik szerint hazánknak egyelőre nem kéne csatlakoznia a valutaunióhoz. Mi úgy gondoljuk, hogy bár a kockázatok valósak, azok megfelelő intézményekkel és gazdaságpolitikával kezelhetőek. Egy felelős fiskális politikai intézményrendszer, hatékony makroprudenciális szabályozás és termelékenységgel összhangban lévő bérpolitika mellett Magyarország sikeres tagja lehet az euróövezetnek, így érdekében áll csatlakozni. Ezen intézkedések az euróhoz való csatlakozástól függetlenül is előnyösek egy egészségesen működő gazdaság számára. Emellett fontos az euró intézményi reformjának befejezése is, mely téren jelenleg igéretesek a kilátások.

A témaiban eddig megjelent cikkeink:

2017.11.15 05:50 [Hogyan vezessük be a magyar eurót?](#)

2017.11.06 05:46 [Kell-e nekünk a magyar euró?](#)

Sorozatunkban szívesen helyt adunk más véleményeknek, elemzéseknek is.

Az utóbbi időben felélénkült a magyar euró bevezetéséről szóló szakmai vita, ami üdvözlendő. Számos kommentátor és politikai szereplő, de neves közigazdászok is a mihamarabbi csatlakozás mellett érvelnek. Volt [jegybankelnökök és külügyminiszterek](#) tartoznak e táborba, akik főként politikai oldalról közelítik meg a kérdést. Eszerint az euró a közös Európához tartozás szimbóluma, csatlakozás hiányában végervényesen a perifériára szorulnánk, és leszakadnánk a szorosabb gazdasági integrációt az euró körül megvalósító "mag Európától", kímaradnánk fontos döntések meghozatalából.

Ezzel szemben többen (mint például [az MNB szakértői](#), vagy a korábban Világbanknál dolgozó [Dobozi István](#)) arra hívják fel a figyelmet, hogy az euró bevezetése elsősorban közigazdasági kérdés, aminek elődöntésekkel nem szabad, hogy politikai szempontok felülríják a gazdasági költség-haszon elemzést. Ez utóbbi pedig súlyos kockázatokat jelez, amit még inkább alátámaszt az euróövezet jelenlegi perifériájának és intézményrendszerének válsága. Mindezek fényében szerintük felelőtlenség lenne a korai, felkészületlen csatlakozás, mert annak súlyos költségei lehetnek a jövőben.

Az 1990-es években az euró létrehozásakor éppen ez volt neves angolszász közigazdászok (máig fenntartott) kritikája, hogy az integráció mámorában az európai politikusok átsiklottak afelett, hogy a tagországok nem alkotnak optimális valutaövezetet, és egy félkész monetáris uniót hoztak létre. [Dobozi István](#) erre használja "a kocsit kötötték a lovak elé" metaforát, mely hibát szerinte nem kéne Magyarországnak is elkövetnie.

Mi osztjuk azt a politikai indíttatású álláspontot, miszerint az euró bevezetése szükséges ahhoz, hogy hazánk ne ragadjon Európa perifériáján. Ezzel együtt azonban azt is fontosnak tartjuk, hogy ezt a javaslatot ne pusztán politikai megfontolások vezéreljék, hanem közigazdaságilag is megalapozott legyen. Ezért is jártunk hozzá a Momentum eurócsatlakozásról készített [hosszabb elemzéséhez](#), ami kifejti az e melletté érveket és azokat a feltételeket, melyek teljesítését mi is szükségesnek tartjuk egy sikeres magyar euróhoz. Ez alapján a fentebb említett kockázatokat nagyon is valósnak gondoljuk, azonban szerintünk ez nem elégsges ellenérv az eurócsatlakozással szemben.

A kockázatok ugyanis megfelelő intézményekkel és gazdaságpolitikával kezelhetőek, így ahelyett hogy kifogásként használnánk őket, inkább a csökkentésükön kell dolgozni.

Jelen cikkben ezeket a gazdasági érveket szeretnénk összefoglalni, és reagálni a kibontakozó szakmai vitában felhozott aggályokra.

A euró tagsággal járó kockázatok

Önálló monetáris politikánk és lebegő nominális árfolyamunk feladása egy jelentős alkalmazkodási csatornától fosztja meg a magyar gazdaságot. A gazdaság **ciklikus ingadozásainak stabilizálásában** fontos szerep jut a jegybanki kamat- és árfolyampolitikának, ami innentől az Európai Központi Bank kezébe kerülne. Esetleges országspecifikus (aszimmetrikus) sokkok esetén a közös monetáris politika nem feltétlen lesz megfelelő hazánknak, ami magasabb munkanélküliséget vagy éppen gyorsuló inflációt eredményezhet Magyarországon. Ezen kívül rögzített nominális árfolyam mellett **nehezebbé válik a külső (fizetési mérleg) egyensúly helyreállítása** is. Egy termelékenységbővülést esetlegesen meghaladó reálbüremelkedés, és az ez által fűtött folyó fizetési mérleg deficitek után nominális leértékelés nélkül sokkal nehezebb visszaállítani külső versenyképességünkét. Az alternatíva ekkor (gyorsabb külföldi bérnövekedés hiányában) az úgynvezett belső leértékelés sokkal lassabb, fájdalmasabb és deflatorikus folyamata, mely a hazai bér- és árszínvonal elnyomásával próbálja meg gyengíteni reálárfolyamunkat.

A külső alkalmazkodáshoz - hacsak egy fizetési mérleg többlettel rendelkező külföldi partner nem kezd többet költeni - ilyenkor a kereslet visszafogására is szükség van, amely növeli a munkanélküliséget, miközben a visszafogott bér- és árdinamika mellett nő az adósságok reálterhe is. Hogy mindez mennyire valós kockázat, azt a mediterrán államok elmúlt évtizedbeli tapasztalata mutatja.

Szintén az euró válsága mutatott rá arra, hogy milyen problémák adódhatnak a tagállamok meglehetősen eltérő reálgazdasági fejlettségéből. A felzárkózás folyamatában lévő, magasabb egyensúlyi növekedéssel rendelkező országokban általában az egyensúlyi reálkamat is magasabb. A reálkonvergencia e mellett inflációs többlettel is jár (Balassa-Samuelson hatás). Mindez párosulva a monetáris unión belüli nominális kamatkonvergenciával azt eredményezte, hogy a fejlettenebb déli államok a számukra egyensúlyinál lényegesen alacsonyabb reálkamatokkal szembesültek a 2000-es évek első felében. Ez **túlfűtöttséghez** és **hitelbuborék** kialakulásához vezetett, ami gyorsuló bérinflációval, romló export-versenyképességgel és külső eladósodással járt együtt, ezzel is hozzájárulva az euróövezeten belüli fenntarthatatlan fizetési mérleg egyensúlytalanságok kialakulásához (amit a közvélekedéssel ellentétben több országban inkább a magánszektor és nem a költségvetés eladósodása okozott).

Mindez nemcsak a pénzügyi stabilitást veszélyeztette, hanem a hitelbuborék kipukkanásakor és az ezt finanszírozó német tőkebeáramlások hirtelen leállásakor egy olyan külső alkalmazkodási kényszert teremtett a fizetési mérleg deficit mediterrán államoknak, amit az előző pontban tárgyalta alapján épp az euró rögzített árfolyamrendszere nehezített még tovább.

Egy kevésbé hangoztatott kockázat az euró befejezetlen intézményi felépítésével kapcsolatos. [Paul de Grauwe](#) szerint az euró tagállamok kormányai lényegében egy olyan devizában bocsátanak ki adósságot, ami felett nincs kontrolljuk. De facto a teljes államadósságuk külföldi devizában van denominálva, így stresszhelyzetben nincs olyan saját jegybankjuk, aki garantáltan ott tudna állni az állampapír piac mögött, és frissen nyomatott pénzzel kötvényeket vásárolna ("lender of last resort for governments"). Hacsak a valutaunió közös jegybankja nem tölti be ezt a szerepet, ez akár **önbeteljesítő bizalomválságokhoz** is vezethet, amennyiben a befektetők kockázatérzékelésének alaptalan növekedése felhajtja ezen államok finanszírozási költségeit, ami miatt már tényleg kevésbé lesz fenntartható az adósságállományuk, és szélsőséges esetben akár csődbe is mehetnek.

Az EKB az euró válság kezdetén jogi és politikai akadályok miatt ódzkodott ennek a szerepnek a betöltésétől, és Mario Draghi 2012-es "whatever it takes" bejelentéséig ez látszódott is a déli államok kötvénypiacain és finanszírozási prémiumain.

Az euró tehát növelte az esetleges gazdaságpolitikai hibák költségét, és ekkor rugalmatlanabb kereteivel megnehezíti a magát a válságkezelést is. Egy ilyen rossz forgatókönyv kockázata az elmúlt évek tapasztalatai alapján valós, és megvalósulása esetén az euró kevésbé a csatlakozó tagállamok konvergenciáját, mint inkább a meglévő különbségek konzerválását, növelését eredményezi. Ezen kockázatok nagy részét az idézett szerzők is említik, amivel tehát mi is egyetértünk. Mindezt komolyan kell venni, és nem szabad politikai szempontok miatt félresöpörni. Ezek a kockázatok azonban bizonyos feltételek teljesülése esetén kezelhetők (amit olyan sikeresen csatlakozó tagállamok mint Szlovákia is demonstrálnak), és ebben már kisebbnek tűnik az egyetértés.

A sikeres bevezetés feltételei és Magyarország

Az euró válsága előtt egy monetáris unióhoz való csatlakozás feltételrendszerét általában az optimális

valutaövezetek (OCA) elméletének keretei között vizsgálták (Madár István is ezekkel kezdi [vitaindítóját](#)). A válság tapasztalatai rámutattak, hogy a költségek minimalizálásához és az előnyök minél jobb kihasználásához még további feltételeket is teljesíteni kell. Ezek egy része az adott ország gazdasági szerkezetére vonatkozik, másrészt különböző gazdaságpolitikai gyakorlatokra és intézményekre. Harmadrészt fontos magának a monetáris uniónak is az intézményi felépítése.

Mivel a közös monetáris politika elsősorban akkor lehet kevésbé megfelelő egy tagállamban, ha azt aszimmetrikus sokkok érik, érdemes csökkenteni ezen sokkok valószínűségét, ami **az üzleti ciklusok megfelelő szinkronizáltsága** és **magas külkereskedelmi nyitottság** esetén teljesülhet. Magyarország a világ egyik legnyitottabb gazdaságaként, az euróövezet gazdaságaival szorosan együtt mozogva valószínűleg kevéssé van kitéve ilyen sokkoknak, és a belőlük fakadó kockázatoknak.

Ráadásul bizonyos [elméletek](#) szerint a hazánkhoz hasonló kis, nyitott feltörekvő gazdaságok számára egyébként sincs túl nagy hozzáadott értéke az önálló monetáris politikának, hiszen ezek az országok lebegő árfolyam mellett sem tudnak teljesen önálló monetáris politikát folytatni, ekkor is ki vannak téve a nemzetközi tőkeáramlások szeszélyeinek. Ez főleg akkor igaz, ha belföldi szereplők jelentős árfolyamkitettséggel rendelkeznek, amit Magyarország 2008-as példája is alátámaszt: az MNB a háztartások devizahitelei miatt nem tolerálhatott akkora árfolyamgyengülést, amit egy, a recessziós sokk miatt szükséges monetáris lazítás igényelt volna. (Alacsonyabb külső adóssággal és árfolyamkitettséggel rendelkező országok számára monetáris önállóságuk megtartása persze továbbra is nagyobb mozgásteret jelenthet, ami a devizahitelek eltünésével és külső adósságunk csökkenésével hazánkra is egyre inkább igaz).

A monetáris politikai szuverenitás és árfolyamszelep elvesztése minden esetre növeli az egyéb csatornára való ráultaltságot egy esetleges aszimmetrikus sokk kezelésében. Az első ilyen csatorna az OCA-elmélet atya, Robert Mundell által felvetett **munkaerőpiaci mobilitás**, mely szerint átmeneti munkavállalás egy másik országban csökkenti a recessziós sokk által sújtott régió munkanélküliségét, és könnyíti az alkalmazkodást. Megfelelő mértékű mobilitás hiányában (mely tekintetben Európa és Magyarország sem teljesít olyan jól) már az is segíthet, ha az **áru- és munkapiacok megfelelően rugalmasak**, ami gyorsítja a külső versenyképesség visszaállítását (ahogy ez a balti államok esetében is történt). Mindez megfelelő strukturális reformokkal elősegíthető, de valószínűleg egy lassú folyamat.

További csatornák, melyeknek felértékelődik a szerepe egy monetáris unión belül, az anticiklikus keresletszabályozást lehetővé tevő (tehát a saját jegybankot valamelyest helyettesítő) egyéb makrogazdaságpolitikák.

- Fiskális unió és az euró övezeten belüli fiskális transzferek hiányában (melynek jelenleg nincs politikai realitása) megfelelő tagállami **fiskális politikai mozgástér** szükséges az esetleges sokkok kezeléséhez. A költségvetési politika hűthet egy túlhevülő gazdaságot, de recesszió esetén élénkíthet is (jobban, mint ahogy a merev maastrichti kritériumok engedik). Egy kiegyensúlyozott, felelős és hiteles fiskális politikai szabály- és intézményrendszer (pl. a független Költségvetési Tanács visszaállításával) a sarokkőe ezen mozgástér fenntartható megteremtésének, ami csak politikai akarat kérdése.
- Az egyensúlyinál alacsonyabb reálkamat okozta túlhevülés és hitelbuborékok ellen **hatékony makroprudenciális szabályozásra** van szükség. Ez időben visszafoghatja a magánszektor fenntarthatatlan eladósodását, ezzel őrizve a pénzügyi stabilitást. Ez a pénzügyi válság óta előtérbe került, viszonylag új gazdaságpolitikai ág, de az MNB e célból márás létrehozta a Pénzügyi Stabilitási Tanácsot.
- A reálárfolyam-alkalmazkodás euró övezeten belüli nehézsége miatt fontos, hogy az eleve ne nagyon térjen el az egyensúlyi szintjétől. Ezt szolgálhatja egy, a **termelékenységgel összhangban lévő bérpolitika**, amellyel megelőzhető a versenyképességi különbségek kiépülése. Túlhevülő magánszektor nélkül (lásd előbb) és visszafogott központi bérmegapodások mellett ez teljesíthetőnek tűnik.
- Már a csatlakozást megelőző években fontos az **inflációs várakozások stabil horgonyzása**, ami elejét veheti a túlhevülés forrásául szolgáló későbbi túlzott reálkamat-csökkenésnek. (A reálkonvergenciából fakadó inflációs többletet persze nem lehet kiiktatni, de a Balassa-Samuelson hatást becslő tanulmányok szerint ez egyébként sem túl nagy. Továbbá ennek forrása egyébként is termelékenységbővülés, ami így nem okoz versenyképességi hátrányt). A válságot követő alacsony inflációs környezet erre kiemelkedő lehetőséget kínál az MNB-nek, amennyiben az árnyomás erősödése esetén is hiteles inflációs célkötet monetáris politikát folytat majd.

Összegezve azt mondhatjuk, hogy a valutaunióval járó kockázatok kezelése **"fegyelmezettebb"** gazdaságpolitikát kíván egy tagállamtól.

Am mindez nem tűnik megoldhatatlan, a távoli jövőbe vesző feladatnak.

Annál is inkább, mivel minden az euróbevezetéstől függetlenül is érdekében áll egy egészségesen működő gazdaságnak, ahogy arra [Neményi Judit és Oblath Gábor átfogó tanulmánya](#) is rámutat.

Hasonló jellegű feltételeket sorol fel az MNB Nagy Márton és Virág Barnabás által jegyzett [cikke](#) is, **azonban az írásuk végén szereplő táblázat egyes számszerű küszöbértékei meglátásunk szerint szükségtelenül túlzóak.**

A **reálkonvergencia** kapcsán állított 90 százalékos GDP/fő küszöb (miközben hazánk az euró övezet átlagának kb 65 százalékán áll) gyakorlatilag annak kimondásával egyenértékű, hogy Magyarországnak a [belátható jövőben](#) nem szabad bevezetnie az eurót (miközben szavak szintjén az MNB elvileg támogatja az euró bevezetését). Ezzel szemben hasonló fejlettségbeli különbségek léteznek az USA államai, de még Magyarország régiói között is, amik mégis jól megférnek egy közös valutaövezetben. Persze lehet mondani, hogy Kelet-Magyarországnak (vagy Mississippinek) jobb lenne a "forint (dollár) zónán" kívül, ezt a mértékű homogenitást elvárni szerintünk nem feltétlenül szükséges. Annál is inkább, mivel egyrészt a magyar reálkonvergencia és potenciális növekedés nem tűnik olyan gyorsnak, ami jóval magasabb egyensúlyi reálkamatot implikálna az euró övezetinél, másrészt az ebből fakadó inflációs többlet (BS-hatás) a legtöbb becslés szerint igen csekély. Így az a kockázat, ami az elégletes reálgazdasági felzárkózásból fakad (egyensúlynál alacsonyabb reálkamatok miatt túlhevűlő gazdaság és hitelbuborékok) nem tűnik akkorának, ami ezt a magas küszöbértéket tenné szükségessé, főleg az egyéb gazdaságpolitikai és intézményi feltételek teljesülése esetén, amik szintén képesek egy esetleges hitelbuborék kezelésére.

A Nagy és Virág által szükségesnek ítélt 50 százalékos GDP arányos államadóssági küszöb a fiskális politika már említett megfelelő mozgásterét hivatott megteremteni. Szerintünk azonban egy ennél megengedőbb küszöbérték is elegendő lehet. Mi több, megfelelően rugalmas, de felelős és hiteles fiskális szabályrendszer mellett kevésbé maga az államadósság *szintje*, mint annak fenntartható *trendje* számít. Ekkor egy magasabb adósságszintet is biztonságosnak ítélni a befektetők, és finanszírozhatják az esetlegesen szükségessé váló fiskális stimulust (tehát megmarad a mozgástér). Ez csak még inkább igaz, ha az EKB is stabilabban az állampapíripiac mögött áll egy esetleges bizalmi stresszhelyzet kezelésére, hasonlóan egy saját devizával bíró országhoz (itt nem a mennyiségi lazításra gondolva).

Összességében tehát megítélésünk szerint Magyarországnak a sikeres euró csatlakozáshoz egyrészt nem kell annyira szigorú feltételeket teljesíteni, mint többben mondják, másrészt adott feltételeket is könnyebben/hamarabb el tudunk érni, mint ahogy ezt sokan beállítják.

Az euró intézményrendszere

A csatlakozás sikeressége természetesen nem csak a hazai állapotuktól és szakpolitikáktól függ, hanem az euró övezet félkész intézményrendszerének sikeres reformjától is. Így - bár ezek többnyire irányításunkon kívül esnek - a feltételek körüljárása csak ezek említésével lehet teljes.

- **Bankunió** befejezése: a közös bankfelügyelet, szanálási mechanizmus és betétbiztosítás erősítheti a pénzügyi stabilitást, és megelőzheti a válság során tapasztalt ördögi kört a szuverén adósságok növekvő kockázatossága és a bankok fizetőképessége között. A betétbiztosítástól eltekintve ezek az intézmények már fel is álltak, és utóbbival kapcsolatban is ígéretesek a kilátások.
- Az **EKB de facto kibővített mandátuma**, mely szerint a kormányok számára is betölti a végső hitelezői funkciót. Paul de Grauwe szerint ez az euró egyik legnagyobb hibája volt, de az EKB Draghi 2012-es "whatever it takes" kijelentését követő OMT programja, mely segített az adósságválság kezelésében, bizakodásra ad okot a jövőt illetően.
- Egy kevésbé hangoztatott, már Keynes által is felvetett feltétel, miszerint a **fizetési mérleg egyensúlytalanságok alkalmazkodásának szimmetrikusabbnak** kell lennie. Ha az alkalmazkodás terhe aránytalanul a deficitös országra esik, akkor az deflatorikus és kereslethiányos irányba torzítja a monetáris uniós gazdaságát (lévén a belső leértékelés és kiadásvisszafogás kényszere ezekben az országokban). Ha azonban a többletes országok ezzel párhuzamosan többet költenének és/vagy átmenetileg magasabb inflációt is tolerálnának, az alkalmazkodás sokkal kevésbé lenne fájdalmas. Bár erre még nincs egy jól bejáratott intézményi mechanizmus, az Európai Bizottság Macro Imbalance Procedure-je a jó irányba tett lépés, mely a deficitek mellett a túlzott fizetési mérleg többleteket is szankcionálni próbálja.

Többen mondják, hogy ezen intézményi feltételek teljesülését ki kéne várni. De a folyamatok bíztatónak tűnnek, így ez már akár a közeljövőben is bekövetkezhet. Ezen kívül nagyobb ráhatásunk van a reformokra, ha már mi is a tárgyalóasztalnál ülünk.

Konklúzió?

- Alapvetően tehát egyetértünk Dobozi Istvánnal és az MNB szakértőivel: az euró bevezetését nem szabad hogy pusztán politikai motivációk mozgassák, és a csatlakozást számos közgazdasági kockázat övezi, ami miatt valóban nem kell „*mielőbb*”, elhamarkodottan csatlakozni.
- Mindezt nem tagadva vagy alábecsülve, üzenetük végkicsengését tekintve azonban mégis sokkal pozitívabban fogalmaznánk. Míg ők az említett kockázatokat olyan ellenérnek tekintik, amik a közeljövőben reálisan fennmaradnak, és ami miatt jelenleg nem érdemes az euró bevezetés kérdésével foglalkozni, addig szerintünk érdemes „*mielőbb*” elkezdeni dolgozni azoknak a feltételeknek a teljesítésén, amik mellett már megéri csatlakozni. És szerintünk ezek a kritériumok már nincsenek is annyira elérhetetlenül messze, mint ahogy a kiváráusra intők sugallják.
- Végezetül azért is javallott a kifogások hangsúlyozása helyett azok lebontásán munkálkodni, mert az itt felsorolt intézményi reformok eurócsatlakozástól függetlenül is egy egészségesen működő gazdaság érdekében állnak.

A szerzőkről:

Motyovszki Gergő közgazdász, European University Institute
Iker Áron, közgazdász, Momentum Mozgalom - Gazdaságpolitikai Munkacsoport

A címlapkép forrása: DANIEL ROLAND / AFP

www.portfolio.hu

<https://www.portfolio.hu/gazdasag/magyar-euro-nincs-is-olyan-tavol.268009.html>