

## TANULSÁGOK A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ SZÁMÁRA A 2008-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG KAPCSÁN

*Írásunkban a 2008-ban kitört világgazdasági válságnak a Gazdasági és Monetáris Unióra gyakorolt hatásait elemezzük. Tanulmányunkban rávilágítunk a Gazdasági és Monetáris Unió két olyan problémájára, amelyek a válság után váltak igazán nyilvánvalóvá. Egyrészt a görög államcsődveszély, illetve egyes, korábban jól teljesítő országok botladozása jelzi, hogy a Monetáris Unió intézményrendszere legalábbis hiányos. A másik kérdés összefügg az előzővel, és azon országok szemszögéből érdekes, amelyek csatlakozni kívánnak a GMU-hoz: felerősödtek azok a vélemények, amelyek a csatlakozás elhatalosítása mellett foglalnak állást. Tanulmányunk második részében ezt a kérdést járjuk körbe.*

### 1. BEVEZETÉS

A 2008-ban kitört, és hatását a mai napig éreztető világgazdasági válság érzékenyen érintette a Gazdasági és Monetáris Uniót (GMU). A 2009 vége óta zajló görög adósválság csak egy szelete azoknak az intézményi problémáknak, amelyek a válság kapcsán felszínre kerültek, és amelyek miatt megrendült a korábban stabilnak hitt közös valutába vetett bizalom.

Korábban azt gondolhattuk, hogy annak ellenére, hogy időről időre intézményi válságok voltak a GMU-ban (ezek közül a legjelentősebb talán a stabilitási és növekedési paktumot kikezdő német és francia költségvetési válság volt), magának a monetáris uniónak a működése zökkenőmentesnek látszik. Az euró árfolyama a dollárral szemben végig erős volt, a közös monetáris politika sikerrel tartotta alacsony szinten a zóna inflációs rátáját (lásd 1. és 2. ábra). A válság azonban bebizonyította: ami „jó időben” stabilnak bizonyult, a „rossz időben” instabillá válhat. A GMU egy olyan turistahajóhoz hasonlít, amelynek utasai zavartalanul élvezhetik a fedélzeten a napsütést, viharban azonban könnyen lesz tengeribeteg, aki korábban jókat evett és ivott, kihasználva a nyugodt tengert.

És pontosan emiatt történhet meg az a másik jelenség, amely azok között a leendő tagok között megy végbe, akik arra várnak, hogy ez a hajó felvegye őket. Most, hogy kiderült, az ember könnyen rosszul lesz a sétahajózás közben, sokan mégis inkább kimaradnának a dologból, legalábbis addig, amíg elég erősek lesznek ahhoz, hogy a viharban is bátran viselkedjenek.

Dolgozatunkban az OTKA által finanszírozott kutatásainkat foglaljuk össze. Ahogy az a fenti néhány bekezdésből is látszik, a kutatás irányát nagyban befolyásolták a 2008-ban kitört válság eseményei. Még a válság kitörése előtt a GMU fiskális fel-

ügyeleti rendszerének reformjával kezdtünk el foglalkozni, amely témát felülírta a válság kitörése. Már ekkor felmerült a kérdés, vajon a recesszió, illetve a kelet-európai tagállamok stabilizációs lépései felgyorsítják, vagy lelassítják ezen országok konvergenciáját. Első látásra úgy tűnt, a dolog gyorsítható, azonban hamarosan kiderült, hogy sokkal inkább hátráltathatják a kelet-európai országok csatlakozását a válság következményei.

Ugyanakkor a görög válság kitörése rámutatott, hogy a válságnak hatása van a monetáris unió intézményrendszerére is. A görögök mellett több más, a „jó időkben” jól teljesítő állam is válságba jutott, mint Írország és Spanyolország. A válság legfontosabb tanulsága ugyanakkor az, hogy a GMU jelenlegi intézményrendszerével nem képes arra, hogy minden tagállama számára megfelelő gazdaságpolitikai keretet nyújtson. Kutatásainkban ezt az intézményi válságot is elemeztük, illetve javaslatokat is megfogalmaztunk az intézményrendszer javítására.

Mindezek alapján dolgozatunk felépítése a következő: először elemezzük a GMU intézményi válságát. Rámutatunk azokra a tényezőkre, amelyekben változtatásra van szükség. Ennek során felhívjuk a figyelmet arra, hogy ezek az intézményi hiányosságok inkább a kevésbé fejlett, felzárkózó államokat érintik. Ezzel összefüggésben aztán bemutatjuk, hogy mindezek a tényezők hogyan hatnak a csatlakozni vágyó országok magatartására, illetve kitérünk arra, hogy ez befolyásolhatja-e és hogyan a magyar csatlakozás időzítését.

## 2. A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ INTÉZMÉNYI HIÁNYOSSÁGAI – TANULSÁGOK A 2008-AS VÁLSÁG KAPCSÁN

### 2.1 A GMU, MINT OPTIMÁLIS VALUTAÖVEZET

A Gazdasági és Monetáris Unióba való belépéshez az arra aspiráló államnak meg kell felelnie bizonyos kritériumoknak. Ezek a kritériumok abból a tényből fakadnak, hogy az eurót saját valutaként bevezető országok lemondanak az önálló monetáris politikáról. Ez viszont azzal a következménnyel jár, hogy gazdaságpolitikájuk „félkarú óriássá” válik, nem lesz képes minden esetben az optimális intézkedések meghozatalára. Ez azonban nem problematikus, amennyiben a GMU-ban, egészen pontosan az Európai Központi Bankban meghozott monetáris politikai döntések képesek ennek pótlására. Ehhez azonban az államoknak meg kell felelniük a *Robert Mundell* [1961] által kidolgozott, majd többek által továbbfejlesztett optimális valutaövezet (OCA) kritériumainak.

Az OCA elméletének alapjait leginkább egy költség-haszon elemzéssel lehet érzékelteni [az elemzés formalizált levezetését lásd Krugman–Obstfeld 2003 20. fejezet, Lőrinczné 1999].

A *költségek* alatt a közös, vagy rögzített árfolyamú valutából, valamint az önálló monetáris politika elvesztéséből következő *gazdaságstabilitási veszteséget* értjük. Ezek tulajdonképpen az adott országra ható aszimmetrikus sokkokból következnek. A veszteségek annál kisebbek, minél inkább integrált az adott gazdaság abba a valutaövezetbe, amelyhez csatlakozni szeretne. A *haszon* ezzel szemben a rögzített árfolyamból adódó nyereségből, tehát a „lebegő árfolyamok mellett felmerülő bizonyta-

lanság, számítási nehézségek és tranzakciós költségek elkerüléséből származik”. [Krugman–Obstfeld 2003: 705] Tehát az optimális valutaövezet fennállásának legfőbb kritériuma az abban résztvevő gazdaságok megfelelő mélységű integrációja. *Mundell* elsősorban a munkaerőpiac integráltságát és rugalmasságát értette ez alatt. A későbbiek során más kutatók ennek kiváltására a megfelelő nagyságú, gazdaságok közötti fiskális transzfereket emelték ki (költségvetési föderalizmus).

A jelenlegi válság ugyan nem tekinthető aszimmetrikus sokknak, hiszen az minden GMU-tagországot, sőt, az egész világgazdaságot érintette. Voltak azonban olyan országok a monetáris unióban amelyeket a válság súlyosabban érintett. A válság mélyülésével ezek az országok növekvő költségvetési deficittel és államadóssággal szembesültek, és időről időre felmerültek pletykák potenciális államszűjűkről. Ezek az országok a közgazdasági irodalomban a (sokak által talán sértőnek tartott) PI(D)GS elnevezést kapták, angol nevük kezdőbetűi alapján. A csoport tagjai Portugália, Olaszország, Írország, Görögország és Spanyolország<sup>1</sup>. Melyek voltak azok a körülmények, amelyek miatt ezeket az országokat a válság súlyosabban érintette?

A dél-európai PIGS-országok sosem voltak problémamentesek gazdaságpolitikai szempontból, azonban tagja a csoportnak Írország is, amely ugyan fiskális szempontból nem mindig volt „éltanuló”, a kilencvenes évek kiigazítása azonban tanösvényi példának használható annak bemutatására, melyek a feltételei egy sikeres költségvetési reformnak [Benczes 2008]. Az ezután következő évtized az ír gazdaság aranykoraként is jellemezhető. A kelta tigris a felzárkózó és átalakuló országok példaképévé vált. Ezek után meglepő fejlemény Írországot – újra – a szegénypadon látni.

Pontosan emiatt, tudniillik az ír gazdaság rossz teljesítménye miatt gondoljuk azt, hogy probléma nem egyszerűen a kormányzatok fegyelmetlenségéből fakad, hanem mélyebbről ered. A forrása pedig nem más, mint az a tény, hogy a felzárkózó, az eurózóna periferiáján lévő tagállamok számára a közösségi monetáris politika nem megfelelő, és ezt korrigálandó nem áll rendelkezésre megfelelő intézmény a GMU keretein belül.

Az alapvető probléma, amely ezeket az országokat jellemzi, a reálkonvergenciából, tehát a reálgazdaság uniós átlaghoz való felzárkózásából adódik. Ahogy az a 2. és a 3. ábrán látszik, a PIGS-országokban, Portugália kivételével, a növekedési ráta meghaladta az eurózóna alapító országainak átlagát. Ugyanakkor az is látható, hogy az inflációs ráták nagysága is magasabb volt az eurózóna inflációjánál. Mindezek alátámasztják azt a hipotézist, hogy a reálkonvergenciából adódóan a felzárkózó országok magas inflációs rátával is szembesülnek. Ez már csak azért is problematikus, mert így, a belső árak emelkedésével elvesztik versenyképességüket a vetélytársakkal szemben. További problémát jelent, hogy a magas növekedési és inflációs rátákhoz a GMU viszonylag alacsony kamatszintje társult, magas magán- és kormányzati eladósodást lehetővé téve. (Természetesen a négy ország mutat eltérő tulajdonságokat, így

---

<sup>1</sup> Mostantól a PIGS kifejezést ebben a dolgozatban Portugáliára, Írországra, Görögországra és Spanyolországra fogjuk használni. Olaszországot kihagyjuk az elemzésből, mivel az ő esetében a dolgozat témáját képező jelenségek kevésbé jelentősek.

a fenti ismertetés csak elnagyolt.) [A részletekért lásd például MNB 2008, Arghyrou 2006, Artner 2009, Blanchard 2006]

Összességében tehát elmondhatjuk, hogy az eurózóna létrehozása után az integrációban részt vevő legkevesébé fejlett, illetve gyors növekedést produkáló államok (a PIGS-országok), Portugália kivételével, a túlfűtöttség állapotába kerültek. Mindez alapvetően a GMU alacsony kamatszintjével magyarázható, amely mind a magán-, mind a közszférának lehetővé tette a költekezést. Előbbi inkább Spanyolországra és Írországra, míg utóbbi inkább Portugáliára és Görögországra jellemző. Utóbbi kettő növelte is adósságállományát az elmúlt években.

Ugyanakkor nem mehetünk el szó nélkül amellett, hogy nemcsak az állam, hanem a magánszféra adósságállománya is rendkívül magasra szökött ezekben az országokban. A *hetedik ábrán* látható, hogy a vizsgált államok folyó fizetési hiánya egészen a válságig magas deficitet mutatott. Görögország esetében elérte a GDP majdnem 15 százalékát! Írország esetében a külső adósságállomány nagysága 2008 végén 1700 milliárd euró volt, ami a GDP 8–9-szerese [Artner 2009: 1]! Mindezt tetézi, hogy Görögország és Portugália esetében a bruttó megtakarítások a GDP arányában igen alacsonyak voltak, különösen az eurózóna többi államához viszonyítva (*lásd a 8. ábrát*). Hasonló folyamatokat mutat a *9. ábrán* látható grafikon, amely a nettó hitelezői pozíciókat mutatja.

A válság tehát a PIGS-országokat az eurózóna többi tagállamától eltérő állapotban érte. Írország és Spanyolország esetében az ingatlanpiaci buborékok kipukkadtak. A korábban igen magas növekedési rátát produkáló ír gazdaság növekedése hirtelen megállt és negatívba fordult. Több multinacionális társaság is kivonult az országból, amelyek közül talán a DELL távozása jelentette a legnagyobb érvágást. A kormányzat hirtelen jelentős bevételcsökkenést, illetve kiadásnövekedést tapasztalt, a deficit nagysága majdnem elérte a GDP nyolc százalékát (*lásd a 3. ábrát*). Hasonlókat láthatunk Spanyolországban is.

A portugál és görög gazdaság talán még ennél is rosszabb állapotban van. Ezekben az országokban mind a kormányzat, mind a magánszféra még jobban eladósodott, még kevesebb megtakarítással rendelkezik. Így míg a spanyol és ír esetben könnyen lehet, hogy a hiányzó kormányzati forrásokat a magánszféra képes lesz kigazdálkodni, Görögország és Portugália esetében erre jóval kisebb az esély.

Mit mutatnak az előbbieket? Egyrészt azt, hogy a fiskális felügyelet jelenlegi intézményrendszere önmagában jelenleg nem képes felügyelni és megítélni, hogy egy ország makrogazdasági állapotának megfelelő költségvetési politikát folytat-e. A portugál és görög eset azt mutatja, hogy jelenleg talán kisebb lenne a probléma, ha a korábbi konjunkturális időszakban sikerül szigorúbb fiskális politikát folytatni.

Másrészt azt is érdemes észrevenni, hogy a GMU intézményrendszere kizárólag a fiskális politika sarokszámainak ellenőrzését tartotta fontosnak. És miközben Írország vagy Spanyolország költségvetési szempontból másik két társánál jobban teljesített, ez a jelen helyzetben annyira elég, hogy rövid távon egy hajszálnyival kisebbek a problémáik, mint másik két társuknak. Azonban egy elhúzódó recesszió esetén könnyedén ők is még nagyobb bajba kerülhetnek. Vagyis a GMU intézményrendszerének valószínűleg a jövőben nem kizárólag költségvetési sarokszámokra kell koncentrálnia, hanem az egyes országok külső pozícióira, lakossági és vállalati adósságállományára is. Milyen intézményrendszer legyen is ez?



## 2.2 A FISKÁLIS FELÜGYELET INTÉZMÉNYRENDSZERE A GMU-BAN

Hogy bemutassuk azt, miért is van szükség tisztán elméleti szempontból a GMU-ban fiskális szabály alkalmazására, egy kis absztrakciót szükséges az olvasónak végrehajtania. Képzeld el a GMU-t, mint egy föderális berendezkedésű államot, ahol a GMU tagállamai a szövetségi államok, az Európai Központi Bank a szövetségi jegybank, a közös költségvetés az EU közös költségvetése.<sup>2</sup>

Föderális államokban a központi kormányzat erőfeszítései nem elegendők a fiskális fegyelem eléréséhez, ehhez a szubnacionális szint erőfeszítései is szükségesek. Minél kisebb a központi kormányzat súlya a gazdaságon belül, annál fontosabb szerep hárul a régiókra. A fiskális fegyelem fenntartása azon a szinten fontos, ahol a tevékenység folyik, egyfajta szubszidiaritás érvényesül itt is [Kopits 2001].

Föderális szintű fiskális szabály alkalmazása például azokon a helyeken gyakori, ahol a központi kormányzat korábban gyakran kísérgeltette a tagállamokat pénzügyi krízis esetén. Egy másik lehetséges ok ilyen szabály bevezetésre, ha egy tagállam pénzügyi ballépésének következményeit a többi tagállamnak kell viselnie, vagy a központi kormányzatnak van nagyarányú kiigazításra szüksége, amelyhez a tagállamok hozzájárulása is szükséges.<sup>3</sup> [Kennedy–Robbins 2001]

A GMU gyakorlatában egyfelől az uniónak nem volt joga ahhoz, hogy önállóan korlátozza a tagállami fiskális politikát (az SNP bevezetése előtt), ehhez tehát az egyes államok hozzájárulására volt szükség, ugyanakkor az egyes tagállamok egy-egy-egyesített szabályt vezettek be, amelynek ellenőrzése is részben<sup>4</sup> központilag folyik. Az SNP elfogadásakor az vezérelte a döntéshozókat, hogy a stabil valuta egyik szükséges feltétele a kiszámítható, stabil fiskális politika, a GMU létét csak fegyelmezett, kiegyensúlyozott és konzisztens nemzeti fiskális politikák megteremtésével lehet biztosítani [Benczes 2003]. Amennyiben azonban a tagállami fiskális politika önálló lehet, egyes tagállamok a stabil valuta „farvizén”, kihasználva a többi tagállam erőfeszítéseit, potyautasként, laza fiskális politikával hosszú távon alááshatják az euró stabilitását. Ennek megelőzése érdekében vezették tehát be központilag az SNP-t, a tagállamok számára kötelező fiskális szabályként.

A stabilitási és növekedési paktumot számos kritika érte. Minden fiskális szabálynak meg kell felelnie bizonyos kritériumoknak. Ezek a kritériumok a következők [Kopits–Symansky 1998, Kopits 2001, Kennedy–Robbins 2001]:

- rugalmasság: külső sokk esetén tegye lehetővé az anticiklikus gazdaságpolitikát;
- egyszerűség és egyértelműség: világos, könnyen ellenőrizhető számok jellemzők;
- kikényszeríthetőség és hitelesség: ha a szabályt megszegik, legyenek világosak és kikényszeríthetőek a szankciók, ellenkező esetben nem lesz hiteles a szabály betarthatósága.

<sup>2</sup> Felmerülhet az olvasóban, hogy nem minden EU-tagállam tagja a GMU-nak. Azonban elmondható, hogy a 12 új tagállam, mivel kötelezettséget vállalt a GMU-ba való belépésre, köteles úgynevezett konvergenciaprogramok keretében az SNP fiskális szabályai felé mozdítani költségvetési politikáját, míg a régi tagállamok közül mindössze három nem tagja a GMU-nak.

<sup>3</sup> Ilyen jelenséget tapasztalhatunk most a GMU esetében is.

<sup>4</sup> Mint arra később kitérünk, a szabály végső kikényszerítője, az ECOFIN nem tekinthető teljes mértékben a központot, tehát az EU-t képviselő szervnek.

Az SNP kritikáinak széles körű szakirodalma van [lásd például Benczes 2003, Csaba 2006, Orbán-Szapáry 2004 magyarul, illetve a külföldi szakirodalomból Annett et al. 2005, Buti et al. 2003, Leblond 2006, Tanzi 2004]. Számunkra a legfontosabb probléma az utolsó kritériumrendszer érinti. Eszerint egy fiskális szabály akkor tekinthető erősnek kikényszeríthetőség szempontjából, ha a kikényszerítő szerv egy mindenkitől független, nyílt szervezet, és szabályszegés esetén a büntetés nagysága jelentős. Ami az utóbbit illeti, ezzel nincs is elviekben semmilyen probléma, az SNP büntetési tételei igen jelentősek. A paktum gyengesége sokkal inkább a kikényszerítő személyében jelentkezik.

Ez a szerv ugyanis esetünkben az ECOFIN, vagyis a pénzügyminiszterek tanácsa, amely minősített többséggel dönt arról, egy országot felelősségre vonnak-e. Az ECOFIN azonban nem felel meg egyik fenti kritériumnak sem. Egyfelől a tanács semmiképpen sem független a politikai szférától, hiszen tagjai politikusok, akik elsősorban politikai és csak másodsorban gazdasági döntést hoznak. Ezt tovább súlyosbítja az a tény is, hogy a tanácsban „partizánként” ott ülnek azok a pénzügyminiszterek is, akik nemhogy nehezen döntenek amúgy is saját hazájuk ellen, de ráadásul legtöbb esetben ők maguk okozták az eljárást. Ráadásul az elmúlt években már többször is problémát okozó, a nemzeti kormányok részéről jelentkező kreatív könyvelési trükkök, titkolózások is hozzájárultak ahhoz, hogy az SNP rendszere ne tökéletesen működjön.

*Leblond* [2006] szerint mindezek nem jelentenek akkora problémát. A szerző az SNP németek és franciák által történt felpuhítása után közölt írásában amellel érvel, hogy a paktum sokkal inkább politikai mint gazdasági szerepet tölt be, és valójában a paktum, illetve a pénzügyi piacok együtt képesek megfelelő fiskális politikát kikényszeríteni. Az érvelés legfőbb pontja az, hogy az SNP 2003-as válságát nem követték az államkötvény-piacokon jelentős hozamemelkedések, illetve az Európai Központi Bank sem emelte meg irányadó kamatlábát. Ebből azt a következtetést vonja le a szerző, hogy a piac képes beárazni azt, ha egy tagállam fiskális politikája nem fenntartható. Ebben az értelemben az SNP megszegése, illetve a túlzott deficit eljárás megindítása egy figyelmeztető aktus. Azonban a piac tudja, hogy az SNP sokkal inkább egy politikai, mint egy gazdasági intézmény, és jelentősége sem lehet nagy.

Leblond hangsúlyozza: ahhoz, hogy a piacok helyesen és megfelelően tudják pótolni az SNP-t, négy fontos kritériumnak teljesülnie kell. Ezek a következők:

1. A pénzügyi piacoknak nyitottaknak kell lenniük, számos befektetési lehetőséggel.
2. A kötvények eladóiról megfelelő információ kell, hogy rendelkezésre álljon.
3. Meg kell szüntetni az erkölcsi kockázat, vagyis a központi bank, vagy bárki más általi kimentés lehetőségét.
4. A kibocsátóknak a piaci jelzéseket kell követniük.

A szerző feltételezése szerint mindezek a kívánalmak fennállnak, így az EU kötvénypiacai és pénzpiaci szereplői, egyfajta másodlagos SNP-ként, ki tudják kényszeríteni a megfelelő fiskális politikák megvalósítását.

Az ezzel a nézettel kapcsolatban utólag felmerült problémák közül az egyik az, hogy a GMU-tagok esetében, ahogy arra már felhívtuk a figyelmet, a kamatlábak nagysága eltért attól, amekkorát az ország helyzete indokolt volna. Ahogy *Feldstein* [2010] gyorselemzésében arra a figyelmet felhívja, a görögök azért adósodhattak el

ilyen mértékben, mert az eurózóna-tagság ezt lehetővé tette számukra azzal, hogy alacsonyabb kamatláb alakult ki a piacokon, mint indokolt lett volna. Érdekes kérdés, hogy eszerint a nézet szerint vajon a fenti négy pontból valójában melyik sérült. Valószínűleg a harmas pont volt az, amely kimondva-kimondatlanul sérült: a befektetők azt gondolhatták, hogy egy GMU-tagállam az erős mögöttes intézmények és így egy potenciális „bail-out” lehetősége miatt nem mehet csődbe.

Másrészről, ahogy arra *De Grauwe* [2009] is felhívja a figyelmet, a piacok gyakran túl későn jeleznek. A jelenlegi görög válság esetében is azt láthattuk, hogy a hitelműsítők igen későn reagáltak a görög problémákra. Egészen pontosan csak a dubai állami vagyonalap problémáinak felszínre kerülésekor reagált, de akkor már egy lappon kezeltek olyan államokat is, amelyek amúgy fiskális szempontból azért nem egyforma kockázatot képviseltek. Valószínű tehát, hogy azok a nézetek, amelyek szerint az SNP, illetve a piacok együtt képesek megfelelő fiskális felügyeletet produkálni az eurózónában, felülvizsgálandók.

Ugyanakkor, mint utólag kiderült, Leblond utolsó pontja is sérült: a görögök – immár sokadszorra – elhallgatták valós gazdasági helyzetüket a világ előtt. Görögországgal kapcsolatban már többször is hallhattunk „kreatív könyvelésről”, így kiderült, hogy azokat a fiskális mutatószámokat, amelyeknek az ország végül GMU-tagságát köszönhette, nem voltak valóságok. 2009-ben, hasonlóan a korábbiakhoz, szintén utólag ismerte el a görög kormányzat, hogy a költségvetési hiány nagysága jócskán meghaladja az előrejelzett értékeket, és ez a tévedés bőven a hibahatáron kívül van. Mindez felveti a föderális szintű fiskális felügyeleti rendszeren belül egy erős auditáló szervezet létrehozásának szükségességét is.

### 2.3 JAVASLATOK A GMU INTÉZMÉNYEINEK REFORMJÁHOZ

A következő alfejezetben javaslatot teszünk egy olyan új, elsősorban a Gazdasági és Monetáris Unióhoz kapcsolódó intézmény felállítására, amely képes lehet arra, hogy a válság által nyilvánvalóvá tett problémákat ha nem is megszüntesse, de legalábbis csökkentse. Mik lennének ennek az intézménynek a feladatai?

- A fiskális felügyelet megteremtése: ahogy azt az előbbiekből is láthattuk, az egyik legfontosabb probléma a fiskális felügyelet hiánya. Ennek kapcsán a javaslat megvalósulása nem kizárólag az SNP megreformálását, hanem kiváltását jelenthetné.
- A külső sokkokból fakadó kockázatok mérséklése: mivel, ahogy azt láttuk az optimális valutaövezetekről szóló fejtegetésünkben, a GMU tagállamai számára a külső sokkok eltérő nagyságban jelentkeznek, szükséges ezeknek a hatásoknak a csillapítása, illetve a kockázatok szétterítése a tagok között.
- Önálló, GMU-szintű kötvénykibocsátás lehetővé tétele, amelynek segítségével egyrészt a fenti cél elérhetővé válna, illetve ami lehetővé tenné a közösség számára magasabb arányú költségvetési újraelosztás megvalósulását.

Javaslatunk lényege egy olyan európai valutaalap (EMF) létrehozása, amely elgondolás az elmúlt hetekben, sőt, valójában az elmúlt években is már többször megjelent [lásd Mayer 2009 és Gros–Mayer 2010]. Ezekben az ötletekben az EMF tulajdonképpen egy, az IMF-hez hasonlóan működő intézmény képét ölti, lényegében a

második pontra megoldást nyújtva. Az ötlet szerint az alap működését alapvetően kötvénykibocsátásból finanszíroznák, ami átvezet majd minket a harmadik pont kérdéséhez is.

Természetesen a legnagyobb ellenérv az EMF-fel szemben az erkölcsi kockázat keletkezése. Az előbbi szerzők ezt elkerülendő azt javasolják, hogy a szabályokat megszegő államok a talpra állás után büntetésként bizonyos összeget fizessenek be az alapba, ezzel növelve annak nagyságát.

Miért is lehet fontos az, hogy sikerül-e megoldani a GMU-ban az önálló kötvénykibocsátást? A 2009-es év második felére kezdett nyilvánvalóvá válni, hogy több euró-zóna-tagállam (a már említett PIGS-országok) esetében jelentős költségvetési hiány alakulhat ki, ami drasztikusan megemelheti ezen országok adósságállományát is. A legsúlyosabb helyzet Görögország esetében alakult ki: komolyan felmerült az államcsőd lehetősége is, többször megfogalmazódott, hogy az országnak az IMF-hez kell fordulnia a túlélés érdekében. Szintén pletykák terjedtek arról, hogy hasonló helyzetben van a PIGS másik három állama. Mindez jól tükröződik a hosszú távú kamatlábak alakulásában, amelyek 2009-ben ismét elszakadtak a német kamatláb nagyságától.

Mivel ez a jelenség hamarabb kezdődött, mintsem a görög államháztartás nehézségei nyilvánvalóvá váltak, így ennek a jelenségnek a magyarázatok a fiskális problémáknál mélyebbre kell ásnunk. De Grauwe és *Moesen* [2009] érvelését elfogadva arra juthatunk, hogy ennek oka az a befektetői magatartás, amely szerint krízis idején a befektetők a biztonságosabb állampapírok irányába mozdulnak, ezek elsősorban az amerikai és japán államkötvények, illetve Európa esetében a német, kisebb részben a francia papírok. Mindezek miatt De Grauwe és szerzőtársa amellet érvel, hogy a kis államokon lévő nyomás csökkentése érdekében az eurózónában közös euróalapú kötvényeket kellene kibocsátani. Ezekben különböző súllyal szerepelnének – a javaslat szerint az Európai Beruházási Bankban (EIB) birtokolt részesedések alapján – az egyes tagállamok, illetve szintén súlyozásos módon állapítapítanak meg a kamatokot is, mégpedig a kibocsátáskori hozamszintek alapján.

A szerzők érvelése szerint ilyen módon a kisebb államok alacsonyabb hozamokkal lennének képesek állampapírokat kibocsátani, ami megkönnyítené számukra a válságból való kilábalást. Felvethető a kérdés, mit nyernének ezen a nagyobb államok? A javaslat szerint az ő nyereségük abban állna, hogy csökkenne annak az esélye, hogy a kisebb, fegyelmezetlenebb államok potyautas magatartást folytassanak az ő rovásukra. Részben ez a kötvénykibocsátási lehetőség is javíthatja tehát az egész euró-zóna stabilitását, illetve megfelelően finanszírozhatja az EMF-et.

Ugyanakkor véleményünk szerint egy ilyen alap nem csak ezt a feladatot láthatná áll, hanem önmagában lehetne, az SNP helyett, a fiskális felügyeletet biztosító intézmény is. Sokak szerint az SNP problémái nem csak abban rejlenek, hogy nem megfelelően alkalmazott fiskális politikai szabály, hanem abban is, hogy önmagában egy ilyen fiskális szabály nem megfelelő a fiskális fegyelem érvényesítése szempontjából.

*Wyplosz* [2002 és 2005] javaslata szerint a stabilitási és növekedési paktum, mint költségvetési szabály helyett egy másfajta intézményi megoldást kellene tagállami szinten alkalmazni: mégpedig a fiskális hatóságokat. Fiskális hatóságként Wyplosz a monetáris tanácsokhoz hasonló testületet képzel el. Ekkor a hatóság feladata és jellemzői a következők lennének:



- A fiskális tanács tagjai hosszú, a politikai ciklusokon átívelő távra kinevezett független szakértők.
- A fiskális hatóság feladata, hogy egy adott időre előírjon a megfelelő kormányzati szerv számára egy maximális államadóssági szintet, amely a gazdasági ciklusokkal összeegyeztethető.
- A fiskális hatóság feladata az adott évi költségvetési egyenleg meghatározása is a GDP alakulásának függvényében.
- A fiskális hatóság egyedül a parlamentnek felelős.

Miután a fiskális hatóság, vagy fiskális tanács meghatározta az elfogadható államadósság és költségvetési egyenleg szintjét, már szabad a költségvetés megalkotóinak keze, és az adott keretek között szabadon dönthetnek a költségvetési pénzek elosztásáról. Ezzel a megoldással tulajdonképpen kombinálhatnánk a fiskális szabályok korlátozó funkcióját a diszkrecionális politika rugalmasságával.

Wyplosz fenti javaslatát egészíti ki az a javaslat, amelyet *Orbán* és *Szapáry* [2004] idéz. Eszerint ilyen fiskális hatóságot kizárólag uniós szinten kellene alkalmazni, amely aztán figyelmezteti, majd szankcionálja azokat a tagállamokat, amelyek nem megfelelő fiskális politikát folytatnak: így tulajdonképpen az automatizmust zárják ki az SNP szabályrendszeréből.

Figyelmet érdemel *Barry Eichengreen* [2003] megoldása. Eszerint csak azoknak az államoknak kell kötelezően alkalmazni az SNP szabályrendszerét, amelyek államháztartásának szerkezete nem megfelelő. Ezzel két legyet lehetne ütni egy csapásra: megoldható a rugalmassági probléma, valamint ezzel a paktum ösztönözne arra, hogy a tagállamok végrehajtsák sokáig halogatott strukturális reformjaikat.

Szintén érdekes gondolat kísérletként tekinthetünk arra a javaslatra, melyet *Buti* [Buti et al. 2003], *Orbán* és *Szapáry* [2004] is megfontolásra ajánl. Ennek lényege, hogy mivel az SNP célja a közösségi monetáris politika támogatása, így a fiskális politikát is közösségi szinten célszerű korlátok közé szorítani. Tehát, érvelnek az ezt támogató szakemberek, határozzuk meg azt az aggregált nagyságú deficitet, amelyet az unió egésze megengedhet magának. Ezt természetesen valamilyen szakembergárdára kell bízunk. Az így meghatározott aggregált deficitet aztán a tagállamok szintjére kell valamilyen módon szétosztani, legyen az egy központilag alkalmazott metódus, amely az egyes tagállamok gazdasági pozíciója alapján működik, vagy pedig bízhatjuk ezt a funkciót a piacra is. A piacokon pedig például a légszennyezési kvótákhoz hasonlóan kereskedhetnének az államok a deficitekkel.

Akármelyik fenti megoldást is választanánk, az EMF megfelelő intézmény lehet arra, hogy egy ilyen, közösségi szintű fiskális politikát felügyelő hatósággá váljon. Ezen túl ebben az „alfunkcióban” megvalósítható az előbb említett módon a hatékony szankcionálás, illetve az alapot fel lehet hatalmazni arra, hogy auditáló hatóságként felügyelje a tagállamok adatszolgáltatását is.

Ilyen módon az EMF jogköre és feladatai túlmutatnának a szakirodalomban eddig javasoltnál, és egy komplex, a közös valutához kapcsolódó szupranacionális szintű szabályozó hatóság, illetve felügyelő intézmény lenne. Természetesen ehhez szükséges az is, hogy az egyes tagállamok hajlandóak legyenek szuverenitásuk egy részéről lemondani. noha ez jelenleg nem tűnik magától értetődőnek, ugyanakkor a jelenlegi válság rámutat arra, hogy hosszú távú megoldást kell találnunk annak érdekében, hogy az eurózóna instabilitása megszűnjön.

### 3. TANULSÁGOK A CSATLAKOZNI VÁGYÓ ÁLLAMOK SZÁMÁRA

Az októberi válság idején, egyidejűleg a forint elleni spekulációs támadással, felerősödtek a hangok, amelyek a minél hamarabbi GMU-csatlakozás mellett kardoskodtak. Ebben az időben, amikor a reálgazdasági válság nagyságát még többnyire alábecsülték az elemzők és a nemzetközi szervezetek is, úgy tűnt, hogy a pénzügyi problémák farvizén könnyebbé válik az eurózónába való bevezetés. Az IMF és az unió által adott pénzügyi segítség véglegesen kikényszerítette a fiskális konszolidációt, illetve a lassuló világgazdasági környezet, a pénz „eltűnése” a gazdasági rendszerből a dezinfláció előtt is megnyitotta az utat.

A GMU-tagság időzítése, költségei és hasznai lassan évtizede biztosítanak témát a közgazdászoknak (az egyik legelső, és máig legrészletesebb költség-haszon elemzést lásd Csajbók–Csermely [2002], illetve a bevezetés stratégiájáról lásd Darvas–Szapáry [2008a]). E fejezetben röviden áttekintjük azokat a problémacsoportokat, amelyek alapvetően befolyásolták a diskurzust. Röviden megelőlegezve, ezek a problémák alapvetően a nominális versus reálkonvergencia, illetve az elégséges szintű reálkonvergencia köré csoportosulnak.

Az euróbevezetés időzítése szempontjából alkalmazott érvek leginkább a nominális versus reálkonvergencia köré csoportosulnak. Ennek alapja elsősorban a növekedés, és az abból eredő árszínvonal-emelkedés, valamint a nominálkonvergencia inflációs kritériuma közötti trade off viszony, hiszen a reálkonvergencia szükségszerűen árszínvonal-emelkedéssel, tulajdonképpen az árszínvonalak konvergenciájával jár (Balassa–Samuelson hatás).

Noha a Balassa–Samuelson hatás jelentőségét többen megkérdőjelezik [Csaba 2006, Mihályi 2005], illetve hangsúlyozzák, hogy jelentősége napjainkra csökkent [Darvas–Szapáry 2008a], azonban az *árszínvonal felzárkózása* várhatóan tovább fog folytatódni. Ezt mutatják a nemzetközi tapasztalatok is. Ahogy azt már korábban bemutattuk, ez történt a PIGS-országokban is.

Az árszínvonal felzárkózása, amely tehát a reálkonvergencia következménye, különösen, ha az az inflációs csatornán keresztül megy végbe, ellentmondásba kerülhet a nominálkonvergencia küszöbszámaival, különösen az inflációs kritériummal. Ez leginkább azokban az országokban okozhat problémát, amelyek annak idején kötött árfolyamrendszert választottak a lebegtetés helyett. Ezekben az országokban a nominális árfolyam nem tud felértékelődni, így az árszínvonal felzárkózása kizárólag az inflációs rátán keresztül valósulhat meg. Ezzel indokolható a balti államok magas inflációs rátája az utóbbi években.

Az ellenkező példa Csehország és Szlovákia esete, amely a lebegő árfolyamrendszer és az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése óta alacsony infláció mellett ért el növekedést, ugyanakkor viszont jelentős nominális felértékelődésen mentek keresztül valutáik. Azonban ez sem mentes a veszélyektől: a nominális felértékelődés folyamata oda vezethet, hogy az ország az euróra való áttéréskor a versenyképességét veszélyeztető, erős konverziós árfolyamot választ.

Darvas és Szapáry [2008a] tanulmányukban kimutatják, hogy az új tagállamok árszínvonal-konvergenciájában a legfontosabb összetevő valóban az egy főre eső jövedelem. Ezen túl modelljükből kiderül, hogy e mellett szignifikáns hatása van a belső kereslet nagyságának, illetve az eurózónánál magasabb reálkamatlábnak,

amely tőkebeáramlást generálva erősíti a nominálárfolyamot és ezen keresztül a reálárfolyamot.

Feltehető a kérdés, érdemes-e elhalasztani a GMU-csatlakozást addig, míg az egyes kelet-európai tagállamok elérnek egy olyan reálkonvergencia-szintet, ahol a fenti árszínvonal-konvergencia is a végéhez közelít. Első ránézésre úgy tűnhet, hogy valószínűleg a kérdés költői: az árszínvonal-konvergencia mindenképpen végbemegy, és mindenképpen hatással lesz az egyes államok gazdaságára. Azonban amíg az egyes országok megőrzik önálló fizetőeszközüket, addig elvileg kezükben a saját monetáris politika, amely kezelheti ezt a problémakört, ezáltal talán csökkentve annak hatásait.

Amint arra azonban Darvas és Szapáry [2008b] is rámutatnak tanulmányukban, a csatlakozó országokban a monetáris politika erősen korlátozott. Ennek okai a transzmissziós mechanizmusok alacsony működési hatékonysága, az alacsony hitel/GDP-arány (valamint a felvett hitelek nagyarányú külföldi valutában való denominalizációja), illetve az alacsony tőzsdéi kapitalizáció és a háztartások alacsony pénzügyi eszköz-állománya miatt. Ugyanekkor ezek a monetáris politika hatékonyságát gyengítő tényezők jelentik a kelet-európai csatlakozójelöltekre leselkedő legnagyobb veszélyeket is.

Ezeket a félelmeket támasztják alá a PIGS-országok előbbiekben említett tapasztalatai, amelyek napjainkra váltak különösen nyilvánvalóvá. Mindezek oda vezettek, hogy ma már egyre több kételkedő hangot hallunk arról, vajon érdemes-e minél hamarabb csatlakozni a GMU-hoz?

Közös valuta nélkül, lebegő árfolyam esetén az árfolyam leértékelődése akár segítheti is a versenyképesség helyreállítását, azonban ez nem feltétlenül van így. Különösen veszélyes a gyors leértékelődés a bankrendszerre nézve, de mint azt az elmúlt hónapok gyenge forintja mutatta, a vállalati szektor számára sem feltétlenül előnyös ez. Tehát euró nélkül, lebegő árfolyam esetén egy ilyen krízis, amely tőkekiáramlással, leértékelődéssel és ezzel párhuzamosan a bankrendszer instabilitásával járhat, a portugál esetnél is fájdalmasabb hatásokat eredményezhet. És ezt láthatjuk most, amikor a világgazdasági válság erőteljes sokkot okozott a magyar gazdaságnak, mutatva ennek a hipotetikus forgatókönyvnek a helyességét. Ebből a szempontból talán azt mondhatjuk: ha lenne eurónk, mint ahogy Szlovákiának van, „csak” egy versenyképességi alkalmazkodásra lenne szükség, míg így ez neheztíve van a saját valuta kockázatából adódó többletköltséggel is.

Érdemes röviden még néhány másik kérdést is megvizsgálni, amelyek a nominális konvergencia nehézségét mutatják, és amelyek részben szintén összefüggésben vannak a reálkonvergenciával.

Az egyik kérdés a fiskális konszolidáció. A kelet-európai új csatlakozók nemcsak az egy főre eső jövedelem tekintetében, hanem egyéb más mutatókban is elmaradnak fejlettebb társaiktól. Ilyen például a nem megfelelő infrastruktúra, az elmaradott lakásállomány, de akár ide sorolhatjuk a hazai vállalatok alacsony versenyképességét is. Mindezek a kérdések felvetik a nagyobb állami szerepvállalás lehetőségét. Ahogy egyes magyar közgazdászok érvelnek (lásd például Matolcsy [2004]), a magyar gazdaság fejlesztése prioritást élvez a közös valuta bevezetése előtt. Miért is kell ennek a kérdésnek vagy-vagy kérdésnek lennie? A növekvő szerepvállalás szükségszerűen magasabb államháztartási hiányban csapódik le, ugyanakkor a gazdaság terhelhetősége adókkal és egyéb más állami forrásokkal véges. Így egy ilyen, mondhatni *expan-*

ziós fiskális politika szükségszerűen magas, a maastrichti referenciaértéknél magasabb költségvetési hiánnyal, illetve növekvő államadóssággal számol.

Ezzel elértünk egy másik, ezzel összefüggő fiskális kérdéshez, ez pedig az EU-tagsággal járó *költségvetésikiadás-emelkedés*. Az unióba való belépés jogokkal és kötelezettségekkel is jár. Kötelezettség az, hogy az uniós kasszába kerülnek a korábbi magyar vámbevételek, valamint az országnak ezen túl is hozzá kell járulnia a közös költségvetéshez. Igaz, hogy ebből jó esetben többet kapunk vissza, mint amit befizettünk, azonban ezeknek a forrásoknak a lehívása is pénzbe kerül: ezekhez önrészt kell biztosítani, amely sokszor az államot terheli. Noha a mértékéről a szerzők között vita van, abban egyetértenek, hogy az uniós tagság növeli a kelet-európai tagországok kiadásait. Ennek nagyságát a GDP 1 és 4 százaléka közé teszik a számítások [Orbán-Szapáry 2004: 822].

Egy további kérdés még a *csatlakozási árfolyam* kérdése. A túl erős csatlakozási árfolyam minden bizonnyal előrehozná a versenyképességi alkalmazkodás kényszerét. Az erős csatlakozási árfolyam ugyanis megnövelia hazai termelési költségeket, megdrágítja az előállított termékeket a külföld számára, így teremtve versenyképességi hátrányt [Jankovics 2005]. A túl gyenge árfolyam pedig, alulárzva a hazai béreket, inflációs nyomást jelenthet a jövőben.

Le kell szögeznünk, hogy a csatlakozási árfolyam elsősorban politikai kérdés, ez esetben nehéz, ha nem lehetetlen ugyanis egyensúlyi árfolyamról beszélni. Az erős árfolyam nyilván a lakosság széles rétegeinek lenne előnyös, míg egy gyenge elsősorban a vállalati szektornak, és azon belül is az exportra termelőknek elsősorban. De itt is érvényes: a gyenge árfolyam még az exportáló vállalatoknak sem minden esetben jó, gondoljunk a magas importhányaddal dolgozóakra! Ezen túl, ahogy azt Jankovics [2005] hangsúlyozza, ez a kérdés nem is az időzítés kérdése igazán, sokkal inkább fontos, hogy bármikor is csatlakozik az ország a GMU-hoz, hihető árfolyamot találjon, amit a piaci szereplők is fenntarthatónak gondolnak (a korábbi tapasztalatról lásd Schnabl és de Grauwe [2004]).

#### 4. KONKLÚZIÓ

Dolgozatunkban a 2008-as gazdasági válság GMU-val kapcsolatos hatásaira, a GMU egyes tagállamaiban kirobbant súlyos közpénzügyi válságokra, a kelet-európai országok GMU-hoz csatlakozásának dilemmáira fókuszáltunk.

Bemutattuk, hogy noha kétségtelen az, hogy a GMU-országok egy része ténylegesen fegyelmezetlen fiskális politikát folytatott, ugyanakkor rámutattunk arra, hogy a probléma nem csak ez. A GMU alapvetően intézményi reformokra szorul. Ezen reformok kapcsán felhívtuk a figyelmet arra, hogy egyrészt szükséges a fiskális ellenőrzés rendszerének újragondolása: a stabilitási és növekedési paktum felülvizsgálata, illetve a szabályrendszer kiegészítése. Azt gondoljuk, hogy a szabályt akár egy megfelelően átgondolt fiskális hatóság is felválthatja.

Az intézményi reform másik oldala abban rejlik, hogy a GMU nem optimális valutaövezet. A jelenlegi gazdaságpolitikai tendenciák azt sugallják, hogy a közösségi szinten kialakított monetáris politika nem megfelelő a felzárkózó tagállamoknak. A fejlettebbek számára megállapított alacsony kamatlábak gyors növekedéshez és



magas inflációhoz vezetnek. Mindez a versenyképesség romlását vonja maga után, és a gazdaság a túlfűtöttség állapotába kerülhet, ami után egy esetleges sokk esetén gyors zuhanás következhet. Ezeket a jelenségeket láthattuk a PIGS-országokban, de ugyanez figyelhető meg például a balti országokban, amelyek az árfolyamok rögzítésével részben már a GMU részévé váltak.

Ezen kérdések megoldására szükséges egy olyan intézményt felállítani, amely egy kockázatokat megosztó alapként az egyensúlytalan helyzetbe került országok számára megoldást nyújthat. Egy ilyen alap funkcióiban hasonló az IMF-hez, azonban szükséges hangsúlyozni, hogy attól eltérő funkciókat is kaphatna. Értékelésünk szerint egy ilyen közös alap megfelelő intézményi megoldás lehetne a jelenlegi hiányosságok megszüntetésére.

Egyre gyakrabban hallhatunk olyan felvetéseket, amelyek a gyors GMU-csatlakozás ellen érvelnek az új EU-tagállamok esetében. Ennek kapcsán egyrészt azt kívánjuk bemutatni, hogy a lehetséges versenyképesség-romlás a GMU-n kívül is megtörténhet, illetve azt, hogy bár az önálló monetáris politika ezen képes lehet segíteni, azonban sok esetben ez azért nem lehetséges, mert a monetáris politika nem elég hatásos. Különösen ez a helyzet Magyarország esetében, ahol a magas devizahitelállomány még tovább csökkentette a monetáris politika mozgásterét. Ezek miatt valószínűleg ezekben az országokban a lebegő árfolyam inkább külső sokkok forrása, semmint sokkokat felfogó gumifal lehet, így valószínűleg a GMU-csatlakozás a jó stratégia. Ugyanakkor a mostani tanulságokat figyelembe kell venni, a gazdaságpolitikának meg kell akadályozni, hogy a kelet-európai államokban a PIGS-hez hasonló szituáció alakuljon ki.

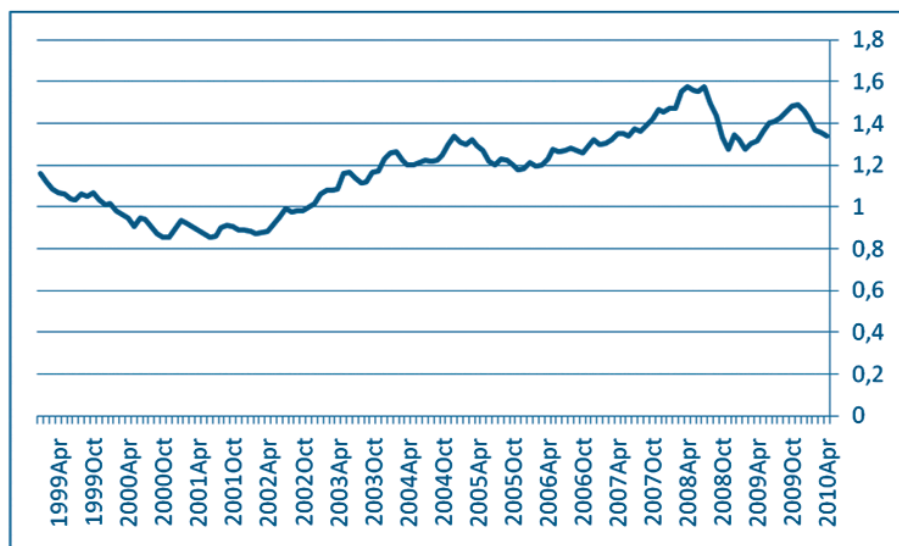
## IRODALOM

- Annett, Anthony–Decressin, Jörg–Deppler, Michael (2005.): „Reforming the Stability and Growth Pact” *IMF Policy Discussion Paper*, PDP/05/02
- Arghyrou, M. G. (2006): „The Accession of Greece to the EMU: Initial Estimates and Lessons for the New EU Countries”, *Liverpool Quarterly Economic Bulletin*, 27(4)
- Artner Annamária (2009): „Válságkezelés Írországban” *Köz-gazdaság* 4 (4) 81–93
- Bayoumi, T.–Eichengreen, B. (1996) *Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries* [www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/c96-78.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/c96-78.pdf) Lekérdezve: 2010. 05. 11.
- Benczes István (2003): „A Stabilitási és Növekedési Paktum kritikai értékelése” *Európai Tükör* 8(3): 59–78
- Benczes István (2004.): „Fiskális szabályok alkalmazása az Európai Unióban” *Külgazdaság*, 48(11): 20–37.
- Benczes, István (2008): *Trimming the Sails*. CEU University Press, Budapest – New York
- Blanchard, O. (2006): „Adjustment Within the Euro Area. The Difficult Case of Portugal”. *MIT Department of Economics Working Paper*, No. 06–04.
- Buti, Marco–Eijffinger, Sylvester–Franco, Daniele (2003.): „Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?” *CEPR Discussion Paper* No. 3692. január

- Csaba L. (2006): „A stabilitási és növekedési egyezmény új politikai gazdaságtanáról” *Közgazdasági Szemle* 53(1): 1–30
- Csajbók A.–Csermely Á. (szerk.) (2002): „Az euró bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése” *MNB Műhelytanulmányok* 24. sz., Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- Darvas Zs.–Szapáry Gy. (2008a.): „Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák” *Közgazdasági Szemle* 55(10): 833–873.
- Darvas Zs. – Szapáry Gy. (2008b): „Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák” *Argenta Tanulmányok*, 1. <http://argenta.hu/argenta.html> lekérdezve: 2009. 05. 11.
- Darvas Zs.–Szapáry Gy. (2008c): „Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak” *Külgazdaság* 52(11-12): 4–28.
- De Grauwe, Paul–Moesen, Wim (2009): „Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond” *Intereconomics* 44(3): 132–135
- De Grauwe, Paul (2010): „Crisis in the eurozone and how to deal with it” *CEPS Policy Brief* No. 204/February 2010
- Égert B. (2007): „Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe” *Oesterreichische Nationalbank Working Paper*, No. 138.
- Eichengreen, Barry (2003): *Institutions for Fiscal Stability* <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/stabilitypactmunich5sep16-03.pdf> Lekérdezve: 2010. május 13.
- Feldstein, Martin (2010): *Why Greece will default?* <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein22/English> Lekérdezve 2010. május 13.
- Fidrmuc, J. (2003.): „Optimal Path into the EMU: Big Bang or Gradualism?” In: Karl Aiginger and Gernot Hutschenreiter (eds.): *Economic Policy Issues for the Next Decade*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 2003, 123–140.
- Jankovics István (2005.): „Az euró és a gazdasági növekedés az új tagállamokban” *Európai Tükör* 7(12): 35–57.
- Kennedy, Suzanne–Robbins, Janine (2001.): *The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance* <http://dsp-psd.communication.gc.ca/Collection/F21-8-2001-16E.pdf> Letöltés: 2008. 05. 02.
- Kopits, George–Symansky, Steven (1998.): *Fiscal Policy Rules*. International Monetary Fund, Washington DC
- Kopits György (2001.): „Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament” *IMF Working Paper*, 145. szám, 2001. szeptember
- Kovács M. A. (szerk.) (2002.): „On the Estimated Size of the Balassa–Samuelson Effect In Five Central and Eastern European Countries” *MNB Working Paper*, 2002/5
- Krugman, P.–Obstfeld, M. (2003.): *Nemzetközi gazdaságtan*, PANEM, Budapest
- Leblond, Patrick (2006.): „The Political Stability and Growth Pact is Dead: Long Live the Economic Stability and Growth Pact” *Journal of Common Market Studies* 44(5): 969–990.
- Lőrinczné Istvánffy H. (1999.): „Robert Mundell, avagy egy ‘nonkonformista’ közgazdász Nobel-díja” *Közgazdasági Szemle* 46(12): 1116–1132.
- Mayer, Thomas (2009): „The Case for a European Monetary Fund” *Intereconomics* 44(3): 138–141

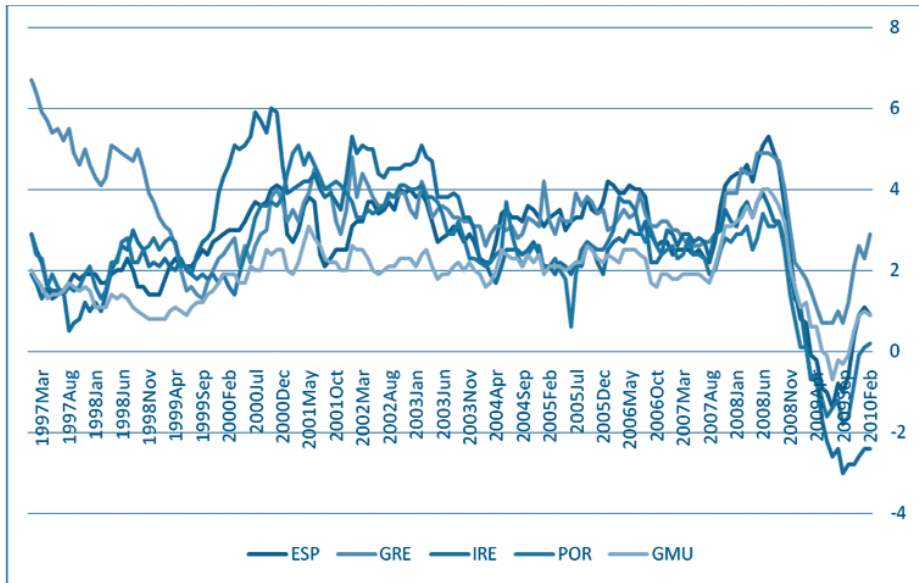
- Matolcsy Gy. (szerk.) (2004.): *Magyar euróstratégia. Az euró hazai bevezetésének forgatókönyvei, egy társadalmi és gazdasági szempontból optimális ütemezés feltételrendszere*. Növekedéskutató Intézet, Budapest
- Mihályi P. (2005.): „Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája” *Közgazdasági Szemle* 52(7-8): 712–731.
- MNB (2008): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról 2008* Budapest, Magyar Nemzeti Bank.
- Mongelli, Francesco Paolo (2002): „New” views on the optimal currency area theory: what is emu telling us” *ECB Working Paper* No. 138., 2002. április
- Mundell, R. (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas” *The American Economic Review* 51(4): 657–665.
- Orbán G. – Szapáry Gy. (2004): „A Stabilitási és Növekedési Paktum az új tagállamok szemszögéből” *Közgazdasági Szemle* 51(9): 810–831.
- Schnabl, G.–Paul De Grauwe (2004): *Nominal versus Real Convergence with Respect to EMU Accession – EMU Entry Scenarios for the New Member States* <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0403/0403008.pdf> Lekérdezve: 2010. május 14.
- Tanzi, Vito (2004): „The Stability and Growth Pact: It's Role and Future” *Cato Journal* 24(1-2): 57–69
- Wyplosz, Charles (2002): *Fiscal Discipline in EMU: Rules or Institutions?* [http://hei.unige.ch/~wyplosz/gea\\_0402.pdf](http://hei.unige.ch/~wyplosz/gea_0402.pdf)
- Wyplosz, Charles (2005): „Fiscal Policy: Institutions versus Rules?” *National Institute Economic Review*, No. 191, 2005. január

## FÜGGELÉK



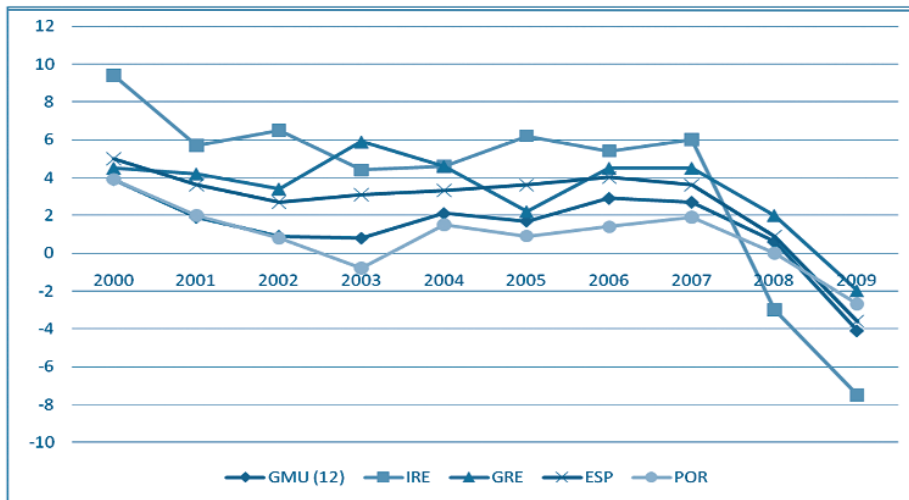
Forrás: Európai Központi Bank

1. ábra: Az euró árfolyama az amerikai dollárral szemben



Forrás: Európai Központi Bank

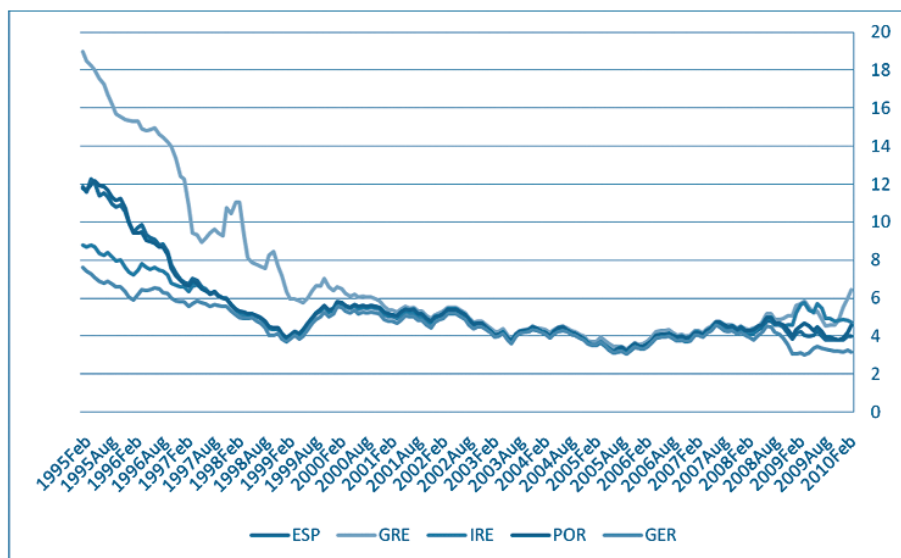
**2. ábra: Inflációs ráták a PIGS-országokban és a GMU átlaga**



Forrás: Európai Központi Bank

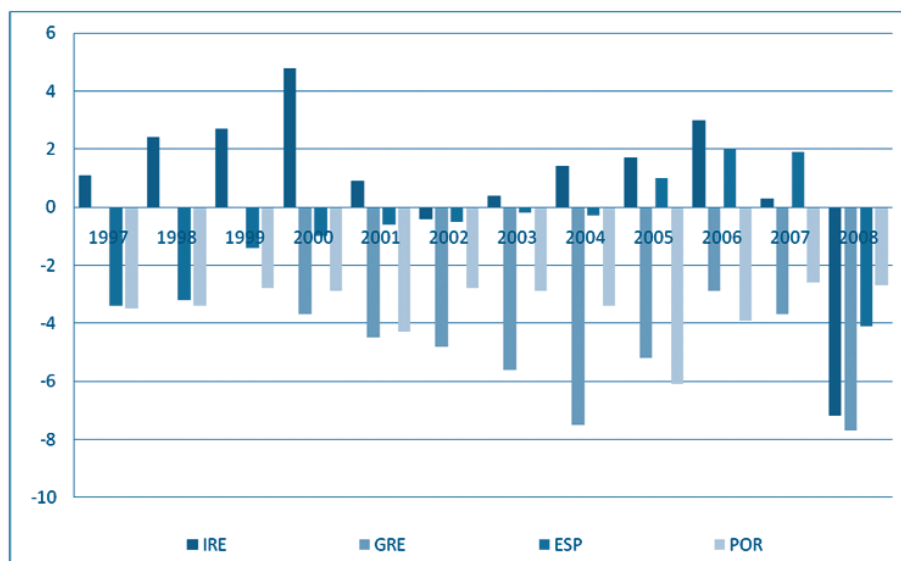
**3. ábra: Növekedési ráták a PIGS-országokban és a GMU 12 alapítójának átlaga**





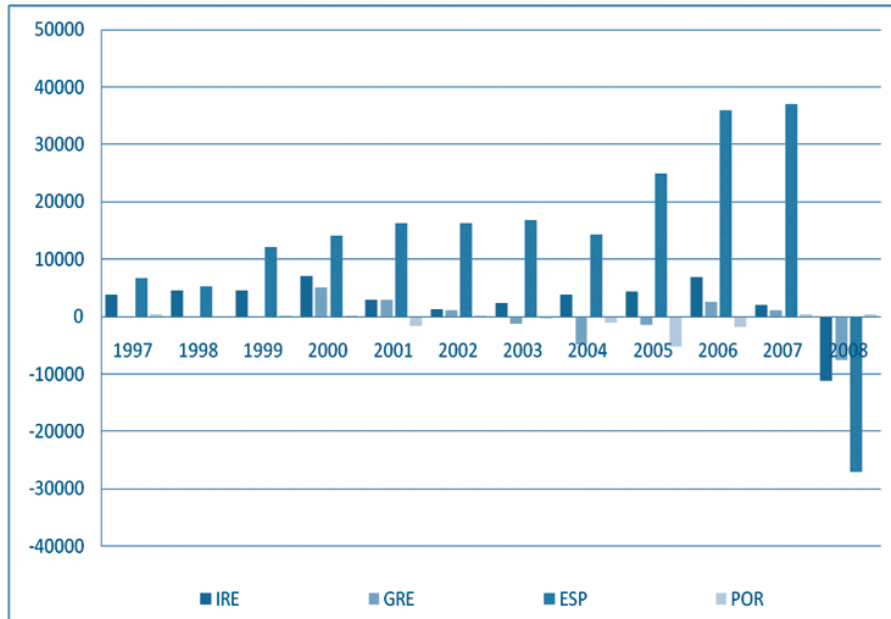
Forrás: Európai Központi Bank

4. ábra: Hosszú távú kamatlábak a PIGS-országokban és Németországban



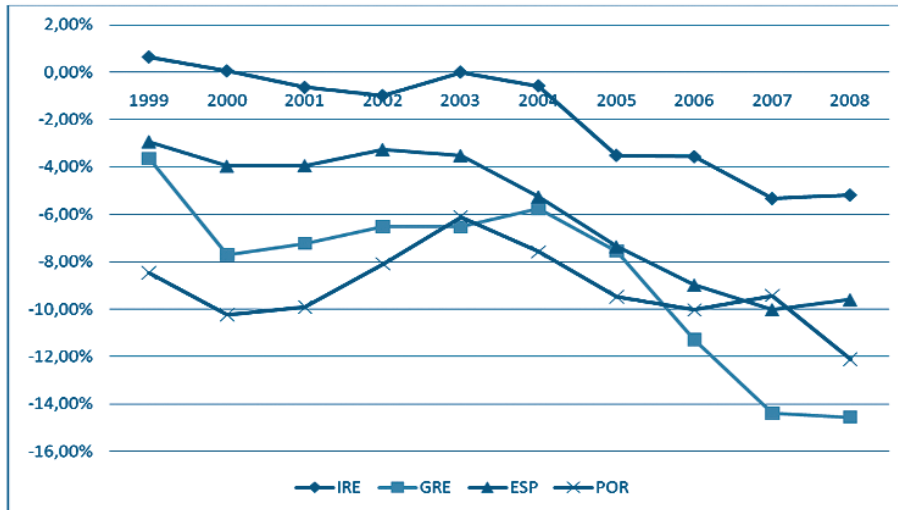
Forrás: Eurostat

5. ábra: Az államháztartás teljes egyenlege a PIGS-országokban, a GDP százalékában



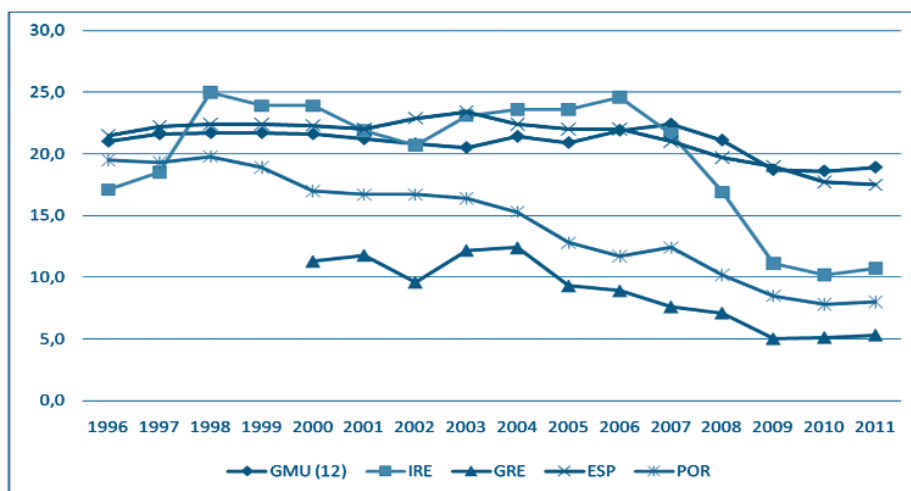
Forrás: Eurostat

6. ábra: Az államháztartás elsődleges egyenlege a PIGS-országokban, millió euróban



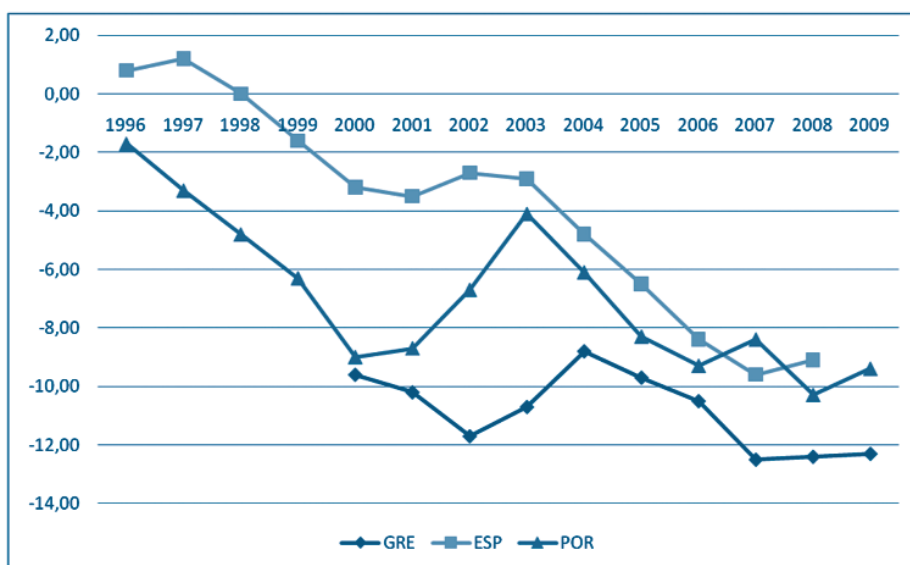
Forrás: Eurostat

7. ábra: A folyó fizetési mérleg hiánya a PIGS-országokban, a GDP százalékában



Forrás: Eurostat

8. ábra: Bruttó megtakarítási ráta a PIGS-országokban és a GMU 12 alapító tagjában



Forrás: Eurostat

9. ábra: Nettó hitelezés Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban