

Az euróövezeti tagság és a folyófizetésimérleg-pálya

KUTASI GÁBOR

*A 2010-es európai adósságválság során az EU vezetésének rá kellett ébrednie, hogy a gazdaságpolitikai koordináció elhanyagolta a külső egyensúly jelentőségét. Ennek következtében az euróövezet egyes fejletlenebb gazdaságainak a jövedelemszintjében tartós, két számjegyű, kedvezőtlen kiigazodás következett be, és szintén tartósan két számjegyű munkanélküliség jelent meg, majd maradt fenn a 2010-es évek második felében beindult konjunkturális ciklusban is. A tanulmány abból indul ki, hogy alapvető tévedés volt a 2000-es években az endogén optimális valutaövezet elméletéből következően a külső egyensúlytalanság problémáját az EU közösségi és nemzeti gazdasági kormányzati szintjén elhanyagolni. Indokolt tehát az egyes folyófizetésimérleg-pályák vizsgálata. A tanulmány azt a kérdést vizsgálja, vajon befolyásolta-e a 2000-es évek elejétől a tagországok folyó fizetési mérlege által leírt pályákat, hogy az adott ország tagjává vált az eurózónának, vagy megőrizte nemzeti monetáris szuverenitását. A tanulmány hipotézise az, hogy az euróövezeti tagságnak nincs lényegi meghatározó szerepe a folyó fizetési mérleg pályájára, azaz az endogén elmélet hibásan feltételezi, hogy az egységes valuta elősegíti a külső egyensúly létrejöttét tagállami szinten.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F32, F36, F45

Az eurózóna 2010-es adósságválsága rávilágított arra, hogy az övezeti tagság a felzárkózó tagországokban jelentős mértékben ösztönözte a külső eladósodást. A fejletlenebb gazdaságok adósságának besorolása tendenciaszerűen javult, amint bekerültek az eurózónába, így a 2000-es években olcsóbban férhettek hozzá hitelek-

* A tanulmány a KÖFOP-2.1.2-VEKOP-15-2016-00001 azonosító számú, *A jó kormányzást megalapozó közszolgálat-fejlesztés* elnevezésű kiemelt projekt keretében működtetett Ludovika Kiemelt Kutatóműhely keretében, a Nemzeti Közszolgálati Egyetem felkérésére készült.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.1-2.62>

Kutasi Gábor, docens, Nemzeti Közszolgálati Egyetem. E-mail: kutasi.gabor@uni-nke.hu

hez. Ez ösztönző lehetett az állami kiadások, a háztartási fogyasztások és a vállalati beruházások nemzetközi hitelekkel történő finanszírozására. Fel kell tennünk azonban a kérdést, vajon ez a közös valuta által megjelenített, az egységes valutaövezeten belül kiigazíthatatlanul rögzített árfolyamrezsimek köszönhető-e, és hogy az euróövezetből kimaradt országok kedvezőbb pályát futottak-e be az euró létrehozása, illetve az uniós csatlakozásuk óta, vagy nincs feltétlenül determinisztikus kapcsolat a folyófizetésimérleg-pálya és az eurótagság között.

Benczes és szerzőtársai [2011] alapján világos a monetáris integráció és az optimális valutaövezet (OCA) *Mundell*-féle modelljének folyamata. Eszerint az egységes valuta bevezetéséből fakadó költségelnyök és a nemzetközi munkamegosztást érintő, javuló optimalizáció növekedési többletet eredményez a résztvevő országokban (*Mundell*, 1961; *Kenen*, 1969; *McKinnon*, 1963). Az OCA modelljének kialakult az endogén változata, amelyet *Mundell* [1973] tanulmányából kiindulva *Frankel–Rose* [1998] tanulmánya fogalmazott meg. Empirikus következtetésük: az egységes valuta elmélyíti a valutaövezeten belüli kereskedelem intenzitását. Az európai monetáris integráció értelmezésében az endogén OCA-modell uralkodóvá vált. Lényege, hogy az egységes valutaövezeten belüli folyamatok hatékonyságot növelő, szinergikus hatása során növekedési többlet keletkezik oly módon, hogy az elősegíti a fejletlenebb országok felzárkózását. Tehát az egységes valutától nem csak egyszerűen növekedési, hanem fejlődési és felzárkózási hatások is várhatóak.

Az endogenitás határfokát alapvetően az egységes valuta által elősegített konjunktúraciklusok összehangolódása határozza meg. Erre *Bayoumi–Eichengreen* [1993, 1994, 1997], illetve *Fatás* [1997] tanulmányaiban találták meg az empirikus megerősítést az endogén OCA-modellt alkalmazók. Számos empirikus elemzés épült az endogén OCA-modellre, és igazolta a belső növekedési többlet létét. Mások mellett *Broda–Romalis* [2003] érvelt azzal empirikus kutatásai alapján, hogy az árfolyam-ingadozás visszafogja a diverzifikált termékek kereskedelmét. Az összetett termékeket és szolgáltatásokat előállító, fejlett országokból álló eurózónára értelmezve mindez azt jelenti, hogy az árfolyam-stabilitást garantáló egységes valuta elmélyíti a kereskedelmet a tagországok között, azaz biztosítja az endogenitást. Ezen kívül *De Grauwe–Mongelli* [2005] a közvetlen beruházások áramlására igazolta a *Frankel–Rose*-féle megállapítást. *Corsetti* és *Pesenti* [2002] tézise ennél sokkal továbbmegy, és azt állítja, hogy egy valutaövezet önérvényesítő optimális monetáris politikai rezsim lehet, még akkor is, ha a monetáris egyesítés nem mélyíti a valódi gazdasági (kereskedelmi) integrációt. Modelljük leírása konkrétan azzal a feltétele-

zéssel zárult, hogy „a kereskedelem és a folyó fizetési mérleg mindig kiegyensúlyozott” (*Corsetti–Pesenti*, 2002, 6. o.).

Az endogenitás érvényesüléséből ezek a tanulmányok azt a következtetést vonták le, hogy a hatékonyságjavulás okozta optimális belső eloszlások és a nemzetközi munkamegosztás, illetve az árkonvergencia elősegíti a külső egyensúly fenntartását is. Ennek a szemléletnek lett a következménye, hogy a tudományos figyelem az eurózóna esetében alapvetően a belső egyensúlyokra (fiskális, monetáris folyamatokra) irányult, a külső egyensúly kérdését elhanyagolták a politikai döntéshozók.

A 2000-es évek eurózónájában a külső egyensúly negligálása bizonyos szempontból azzal a latin-amerikai makrogazdasági populizmussal mutat hasonlóságot, amelyet *Dornbusch–Edwards* [1991] tárt fel. Ennek európai változataira *Csaba* [2008] hívta fel a figyelmet.

A makrogazdasági populizmus lényege, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók bizonyos indikátorokat – latin-amerikai országok esetében jellemzően az inflációt, a költségvetési hiányt és a külső egyensúlyt – figyelmen kívül hagyják azért, hogy az életszínvonal javítására olyan lépéseket tehessenek, amelyek kitartanak a következő választásokig. Csakhogy a megnövekedett gazdasági és üzleti kockázatok középtávon gazdasági recessziót és pénzügyi válságot okoznak. Az eurózónában a közpénzügyi indikátorokat szigorú figyelemmel kísérték ugyan, azonban a folyó fizetési mérleg tételeire, valamint a hitelmérlegre nem irányult kiemelt figyelem. Nem is volt semmilyen mechanizmus, amely az utóbbiak túlzott egyensúlytalansága esetén a tagországokat bármilyen közvetlen korrekcióra kényszerítette volna. *Alessandrini* és szerzőtársainak [2012] a megállapítása adta az alapot, hogy az eurózónaválság nem csupán adósságválság, hanem külső egyensúlytalansági probléma, amelyet tovább erősített *Neményi* és *Oblath* [2012] felismerése, hogy a maastrichti kritériumok értelmében jól teljesítő országok is rákényszerültek az IMF-hitel igénylésére.¹

¹ Ezt a felvetést *Halmi* [2014], valamint *Benczes–Rezessy* [2013], továbbá *Benczes–Szent-Iványi* [2015] empirikusan is alátámasztotta. Mások mellett *Kertész* [2016] az eurózóna maastrichti szabályrendszerének áttekintése során arra a következtetésre jut, hogy a fizetési mérlegre vonatkozó korlátozásra is szükség van, bár tanulmánya inkább a tőkemérleg egyensúlytalanságából vonja le ezt a következtetést. Ehhez kapcsolódóan a külső egyensúlytalanságok monetáris kezeléséről *Kolozsi–Hoffmann* [2016] ad részletes áttekintést, amelynek értelmezéséhez elméleti és módszertani keretet nyújt *Vonnák* [2006] elemzése a monetáris transzmisszióra, vagyis a jegybanki hatásosságra vonatkozóan. A folyó fizetési mérleg mögött álló világkereskedelmi folyamatokat *Elekes* [2012] elemzi részletesen. A kereskedelmi áramlás és egyenleg, illetve a nemzetközi gazdasági konjunktúra alakulásának empirikus elemzését *Fidrmuc–Reiner* [2011] tanulmánya végezte el. Az integrációs folyamatok okozta együttmozgás mérésére kiváló példa *Fidrmuc* és szerzőtársai [2012] tanulmánya.

Szükséges tisztázni, hogy a folyó fizetési mérleg alakulását az árfolyamrezsimen kívül sok más tényező is befolyásolja, mint az *De Santis–Lührmann* [2006], továbbá *Gavilán* et al. [2011] alapján felvázolható. A folyó fizetési mérleg egyenlege az árfolyam-ingadozáson kívül azon is múlik, hogy a demográfiai folyamatok alakulása hogyan hat a fogyasztás és a megtakarítás szerkezetére (*Ando–Modigliani*, 1963), függ továbbá a reál GDP jelenlegi és jövőben várható növekedésétől, annak megtakarításokra gyakorolt hatásától (*Modigliani*, 1970; *Tobin*, 1967; *Farrell*, 1970), a munka termelékenységgjavulásának folyamatosságától és egyenletességétől (*Glick–Rogoff*, 1995), valamint az ország méretétől (*Banz*, 1981, *Asness* et al., 1997; *Bekaert* et al., 1997). További meghatározó tényező a pénzállomány pozitív korrelációja a GDP-vel és a megtakarításokkal (*Edwards*, 1996; *Chinn–Prasad*, 2003). Nem hagyható figyelmen kívül az úgynevezett portfólióhatás sem, amely azt jelenti, hogy bizonyos esetekben a befektetők alacsony kockázatú kötvényeiket magas hozammal értékesítik, hogy a kockázatos kötvényekből eredő veszteségüket ellensúlyozzák, és ezzel biztosítsák portfóliójuk egyensúlyát (*Bohn–Tesar*, 1996). A fentiekén kívül további közgazdasági intuíciókkal is összefüggésbe hozható a folyó fizetési mérleg egyenlege. Nem elhanyagolható *De Santis–Lührmann* [2006], illetve *Gavilán* és szerzőtársai [2011] szerint, hogy egy gazdaság milyen fejlődési szakaszban van, mivel a mérlegegyensúly és a relatív egy főre jutó jövedelem között feltételezhető az U alakú, függvényyszerű összefüggés. Továbbá vizsgálni kell az örökölt adósság, a tőkekorlátozás, a túlértékelt befektetési termékek, az ár- és bérversenyképesség és az iparági tőkeigény mérleghatását, az államháztartás tőkepiacra gyakorolt kiszorítási hatását, illetve a konjunktúra/dekonjunktúra hatását az államháztartásra és a hitelbőségre.

Ez a tanulmány alapvetően arra fókuszál, hogy az egyes uniós gazdaságok milyen folyó fizetésimérleg-pályát futottak be az eurózónán belül és azon kívül. Trendszerűen van-e eltérés, szét lehet-e választani a – főleg felzárkózó – tagországok folyó fizetésimérleg-mintáját aszerint, hogy csatlakoztak-e az euróövezetbe vagy sem. Ehhez a folyó fizetési mérlegek éves egyenlege által leírt pályákat elemezzük és hasonlítjuk össze. A tanulmány hipotézise, hogy az euróövezeti tagságnak – szemben az endogén OCA-elmélet kereskedelemmélyülésre vonatkozó téziséből levonható következtetéssel – nincs lényegi meghatározó szerepe a folyó fizetési mérleg pályájára.

Mindezek előtt azonban le kell szögezni, hogy az eurózóna válsága nem a fizetési mérlegen keresztül történt külső eladósodásból ered elsősorban, hanem közpénzügyi válság. Előbbi csak a nemzetközi transzmissziós csatornája volt az utóbbinak. *Visvizi* [2012], illetve *Györffy* [2014] arra a közgazdasági értelemben iz-

galmas jelenségre hívja fel a figyelmet, hogy a diszfunkcionális görög államháztartás – és tegyük hozzá, a többi dél-európai államadósság-válság – végül az eurózóna gazdasági recesszióját eredményezte. A kiindulópont természetesen a lokális (nemzeti) közpénzügyi struktúra és egyensúlytalanság, valamint az ezekből következő, Gyórfy [2015] által feltárt bizalmatlansági tényező volt a kormányzat és a politika iránt, amely a várakozásokba beépülve ellehetetleníti a hatásos költségvetési kiigazítást. Az említett tanulmányok által felsorakoztatott intézményi és versenyképességi problémák végső soron azért eszkalálódtak mind Görögországban, mind az eurózóna egészében, mert a fizetési mérleg csatornáin keresztül egyrészt megvalósult a gazdasági csödre ítélt görög közpénzügyi és hitelpiaci modell hosszú távú nemzetközi finanszírozása, másrészt ez a mérlegtételekben növekvő adósságszolgálatot és végül – a pénzpiacok kockázatértékelésében bekövetkezett 2008 végi, radikális fordulat eredményeképpen – a külföld felé már megfizethetetlen kamatterhet jelentett a görög adósok számára. Így a külföldi hitelezők kénytelenek voltak követeléseik egy jelentős részét veszteségként leírni – nagyságrendileg az 50 százalékát –, illetve a hitelező nemzetközi bankok életben tartását más országok állami költségvetéséből megfinanszírozni.

Az eurózóna belső folyófizetésimérleg-problémája

A folyó fizetési mérleg a reálgazdasági tranzakciókat (áru- és szolgáltatásexport, illetve -import), a tőkebefektetések tulajdonlásához és a munkavállaláshoz kapcsolódó jövedelmeket, valamint a viszonzatlan, egyoldalú átutalásokat (járadékok, nemzetközi segélyek, adók) foglalja magában. Tehát a jövedelemtermelés azon elemeit összesíti, amelyek valamilyen formában kapcsolatba kerülnek a külfölddel. Ebben az esetben a jövedelemtulajdonosok nemzetközi összehasonlítást végeznek, hogy a tranzakciókat milyen devizában érdemes végrehajtani, majd ebből az összehasonlításból következtetéseket vonnak le, hogy melyik nemzetgazdasággal milyen tranzakciókat érdemes lebonyolítani (értékesítés, beszerzés, befektetés, hitelezés vagy hitelfelvétel stb.) Ennek következtében bizonyos folyó tételeknél nem csupán a nominális árfolyam – amely az eurózónában rögzített árfolyamnak felel meg –, hanem az adott gazdaság ár- és bérszínvonalának is meghatározóvá válik. Az európai monetáris integráció folyamatában tehát továbbra sem elhanyagolható szempont, van-e mozgásteret az adott uniós nemzetgazdaságnak, hogy költség-versenyképességét a megtartott nemzeti valután keresztül, árfolyameszközökkel befolyásolja, vagy nincs, mert csatlakozott az eurózónához. Vajon fontos-e ez a szempont a külfölddel

való jövedelemáramlási kapcsolatot leíró folyó fizetési mérleg pályájának alakulása esetén is?

Az uniós intézmények a 2010-es európai adósságválság előtt az államháztartásra koncentráltak, sőt egy ideig a válság kezelése során is ezt tették. Valóban igaz volt, hogy az igazán problémásnak kikiáltott portugál, spanyol, olasz és görög gazdaság strukturális problémái az államháztartás túlköltekezésén és az így okozott túlkeresleten keresztül is lekövethetők voltak. Ugyanakkor nem lényegtelen, hogy ezt az adósságállományt mindegyik ország esetében jelentős részben külföldről finanszírozták, továbbá hogy ez a külföld hitelpénzéből finanszírozott túlkereslet a gazdaság importigényét is növelte. A problémát alapvetően az eurózónán belüli, az országok közötti jövedelemáramlási egyensúlytalanság okozta és okozza továbbra is, amely a fizetési mérleg különböző tételein keresztül jelenik meg. A rögzített árfolyamként értelmezhető közös valuta monetáris környezetében a válságot megelőző kockázati prémium konvergenciája olyan kamatkörnyezetet teremtett, amelyben kontraszlekció érvényesült, és a magasabb kockázatú országokat mind az állami, mind a magánszektor szintjén hitelfelvételre ösztönözte. Utóbbi viszont olyan összetételű keresletet gerjesztett, amely többlettermelékenység nélküli bérnövelő hatással járt, rontva ezzel a versenyképességet.

Erre a problémára reagált az Európai Unió a hatos csomag (Six Pack) keretében a Makrogazdasági Egyensúlytalansági Folyamattal (Macroeconomic Imbalance Procedure, EU regulation, No. 1174/2011). Ez a szabályozás meghatározza, milyen uniós szintű mechanizmusoknak kell életbe lépniük abban az esetben, ha egy euró-zóna-tagországban úgynevezett „túlzott egyensúlytalanság” jelenik meg. Ezen bárminemű belső (például ingatlanpiaci) vagy külső (például a folyó fizetési mérlegben tükröződő) egyensúlytalanság értendő. Indikátorként a folyó fizetési mérleg is szerepel azon a listán, amelyen keresztül az egyensúlytalanságok esetleges kialakulását figyelni kell.

Mivel a külső egyensúlytalanság az állami eladósodás csatornája, fel kell tennünk azt a kérdést, vajon hatással van-e az euróövezeti tagság a külső egyenlegre. Tény, hogy a bajba sodródott euró-zóna-tagországok esetében nemcsak az eladósodással van probléma, hanem a folyó fizetési mérleg deficitjével is. Vajon az eurózónán kívül maradt országok esetében is megfigyelhető hasonló külső egyensúlyi pálya? A jelenség magyarázatának elméleti kiindulópontja a *Feldstein–Horioka*-rejtély [1980], amely arról a felismerésről szól, hogy a nyitott gazdaságok korlátlanul hozzáférnek a világ tőkepiacához, így a hazai beruházások (illetve hitelfelvetelek) egyáltalán nem függenek a hazai megtakarításoktól. Természetesen a hozzáférés

mértékét a szuverén adós kockázati prémiuma és a nemzetközi befektetők kockázathétsége egyaránt korlátozhatja.

A tartós egyensúlytalanságot perverz bérhatással lehet megmagyarázni, ami a likviditásbőségből fakadó külső kölcsöntőke-beáramlásra épül (fordított *Balassa–Samuelson*-hatás, *Jakab–Kovács*, 2000, 144. o.) A külföldről beáramló hitelpénz felhajtja a keresletet a külfölddel nem versengő hazai szolgáltatások, valamint az import iránt, ami a hazai szolgáltatások bérszínvonalát termelékenységjavulás nélkül is megemeli. Utóbbi pedig az exportágazatok bérszínvonalát növelheti, a termelékenység alakulásától szintén függetlenül. Leértékelhetetlen (rögzített) valutaárfolyamviszonyok között ez mind az exportpiacokon, mind a hazai piacon a reálköltségek emelkedéséhez és így versenyképesség-romláshoz vezet az importtal szemben. Amíg az úgynevezett belső leértékelés (nominális jövedelem- és bércsökkenés) nem történik meg, addig a folyó fizetési mérleg romló hiánya tartósan fennmarad.

A fent vázolt folyamat következtében a rögzített árfolyamnak megfelelő egységes valutaövezetben a kevésbé fejlett tagállamok felértékelődő reálbérei és termékárai hatással vannak a folyó fizetési mérlegre, még hozzá a hiányt növelik – ez statisztikai elemzés alapján megállapítható. A nemzetközi hitelpiacok képesek ennek a hiánynak a finanszírozását a tökemérlegen keresztül éveken át fenntartani, így a tankönyvszerű, egyensúlyt helyreállító mechanizmusok nem működnek. A hitelcsatorna azonban egyszerre finanszírozza az egyensúlytalanságot – és halmozza a kockázatokat. A növekvő hitelkamat-kiadások pedig már a folyó fizetési mérleg tételei között jelennek meg, egyre jobban kiszorítva az importfogyasztást és a hazai célú jövedelemfelhasználást.

A folyó fizetési mérleg egyensúlytalansága két csatornán keresztül érvényesült: az állami deficiten és a magánszektor nemzetközi eladósodásán keresztül. Ha megvizsgáljuk, hogy az egységes piacon belül hogyan hoz létre az állami csatorna tagállami túlkeresletet, akkor azt állapíthatjuk meg, hogy a tagállami költségvetési politika deficitre való hajlama, az adóversenyből következő adócsökkentési hullám és a jóléti populizmusból fakadó költségvetési osztogatás eredményezheti azt, hogy az államháztartás a külföldnek eladósodik.

A magánszektor számára pedig a hitelpiaci csatorna teszi lehetővé a túlzott, bérfelhajtó keresletet és a külső egyensúlytalanságot növelő importigény bővülését. Amennyiben egyes tagállamok tartósan többletet halmoznak fel folyó fizetési mérlegükben, míg mások deficitet, a többletes országok előbb-utóbb a megtakarításaikból finanszírozzák a deficitese országokat a hitelcsatornán keresztül. (Míg a fiskális unió újraelosztása vissza nem térítendő támogatás, addig a hitelcsatornában előre kódol-

va van a növekedési és felzárkózási probléma, hiszen a visszafizetést nem lehet a végtelenségig halasztani. Így vagy a hitelek visszafizetésével lesz visszafogottabb a fogyasztás[bővülés], vagy adósságválság blokkolja a közösség növekedését.)

Hogyan hat az euróövezeti tagság a fizetési mérlegre?

Amikor azt vizsgáljuk, van-e összefüggés a között, hogyan alakul egy ország folyó fizetési mérlegének egyenlege attól függően, hogy eurót vagy nemzeti valutát használ-e, egyben azt az általánosított felvetést is elemezzük, hogy rögzített nominális árfolyam esetén rontja-e az alulfejlettség a folyó fizetési mérleg egyensúlyát. A kérdés feltevésében implicit módon az is megjelenik, hogy a likviditásbőség mennyiben torzítja a monetáris rezsim és a külső egyensúly(talanság) közötti összefüggést. Egyben arra is választ kaphatunk, hogy számít-e a gazdaságpolitikák minősége.

Viszonylag egyszerű módszertant alkalmazva az egyes nemzeti folyó fizetési mérlegek által leírt pályát figyeljük meg, és azokat hasonlítjuk össze. Mintázatokat keresünk, majd azt vizsgáljuk, hogy az eurózónán belüli és kívüli országok esetében is előfordulhatnak-e hasonló mintázatok. A fizetésimérleg-pályákról az is leolvasható, hogy ezekben a gazdaságokban hogyan alakul a nettó finanszírozói pozíció a reálárfolyam függvényében. Célunk az, hogy a reálárfolyam független változóként történő bevezetésével a bérversenyképességet beillesszük az elemzésbe. Ezért a fajlagos munkaerőköltség-bázisú (ULC)² effektív reálárfolyamot (REER) alkalmazzuk, és ezzel összefüggésben vizsgáljuk a folyófizetésimérleg-pályát. Az időbeliség vizsgálatát, amely nem elsődleges fontosságú egyébként, a 2. ábra grafikonjain az teszi megfigyelhetővé, hogy a megfigyelési pontok időrendben lettek összekötve. A folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatokat az Eurostat adatbázisából használtuk fel, míg a REER-index esetében az Ameco Price & competitiveness adataira támaszkodunk.

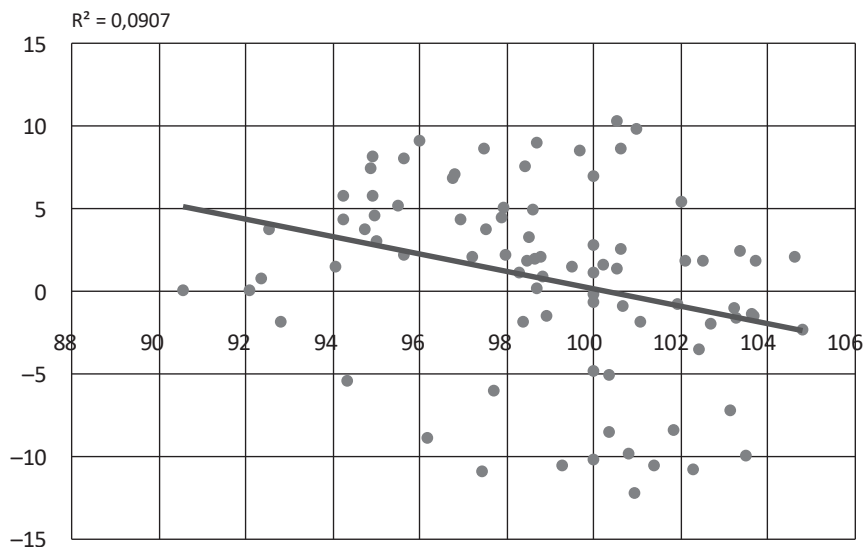
A 2010-es görög adósságválság kezdetétől közkeletű magyarázat volt, hogy az euróövezeti tagság mint rögzített árfolyamrendszer egyensúlytalanságot okoz a fejletlenebb tagállamok kárára, ami a folyó fizetési mérlegük tendenciaszerű deficitjében mutatkozik meg. A magyarázat alapja, hogy a rögzített árfolyamú eurózónában a fejletlenebb tagországok bérszínvonala túl-, míg a fejlettebbeké alulértékelődik. Így a versenyképesség torzul – a fejletlenebbek kárára és a fejlettebbek javára. Az eurózónán kívüli országok viszont ezt a valutájuk árfolyammozgásával ellensúlyoz-

² ULC = munkavállalók kompenzálása és adók/hozzáadott érték

hatják. A bérversenypésség romlása, azaz a munkaerő túlértékelttsége megmutatkozik az ország külső egyensúlyában. Visszaesik az export, miközben felfut az import. A reálárfolyam és a külső egyensúly között bizonyos mértékű, gyenge összefüggés kimutatható,³ ezért érdemes az euróövezeti tagok és az eurózónán kívüli uniós gazdaságok folyófizetésimérleg-pályáját összehasonlítani: vajon markánsan eltérő mintát láthatunk-e? Működik-e a folyó fizetési mérleg és a bérversenypésség összefüggése? Rögzített nominális árfolyam esetén az alulfejlettség vajon rontja-e a folyó fizetési mérleg egyensúlyát? Egyáltalán, számít-e a gazdaságpolitikák minősége?

1. ábra

Fajlagos bérköltség alapú effektív reálárfolyam ($REER_{ulc}$, vízszintes tengely) és GDP-arányos folyófizetésimérleg-egyenleg (függőleges tengely), 1999–2016, mindenkori eurózóna-tagországok



Forrás: Eurostat

Az *1. ábra* azt szemlélteti, hogy ha 1999 és 2016 között az egész eurózóna összes megfigyelését – a mindenkori tagországok effektív reálárfolyamát és a folyó fizetési mérleg egyenlegét – tekintjük át, akkor lényegében nincs levonható, szignifikáns kö-

³ Lásd Kutasi [2015]

vetkeztetés. Bár az adatpontokra illesztett trendvonal szemlélteti az alaptézist, amely szerint a felértékelődő reálárfolyam (bérköltség vagy árszínvonal) mellett jellemzően romlik a mérlegegyenleg, de az illeszkedés jóságát mérő R^2 mutató lényegében azt mutatja, hogy ezt a következtetést az egész eurózónára mégsem lehet levonni.

Országokként vizsgálva azonban különböző mintázatokat figyelhetünk meg. A tankönyvszerű esetben a bérszínvonal túlértékelttségének egyértelműen a folyó fizetési mérleg romlását kell előidéznie. Ez az összefüggés jól mérhető a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyammal (ULC alapú effektív reálárfolyam, Eurostat, Ameco, Price & competitiveness indicators). Bizonyos euróövezeti tagországok esetében 1999-től 2016-ig szinte lineárisan igazolódik ez a megfigyelés, így Németország, Írország, Franciaország esetében is (ld. 2. ábra).

Más tagállamok esetében viszont furcsa módon érvényesül ez az összefüggés, 2009 ugyanis fontos kiigazodási választóvonal. A spanyol és görög esetben a közel két évtizedes pálya két párhuzamos lineáris szakaszra bontható. Számukra ugyanis 2009–2010 a likviditáshibák megszűnésével a sokszerű bér- és jövedelemcsökkenés időszaka volt, amelynek következtében kénytelenek voltak egy alacsonyabb egyensúlyi jövedelmi pályára átállni. A külső finanszírozás eltűnésével az adott bérszínvonal csak kisebb külső hiányt tett megengedhetővé. Bizarr ellenpontja az előbbi két országnak Ausztria, ahol a válságot követően az adott bérversenyképesség lazább külső egyensúlyt is elviselt, vagyis a fizetési mérleg romló pályája sem okozott olyan megrázkódtatást, mint másutt a deficit kiigazítása.⁴

Végül találunk a tankönyvvel szembemenő mérlegpályát is, ahol az alulértékelt bér nagyobb külső hiánnyal párosul. Észtország, Lettország és Szlovákia esetében egyértelműen ez a pálya írható le, ha a balti országok esetében a rögzített euróárfolyam bevezetésétől, 2004-től, Szlovákia esetében pedig 1999-től vizsgáljuk az adatokat. (Megjegyzendő ugyanakkor, hogy ha 2009-től, az euróövezeti csatlakozástól vizsgáljuk Szlovákiát, akkor a tankönyvszerű esethez sorolandó, akárcsak Szlovénia. Tehát a folyó fizetési mérleg és a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam kérdésében sokkal inkább a fejlettség mértéke határozza meg az országok felosztását – amin az intézményi háttér finomíthat még –, mintsem az, hogy az adott ország tagja-e az eurózónának.) Ez a pálya tehát nem magyarázható a reálárfolyam, illetve a bérköltségek alakulásával. E mögött más gazdaságpolitikai folyamatok állhatnak.

⁴ Ezeknek a folyamatoknak a magyarázata túlmutat a reálárfolyam változásával megmagyarázható jelenségeken. A társadalmi és iparági szerkezet és rugalmasság, a gazdasági és pénzügyi kultúra, valamint egyéb intézményi sajátosságok beillesztésével lehet csak magyarázatot adni a folyamatokra.

Mi történt ugyanakkor az eurózónán kívül? Mindhárom formációra találunk példát (ld. 3. *ábra*). Tankönyvszerű pályát ír le Lengyelország, ami az uralkodó közgazdasági elméletek szerint egészségesebb gazdasági és intézményi szerkezetre utal. Meglehető, a magyarázat inkább abban rejlik, hogy a lengyel gazdaság kevésbé nyitott, mint a kisebb kelet-közép-európai országok, ezért kevésbé érintette meg a globális pénzügyi válság. Emiatt pedig nem volt szükség restriktív korrekcióra.

A párhuzamos pálya, azaz durva jövedelmi kiigazodás figyelhető meg Magyarországon, Horvátországban és Romániában. Ezek a gazdaságok a 2000-es évek közepén magas hazai kamatokkal és felértékelt nominális árfolyammal küzdöttek az infláció ellen, miközben teret engedtek a devizaalapú hiteleknek. Utóbbi lehetővé tette, hogy a magánszektor az erős hazai valuta ellenére megkerülje a magas kamatlábszintet, így a nemzetközi kereskedelemben alacsony devizaalapú hitelkamatok mellett érvényesíthesse erős hazai valutáját. Ez mind a tőkemérleg, mind a folyó fizetési mérleg oldaláról sérülékennyé tette ezeket a gazdaságokat, így a kényszerű korrekcióban nincs semmi meglepő.

A cseh pálya a leginkább a tankönyvvel szembemenő trendet mutatja. Ennek magyarázata lehet a cseh gazdaság fejlettségi szintje, a válság előtti kamatszint, amely alulmúlta az euróamatot, az államháztartás fegyelmzettisége, vagy a társadalmi és intézményi háttér.

Mindezek alapján azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a gazdaságpolitikák minősége sokkal fontosabb tényező a folyó fizetési mérleg alakulásában, mint az euróvezeti tagság. Az eladósítás és az eladósodásra ösztönzés, az egyensúlytalanságokat figyelmen kívül hagyó makrogazdasági populizmus mind az eurózónán belüli, mind az azon kívül lévő EU-tagállamokban sebezhetővé tette a gazdaságot, amelyet csakis jelentős jövedelmi kiigazítással, a fogyasztás visszafogásával lehetett korrigálni. Ez történt mind a görög és spanyol, mind a magyar, román és horvát esetben, amely a folyó fizetési mérleg bérversenypésségtől függő pályájában markáns eltolódást okozott.

Egy esetleges magyar (illetve egyéb kelet-közép-európai) euróbevezetés esetén a külső egyensúlyt a fentiek alapján nem az euró rögzített árfolyamrendszerétől, hanem a hazai gazdaságpolitikai populizmus újbóli megjelenésétől kell féltenuünk. Ebben az esetben tehát elszakad a folyó fizetési mérleg magyarázata a reálárfolyamtól, és szükségesség válik az intézményi, társadalmi háttér, a politikai stabilitás és kultúra elemzése, ami túlmutat a tanulmány keretein.

Következtetések

A 2010-es európai adósságválság során az EU vezetésének rá kellett ébrednie, hogy a gazdaságpolitikai koordináció elhanyagolta a külső egyensúly jelentőségét, aminek következtében egyes fejletlenebb eurózónabeli gazdaságok jövedelem-szintjében jelentős mértékű visszaesés következett be, amely ugyancsak tartós, két számjegyű munkanélküliséget eredményezett. Ezeket a negatív következményeket a 2010-es évek második felében beindult konjunkturális ciklus sem tudta felszámolni. A jövedelmi kiigazodás általános volt az eurózónán belüli és kívüli gazdaságok esetében is (ebben a tekintetben talán csak Lengyelország tekinthető kivételnek), azonban a két számjegyű munkanélküliség már nem jellemző a fejlettebb euróövezeti és az eurózónán kívüli felzárkózó gazdaságokra, amelyek a nemzetközi és európai konjunktúra újbóli fellendülésével ütemesen tudták csökkenteni a munkanélküliséget.

A tanulmány azt vizsgálta, vajon a 2000-es évek elejétől a tagországok folyó fizetési mérlege által leírt pályákat befolyásolta-e, hogy az adott ország az euróövezet tagja volt, vagy megőrizte nemzeti monetáris szuverenitását. A tanulmány közgazdasági intuíciója az volt, hogy a kevésbé fejlett euróövezet-tagországok a külső pozíciójukat deficittel zárják. Felvetődött tehát a kérdés: köze van-e ehhez annak, hogy a közös valuta bevezetésével módosíthatatlanul hozzákötötték ár- és bérszínvonalukat a fejlettebb euróövezeti gazdaságokhoz. Ezért összehasonlítottuk a folyófizetésimérleg-pályákat az euróövezet tagországai és a zónán kívüli EU-tagországok között. Kiinduló feltételezésünk az volt, hogy nincs összefüggés, és hasonló mérlegpályákat találunk mind az egységes valutát, mind a nemzeti valutát használó EU-tagországok között.

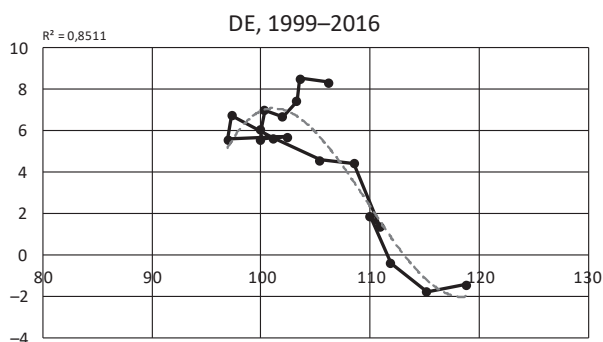
A tanulmány elméleti kiindulópontja az endogén OCA-modellnek a bevezetésben feltételezett hibája volt, nevezetesen az, hogy a külső egyensúly helyreállítását és fenntarthatóságát az egységes valuta által generált optimális nemzetközi munkamegosztásból fakadó növekedési többletből következően automatikusnak tekintette. Elméleti háttérként tehát részben azokat az elemzéseket tekintettük át, amelyeknek ez a tanulmány ellent kíván mondani. Ezenkívül röviden áttekintettük az euróövezet közpénzügyi válságának kapcsolatát a külső egyensúllyal.

A folyó fizetési mérleg statisztikáinak elemzéséből egyértelműen kiderült, hogy a 2009-es év ebben a tekintetben is választóvonalnak bizonyult (a globális válság más területei mellett). A legtöbb ország mérlegében robusztus kiigazodást figyelhetünk meg. Ennek magyarázata, hogy a válság előtti likviditási bőség a kevésbé fejlett EU-tagállamok esetében rugalmatlanná tette gazdaságuk folyó fizetési mérlegét az

effektív árfolyamban kifejeződő relatív ár- és bérszínvonal-változásra, így végső soron a versenyképesség romlására. Viszont a válság és az abból levont tapasztalatok kikényszerítették a mérlegkiigazodást. Egyrészt a háztartások óvatosabbá váltak, tartózkodtak új hitelek felvételétől, illetve lekötötte jövedelmüket a korábbi hitelek törlesztése. Másrészt a vállalatok csökkentették beruházási hitelkeresletüket, hiszen csökkent a kereslet az áruk és a szolgáltatások iránt. Harmadrészt a jelentősen eladósodott országokban a kockázati prémium megugrása kikényszerítette az államháztartási (és bizonyos esetekben a magángazdasági) adósságkonszolidációt. Más, belső kiigazodási folyamatokkal együtt a külső egyensúly helyreállása javította a versenyképességhez szükséges hatékonyságot.

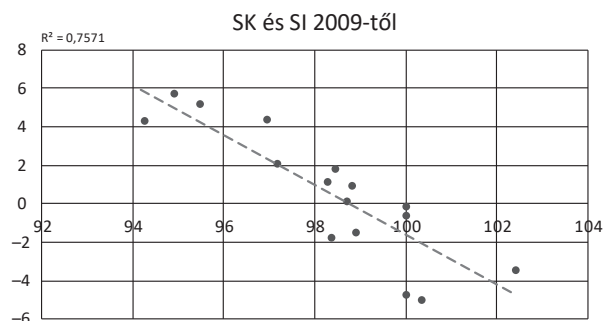
Az egyes tagállamok mérlegegyenlegének dinamikája által kirajzolódott minták nem függték össze az euróövezeti tagsággal. Amiben különbség található, az legfeljebb a nominális és a reálkiigazodás eltérő aránya. Az eurózonatagok esetében ugyanis nem volt lehetőség nominális árfolyam-leértékelésre, csak és kizárólag a nominális bérek és jövedelmek abszolút összegének lefaragásával volt lehetséges a reálbér- és a reáljövedelem-csökkentése. Ezzel szemben az eurózónán kívüli országokban nagyságrendileg 30 százalékos valutaárfolyam-leértékeléssel kiigazítható volt a reálbérköltség. Mindezek alapján feltehető, hogy a folyófizetésimérleg-pálya esetében elsősorban a gazdaságpolitikák minősége a meghatározó. Ezt a minőséget javíthatná az euró bevezetése, amennyiben az egyensúlyra való törekvést az Európai Unió intézményrendszere hatékonyabban képes megkövetelni és kikényszeríteni.

Az endogén OCA-elmélettel szemben megfogalmazható következtetés, hogy nincs eltérés a lehetséges folyófizetésimérleg-pályák között abban a tekintetben, hogy az adott tagállam tagja-e a valutaövezetnek vagy sem, hiszen mindkét csoportban találtunk mindegyik mintázatra példát. Érdeemes tehát tovább tesztelni azokat az endogén OCA-elmélet alapú hipotéziseket, amelyek szerint mélyül a kereskedelem és a közvetlen beruházási tőke áramlása a tagországok között, ha mérséklődik az árfolyam-ingadozás, vagy megszűnik, mint az egységes valutaövezetben.

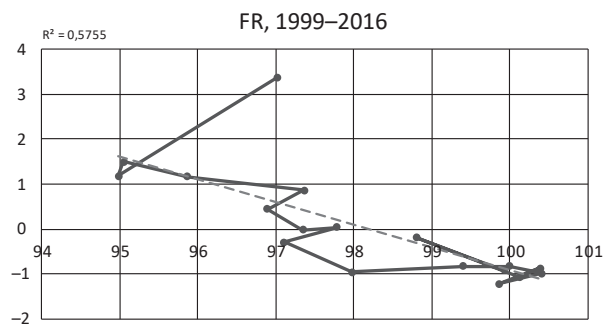
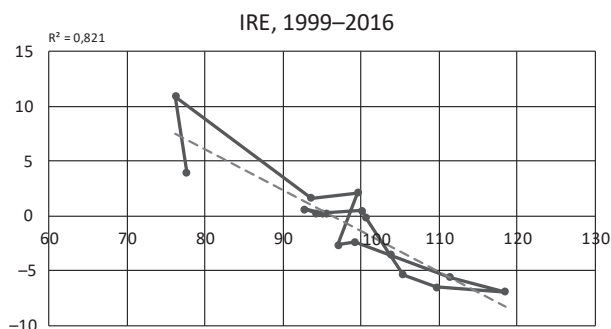


Fajlagos bérköltség alapú effektív reálárfolyam ($REER_{ulc}$, vízszintes tengely) és GDP-arányos folyófizetésimérleg-egyenleg (függőleges tengely)

Bizonyos országok esetében tankönyvszerűen működik,

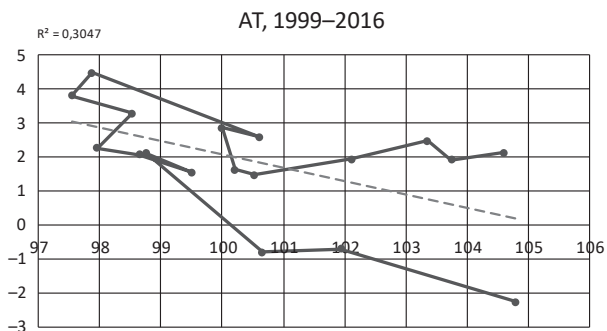
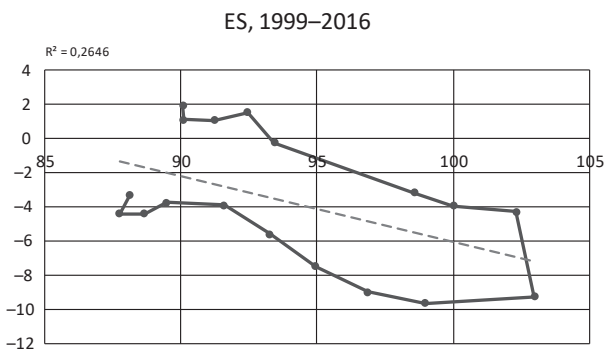
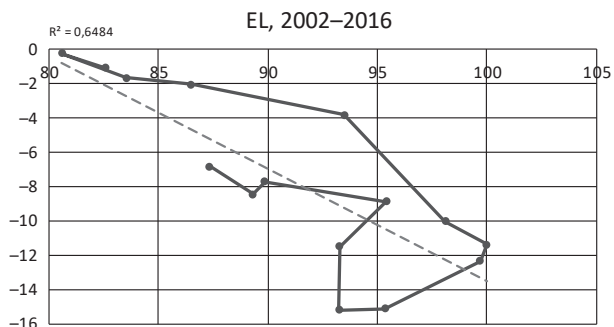


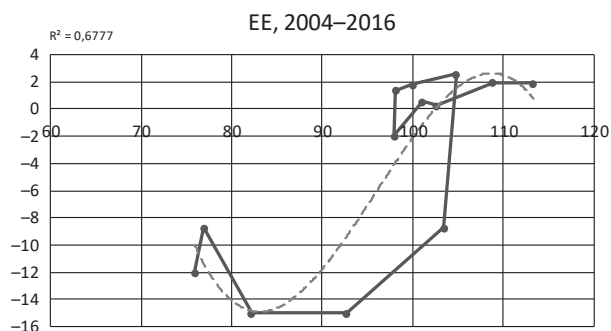
2. ábra



...más esetekben a 2009-es
válság párhuzamosságot
alakított ki,

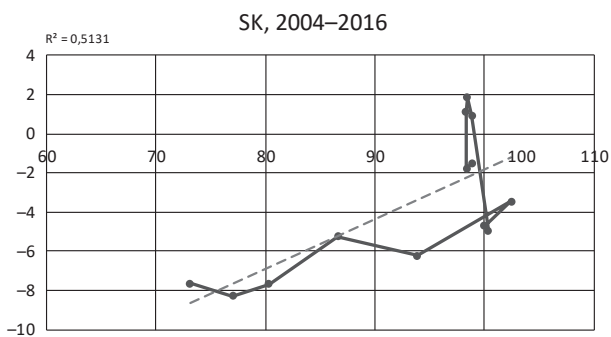
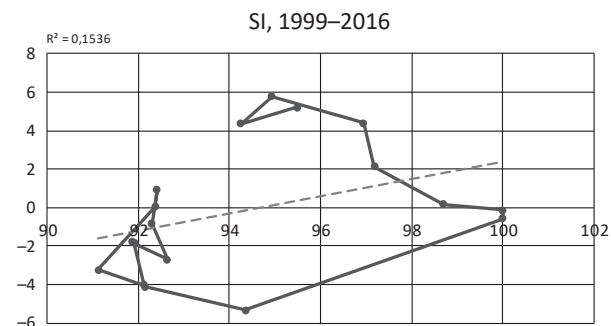
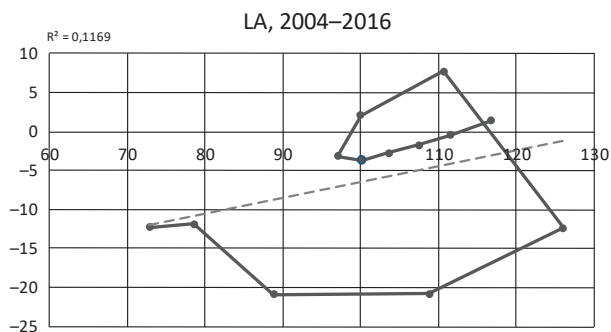
2. ábra folytatása





...és vannak a tankönyvvel szembenenők.

2. ábra folytatása

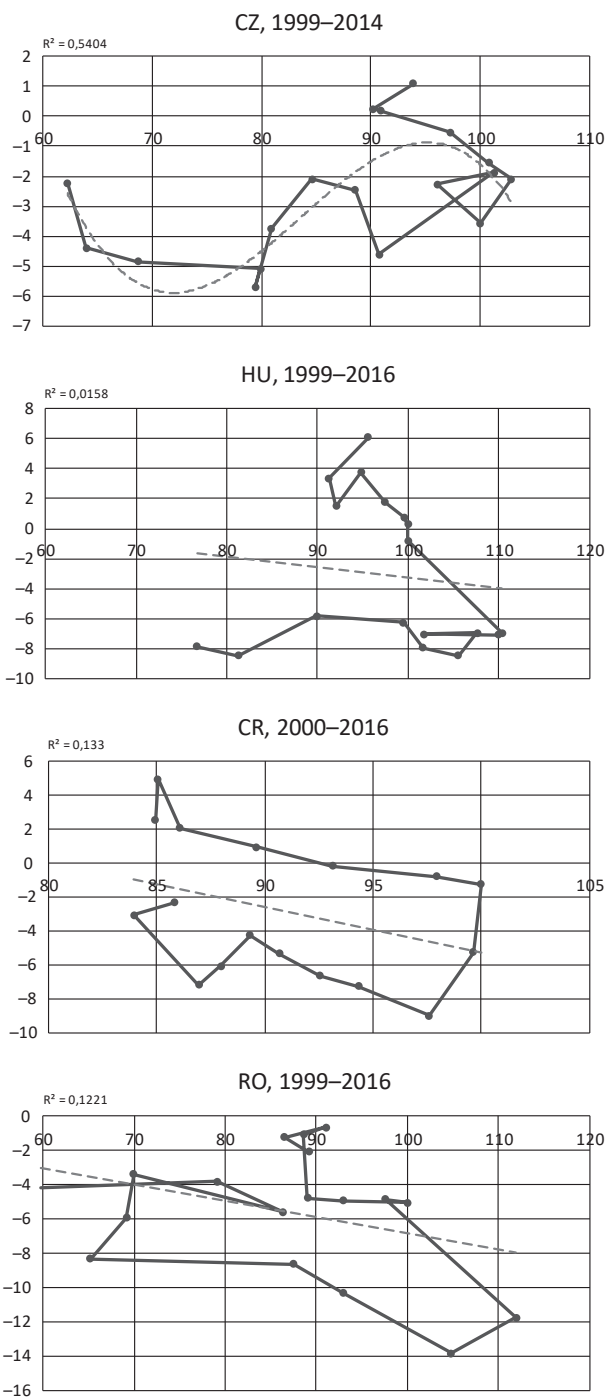


Az eurózónán kívül is hasonlóak a folyó fizetési mérleg alkalmazkodási mintái.

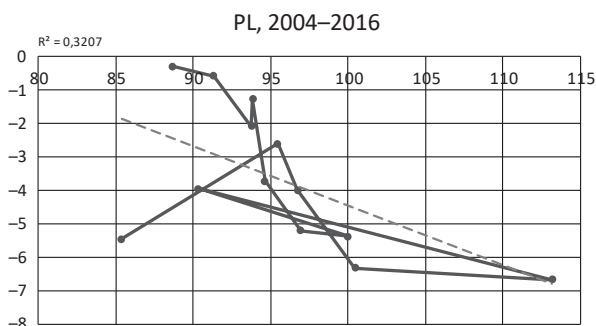
3. ábra

Forrás: Eurostat

Megjegyzés: szaggatott vonal = lineáris vagy polinomiális trendvonal; a függvény illeszkedésének jóságára utaló R^2 nem véletlenül gyenge a válság előtt és után a párhuzamos pályát mutató országok esetében, hiszen egy trend nehezen ír le párhuzamosságokat. AT = Ausztria, CZ = Csehország, DE = Németország, CR = Horvátország, EE = Észtország, EL = Görögország, FR = Franciaország, ES = Spanyolország, HU = Magyarország, IE = Írország, LA = Lettország, SI = Szlovénia, SK = Szlovákia, PL = Lengyelország, RO = Románia



3. ábra folytatása



Hivatkozások

- Alessandrini, P. – Fratianni, M. – Hughes Hallett, A. – Presbitero, A. F. [2012]: External imbalances and financial fragility in the euro area. Mo. Fi. R. working paper No. 66, Money and Finance Research Group.
- Ando, A. – Modigliani, F. [1963]: The “life cycle” hypothesis of savings: Aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53. évf., 1. sz., 55–84. o.
- Asness, C. S. – Liew, J. M. – Stevend, R. L. [1997]: Parallels Between the Cross-Sectional Predictability of Stock returns and Country Returns. *Journal of Portfolio Management*, 23. évf., 1. sz., 79–87. o.
- Banz, R. W. [1981]: The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9. évf., 1. sz., 3–18. o.
- Bayoumi, T. – Eichengreen, B. [1993]: Shocking Aspects of European Monetary Unification. In: Giavazzi, F. – Torres, F. (szerk.): *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*. New York, Cambridge University Press, 193–229. o.
- Bayoumi, T. – Eichengreen, B. [1994]: One Money or Many? Analysing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World. *Princeton Studies in International Finance*, No. 76.
- Bayoumi, T. – Eichengreen, B. [1997]: Optimum currency areas and exchange rate volatility: theory and evidence compared. In: *International trade and finance: new frontiers for research; essays in honour of Peter B. Kenen*. Cambridge University Press, 184–215. o.
- Bekaert, G. – Erb, C. – Harvey, C. R. – Viskanata, T. E. [1997]: What matters for emerging market investment? *Emerging Market Quarterly*, Summer, 17–46. o.
- Benczes István – Kengyel Ákos – Kutasi Gábor – Nagy Sándor Gyula – Palánkai Tibor [2011]: *A globális és regionális integráció gazdaságtana*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Benczes István – Rezessy Gergely [2013]: *Kormányzás Európában: Trendek és törésvonalak*. *Pénzügyi Szemle*, 58. évf., 2. sz., 136–150. o.
- Benczes István – Szent-Iványi Balázs [2015]: The European Economy in 2014: Fragile Recovery and Convergence. *Journal of Common Market Studies*, 53. évf., 1. sz., 162–180. o.
- Bohn, H. – Tesar, L. L. [1996]: U.S. equity investment in foreign markets: Portfolio rebalancing or trend chasing. *American Economic Review*, 86. évf., 1. sz., 77–81. o.
- Broda, C. – Romalis, J. [2003]: Identifying the Relationship Between Trade and Exchange Rate Volatility. Chicago GSB és NBER, Letölthető: <https://pdfs.semanticscholar.org/c6be/6feabc0fea7dd95a26ab73f357e0f9f936fc.pdf>
- Chinn, M. D. – Prasad, E. S. [2003]: Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration. *Journal of International Economics*, 59. évf., 1. sz., 47–76. o.

- Corsetti, G. – Pesenti, P. [2002]: Self-Validating Optimum Currency Areas. NBER Working Paper Series, No. 8783.
- Csaba László [2008]: Az újfajta makroökonómiai populizmus. *Pénzügyi Szemle*, 53. évf., 4. sz., 592–606. o.
- De Grauwe, P. – Mongelli, F. P. [2005]: Endogeneities of optimum currency areas. What brings countries sharing a single currency together? ECB Working Paper Series, No. 468.
- De Santis, R. – Lührmann, M. [2006]: On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows. A Global Perspective. ECB Working Paper Series, No. 651.
- Dornbusch, R. – Edwards, S. [1991]: The Macroeconomics of Populism in Latin America. Chicago, The University of Chicago Press.
- Edwards, S. [1996]: Why are Latin America's savings rates so low? An international comparative analysis. In: *Journal of Development Economics*, 51. évf., 1. sz., 5–44. o.
- Elekes Andrea [2012]: Világ gazdasági krízis – kereskedelmi, kereskedelempolitikai válaszok. *Külgazdaság*, 60. évf., 1–2. sz., 76–104. o.
- Farrell, M. J. [1970]: The magnitude of “rate-of-growth” effects on aggregate savings. *Economic Journal*, 80. évf., 320. sz., 873–894. o.
- Fatás, A. [1997]: EMU: Countries or regions? Lessons from the EMS experience. *European Economic Review*, 41. évf., 3. sz., 743–751. o.
- Feldstein, M. – Horioka, C. [1980]: Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, 90. évf., 358. sz., 314–329. o.
- Fidrmuc, J. – Ikeda, T. – Iwatsubo, K. [2012]: International transmission of business cycles: Evidence from dynamic correlations. *Economics Letters*, 114. évf., 3. sz., 252–255. o.
- Fidrmuc, J. – Martin, R. [2011]: FDI, Trade and Growth in CESEE Countries. Focus on European Economic Integration, Oesterreichische Nationalbank, 1. sz., 70–89. o.
- Frankel, J. A. – Rose, A. K. [1998]: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 108. évf., 449. sz., 1009–1025. o.
- Gavilán, Á. – de Cos, P. H. – Jimeno, J. F. – Rojas, J. A. [2011]: Fiscal Policy, Structural Reforms and External Imbalances: A Quantitative evaluation for Spain. Documentos de Trabajo No. 1107, Banco de España.
- Glick, R. – Rogoff, K. [1995]: Global versus country-specific productivity shocks and the current account. *Journal of Monetary Economics*, 35. évf., 1. sz., 159–192. o.
- Györfly Dóra [2014]: Válság és válságkezelés Görögországban A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban. *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., 1. sz., 27–52. o.
- Györfly Dóra [2015]: A várakozások szerepe a pénzügyi kimentések eredményességében: válságkezelés Görögországban és Írországban. *Külgazdaság*, 59. évf., 1–2. sz., 79–106. o.
- Halmi Péter [2014]: Krízis és növekedés az Európai Unióban. Európai modell, strukturális reformok. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Jakab M. Z. – Kovács M. A. [2000]: A reálárfolyam-ingadozások főbb meghatározói Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, XLVII. évf., 2. sz., 136–156. o.
- Kenen P. [1969]: The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. Monetary Problems of the International Economy. University of Chicago Press, Chicago, Illinois.
- Kertész Krisztián [2016]: Alternatívák a monetáris politika és a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megújítására az eurózónában. *Pénzügyi Szemle*, 59. évf., 3. sz., 386–402. o.
- Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály [2016]: A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel. *Pénzügyi Szemle*, 59. évf., 1. sz., 9–34. o.
- Kutasi Gábor [2015]: External Imbalances in the EU: A REER-based Explanation. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 50. évf., 5. sz., 301–308. o.
- McKinnon, R. [1963]: Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53. évf., 4. sz., 717–725. o.

- Modigliani, F.* [1970]: The life cycle hypothesis of saving and intercountry difference in the savings ratio, In: *Eltis, W. A., Scott, M. F. and Wolfe, J. N.* [eds.]: *Induction, growth and trade: essays in honour of Dir Roy Harrod.* Clarendon, Oxford, 197–225. o.
- Mundell, R. A.* [1961]: A Theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51. évf., 4. sz., 657–665. o.
- Neményi Judit – Oblath Gábor* [2012]: Az euró bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*, LIX. évf., 6. sz., 569–684. o.
- Tobin, J.* [1967]: Life cycle saving and balanced growth, In: *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher*, New York, Wiley and Sons, 231–256. o.
- Visvizi Anna* [2012]: The crisis in Greece and the EU-IMF rescue package: Determinants and pitfalls. *Acta Oeconomica*, 62. évf., 1. sz., 15–39. o.
- Vonnák Balázs* [2006]: A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. *Közgazdasági Szemle*, LIII. évf., 12. sz., 1155–1177. o.