



Centre for Economic and Regional Studies of the Hungarian
Academy of Sciences – Institute of World Economics
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Világgazdasági Intézet

Műhelytanulmányok 118.

2016. szeptember

Szijártó Norbert

**AZ ÁRFOLYAMRENDSZER VÁLASZTÁSÁNAK
MAKROGAZDASÁGI SAJÁTOS SÁGAI AZ
EURÓPAI UNIÓ HÁROM RÉGIÓJÁBAN**

**A BALTI, AZ IBÉRIAI ÉS A VISEGRÁDI
ÁLLAMOK ESETE**

MTI

Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Világgazdasági Intézet

Műhelytanulmányok 118. (2016) 1–52. 2016. szeptember

Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában

A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

szerző:

Szijártó Norbert

tudományos segédmunkatárs

Magyar Tudományos Akadémia

Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont

Világgazdasági Intézet

email: szijarto.norbert@krtk.mta.hu

Minden itt kifejtett vélemény és következtetés a szerző sajátja, amely nem minden esetben tükrözi a Világgazdasági Intézet, illetve a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont kutatóinak véleményét, vagy a Magyar Tudományos Akadémia álláspontját

ISBN 978-615-5594-65-6

ISSN 1417-2720



Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában

A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete^{1 2}

Szijártó Norbert³

Összefoglaló

Az Európai Unió heterogén gazdasági közösség, amelyben különböző tényezők mentén régiókat lehet kialakítani. Tanulmányunk három régió – a balti, az ibériai és a visegrádi államok – makrogazdasági folyamatait vizsgálja, annak tükrében, hogy a régiókban szereplő országok által használt árfolyamrendszerek milyen makrogazdasági sajátosságokat eredményeznek. A közgazdasági irodalom ritkán hasonlítja össze egymással ezeket a régiókat, mivel számos eltérő gazdasági, politikai, társadalmi és történeti karakterisztikákkal rendelkeznek, viszont közös bennük, hogy az Európai Unió perifériáján fekszenek. Az árfolyamrendszerek elméleti felvezetése után a régió országaira vonatkozó reálárfolyamok alakulását vizsgáljuk meg. A külkereskedelmi és makrogazdasági folyamatok elemzését követően két területre fókuszál a tanulmány. Egyrészt, a túlfűtött hitelezés eredményeképp létrejött ingatlanpiaci buborékra, amely Szlovákiát leszámítva minden országban jelen volt, ellenben egyedi keresleti, kínálati és szabályozási tényezőkre vezethető vissza. Másrészt a globális pénzügyi válság utáni kiigazítási folyamatra, ahol a Csehországban, Lengyelországban és Magyarországon alkalmazott rugalmas árfolyamrendszerek a valuták leértékelődése által segítették a kilábalást, míg a többi országban a rögzített árfolyamrendszerek használata miatt a belső leértékelődésre lehetett támaszkodni a külső és belső egyensúlyok kiigazításakor. Utóbbi az ibériai államok körében egy lassú és elhúzódó válságot okozott, míg a baltiak esetében gyorsabb, de erőteljesebb kiigazítást jelentett.

JEL: E42, F15, F21, F41

Tárgyszavak: Európai Unió régiói, periféria, árfolyamrendszerek, külkereskedelem, makrogazdasági folyamatok, hitelezési túlfűtöttség, belső leértékelődés

Bevezetés

Az Európai Unió nem tekinthető gazdaságilag egységes entitásnak. A 28 tagúvá bővült regionális integrációt komoly heterogenitás jellemzi, aminek következtében számos különböző (gazdasági, társadalmi, történeti és területi), de egymást jócskán átfedő

¹A kutatás a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal támogatásával készült; projekt azonosító:K 115578; Projekt címe: Az exportot befolyásoló tényezők – három európai régió összehasonlítása.

² A Világgazdasági Intézet (MTA KRTRK) augusztusi műhelybeszélgetésén a tanulmány előadás formájában lett bemutatva, a szerző köszöni az ott elhangzott értékes hozzászólásokat.

³ tudományos segédmunkatárs, Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézet, Budaörsi út 45, H-1112 Budapest, Hungary Email: szijarto.norbert@krtk.mta.hu

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

tényező mentén országcsoportokat, régiókat lehet kialakítani. Gazdasági szempontból kiváló elemzési lehetőséget biztosít a tagországok fejlettségi szintjének különbözősége, a konvergencia állapota vagy a közös valutához történő viszonyulás. A társadalmi szempontok közül leggyakrabban az egyes tagállamok által használt szociális rendszerek jelentik a választóvonalat, amelyek északi, déli, kontinentális, liberális és a közép-kelet európai országokra vonatkozó vegyes modell alkalmazását különböztetik meg. A területi és historikus elemek adekvát vizsgálati lehetőséget kínálnak a centrum-periféria dichotómia mentén. Tanulmányunkban az utóbbi alapján három régiót kívánunk vizsgálni, amelyek közös jellemzője, hogy mind a balti államok (Észtország, Lettország és Litvánia), mind az ibériai országok (Portugália és Spanyolország), és mind a visegrádi együttműködés országai (Csehország, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia) az Európai Unió perifériáján helyezkednek el. Annak ellenére, hogy hagyományosan egy csoportként, régióként kezelik az előbbieken felsorolt országokat, számos gazdasági törésvonal jelenik meg köztük, vagyis még az egyes országcsoportok sem tekinthetők homogénnek. Így az analízis érdekessége, hogy a történeti-területi és fejlettségi alapon kiválasztott régiókat makrogazdasági szempontból hasonlítjuk össze, utána pedig kiemelt hangsúlyt kapnak az egyes országok árfolyamrendszer választásából származó kihívások és lehetőségek.

A kilenc ország közül terület és lakosság szempontjából mindössze kettő tekinthető igazán komoly tényezőnek az Európai Unión belül: Spanyolország rendelkezik a legnagyobb területtel 506 ezer négyzetkilométerével, amit Lengyelország követ 312,7 ezerrel, a lakosság tekintetében pedig rendre 46,4 millió és közel 38 millió fővel. Mindkét mutató esetén három nagyjából egymással megegyező ország következik ezután; Csehország, Portugália és Magyarország. A népesedési adatok egyértelműen meghatározzák a vizsgált országok gazdasági erejét, ahonnan Spanyolország emelkedik ki leginkább, folyó áron számolt GDP-je a tavalyi év folyamán 1,08 ezer milliárd euró volt, amit Lengyelország követett 428 milliárd eurós éves gazdasági teljesítménnyel. Az egy főre eső nominális GDP tekintetében az 1986-ban csatlakozott Spanyolország és Portugália még előnnyel rendelkezik, viszont a 2004-ben a keleti bővítés által számos olyan ország (Észtország, Csehország és Szlovákia) csatlakozott az Európai Unióhoz, amelyek pár éven belül Portugáliát megelőzhetik. Ezt vetíti előre a vásárlóerő-paritáson

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

mért relatív fejlettségi szint állapota is (EU28 átlagában kifejezve), ahol Csehország már megelőzi Portugáliát, Szlovákia pedig egy szinten található vele. Észtország és Litvánia is csak pár százalékponton található Portugália fejlettségi szintjétől, Lengyelország és Magyarország pedig nagyjából 8-10 százalékponttal van lemaradva. A három régió legmagasabb fejlettségi szintjével rendelkező országa egyértelműen Spanyolország, viszont még az ibériai állam sem éri el az Európai Unió átlagos fejlettségi színvonalát. Az uniós csatlakozás időpontja és az abból származó előnyök egyértelműen erősítik Portugália és Spanyolország gazdasági helyzetét, a balti államok és a visegrádi országok csupán tizenkét éve tagjai a közösségnek.

A tanulmány szempontjából alapvető kérdéssel bír a közös valuta bevezetése, mivel ez egyértelműen meghatározza az egyes országok makrogazdasági feltételrendszerét. A közös valuta használata esetén a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamai nem határozhatják meg önállóan monetáris és árfolyampolitikájukat. Portugália és Spanyolország az euróövezet alapítótagjaként 1999 óta használja a közös valutát, míg a keleti bővítés országai folyamatosan csatlakoztak az eurózónához, (a csatlakozási szerződések alapján számukra ez amúgy is kötelező). A csatlakozások időpontjának érdekessége, hogy Szlovákia akkor lépett be az euróövezetbe, amikor a globális pénzügyi válság nyomán a legnagyobb visszaesést szenvedték el a fejlett országok, köztük az Európai Unió országai, míg a három balti állam a fokozatos bizonytalanság, az eurózóna szuverén adósságválságának kiteljesedése és a monetáris unió fiskális és pénzügyi keretrendszerének teljes átalakítása idején lettek valutaközösség tagjai. Csehország, Lengyelország és Magyarország gazdasági és politikai okok miatt egyelőre nem tervezi, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió tagja legyen, egyik ország sem rendelkezik hivatalos céldátummal.

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

Táblázat 1.A három régió általános jellemzői

	Terület (ezer km ²)	Lakosság (2016. jan. 1.)	GDP (folyó ár, milliárd euró, 2015)	GDP/fő (folyó ár, 2015)	Fejlettség (PPP GDP EU28-hoz képest, 2015)	EU csatlakozás	Közös valuta bevezetése
Balti államok							
<i>Észtország</i>	45,2	1,316	20,46	15600	74	2004	2011
<i>Lettország</i>	64,6	1,969	24,38	12300	64	2004	2014
<i>Litvánia</i>	65,3	2,889	37,12	12800	74	2004	2015
Ibériai államok							
<i>Portugália</i>	92,2	10,341	179,37	17300	77	1986	1999
<i>Spanyolország</i>	506	46,438	1081,19	23300	92	1986	1999
Visegrádi országok							
<i>Csehország</i>	78,9	10,554	166,96	15800	85	2004	nincs
<i>Lengyelország</i>	312,7	37,967	427,74	11100	69	2004	nincs
<i>Magyarország</i>	93	9,83	108,75	11100	68	2004	nincs
<i>Szlovákia</i>	49	5,426	78,07	14400	77	2004	2009

Forrás: Saját készítésű táblázat az Eurostat adatai alapján

Az árfolyamrendszer választása és következményei – elméleti felvezetés

Az árfolyamrendszerek kapcsán a történeti tapasztalatok jóval a BrettonWoods-i rendszer elindítása előtti időszakra nyúlnak vissza, és négy különböző rezsim határolható el. Az 1870-es évek és az I. világháború között használt rögzített árfolyamrendszert, az aranystandardot a két világháború közötti vegyes árfolyamrendszerek követték. 1944-ben a BrettonWoods-i aranydeviza-rendszer létrehozásával újra a rögzített árfolyamrendszer mellett tették le voksukat a vezető hatalmak, ahol dollárt meghatározott arányban az aranyhoz kötötték, míg a nemzeti valutákat a dollárhoz. Az 1960-as évek végén a kötött árfolyamrendszer fenntartása nehézségekbe ütközött, végül 1973-ban számos európai ország és Japán elhagyta a rendszert és elindult az újabb rezsim, amelynek legfőbb karakterisztikája a lebegő árfolyamrendszerek használata volt (Gilpin [2004]).

Az árfolyampolitika választása talán a legfontosabb makrogazdasági döntés az országok számára, amely erőteljesen befolyásolja gazdaságpolitikájuk hatékonyságát és eszközrendszerét, a pénzügyi rendszerük fejlődését, összességében teljes gazdaságukat (Cooper [1999]). Az árfolyamrendszerek osztályozása azok rugalmassága alapján

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

történik, így a két szélsőérték a teljesen rugalmas rendszer (kereslet és kínálat alapján meghatározott) és a rögzített árfolyamrendszer (a jegybank és/vagy a kormány által szabályozott). A választás rögzített és rugalmas árfolyamrendszer között nem tekinthető klasszikus dichotómiának, hiszen számos köztes (hibrid) árfolyamrendszer létezik. A szakirodalom nagyjából kilenc különböző árfolyamrendszert különböztet meg (Frankel [1999]; Edwards–Savastano [1999]; IMF [1999]), amelyek általános bemutatása alább található (2. táblázat.). A két szélsőség közötti árfolyamrendszerek esetén lehetséges további köztes árfolyamrendszereket is kialakítani, például a sávcsúszó leértékelés sáv szélessége lehet széles vagy keskeny. Az alábbi táblázatban felsorolt árfolyamrendszerek közül az 1-2. lebegő rendszernek tekinthető, a 3-6. a hibrid rendszereket osztályozza, míg a 7-9. tekinthető rögzített árfolyamrendszernek.

Táblázat 2. Főbb árfolyamrendszerek és jellemzőik

	Az árfolyamrendszer jellemzője	Az árfolyamrendszer főbb előnyei	Az árfolyamrendszer főbb hátrányai
1 Szabadon lebegő	Az árfolyam a piaci kínálat és kereslet alapján határozódik meg, a monetáris hatóság nem hajt végre intervenciót a devizapiacokon. A monetáris politika független az árfolyampolitikától és szabadon segítheti a gazdasági növekedést	Külső és belső sokkok a nominális árfolyam változásán keresztül megy végbe. Nem okoz valutaválságot a rendszer. Nincs szükség nagymennyiségű erős valutában denominált tartalékra.	A rövidtávú volatilitás esélye magas. A diskrecionális monetáris politika képes inflációs torzításokat kialakítani. Az irányított (piszkos) lebegtetés esetén a jegybanki transzparencia hiánya túl sok bizonytalanságokat okozhat.
2 Irányított (vagy piszkos) lebegtetés	A monetáris hatóság aktív (direkt vagy indirekt) intervenciót végez a devizapiacokon, hogy az előre meghatározott (egyensúlyi) árfolyamot megtartsa.		
3 Sávosan lebegő	A nominális árfolyamot a monetáris hatóság egy előre meghatározott sávon belül tartja, amelynek közepe egy fix árfolyam.	A rendszer rugalmasság és hitelesség pozitív hozadékainak kombinációja lehet. A főbb paraméterek segítik irányítani a gazdasági szereplők várakozásait. Sokkok esetén van lehetőség a kiigazításra a sávon belül.	Ha a sáv túl keskeny vagy a nemzeti makrogazdaságpolitika nincs összhangban az árfolyamrendszer adottságával, akkor a destabilizálódhat és spekulatív támadások célpontja lehet. A sáv meghatározása nem triviális. Magas nemzetközi tartalékokra van szükség.

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

4	Sávós csúszó leértékelés	A nominális árfolyam egy széles sávban mozog, miközben a középső fix árfolyamot a monetáris hatóság időről-időre kiigazítja.	A korlátozott rugalmasság részben alkalmassá teszi a sokkok kiegyensúlyozására. Hitelesség esetén pozitív makrogazdasági és versenyképességi előnyökkel jár.	A kiigazítások mértéke és a időzítése ismeretlen, ezért komoly bizonytalanságot vezet be. Nehéz kialakítani a sáv nagyságát. Spekulatív támadásokat generál a rendszer. Nagymennyiségű tartalékokra van szükség.
5	Indexált csúszó leértékelés	A nominális árfolyamot egy előre meghatározott indikátor rendszer alapján igazítja ki a monetáris hatóság		
6	Sávosan rögzített	A nominális árfolyam egy szűk sávban lebeghet egy formális vagy de facto központi rögzített árfolyamhoz képest.	Ha a rögzítés hiteles makrogazdasági stabilitást és versenyképességet biztosít. Alacsonyabb alapkamatok. Könnyen követhető nominális horgony ad. A magas inflációval rendelkező országok esetén segít csökkenteni a pénzromlás ütemét a javuló inflációs várakozásokon keresztül.	Valutaválságok alakulhatnak ki, ha az ország nyitott a nemzetközi tőkepiacok számára. A nemzetközi eladósodást elősegítheti. Nagymennyiségű nemzetközi tartalékokra van szükség. A sokkok abszorbeálásának kapacitása alacsony, a reálgazdaságban csapódik le helyette.
7	Kulcsvalutához vagy valutakosárhoz rögzített	A nominális árfolyam egy kulcsvalutához vagy valutakosárhoz rögzített fix árfolyam mellett. A monetáris hatóságnak készen kell állnia, megvédeni direkt és indirekt intervenciók által a rögzített rendszert.		
8	Valutatanács	Szigorúan rögzített rendszer jogi vagy alkotmányos korlátozással az árfolyampolitikán. Hazai pénz csak akkor bocsátható ki, ha az teljes mértékben a beáramló külföldi valuta által fedezve van.	Hitelesség. Csökkenti vagy kizárja az idő-inkonzisztencia problémáját. Elősegíti a dezinflációs folyamatokat. Kicsi a valutaválság veszélye. A tranzakciós költségek alacsonyak, stabil az alapkamat.	A végső hitelezői szerepkör feladása. Nagy a likviditási válság kialakulásának esélye. A szigorúan rögzített árfolyamrendszer miatt nincs lehetőség a válságok kiegyensúlyozására. A kilépési stratégiák nagyon bonyolultak.
9	Dollarizáció, (euroizáció), valutaunió	Egy ország teljes mértékben feladja monetáris autonómiáját és egy másik ország valutáját vagy közös valutát vezet be.		

Forrás: saját készítésű táblázat Edwards – Savastano [1999], Frankel [1999], és IMF [1999] alapján.

Az 1990-es évek nemzetközi tőkepiacokhoz kapcsolódó válságok sorozatát hozta a feltörekvő gazdaságokban, amelyek közös tulajdonsága az volt, hogy a válságba jutott országok mindegyike valamilyen köztes, gyengén rögzített árfolyamrendszert használt.⁴ A gyengén rögzített árfolyamok sérülékenységre vonatkozó figyelmeztetések, - miszerint azok nem hitelesek és gyakran inkonzisztenssé válnak az adott ország

⁴ Mexikó 1994-95, Thaiföld, Indonézia és Dél-Korea 1997, Oroszország 1998, Brazília 1998, Argentína 2000 és Törökország 2000.

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

gazdaságpolitikájával - a bipoláris vagy sarokmegoldások elméletben öltöttek testet. E szerint az országoknak vagy erősen rögzített árfolyamrendszer, vagy rugalmas árfolyamrendszer között kell választaniuk (Fischer [2001]).

A három országcsoport esetén érdekes folyamatot lehet észrevenni az árfolyamrendszerek alkalmazása során. Az eurozóna tagországai általában a rugalmas árfolyamrendszerektől indultak el és jutottak el különbözőféle rögzített árfolyamrendszerekhez (Táblázat 3.). Ezzel szemben a három visegrádi ország, ami nem tagja az euróövezetnek, ezzel teljesen ellentétes utat járt be, a rögzített árfolyamrendszerektől a rugalmasok felé. A balti államok, mint extrém kis gazdaságok egyértelműen az árfolyamrendszerből származó stabilitást tartották fontosnak, így Észtország megalakulásakor 1992-ben, míg Litvánia 1994-ben vezette be a valutatanácsot. Lettország pedig 1994-től kezdve szigorúan rögzített árfolyamrendszert alkalmazott, hasonló gazdaságpolitikai megfontolások miatt. Portugália és Spanyolország számára egyértelmű volt az út az európai árfolyam-mechanizmusba, amely az 1990-es években már úgy működött, mint az euró előszobája, majd 1999-ben mindkét ország bevezette az eurót, vagyis egy visszavonhatatlanul rögzített árfolyamrendszert. Az euró a tagországok számára egy teljesen rögzített rendszert jelent, viszont külső országokkal szemben egy rugalmas árfolyamrendszert testesít meg. A köztes árfolyamrendszerekre vonatkozó sérülékenység leginkább a négy visegrádi országok kapcsán merülhet fel, hiszen mindegyik alkalmazott csúszó leértékelést, amely valutájuk kiszámítható kiigazítását tette lehetővé. Szlovákia az eurozóna tagja lett 2009-ben, viszont Csehország, Lengyelország és Magyarország inkább a lebegő árfolyamrendszer alkalmazása mellett döntött, Lengyelország 1998-ban, Csehország 2003-ban, míg Magyarország 2008-ban vezette be azt. A kilenc ország árfolyamrendszerének változását a 3. táblázat mutatja be.

Táblázat 3. Árfolyamrendszerek alkalmazása a balti, ibériai és visegrádi államokban

Balti államok	
Észtország	1992-2011 valutatanács használata; 2011-től az euró alkalmazása (visszavonhatatlanul rögzített rendszer)
Lettország	1992-1993 lebegő árfolyamrendszer; 1993-1994 irányított lebegtetés; 1994-2013 rögzített árfolyamrendszer; 2014-től euró használata (véglegesen rögzített árfolyamrendszer)
Litvánia	1992-1993 lebegő árfolyamrendszer; 1993-1994 irányított lebegtetés; 1994-2014 valutatanács használata; 2015-től az euró használata (véglegesen rögzített árfolyamrendszer)
Ibériai államok	
Portugália	1986-1990 lebegő árfolyamrendszer ERM-en kívül; 1991-1992 rögzített árfolyamrendszer ERM-en kívül; 1992-1999 rögzített árfolyamrendszer az ERM-en belül; 1999-től az euró használata (véglegesen rögzített árfolyamrendszer)
Spanyolország	1986-1990 rögzített árfolyamrendszer az ERM-en kívül; 1990-1999 rögzített árfolyamrendszer az ERM-en belül; 1999-től az euró használata (véglegesen rögzített árfolyamrendszer)
Visegrádi országok	
Csehország	1993-1995 rögzített árfolyamrendszer; 1995-1996 csúszóleértékelés; 1996-2002 irányított lebegő árfolyamrendszer; 2003 óta lebegő árfolyamrendszer
Lengyelország	1990-1991 rögzített árfolyamrendszer; 1991-1998 csúszóleértékelés; 1998 óta lebegő árfolyamrendszer
Magyarország	1990-1993 rögzített árfolyamrendszer; 1994-2007 csúszóleértékelés; 2008 óta lebegő árfolyamrendszer
Szlovákia	1993-1997 csúszóleértékelés; 1998-2004 irányított lebegtetés; 2004-2009 csúszóleértékelés; 2009 óta az euró használata (véglegesen rögzített árfolyamrendszer)

Forrás: Saját készítésű táblázat

Az árfolyamrendszerek választását a nemzetközi tőkeáramlások soha nem tapasztalt növekedése alapvetően meghatározza. Az 1990-es évek közepén elindult közgazdasági vita a köztes árfolyamrendszerek eltűnésével kapcsolatos hipotézis előtérbe kerülése, kritikája és elméleti megalapozatlansága ellenére is bemutatta, hogy a gazdaságok de facto olyan árfolyamrendszereket választanak, amelyek a legnagyobb stabilitást biztosítják számukra. A bipoláris rendszerszemlélet a három régió országainál nagyon jól megfigyelhető, egyes országok egyértelműen elköteleződtek a közös valuta iránt, míg mások a lebegő árfolyamrendszer alkalmazását tartották gazdaságpolitikájuk szempontjából fontosnak.

A tőkeáramlások makrogazdasági keretrendszerbe foglalására az 1960-as években került sor, Marcus Fleming és Robert Mundell egymástól függetlenül bővítette ki a nyitott gazdaságok keynesi makrogazdasági modelljét. Fleming [1962] az árfolyamrendszerek viselkedését beemelve az elemzési keretbe egyrészt igazolja, hogy a

pénzkínálat expanziós hatása mindig nagyobb rugalmas árfolyamrendszer alkalmazása esetén, mint rögzített rendszerénél, másrészt bizonytalan annak meghatározása, vajon a belső kibocsátás iránti kereslet költségvetési expanziós hatása mely árfolyamrendszer esetén kisebb vagy nagyobb. Rögzített árfolyamrendszer esetén a monetáris expanzió csak addig tartható fenn, amíg a tartalékok ki nem merülnek, viszont megfelelő tőkeáramlások mellett a költségvetési expanzió akár a végtelenségig is fenntartható. Rugalmas árfolyamrendszerek használata esetén mindkét fajta beavatkozás – monetáris és költségvetési expanzió – végtelenségig fenntartható, amíg a fizetési mérleg helyzete megfelelő. Az árukereskedelem szabadabb áramlása és a tőke mobilitásának emelkedése hatására a régiók és gazdaságok egyre inkább nyitottá váltak a II. világháború után. A globális pénzügyi integráltság (és az esetleges szabad tőkeáramlás megvalósulása) miatt Mundell [1963] szerint teljesen más stabilizációs politikákra van szükség, mint a II. világháború utáni kezdeti időszakban. Mundell a monetáris és költségvetési politika beavatkozásokat rugalmas és rögzített árfolyamrendszerekben vizsgálva a következő megállapításokra jutott: rögzített árfolyamrendszer esetén a monetáris politikának nincs hatása a foglalkoztatottságra a költségvetési politikának pedig komoly hatása van, rugalmas árfolyamrendszer esetén pedig fordítva. Rögzített árfolyamrendszer esetén a monetáris politika a tartalékok megváltoztatásán keresztül működik, míg rugalmas árfolyamrendszer esetén a költségvetési politika a kereskedelmi mérleget változtatja meg, viszont mindkét beavatkozás változatlanul hagyja a kibocsátást és a foglalkoztatottságot. A Mundell-Fleming modell tankönyvi interpretációját a 4. táblázat szemlélteti:

Táblázat 4.: Különböző gazdaságpolitikák hatása a Mundell-Fleming modellben

Gazdaságpolitika	Lebegő árfolyamrendszer			Rögzített árfolyamrendszer		
	Y	e	NX	Y	e	NX
Fiskális expanzió	0	↑	↓	↑	0	0
Monetáris expanzió	↑	↓	↑	0	0	0
Importkorlátozás	0	↑	0	↑	0	↑

Forrás: Mankiw [2003]

Jövedelem (Y), árfolyam (e) és külkereskedelmi egyenleg (NX)

A Gazdasági és Monetáris Unióhoz már csatlakozott és a nem csatlakozott tagállamok számára különböző makrogazdasági következménnyel jár árfolyamrendszerük

választása. Az eurót használó államok fiskális expanzióval vagy importkorlátozással tudják stimulálni a gazdasági növekedésüket. Az euróövezet gazdasági keretrendszerében mindkettő korlátokba ütközik. Az importkorlátozás bevezetése az egységes piacon belül teljesen lehetetlen, hiszen sérti az áruk és szolgáltatások szabad áramlására vonatkozó szabályozást. A fiskális expanzió korlátja pedig a Stabilitási és Növekedési Egyezmény által megfogalmazott költségvetési hiányra vonatkozó küszöbérték, vagyis a 3%-os GDP arányos hiányt nem haladhatja meg egyetlen ország költségvetési hiánya sem tartósan. Ennek az a következménye, hogy fiskális expanzióra csak akkor van lehetőség, ha az eurózóna (és uniós) tagállam korábban prudens fiskális politikát folytatott és jóval a küszöbérték alatt tartotta a hiányt (esetleg többlettel rendelkezett), vagy felvállalja a korlátozás megsértését, amely akár pénzbeli büntetést vonhat maga után. A három visegrádi ország GDP-jét a monetáris expanzió pörgetheti fel, viszont a laza monetáris politikának is lehetnek negatív mellékhatásai. A monetáris expanzió inflatorikus hatása több csatornán keresztül is érezheti hatását, az alacsony jegybanki kamatláb túlzott hitelezésbe és eszközár-buborékokba torkollhat, komoly problémát okozva a háztartásoknak és a gazdaság egyes szektorainak.

A Mundell és Fleming által kialakított modell, a keynesi IS-LM modell nyitott gazdaságokkal történő kiegészítése, amelynek egyszerű ábrázolása a lehetetlen hármas, más néven a Mundell-Fleming-féle trilemma. A lehetetlen hármas tankönyvi interpretációja a következő feltételrendszert mutatja be: a rögzített árfolyamrendszer, az önálló monetáris politika, valamint a szabad tőkeáramlás hármasból egyszerre csupán kettőt választhat egy ország. Ezáltal három gazdaságpolitikai cél fogalmazható meg – monetáris függetlenség, az árfolyamstabilitás és a pénzügyi integráció – amelyekhez két-két tényező választása párosul. Elméletben a következő három lehetőség közül kell/lehet választani. Amennyiben egy gazdaság az önálló monetáris politikát és a rögzített árfolyamrendszert választja, akkor a rendszer fenntartásához korlátoznia kell a szabad tőkeáramlást, amely pénzügyi autarkiát, a regionális és globális pénzügyi integráció hiányát jelenti. Ha egy ország az önálló monetáris politika mellé a pénzügyi integrációt kívánja választani, akkor mindenképpen rugalmas árfolyamrendszert kell alkalmaznia. Végül, az önálló monetáris politika feladása árfolyamstabilitást (valamilyen rögzített árfolyamrendszert) és szabad tőkeáramlást

(pénzügyi integráltságot) eredményez. Gyakorlatban jóval másabb a helyzet, mivel az Európai Unióban minden egyes állam tagja az egységes belső piacnak, így a tőke szabad áramlása külső adottságként fogható fel. Ezek után már csak az önálló monetáris politika és a rögzített árfolyamrendszer kettős kínál opciót – a három visegrádi országot, Csehországot, Lengyelországot és Magyarországot leszámítva mind a további hat állam az euró bevezetése, vagyis a rögzített árfolyamrendszer alkalmazása mellett köteleződött el.

A közös valuta bevezetésének költségeit és hasznait nem lehet pontosan megbecsülni (Emerson et al. [1992]). Komoly problémát jelent, hogy a költségeket és hasznokat dinamikusan vagy statikusan, rövid-, közép- vagy hosszú távon, mikro vagy makrogazdasági szinten akarjuk összesíteni. Emellett, még az is számít, hogy mekkora gazdaságról van szó, esetünkben Spanyolország és Lengyelország nagyobb gazdaságnak számít uniós összevetésben. Mongelli [2008] szerint az eurózóna kialakítása komoly haszonnal járt a kereskedelem és pénzügyi integráltság mélyülés kapcsán, valamint a monetáris unió nagyobb rugalmasságot mutatott számos külső negatív gazdasági folyamattal szemben, viszont a globális pénzügyi válság nyomán kialakult szuverén adósságválság szintén a Gazdasági és Monetáris Unió tervezési és működési hibáival magyarázható. Alapvetően a költségek makrogazdasági oldalon jelennek meg, melyek közül a két legfontosabb az önálló monetáris politika és árfolyampolitika elvesztése. Ezzel szemben a hasznok mikroszinten mutatkoznak meg, mint az árak transzparenciája, a tranzakciós költségek eltűnése, a hitelesség növekedése vagy az alacsonyabb kamat- és inflációs szint.

Nominális és reál-effektív árfolyamok alakulása a három régió országaiban

Definíció szerint a nominális árfolyam a belföldi valuta egysége, amely által egységnyi külföldi valutát tud vásárolni. Rögzített árfolyamrendszerben, a nominális árfolyam lefelé történő kiigazítása felértékelődést okoz. A folyamattal ellentétesen, a nominális árfolyam növekedése a valuta nominális leértékelődését jelenti, így rögzített árfolyamrendszerben a nominális árfolyam felfelé történő kiigazítása leértékelődést okoz.

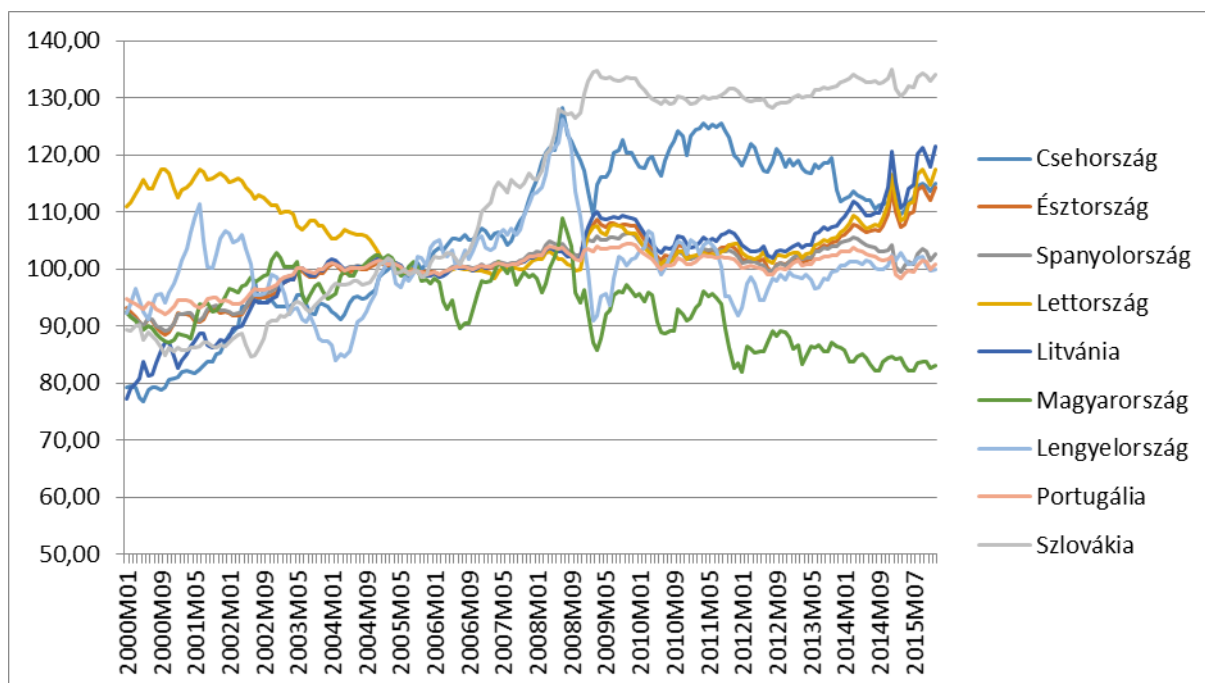
Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

A három régióban található országok nominális árfolyamainak vizsgálata változatos képet ad. A balti államok szinte tökéletesen együtt mozognak a 2000-es évek közepe óta, ahogyan a Spanyolország és Portugália is, akik között már a 2000-es elejétől kezdve minimális az eltérés. A visegrádi államok között nem lehet megfigyelni egyértelműen azonos tendenciát. Az euróövezeti államok egymástól nagyon eltérő trendet mutatnak, amely leginkább azzal magyarázható, hogy ezek az országok különböző monetáris és gazdaságpolitikai célokat követtek az eurózónába történő belépés során. Az alapvető kérdés, hogy vajon alulértékelt vagy túlértékelt árfolyamon érdemes belépni a Gazdasági és Monetáris Unióba, (az Európai Árfolyam-mechanizmusban szereplő Portugália és Spanyolország számára természetesen ez az opció nem merült fel a csatlakozás előtt). Mindkettő járhat előnyökkel és hátrányokkal is. A túlértékelt árfolyamon történő csatlakozás alkalmas arra, hogy a reálbérek vásárlóerejét megemeljék, viszont csökkentheti a versenyképességét a nemzetközi kereskedelmi forgalomba kerülő termékeknek, amely a csökkenő export volumenen (exporttöbbleten) keresztül fékezi a gazdasági növekedést. Az alulértékelt árfolyam pedig csökkenti a reálbérek vásárlóerejét, viszont pozitív hatással lehet az exportba kerülő termékek versenyképességére, amely különösen fontos lehet egy kis nyitott gazdaság számára, így az egyre nagyobb külkereskedelmi többletek által a kibocsátás növekedhet, valamint a konvergencia folyamata az eurózónába történő belépés után még gyorsulhat is.

A balti államok nominális árfolyama 2005-től kezdődően enyhe emelkedést mutatott, majd 2010 és 2014 között stagnált, amikortól kezdve egyre inkább felülértékeltté vált. Ez a felülértékelttség részben eredhet abból, hogy 2015-re mindhárom balti állam az eurózóna részévé vált. Legerőteljesebb mértékében felülértékelt nominális árfolyammal rendelkező ország Szlovákia, amely leginkább a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozás mikéntjével magyarázható, Szlovákiában politikai konszenzus volt az erős árfolyamon való belépés mellett. Ennek az lett az eredménye, hogy nominálisan mintegy 30%-kal értékelődött fel a Szlovákia 2009-re, azóta ezen a szinten stagnál. A két ibériai ország stagnál a középértéken, minimális kilengések mellett. Csehország, Lengyelország és Magyarország nagyon eltérő nominális effektív árfolyammal rendelkezik, egyetlen hasonlóság a globális pénzügyi válság hatására bekövetkezett hirtelen felülértékeltetés, amely Csehországban és Lengyelországban közel 30%-os, míg Magyarországon 9%-os

felülértékeltséget okozott (párhuzamosan a nemzeti devizák hirtelen erősödével, majd lefelé történő korrekciójával). Mindhárom országban gyors leértékelődés következett be, amely Lengyelországban volt a legdrasztikusabb. Magyarország nominális effektív árfolyama fokozatosan értékelődött le a 2010-es évek során, amelynek eredménye az lett, hogy 2015 végén már 17%-kal volt alulértékelve a hazai árfolyam. Az Eurostat 42 kereskedelmi partnert figyelembe vevő havi bontású nominális effektív árfolyam alakulását az 1. ábra mutatja be.

Ábra 1. Nominális effektív árfolyam alakulása a vizsgált három régióban 2000 és 2015 között (havi adatok; 2015 havi átlag = 100; 42 kereskedelmi partnertfigyelembe véve)



Forrás: Eurostat

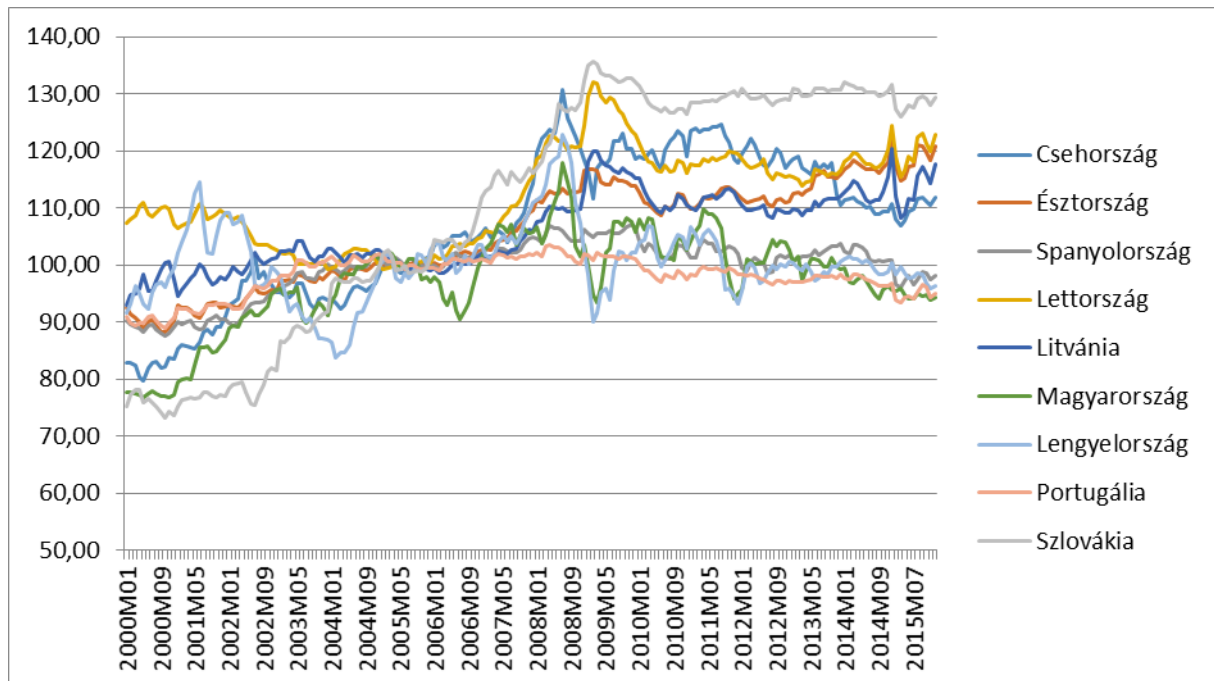
A reálárfolyam a külföldi árszínvonal (kereskedelmi partnerek) és a hazai árszínvonal hányadosaként definiálható, ahol a külföldi árszínvonalat az aktuális nominális árfolyamon keresztül hazai valutában adják meg, vagyis azt mutatja meg, hogy adott termék vagy szolgáltatás egységéért külföldön mennyi egységet tudunk vásárolni a valuta átváltása után. A reálárfolyam növekedése annak felértékelődését jelenti, míg csökkenése a leértékelődését. A reálárfolyam értéke mindig változik, így rögzített árfolyamrendszerek alkalmazása esetén (közös valuta bevezetése után) is használható. A reál-effektív árfolyam olyan mérőszám, amely alkalmas a hazai gazdaság versenyképességének alakulását nyomon követni, a két leggyakrabban használt reál-

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

effektív árfolyam egyikéhez a fogyasztói árat, míg a másikhoz az egységnyi munkaerőköltséget használják deflátornak.

A fogyasztói árszínvonal alakulását használó reál-effektív árfolyam esetében az Eurostat havi bontását vizsgáljuk 42 kereskedelmi partnert figyelembe véve (2. ábra). A balti államok és az ibériai államok trendjei nagy hasonlóságot mutatnak a csoporton belül. Észtország, Lettország és Litvánia reál-effektív árfolyama a 2000-es évek közepétől folyamatos felértékelődő tendenciát mutatott majd a globális pénzügyi válság után 15-20%-os szinten stagnáló, túlértékelt árfolyamot. Portugáliánál és Spanyolországnál a 2000-es évek közepétől enyhe felértékelődés volt tapasztalható, amely a globális pénzügyi válság idején érte el legmagasabb szintjét, az alacsony inflációs környezet hatására pedig 2015-re már alulértékeltté vált legfőbb kereskedelmi partnereihez képest. A visegrádi országok tekintetében nem lehet megállapítani egyforma trendeket, a négy ország három különböző trendet mutat. Szlovákia az euró bevezetése idején nagyjából 30%-os felülértékelttség szintjén rögzítette az átváltási arányokat, azóta ez továbbra is megmaradt, amely hosszú távon hátrányosan érintheti versenyképességét. Csehország reál-effektív árfolyama a válság idején 30%-kal értékelődött fel, majd fokozatosan korrigált 20%-os szintre, 2014-15-ben pedig már 10%-ra csökkent vissza. Lengyelország és Magyarország fogyasztói árakkal deflált reál-effektív árfolyama nagyon hasonló tendenciát mutat 2000-es évek második felétől kezdve, a globális pénzügyi válság utáni csökkenő trend eredményeképp mintegy 5%-kal alulértékeltté vált a két ország reál-effektív árfolyama. A kilenc ország együttes vizsgálata során két csoportot lehet kialakítani, az egyikben a két ibériai ország mellett Lengyelország és Magyarország található, ahol a reál-effektív árfolyam (fogyasztói ár alapján) enyhén alulértékelt, vagyis elméletben versenyképesebbek a mutató alapján, mint a maradék öt ország, ahol a felülértékelttség 10% és 30% között szóródik.

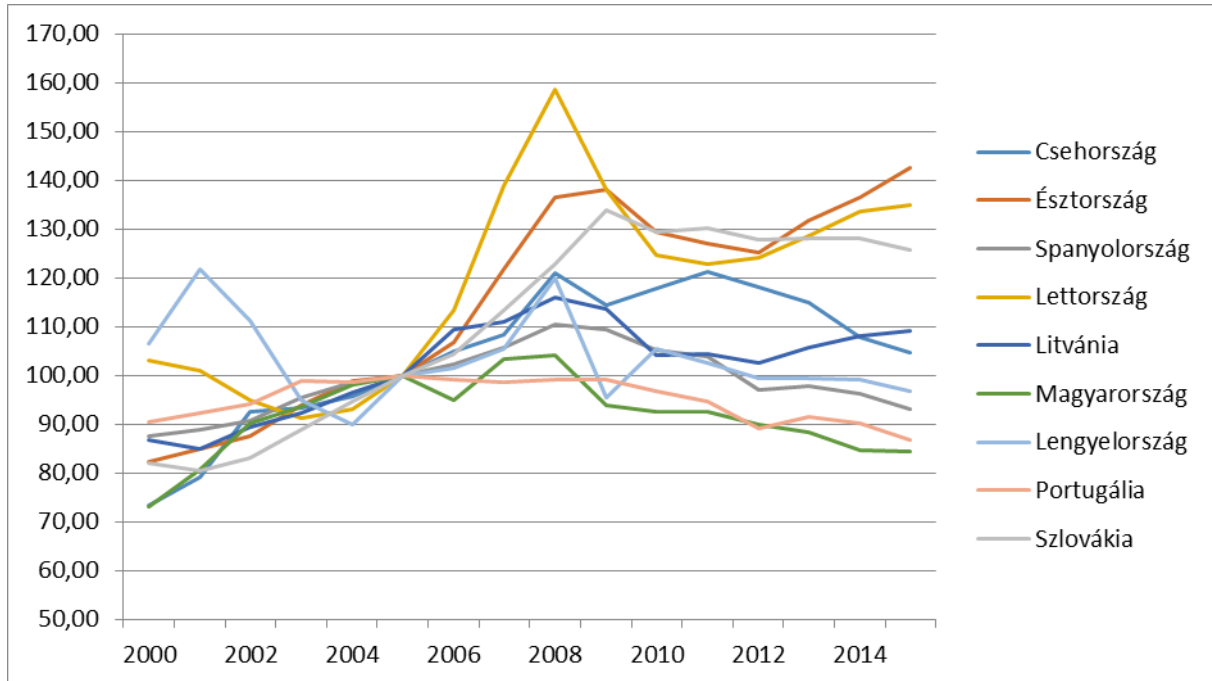
Ábra 2. Reál effektív árfolyam alakulása a vizsgált három régióban 2000 és 2015 között (deflátor: fogyasztói árszínvonal; havi adatok; 2005 havi átlag = 100; 42 kereskedelmi partnert figyelembe véve)



Forrás: Eurostat

Az egységnyi munkaerőköltség alapú reál-effektív árfolyam esetében az Eurostat adatbázisában csak éves adatok állnak rendelkezésre, 37 kereskedelmi partner figyelembe vétele mellett. A trendek hasonlóak ahhoz, mint amit a fogyasztói ár alapú reál-effektív árfolyamnál tapasztalhattunk, Lengyelország, Magyarország, Portugália és Spanyolország esetében alulértékelt a mutató, amely versenyképességi előnyt feltételez (Ábra 3.). A többi öt ország esetében pedig felülértékelt a reál-effektív árfolyam: Észtország esetében ez meghaladja a 40%-ot, Lettország 35%-on áll, míg Szlovákia némileg 30% alatt, Litvánia és Csehország esetében pedig nem haladja meg a 10%-ot.

Ábra 3. Reál effektív árfolyam alakulása a vizsgált három régióban 2000 és 2015 között (deflátor: egységnyi munkaerőköltség; éves adatok; 2005 = 100; 37 kereskedelmi partnert figyelembe véve)



Forrás: Eurostat

Külkereskedelem alakulása a három régióban

A vizsgált három régió külkereskedelmében jelentős törést okozott a globális pénzügyi válság miatt létrejött recesszió. A válság belső fogyasztásra gyakorolt hatásaképp a korábbi gyors bővülés az exportban (külső fogyasztás miatt) és importban (belső fogyasztás következtében) is egy jóval alacsonyabb szintre csökkent. A 2000-2008 közötti időszakban az ibériai államok exportvolumene mintegy 1,5-szeresére nőtt, amely a három régió legalacsonyabb teljesítménye. A balti államok exportbővülésében nagyok az eltérések, Észtország kivitele 2,46-szeresére nőtt a 2000-2008-as időszakban, addig Litvánia exportvolumene 4,17-szeresére nőtt, a kettő között Lettország található 3,41-es mutatóval. A visegrádi országok közül Csehország (3,17), Lengyelország (3,37) és Szlovákia (3,78) is több mint háromszorosára növelte exportvolumenét a globális pénzügyi válság előtti időszakban, ettől csak Magyarország maradt el, ahol mindössze 2,42-szeresére nőtt a kivitel (Táblázat 5.). A 2000-2008 közötti időszakban az import szintén jelentős mértékben emelkedett. A balti államok közül a legkisebb mértékben

Észtország importja növekedett, 2,36-szorosára nőtt, míg Litvániára vonatkozóan ez az érték 3,72 volt. A visegrádi országok közül Szlovákia található az élen, importja 3,64-szeresére nőtt 2000 és 2008 között, míg Magyarország behozatala alig több mint kétszeresére (2,12). Portugália és Spanyolország esetén – hasonlóan az exporthoz – már korántsem beszélhetünk annyira dinamikus importbővülésről, a behozatal Portugáliában 1,48-szorosára, Spanyolországban pedig 1,69-szeresére nőtt. Érdeemes megjegyezni, hogy az ibériai államok esetében az import bővülési üteme meghaladta az export bővülési ütemét, míg a másik két régió hét államában minden esetben az export rendelkezett magasabb növekedési ütemmel a 2000-es évek globális pénzügyi válságig tartó időszakában.

A globális pénzügyi válság magával hozta a külkereskedelmi volumen növekedésének alacsonyabb szintjét, a kilenc ország közül egyikben sem duplázódott meg a kivitel az elmúlt hét évben. 2009 és 2015 között a balti államokban nőtt legnagyobb mértékben az export, Lettország és Litvánia esetében közel duplájára (1,97 és 1,95-szeres), míg Észtországban 1,79-szeresére nőtt. A visegrádi országok közül Lengyelország exportteljesítménye volt a legmagasabb, 1,83-szorosára nőtt a kivitel, Magyarország kivitele pedig a legalacsonyabb ütemben, 1,49-szeresére emelkedett az elmúlt hét év alatt. Emellett, mindkét ibériai ország exportja 1,57-szeresére nőtt 2009-2015 között. A globális pénzügyi válság óta eltelt időszakban az export és az import változásának volumene közötti különbség jóval kisebb lett, mint a 2000-es években. A portugál és spanyol import jelentős mértékben lassult, előbbi csupán 17, míg utóbbi 34%-kal nőtt az elmúlt hét évben.

Táblázat 5. Külkereskedelmi mutatók a három régióban

	Export			Export/GDP* 2015	Import			Külkereskedelmi egyenleg 2015 (millió euró)
	2015 (millió euró)	Változás 2008 és 2009 között	Változás 2015 és 2009 között		2015 (millió euró)	Változás 2008 és 2009 között	Változás 2015 és 2009 között	
Csehország	142 822	3,17	1,76	85,5%	126 805	2,79	1,68	16 017
Észtország	11 627	2,46	1,79	56,8%	13 074	2,36	1,80	-1 447
Spanyolország	255 441	1,53	1,57	23,6%	281 298	1,69	1,34	-25 857
Lettország	10 865	3,41	1,97	44,6%	12 900	3,17	1,83	-2 035
Litvánia	22 984	4,17	1,95	61,9%	25 397	3,72	1,94	-2 413
Magyarország	88 934	2,42	1,49	81,8%	83 487	2,13	1,50	5 447
Lengyelország	178 671	3,37	1,83	41,8%	174 990	2,67	1,63	3 681
Portugália	49 858	1,47	1,57	27,8%	60 162	1,48	1,17	-10 305
Szlovákia	67 998	3,78	1,69	87,1%	66 289	3,64	1,66	1 708

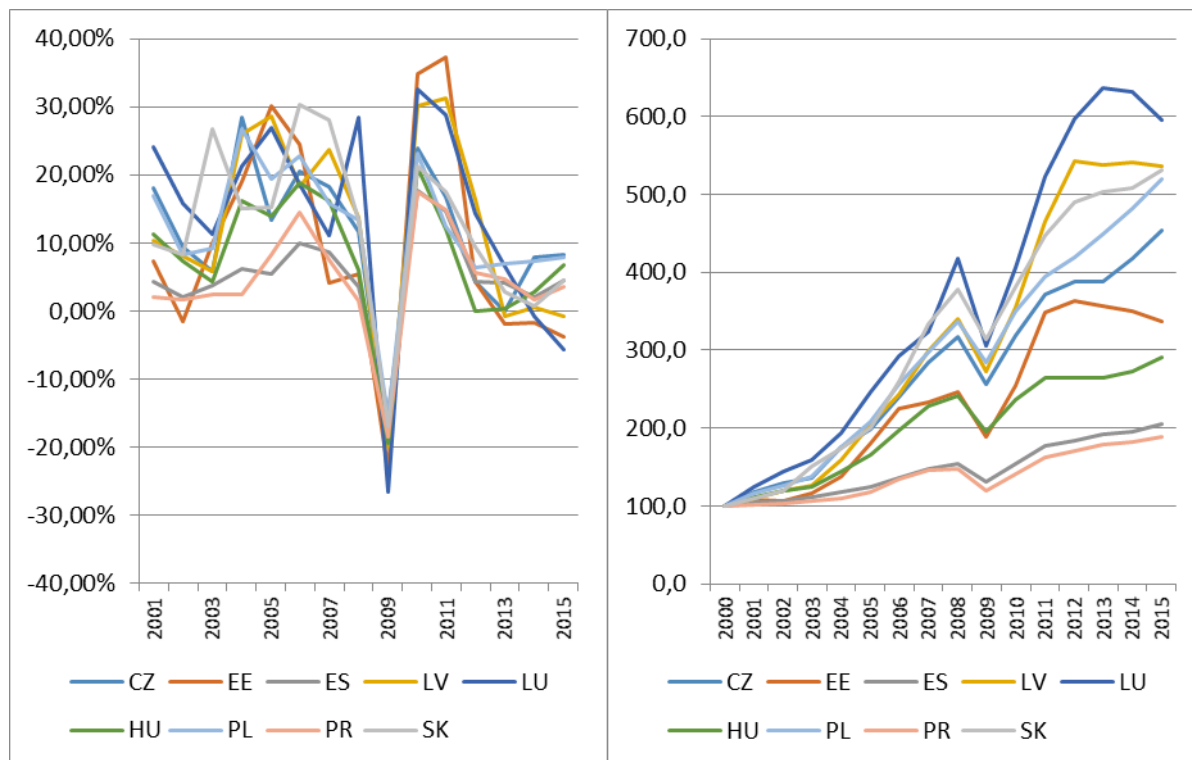
Forrás: Eurostat

** Az euróban megadott export és a folyó áron, euróban számolt GDP hányadosa*

2002-től kezdve a globális pénzügyi válságig minden egyes állam exportja pozitív ütemben növekedett (Ábra 4. baloldal). Majd a válság hatására 10 és 25% közötti volumennel csökkent az export bővülési üteme, ami után gyors helyreállítás következett, amely a balti államok esetében két éven keresztül 30% körüli növekedést jelentett a kivitelben éves szinten. Az export bővülése 2012-től kezdve egy jóval alacsonyabb szinten ragadt.

A teljes, 2000 és 2015 közötti időszakot tekintve a három régió országainak exportnövekedése hol jobban, hol kevésbé különíthetőek el egymástól. A balti államok közül Lettországon és Litvániában a kivitele volumene több mint 5-szörösére emelkedett, míg Észtország jócskán elmarad ettől, ahol csupán 3,4-szeresére nőtt az export. A visegrádi országok között nagy eltérések Magyarország jóval gyengébb exportteljesítménye miatt találhatóak. Lengyelország és Szlovákia kivitele több mint 5-szörösére emelkedett, míg Csehországon 4,5-szeresére, ezzel szemben Magyarország exportvolumene mindössze közel 3-szorosára nőtt az elmúlt másfél évtized alatt. Portugália és Spanyolország teljesítménye a legalacsonyabb a három régió országai közül, 15 év alatt csak duplájára emelkedett az export volumene (Ábra 4. jobboldal).

Ábra 4. Az export bővülése a három régióban (baloldalt éves növekedési ütem, jobboldalt 2000 = 100)

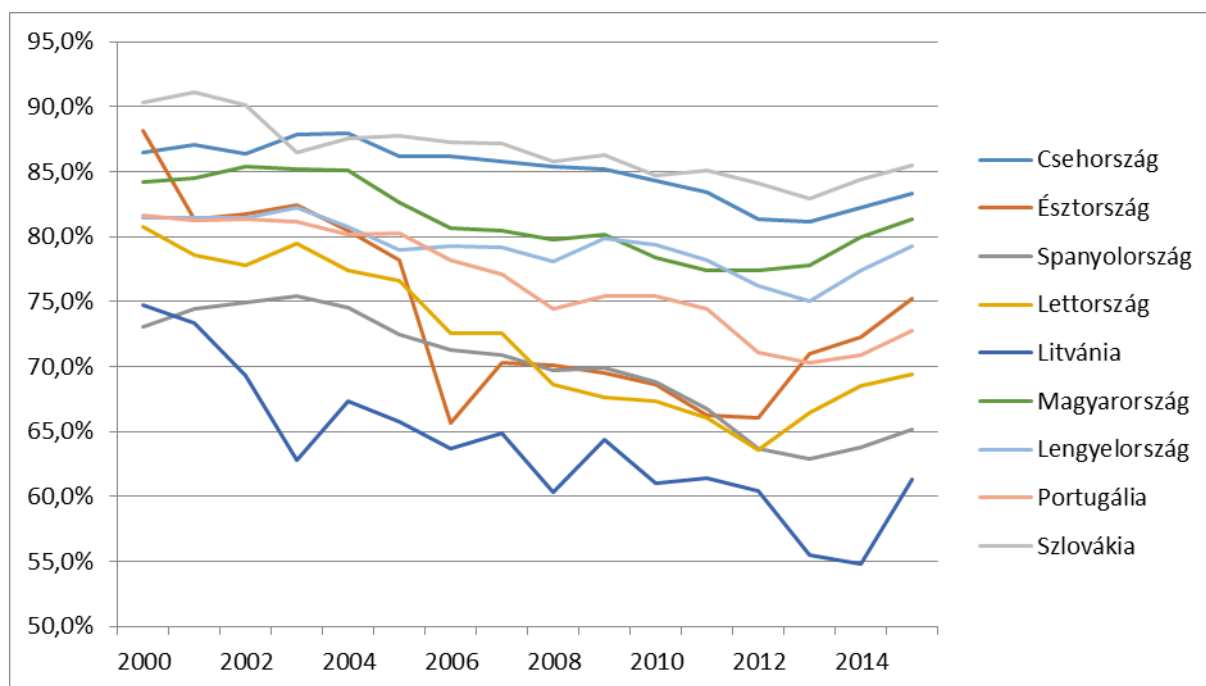


Forrás: Eurostat

A három periféria régió minden egyes országára igaz, hogy exportjának nagyobb részét, az elmúlt 15 év folyamán 55-90% közötti részarányát az Európai Unió országai tették ki. Az intraregionális export részaránya, a volumen emelkedése ellenére fokozatosan csökkent 2012-ig, amikor egy éles fordulópont állt be. A globális pénzügyi válság visszavetette az európai uniós tagállamok importfogyasztását, aminek következtében minden uniós állam próbált egyre nagyobb volumenű terméket exportálni az Unión kívülre. A 2012 utáni fordulópont az elmúlt három év makrogazdasági folyamataival magyarázható, az Európai Unió centrum országainak fogyasztása stabilizálódott, aminek következtében ezekben az országban újra megnőtt a kereslet a periféria országban gyártott termékek iránt. Emiatt (és egyes országok esetében a horvát uniós csatlakozással) újra emelkedni kezdett az intraregionális export részaránya (Ábra 5.). A visegrádi országok exportja rendelkezik (és rendelkezett) a legnagyobb uniós részaránnyal, amely 2015-ben nagyjából 80-85% között mozgott. A balti államok esetében ettől jóval kisebb részarányról beszélhetünk, hiszen a szovjet kereskedelmi kapcsolatok részben továbbélt a három balti ország és Oroszország között.

A három balti ország közül Észtország mintegy 75%-os belsőpiaci kereskedelmi részaránnyal bír, amely leginkább a mély finn és svéd gazdasági kapcsolatok eredménye. Portugália és Spanyolország Európai Unión belüli exportrészaránya 65-70% körül volt 2015-ben.

Ábra 5. Európai Unió tagállamaiba irányuló export részaránya a teljes exportban (EU28 visszaszámolva)

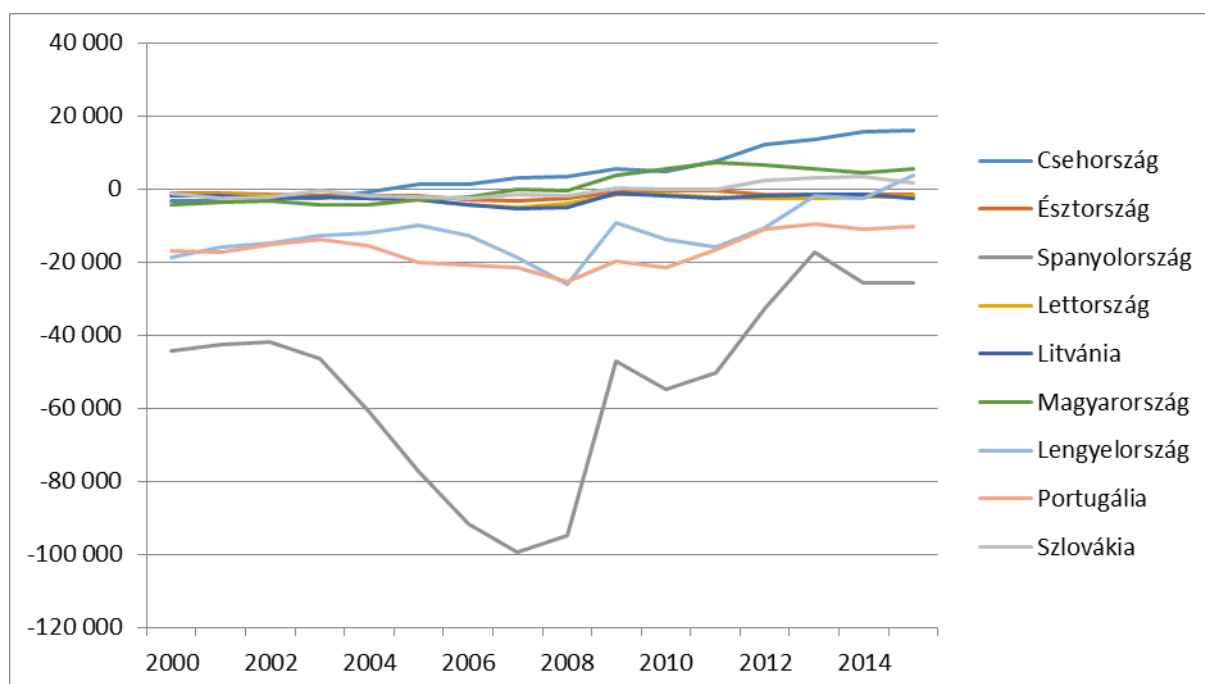


Forrás: Eurostat

Az import átlagos bővülési üteme a 2000-2008 közötti időszakban csupán Portugália és Spanyolország esetében volt magasabb, mint az export átlagos növekedési üteme. A vizsgált 9 ország mindegyikében külkereskedelmi hiány volt 2000-2008 közötti időszakban, leszámítva Csehországot, ahol 2005-től már külkereskedelmi többlet. Ezekből két dologra lehet következtetni, egyrészt, hogy a visegrádi és balti periféria államok hozott öröksége a külkereskedelmi hiánya, másrészt az ibériai gazdaságok esetében a külkereskedelmi hiány mérete fokozatosan növekedő pályát írt le a globális pénzügyi válságig terjedő időszakban (Ábra 6.). A válság azonnal megváltoztatta a korábbi tendenciákat, a 2009-re egy év leforgása alatt jelentős mértékben csökkent a külkereskedelmi hiány, sőt Magyarország és Szlovákia is csatlakozott Csehország mellé a külkereskedelmi többlettel rendelkező országok közé. Spanyolország 94,7 milliárd eurós külkereskedelmi hiánya 47,2 milliárd eurós passzívumra esett le egy év alatt. A belső és

importfogyasztás visszaesése miatt 2015-re átalakult a külkereskedelmi egyenleg a legtöbb vizsgált országban. Lengyelország 2015-re szufficites országgá vált, vagyis mind a négy visegrádi országban meghaladja az export az importot, Portugália és Spanyolország külkereskedelmi hiánya rendre közel harmadára és negyedére esett, míg balti államok divergenciát mutatnak stagnáló-növekvő külkereskedelmi hiánnyal 1,5-2,0 milliárd euró körül.

Ábra 6. A külkereskedelmi egyenleg alakulása a három régióban 2000-2015 között



Forrás: Eurostat

Makrogazdasági folyamatok a 2000-es évek elejétől kezdődően

A 2000-es évek eleje szinte mindegyik ország szempontjából kiemelkedő gazdasági teljesítményt mutatott. A három balti állam gazdasági növekedése több évben is átlépte a 10%-ot, 2000 és 2007 között (a globális pénzügyi válság előtti utolsó év) Észtország átlagos növekedési üteme 8,0% volt, Lettország 8,5%-os GDP növekedéssel rendelkezett, míg Litvániában 7,6% volt az átlagos növekedési ütem (Ábra 7.). A visegrádi országok is komoly gazdasági teljesítményt és felzárkózást tudtak felmutatni a 2000-es évek elejétől kezdve a globális pénzügyi válságig. Csehországban 4,5, Lengyelországban 4,2, Magyarországon 3,7, míg Szlovákiában 5,7% volt az éves átlagos növekedési ütem. A 2000-es évek elejének kedvező globális környezete és a periféria

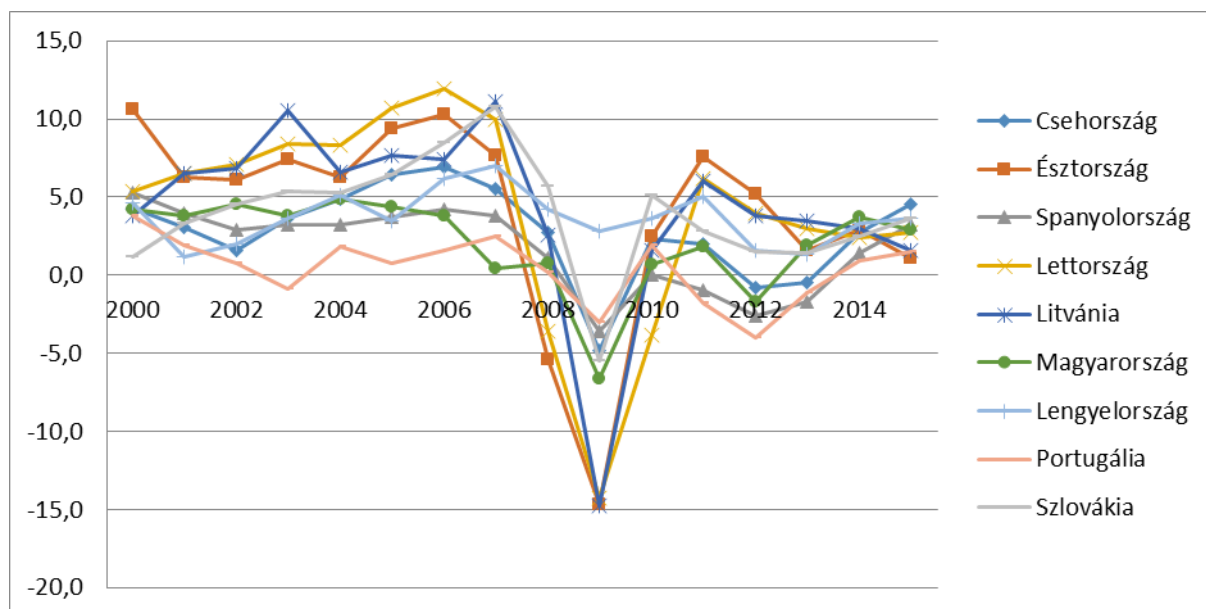
Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

államok és az Európai Unió közötti egyre erősebb szinergiák (kereskedelmi és beruházási kapcsolatok erősödése) pozitívan hatottak a periféria államok felzárkózására, főként, ha figyelembe vesszük, hogy az eurózóna éves átlagos gazdasági növekedése mindössze 2,2% volt. Mindezek ellenére, nem szabad elvonatkoztatni attól a tényről, hogy a gazdaságok fejlettségi szintje jelentős mértékben befolyásolja a gazdasági növekedés képességét, vagyis a fejlett országok alacsonyabb növekedési potenciállal bírnak, mint a fejlődő, feltörekvő vagy átmeneti gazdaságok. A két ibériai ország közül Spanyolország nagyjából a visegrádi országokkal megegyező növekedési ütemmel bírt a 2000-es évek első felében, viszont Portugália éves átlagos GDP bővülése jócskán elmaradt ettől, mindössze 1,5% volt, amely még az eurózóna országainak átlagát sem érte el, annak ellenére, hogy mindkét ibériai országban az építőipar, alkalmazkodva az ingatlanpiaci felfutáshoz jelentős növekedéssel bírt.

A globális pénzügyi válság mindhárom régióban nagyon súlyos károkat okozott, leszámítva Lengyelországot, amely relatíve nagy belső piaca és az erre épülő fogyasztása miatt egyetlen országgént kerülte el a 2009-es recessziót az Európai Unióban. A visszaesés nagyon differenciáltan ment végbe a régiók között. A balti államok sínylették meg leginkább a globális pénzügyi válságot, 2009-ben a visszaesés mindhárom országban 14-15% között volt. A Visegrádi országok különböző pályát jártak be, közülük Magyarország szenvedte el a legnagyobb visszaesést 6,6%-kal, viszont a válságot megelőző két évben, főként a fiskális politikai problémák miatt már nulla-közeli növekedési ütemmel rendelkezett. Csehország és Szlovákia gazdasági visszaesése (4,8% és 5,5%) nagyjából megegyezett az európai uniós átlagos recesszióval, 4,4%-kal. Lengyelország pedig 2,8% növekedéssel rendelkezett a válság évében. A két ibériai állam gazdasági visszaesése alacsonyabb volt 2009-ben, viszont az elhúzódó szuverén adósságválság miatt a 2011-2013 között sem tudott növekedni a GDP. Így a válság utáni időszak újabb törésvonalat hozott a három régió gazdasági teljesítményei között. A balti államok gyorsuló válság utáni növekedése egyértelműen statisztikai hatásokkal magyarázható, 2011-ben az unió éllovasai voltak 6% fölötti növekedési ütemükkel. A második recessziós évben, 2012-ben nem szenvedtek el újabb visszaesést, csupán a növekedési ütemük csökkent 2-2,5 százalékponttal. A visegrádi országok jóval kiterjedtebb gazdasági kapcsolatokkal (kereskedelmi, beszállítói és beruházási)

rendelkeznek az eurózóna centrum államaival, így azok növekedését sokkal inkább befolyásolta a központi államok növekedésének gyengülése, így Csehország és Magyarország is újabb recesszióban süllyedt, Szlovákia növekedése 1,5% volt, Lengyelországé pedig a 2011-es 5%-ról 2012-re 1,6%-ra süllyedt. A 2014-es év újabb változást hozott a három régió növekedési ütemében; általánosságban elmondható, hogy az európai gazdasági teljesítmény motorja az újonnan csatlakozott államok lettek, a keleti bővítés során csatlakozott visegrádi államok növekedési potenciálja nagyjából 2 százalékponttal haladta meg az euróövezet átlagos GDP bővülési ütemét. A balti államok stagnáló-lassuló növekedési ütemmel rendelkeztek 2014-2015 során, míg a visegrádi országok sikeresen fenntartották és gyorsították azt, aminek eredményeképp Csehország 4,5%-kal, Szlovákia és Lengyelország 3,6%-kal, Magyarország pedig 2,9%-kal nőtt. Az ibériai államok gazdasági teljesítménye az elhúzódó recesszió (mentő csomagok, fiskális megszorítások és strukturális reformok) után a tavalyi évben kezdett helyreállni, Spanyolország növekedése 2015-ben már meghaladta a 3,2%-ot.

Ábra 7. Gazdasági növekedés 2000-2015 között a három régió országaiban



Forrás: Eurostat

Az Európai Bizottság átfogó jelentést készített a Gazdasági és Monetáris Unió első 10 éves teljesítményéről, amely kiemelte annak sikereit és kihívásait (European Commission [2008]). Az egységes monetáris politika (a hosszú-távú inflációs várakozások horgonyzása által) és a nemzeti szintű, de szabályozott költségvetési

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a viseográdi államok esete

politika (komoly fiskális konszolidáció révén) megerősítette a makrogazdasági stabilitást az euróövezet országaiban. A Gazdasági és Monetáris Unió létrejötte támogatta a gazdasági (külkereskedelmi) és piaci integráltság mélyülését, az euró, mint közös pénz bevezetése, pedig hozzájárult a pénzügyi integráltság erősödéséhez. Az eurózóna indulásának első tíz éve olyan periódus volt, amikor komolyabb külső sokkal nem kellett sem egységesen, sem tagállamoknak önállóan szembenézni, így a tagországok a monetáris unión belül komoly felzárkózást mutathattak fel, amit a makrogazdasági stabilitás, alacsony kamatkörnyezet és a kohéziós politika eszköztára segített.

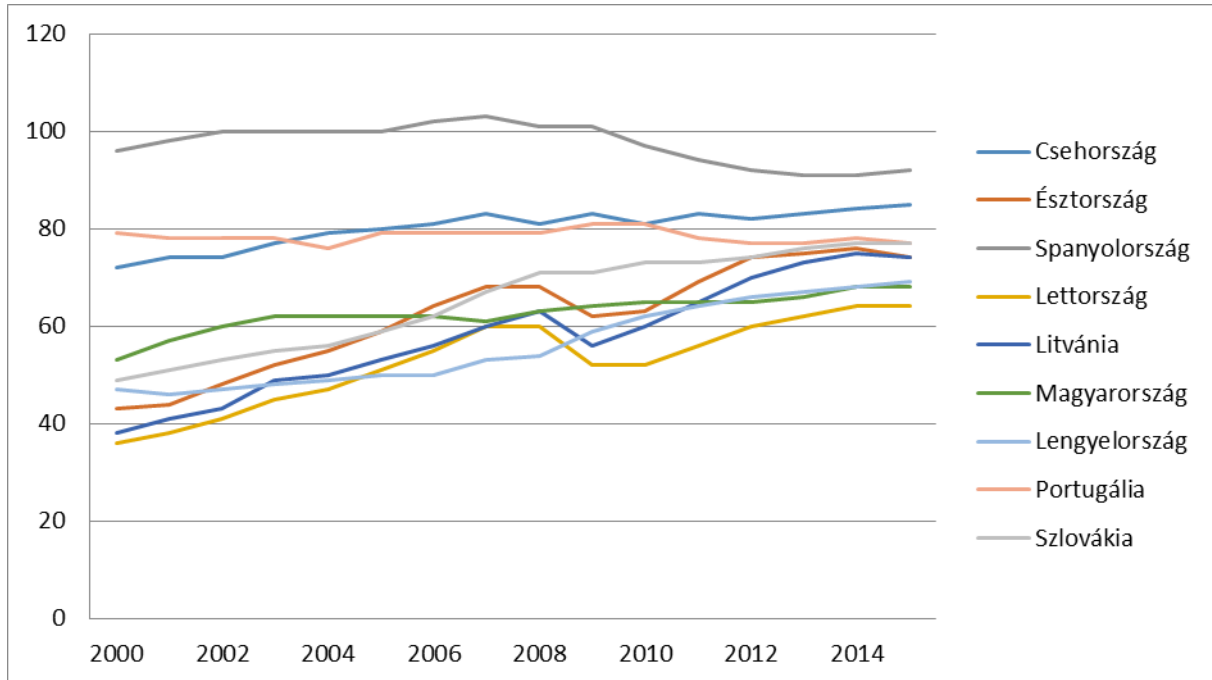
Az euróövezet létrehozása természetesen minden várakozást nem tudott beteljesíteni, az eurózóna tagállamainak foglalkoztatottsága hiába emelkedett 16 millió fővel az első évtized alatt, a gazdasági növekedés elmaradt a várakozásoktól. Az infláció és munkaerőköltség változása tekintetében állandósult és komoly eltérések vannak a tagállamok között, amely annak tudható be, hogy az árak és bérek kiigazodása egy egyensúlyi szint felé nem következett be a szektorok és régiók között. Ennek alapvető következménye, hogy a versenyképességi különbségek nem csökkentek az egyes országok (régiók) között, némelyik országban pedig jelentős külső egyensúlytalanságok alakultak ki. A Gazdasági és Monetáris Unió nem rendelkezett egy közös (és világos) nemzetközi stratégiával, nemzetközi fórumokon főként a nemzetállamok képviselték saját érdeküket, mintsem közösen a monetáris unió érdekeit képviselték volna. Így az euró képe és ereje, nem volt összhangban azzal a gazdasági teljesítménnyel, amit a tagországok képviseltek, mindezek ellenére a világ második legfontosabb valutája jött létre pár év leforgása alatt.

A Gazdasági és Monetáris Unió kezdeti pozitív hatásait a két régió tagállam Portugália és Spanyolország élvezhette, viszont 2004-től kezdve a másik két régió is rendelkezett az Európai Unió egységes piacának előnyeivel. A globális konjunktúra és kedvező világgazdasági környezet által biztosított légkör miatt nehéz elválasztani egymástól és meghatározni, hogy milyen tényezőkre vezethetőek vissza a pozitív hatások. Mindenesetre azt biztosan állíthatjuk, hogy Portugália és Spanyolország relatív fejlettsége az Európai Unió átlagához viszonyítva minimálisan változott 2000 és 2009 között, előbbi fejlettségi szintje az uniós átlag 79%-áról, míg utóbbié annak 96%-áról

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

emelkedett minimálisan 81 és 101%-ra. A keleti bővítés statisztikai hatása, miszerint alacsonyabb fejlettségű országok csatlakozása által az Európai Unió átlagos fejlettségi szintje csökkent, nem érezte magát a két ibériai állam esetében. Ezzel szemben a visegrádi és balti államok tekintetében jelentős felzárkózás volt tapasztalható; legkisebb mértékben Csehország és Magyarország közeledett az uniós átlaghoz 11 százalékponttal, előbbi esetében érdemes megjegyezni, hogy jóval magasabb fejlettségi szintről indul, utóbbi esetében pedig 2006-tól a felzárkózást visszavetették a fiskális problémák. Legnagyobb mértékben 22 százalékponttal Szlovákia tudta növelni vásárlóerő-paritáson mért fejlettségi szintjét 2000 és 2009 között (Ábra 8.). A globális pénzügyi válság után jócskán megváltozott a korábbi kép a konvergencia kapcsán. Mindhárom balti állam és Lengyelország jelentős mértékben – 10 és 18 százalékpont – került közelebb az átlagos uniós fejlettségi szinthez, míg a maradék három visegrádi ország mérsékelt teljesítményt nyújtott. A két ibériai ország esetében az elhúzódó válság és strukturális problémák komoly áldozattal jártak, 2009 és 2015 között Spanyolország relatív fejlettségi szintje 9%-kal, míg a portugál 4%-kal csökkent. Vásárlóerő-paritáson mérve a három régióból még mindig Spanyolország a legfejlettebb gazdaság, viszont Portugália elvesztette második helyét, amit Csehország foglalt el, Portugália fejlettségi szintje pedig megegyezik a szlovákkal.

Ábra 8. Felzárkózás az EU28 átlagos fejlettségi szintjéhez képest (vásárlóerő-paritáson mérve)

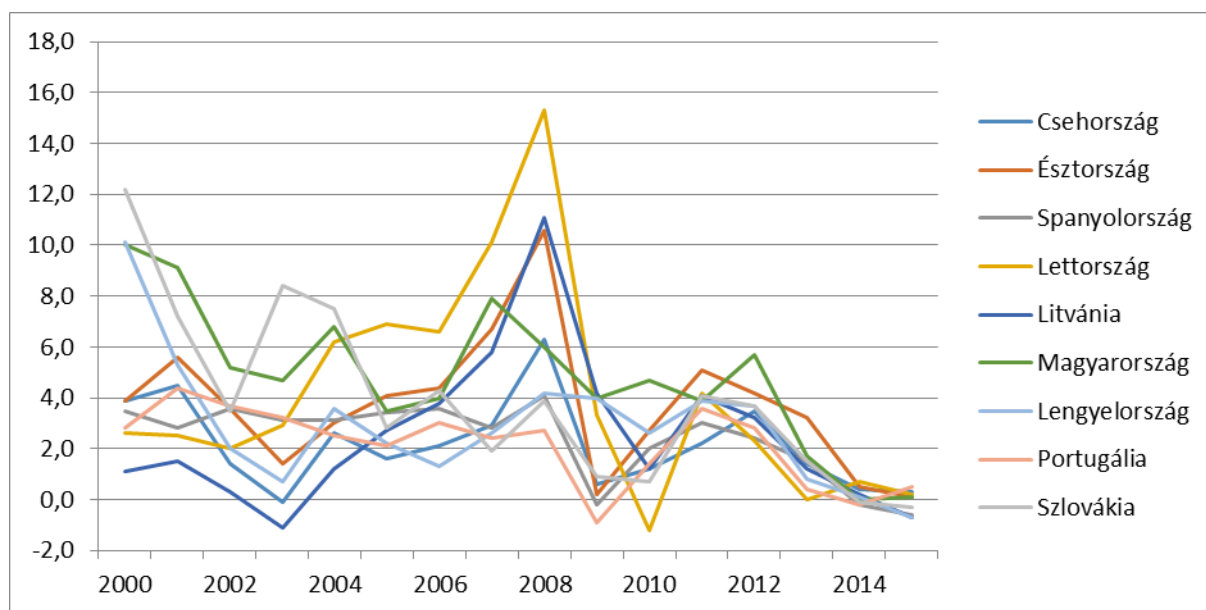


Forrás: Eurostat

A gazdasági növekedés és konvergencia mögötti reálgazdasági folyamatok nagyon eltérően alakultak a három régióban. A közös monetáris politika várt kedvező hatásaként aposztrofálták a centrum államokhoz közeledő alacsonyabb inflációs rátát. A spanyol és portugál esetben inkább szembeűnő az inflációs perzisztencia jelensége, a historikusan magasabb inflációs rátával rendelkező két gazdaság számára a közös monetáris politika olyan kamatkörnyezetet teremtett, amely alkalmas volt a bérek emelkedését elősegíteni, versenyképességük romlásának kárára, így a belső fogyasztás erősödése továbbra is a 2%-os célkitűzés fölötti pénzromlási ütemet eredményezett 2000 és 2009 között. A balti államok által alkalmazott kötött árfolyamrendszerek (valutatanács és hitelesen rögzített árfolyamrendszer) a 2000-es évek elején éreztették pozitív hatásukat, ugyanis az importált alacsony infláció miatt csak a 2000-es évek második felében gyorsult fel a pénzromlás üteme. A válság előtt 2008-ban már mindhárom balti állam éves átlagos inflációs rátája meghaladta a 10%-ot. A visegrádi államok csökkenő inflációs trendje sem tekinthető tartósnak, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia esetében eléggé hektikusan alakult az éves átlagos

pénzromlási ütem, mindenesetre a 2000-ben tapasztalt 10% feletti szintről sikerült 4-5% körüli értékre csökkenteni. Ebben Lengyelország és Magyarország esetében komoly szerepe volt az inflációs célkövetés rendszerének, míg Szlovákia esetében az euró bevezetése mögötti politikai akarat, amely biztosította a maastrichti kritériumrendszer mutatóinak teljesítését. Csehország esete némileg más volt a visegrádi országok között, mivel már a 2000-es évek elején is alacsony inflációs rátával rendelkezett, amit 2008-ig sikeresen fenn is tartott. A 2009-es globális pénzügyi válság volt az a tényező, aminek hatására mindhárom régió országainak inflációs rátája hasonló trendet kezdett el felvenni. 2011-2012-ben már nagyon hasonló tendenciát lehet beazonosítani, a legtöbb országban 3-4% körüli inflációs ráta volt, majd az euróválság elhúzódó hatásai nyomán 2013-tól kezdve hirtelen nulla-közeli szintre csökkent a pénzromlási ütem, amely még 2015-ben sem tért el ettől (lásd Ábra 9.). Az eurózóna szuverén adósságválságának hatása az importált inflációban testesül meg, a centrum országok alacsony inflációs rátája gyűrűződik be a periféria országokba a kereskedelmi, beszállítói és beruházási kapcsolatokon keresztül. Ezt a folyamatot felerősítette a nyersanyagárak, főként a szénhidrogének árának erőteljes zuhanása és tartósan alacsonyan maradása.

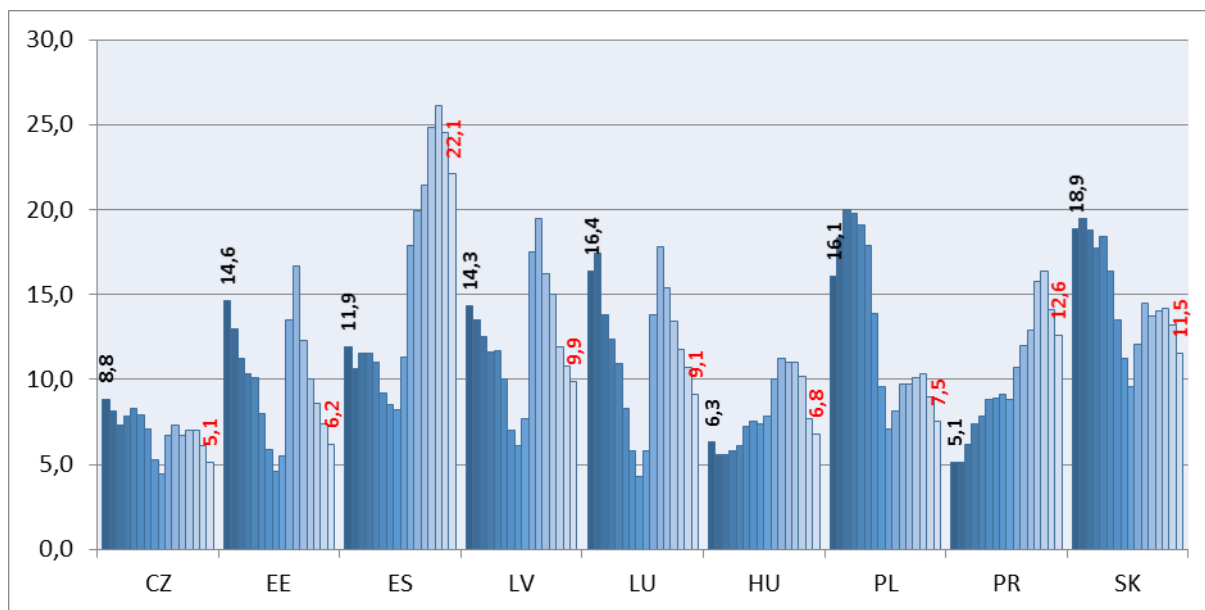
Ábra 9. Éves átlagos harmonizált inflációs ráta alakulása a három régióban 2000-2015 között (százalékban)



Forrás: Eurostat

A Phillips-görbe másik tengelyén található munkanélküliségi ráta trendjének alakulásában szintén találhatóak komoly eltérések a vizsgált kilenc állam között (Ábra 10.). Portugáliát és Magyarországot leszámítva minden egyes államban csökkenő tendenciát figyelhetünk meg a 2000-es évek eleje és 2007-2008 között. Litvániában 2000-ben még 16,4% volt a munkanélküliségi ráta, amely 2007-re 4,3%-ra csökkent. Magyarország és Portugália esetében a kedvező világgazdasági környezet, előbbi esetében az uniós csatlakozás és relatíve magasabb gazdasági növekedés, utóbbi esetében a közös valuta pozitív hatásai nem voltak képesek érdemben hatni a munkaerő-piaci folyamatokra, aminek eredménye az lett, hogy 2000 és 2007 között a magyar munkanélküliségi ráta 1,1 százalékponttal, míg Portugália esetében 4,0 százalékponttal emelkedett. A 2009-es pénzügyi válság következtében minden országban megnőtt a munkanélküliek száma, eltérés csak annak mértékében van. Spanyolország esete a legsúlyosabb, ahol 2007-ben 8,2% volt a munkanélküliségi ráta, ami 2014-re 26,1%-ra emelkedett; a spanyolországi munkanélküliek száma nagyságrendileg a balti államok átlagos lakosságával egyezett meg. A balti államokban hirtelen megugró munkanélküliségi ráta – 12-14 százalékpontnyi emelkedés 2010-re – szintén erőteljesnek mondható, viszont a problémát a három ország nagyon hatékonyan kezelte, pár év alatt 2015-re 8-10 százalékpontnyit sikerült ebből csökkenteni. 2013 óta mindegyik országban csökkenő trendet mutat a munkanélküliségi ráta, Spanyolország 22,1%-os értéke mellett csak Portugália és Szlovákia rendelkezik 10% feletti rátával.

Ábra 10. A munkanélküliségi ráta alakulása a három régióban 2000-2015 között



Forrás: Eurostat

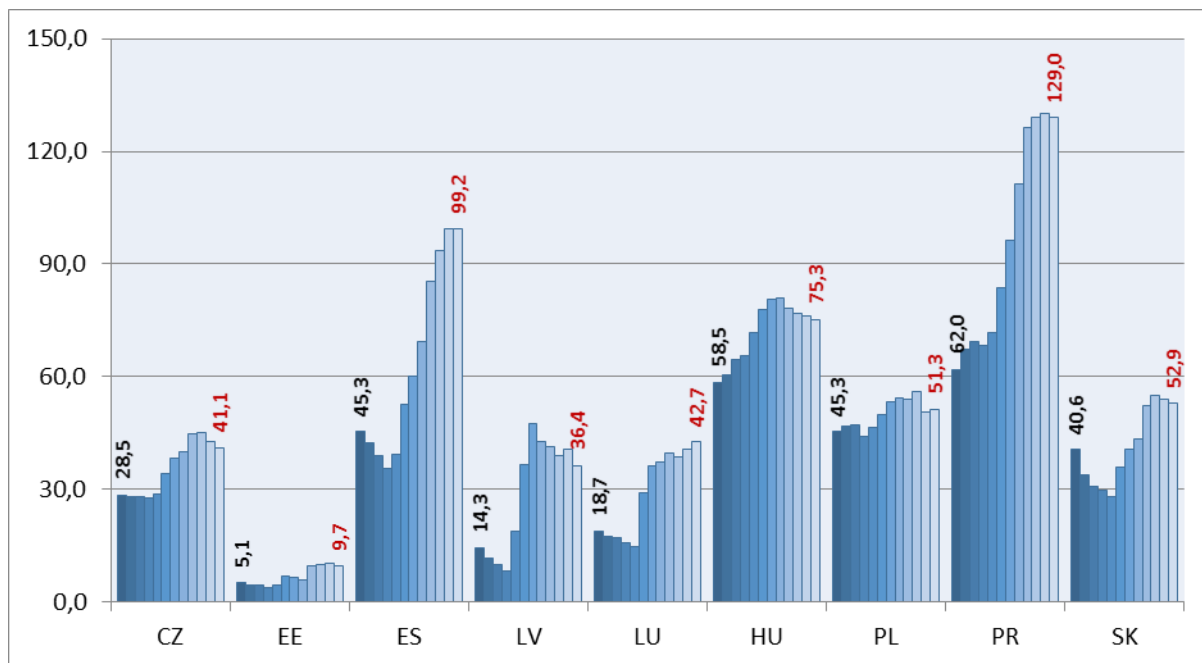
Mind az eurózóna tagállamok, mind a nem eurózóna tagországok fiskális politikáját jelentős mértékben befolyásolja a Stabilitási és Növekedési Egyezmény, amelynek értelmében a GDP arányos költségvetési hiány nem haladhatja meg tartósan a 3%-os küszöbértéket, a GDP arányos államadósság pedig a 60%-ot. Előbbi esetében a túlzott költségvetési hiánya büntetést von maga után, az eurózóna tagállamok esetében ez pénzbüntetést jelent, míg a nem eurózóna tagállamok esetében az Európai Unió felfüggesztheti a kötelezettségvállalások és kifizetések folyósítását az európai strukturális és beruházási alapokból. A szabályrendszer a globális pénzügyi válság nyomán jóval összetettebbé vált.

A balti államok kiemelkedően prudens fiskális politikát folytattak csatlakozásuk óta, Észtország egyszer sem, míg Lettország és Litvánia csupán a globális pénzügyi válság következtében haladta meg a 3%-os küszöbértéket a GDP arányos költségvetési hiány tekintetében. Spanyolország 2007-ig költségvetési többlettel rendelkezett, viszont az elhúzódó gazdasági és politikai válságok hatására a tavalyi évig nem sikerült 3% alá csökkenteni a hiányt. Portugália mindössze egyszer, 2007-ben nem sértette meg a hiányra vonatkozó szabályozást, a globális pénzügyi válság után 2011-ben kapott mentőcsomagot gazdasága helyreállítására, viszont 2015-ig nem sikerült lecsökkenteni a hiányt. A visegrádi országok több-kevesebb sikerrel voltak csak képesek

költségvetésüket konszolidálni és betartani a hiányra vonatkozó szabályozást, 2014-2015 során már többségük megfelelő értékkel rendelkezett a hiány tekintetében.

A globális pénzügyi válság és a nemzeti költségvetések tartósan magas hiánya miatt minden egyes vizsgált gazdaságban jelentős mértékben megemelkedett a GDP arányos államadósság szintje (Ábra 11.). A legszembetűnőbb változás a két ibériai államnál következett be, Portugália államadóssága a 2004-es 62,0%-os szintről több mint duplájára, 129,0%-ra emelkedett. Spanyolország esetében hasonló arányban ugrott meg az államadósság, csupán a kiinduló bázis (45,3%) volt alacsonyabb. A balti államok historikusan alacsony államadóssággal rendelkeznek, amelynek háttere, hogy függetlenné válásukkor nem rendelkeztek államadóssággal, másrészt a hitelesen rögzített árfolyamrendszerek nem generáltak csak minimális államadósságot. Mindezek ellenére a Lettország és Litvánia államadóssága is GDP arányosan 40% felé emelkedett, előbbi esetében már csökkenő tendenciát lehet tapasztalni 2010 óta. A visegrádi országok között már a rendszerváltás előtt is Magyarország rendelkezett a legnagyobb eladósodottsági szinttel, amely 2010-2011-nem érte el lokális csúcspontját 80% körüli értékkel, azóta 5 százalékponttal csökkent. A globális pénzügyi válság következtében Lengyelország és Szlovákia is 55%-os államadósság szintet ért el, a 2010-es évek elején, ahonnan már pár százalékponttal sikerült mérsékelni azt.

Ábra 11. Az államadósság alakulása a három régióban 2004-2015 között (GDP arányában kifejezve)



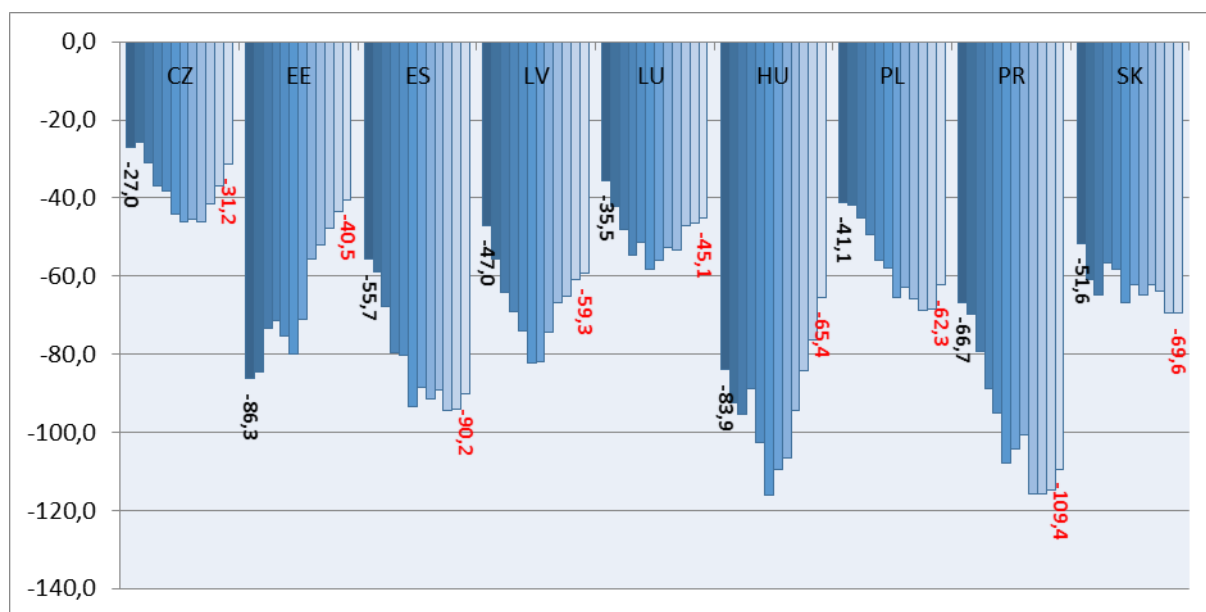
Forrás: Eurostat; a fekete érték a 2004-es, míg a vörös a 2015-ös GDP arányos államadósságot mutatja

A periféria államok gazdasági növekedésében komoly szereppel rendelkezett a beáramló külföldi termékek és tőke. Ennek eredménye, hogy a kilenc ország egyike sem rendelkezett 2009-ig folyófizetési mérleg többlettel. A globális pénzügyi válság miatt a centrum országok által nyújtott tőke elapadt, sőt, az egyes periféria országok eszközeiben tartott pénz visszaáramlott a küldő gazdaságokba. A válság másik gyakorlati hatása a belső fogyasztás mérséklődése, amely elsősorban az importált, magasabb hozzáadott értékkel bíró termékek (a centrum országok ilyen termékek gyártásában rendelkeznek versenyelőnnyel) fogyasztását veti vissza, és csak másodsorban az alacsonyabb hozzáadott értékkel rendelkező hazai termékekét.

A Pisani-Ferry [2012] által előtérbe hozott fordított tőkeáramlást, vagyis, hogy a válság hatására a befektetők kivonták pénzüket a periféria államokból, a GDP arányos nettó beruházási pozíciók alakulása nem támasztja alá teljes mértékben. A nettó beruházási pozíciók „U-alakja” Csehország, Lettország, Litvánia és Magyarország esetében nagyon jól megfigyelhető. Észtországban egy kétéves törés ellenére 2004 óta folyamatos csökkenése látható a negatív nettó beruházási pozíciónak, Lengyelország és Szlovákia esetében pedig stagnálást a válság után. Spanyolország és Portugália, azon

eurózóna periféria államok, amelyekre leginkább vonatkozott Pisani-Ferry állítása teljesen más tendenciát mutat, a szuverén adósságválság utáni minimális csökkenés után stagnált a nettó beruházási pozíció GDP arányos állománya, tehát nagymértékű tőkekivonásról nem lehet beszélni (Ábra 12.).

Ábra 12. Nettó beruházási pozíció a három régió országaiban 2004-2015 között (GDP arányában kifejezve)



Forrás: Eurostat

Kihívások és lehetőségek a globális pénzügyi válság előtt és után

Ingatlanpiaci buborékok a periféria régiókban

A globális pénzügyi válság előtti időszak hasonló gazdasági folyamatokat idézett elő több periféria államban is az Európai Unióban, amelynek talán legfőbb karakterisztikája az ingatlanpiaci eszközár-buborék volt. Az ingatlanpiaci buborékok kialakulása általában a hitelezés gyors növekedése vezethető vissza, kipukkanása után pedig az adósságállomány lassú leépülése és pénzügyi kitétségekből adódó pénzügyi és makrogazdasági stabilitással járó spirál következik (Crowe et al. [2011]). A fejlett országok esetében a laza monetáris politika következtében kialakult likviditásbőség vezetett oda, hogy ingatlanpiaci buborékok alakultak ki (Surányi [2012]), amely nem járt a teljes infláció emelkedésével csupán az ingatlanárak gyors emelkedésével. Portugália és Spanyolország élvezte az euróövezet által biztosított hitelességet és ennek

következtében a kockázati felárak éles csökkenése, az infláció konvergálása az eurózóna átlagos inflációjához és a reálbérek (túlzott) emelkedése vezetett oda, hogy a háztartások és vállalatok olyan eszközöket – az ingatlanokat – kerestek, amelyek kedvező hozamot ígértek. Spanyolországban 1998 és 2007 között a telek árak 500%-kal, míg a lakásárak 150%-kal emelkedtek átlagosan (Salmon [2010]). A beáramló olcsó tőke fellendítette az építőipart és az ágazatban foglalkoztatottak számát is jelentős mértékben emelte. Etxezarreta et al. [2011] a likviditásbőség mellett számos más tényezőt is kiemel a spanyol ingatlanpiaci buborék kapcsán, amelyek részben illenek a portugál és más európai országok ingatlanpiaci buborékaira is: a feldolgozóipar és szolgáltatási szektorok alacsony profitabilitása; a meglévő és kiterjedt építőipar, amely lakosság növekedéséből és a kormányzati megrendelésekre alapozva folyamatosan fejlődött; dereguláció és engedékeny szabályozási környezet az építkezések és urbanizáció számára; a leromlott állapotú lakóépületek miatt kialakult vágy a jobb otthonokért; valamint, a főként idősebb korú európaiak (britek és németek) keresletének emelkedése.⁵ Neal – Garcia-Iglesias [2012] pedig azt emeli ki a spanyol ingatlanpiaci buborék kapcsán, hogy a finanszírozásban leginkább a spanyol megtakarítási bankok (*Cajas de Ahorros*) voltak aktívak és főként Spanyolország tengerparti területein építettek második otthonokat és nyaralókat a hazai lakosok és külföldiek számára.

Bukeviciute – Kosicki [2012] a három balti ország ingatlanpiacát és a makroprudenciális keretrendszerét vizsgálva kiemeli, hogy a hitelezési feltételek sokkal kedvezőbbek voltak a három országban, mint az Európai Unióban, amit az alacsony reálkamatok erősítettek. Az ingatlanok hatékony adóztatása főként Észtország és Lettországon jóval az eurózóna átlaga alatt volt. De emellett, a jelzálog kamatok fizetésének részleges levonása, a nominális felzárkózás jelensége, valamint az alulfejlett (és meglehetősen koncentrált) ingatlanpiacok is befolyásolták a túlzott hitelezés és ezáltal az ingatlanpiaci buborék kialakulását. Összességében tehát elmondható, hogy kínálati és keresleti tényezők egyaránt hozzájárultak az ingatlanpiaci eszközár-buborékhoz a balti államokban, amelynek erőteljes korrekciója a 2007-2008-as évben

⁵ A globális pénzügyi válság előtti időszakban az ingatlanok építését már az azokat építő vendégmunkások elszállásolása is emelte.

indult meg, és 2010 közepéig tartott. A globális pénzügyi válság utáni folyamatok magukban hordozzák egy újabb balti ingatlanár-buborék kialakulását, bár az előzőből eredő adósságtömeg leépítése és a hitelfelvevők viselkedésének változása (megtakarítások növelése és a magán adósság csökkentése) más irányt mutat. Mindezek ellenére Észtországban már most közel 60%-kal magasabb a lakásárak nominális értéke, mint 2010-ben.

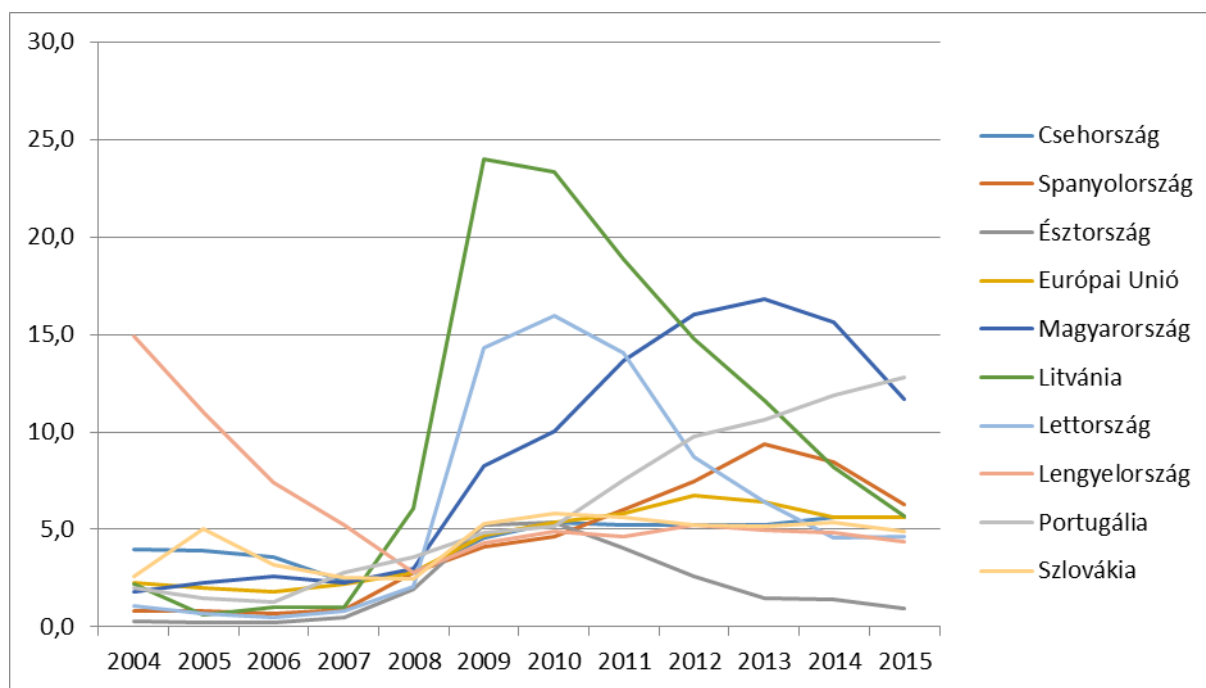
Mások szerint (Coconcelli – Medda [2010]) a balti államok ingatlanár-buborékok kialakulását más tényező is magyarázhatja, szerintük Észtországban alapvetően a banki szektor erős versenyének túlzott magánhitelezésbe fulladása volt az, így a 2000-es évek magas gazdasági növekedése megfelelő környezetet biztosított az ingatlanok iránti kereslet és árak növekedésének. Az észti spekulatív buborék kialakulása 2004 és 2009 között ment végbe. Az orosz válság után az északi országok bankjai főként a finn és svéd bankhálózatok felvásárolták az észti bankrendszer túlnyomó részét. Majd a közöttük kialakuló verseny következtében a jelzálog alapú hitelezés a legfontosabb elemévé vált az észti bankok portfóliójának. A pénzügyi szektor elsődlegesen a külföldi beáramló tőkéből táplálkozott, miközben a gyors növekedés nem párosult a megtakarítások emelkedésével. A beáramló tőke megemelkedése egyrészt magyarázható a pénzügyi liberalizáció folyamatával, másrészt Észtországban ez kiegészült az innovatív pénzügyi termékek megjelenésével köszönhetően az internetes hálózatoknak. Az expanzív monetáris politika az alacsony inflációs ráták importálásában testesült meg, ami elősegítette a hitelezés felfutását és az ingatlanárak gyors emelkedését eredményezte. A globális pénzügyi válság következtében a pénzügyi intézmények működése teljes mértékben átalakult, és a hitelezés leállt. Ekkor terelődött a hangsúly arra, hogy a hosszú távú banki kintlévőségek (lakáshitel-állomány) sokszorosát tették ki a rövid távúaknak, vagyis komoly pénzügyi kockázat épült fel az észti bankrendszerben. Sabaliauskas [2012] a litván szabályozási környezetet vizsgálta, ahol az építkezésekkel kapcsolatos új törvénycsomagot 2010 októberében vezették be azzal a céllal, hogy megfelelő üzleti környezetet biztosítson a válság utáni ingatlanpiaci folyamatoknak. A területi tervezés folyamatának csökkenése és az adminisztratív folyamatok számának mérséklésével egy működőképesebb környezetet alakítottak ki, amely próbálja a korrupciót is visszaszorítani.

A visegrádi országok változó képet mutatnak az ingatlanpiaci eszközár-buborék kapcsán. Holzner [2015] azt a megállapítást tette, hogy Szlovákia és Szlovénia az a két újonnan csatlakozott ország, amelyekben nem volt tapasztalható az ingatlanpiaci eszközár-buborék jelensége. Darvas – Szapáry [2008] az euró bevezetése kapcsán vizsgálta az új tagállamokat, köztük a négy visegrádi országot, és felhívták a figyelmet a túlzott hitelezés kapcsán kialakuló túlfűtöttségre. Ez a folyamat keresleti és kínálati tényezőkkel is magyarázható. Magasabb gazdasági növekedés mellett a háztartások és vállalatok túlbecsülik a jövőbeli kereseteiket és bevételeiket, és a hitelezéshez fordulnak a jelenbeli fogyasztásuk kielégítésére. A jelzálog-alapú hitelek felvétele, vagyis új ingatlanok vásárlása egyrészt számos állami támogatással egészült ki, másrészt jóval kedvezőbbek voltak, mint bármely más jellegű, szabad-felhasználású hitelkonstrukció. Kínálati oldalról érdemes kiemelni a többségében külföldi tulajdonú bankrendszer éles versenyét a régióban, amely egyre kedvezőbb feltételek mellett nyújtottak hitelt egyre kevésbé hitelképes személyeknek. A svájci frankban, euróban vagy japán jenben denominált hitelek, mint innovatív konstrukciók, megtévesztőek voltak a lakosság számára, alacsonyabb kamat mellett lehetett hozzájutni, viszont kockázatosabbak, mert érzékenyen reagálnak a hazai deviza gyengülésére, ami a globális pénzügyi válság idején be is következett. Az ingatlanok iránt megnövekedett kereslet eredményeképp az ingatlanárak is gyors emelkedésnek indultak, Magyarország 2002-2006 között átlagosan 12%-kal nőtt az árak (Bohle [2014]). Lengyelországra vonatkozóan Belej – Kulesza [2015] három időszakot különít el a lengyel ingatlanpiaci buborék kapcsán, amely közül a 2003-2008 közötti időszak volt, amikor az árak gyors növekedést mutattak, viszont a buborék kiteljesedésére 2007-2008-ban került sor. Az ingatlanpiaci buborék kipukkanása utáni időszakban (nagyjából 2009-től kezdődően) egy lassú korrekció, árcsökkenés indult el. Lux – Sunega [2014] a 2001-2008 közötti időszakra teszi a csehországi buborék kialakulását, amely a korábban felsorolt általános jellemzők mellett a szabályozási környezet átalakításával és a jelzálog-alapú hitel újradefiniálásával egészíthető ki.

A nem-teljesítő hitelek állományának növekedése tipikus válságjelenség, számos vállalat vagy háztartás (egyén) kerül olyan helyzetbe, hogy nem képes visszafizetni korábban felvett hitelét. A három régió nem-teljesítő hitelállományának vizsgálata azt

mutatja, hogy még az adott régión belül sem tapasztalható hasonló tendencia. A balti államok esetében a litván nem-teljesítő hitelállomány 2009-ben közel 25%-ra ugrott fel majd 2015-re lecsökkent 5%-ra, Lettországnak 2010-ben érte el csúcspontját 16% körül, míg 2014-ben 5%-ra mérséklődött, Észtország esetében pedig mindössze 5%-ra emelkedett a mutató és 2015-re 1% alá csökkent. Portugália és Spanyolország nem teljesítő hitelállományának alakulásában hosszabb tendenciájú növekedést lehet azonosítani, mindkét válság hatása jól látható. Spanyolország esete a kedvezőbb, a 2013-as csúcsérték sem lépte át a 10%-os szintet és azóta pár százalékponttal már korrigálódott lefelé. Ezzel szemben Portugáliában 2007 óta folyamatosan növekszik a nem-teljesítő hitelek aránya az összes hitelhez képest, 2015-ben már közel 13%-ot ért el. A visegrádi országok közül Magyarország rendelkezik kiugróan magas nem-teljesítő hitelállománnyal, amely magyar ingatlanpiaci buborék eredménye. 2012-2014 közötti időszakban átlagosan 16% feletti nem-teljesítő hitelállománnyal rendelkezett a magyar gazdaság, ami csak az utóbbi két évben kezdett el csökkenni, de még így is jóval magasabb, mint a másik három visegrádi ország esetében. Csehország, Lengyelország és Szlovákia esetében pár százalékpontos emelkedés ment végbe a globális pénzügyi válság után, azóta 5% körüli szinten stabilizálódott a mutató (Ábra 13.).

Ábra 13. Nem-teljesítő hitelek aránya az összes hitelhez képest 2004-2015 között



Forrás: IMF Financial Soundness Indicators

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

A vizsgált három periféria régió közös tulajdonságának tekinthető a túlzott hitelezésre épülő ingatlanpiaci eszközár-buborékok kialakulása. A kilenc ország közül csak Szlovákia nem (vagy csak minimálisan) szenvedett ebben a kórban. Számos eltérő gazdasági, társadalmi és politikai karakterisztikája ellenére sok hasonlóságot mutatnak ezek az országok, pont azokban az országokban alakult ki ingatlanpiaci túlfűtöttség, amelyek tartós folyófizetési mérleg egyensúlytalanságokban szenvedtek. A beáramló tőkét pedig könnyedén elnyelte az ingatlanpiac és az építőipar. A túlfűtöttség után visszaesés következett az ingatlanok áraiban, ez a korrekció az ibériai államok esetében még mindig tart, viszont a három balti állam erőteljesebben, a négy visegrádi pedig mérsékeltebben gyorsuló ingatlanár-növekedéssel rendelkezik.

Kiigazítás a válság után – a belső és külső leértékelődés szükségessége

A rögzített árfolyamrendszerek alkalmazása számos előnnyel járhat egy gazdaság számára, viszont a kiigazító vagy kiegyensúlyozó mechanizmusok elvesztését is jelenti egyben. Portugália, Spanyolország az euró 1999-es Szlovákia pedig a közös valuta 2009-es bevezetésével, a három balti ország elsőként az erősen rögzített árfolyamrendszerek használatával majd később az eurózónához történő csatlakozással elvesztette legfőbb kiigazító mechanizmusát az önálló árfolyampolitikát (a nominális kiigazítás lehetőségét). A globális pénzügyi válság előtti időszak jellemzője volt, hogy az eurózóna periféria államokban a beruházásokat finanszírozó beáramló tőke hatására és a központi országokkal szemben felhalmozott külkereskedelmi hiányok miatt komoly fizetési mérleg egyensúlytalanságok alakultak ki, amely a válság következtében a rejtett magán és állami eladósodottságot a felszínre hozta. A likviditási bőség másik fontos következménye, hogy a gazdaságok bérnövekedése jóval magasabb szintet ért el, mint azt termelékenységük bővülése megkövetelt volna, így a válság után komoly versenyképességi hátrányok alakultak ki az euróövezeti periféria államokban (de Grauwe [2012]). A probléma megoldása nem egyszerű, hiszen az árfolyamok leértékelése Portugáliában és Spanyolországban nem lehetséges, így az egyensúlytalanságok kiigazításának megoldása közgazdasági konszenzus alapján a belső leértékelődés folyamatában rejlik. A belső leértékelődés alapvetően a nemzetközi

versenyképesség helyreállítását célozza meg, alkalmazása főként rögzített árfolyamrendszerekben történik, amikor a nincs lehetőség a valuta leértékelésére, közös valuta bevezetésével ezt egy gazdaság elvesztette, míg rögzített árfolyamrendszer fenntartása által egy gazdaság önként vállalja a kiigazítás ilyesfajta módját. A belső leértékelődés a munkaerőköltségek csökkentésére helyezi a hangsúlyt, ami általában annak az eredménye, hogy a munkaerőköltség (bérek) magasabb ütemben emelkedtek, mint a gazdaság termelékenységé, így versenyképességi hátrányba került. A munkaerőköltségek kiigazítása, a bérek csökkentésén vagy foglalkoztatás indirekt költségeinek mérséklésén keresztül történik, aminek gyakorlati következménye, hogy gyengül a belső és importfogyasztás. A versenyképesség (és a teljes makro- és mikroszintű gazdasági környezet) helyreállításának tágabb és jóval komplexebb gazdaságpolitikai koordinációt igénylő megoldása a strukturális reformok végrehajtása. A „strukturális reformok” kifejezés számos gazdasági területen elvégzendő feladatokat takar, viszont nincs igazi konszenzus abban, hogy átfogóan mit is jelentenek, mennyi területre terjednek ki a reformintézkedések, valamint az egyedi országspecifikus tényezők miatt nem lehet adni egy minden országra ráhúzható és alkalmazható receptet. Az IMF [2015] összefoglalója a következő területekbe gyűjti az intézkedéseket: pénzügyi szektor reformja, kereskedelmi liberalizáció, intézményi reformok, infrastrukturális átalakítások, piaci dereguláció és innováció. Ezzel szemben az OECD [2015] négy területet nevesít: termékpiaci reformok, munkaerő-piaci reformok, az adórendszer reformja és a közigazgatás, jogi környezet reformja.

Alesina et al. [2008] már a globális pénzügyi válság begyűrűződése előtt a strukturális reformok alkalmazásának szükségességét tárgyalja a közös valuta létrehozása utáni időszakban. A termékpiacokon és néhány gazdasági szektorban az eurózóna tagországok deregulációt hajtottak végre, viszont más területeken, mint pl. a munkaerőpiac nem sokan. A centrum országok, főként Németország elkötelezett volt a strukturális reformok végrehajtásában, aminek gyakorlati eredménye az lett, hogy a válság utáni időszakban a monetáris unió egyik legversenyképesebb gazdaságává vált. A periféria államok sokkal kevésbé voltak elhivatottak a strukturális reformok végrehajtása felé, amit részben azzal lehet indokolni, hogy a válság előtti időszakban relatíve kedvező gazdasági mutatókkal rendelkeztek és felzárkózás volt tapasztalható a

centrum államokhoz képest. A globális pénzügyi válság, majd az eurózóna szuverén adósságválsága egy olyan törést hozott a periféria államok életében, amelynek következtében már szükségessé vált a strukturális reformok végrehajtása. Monetáris politikai oldalról az Európai Központi Bank nem konvencionális eszközei és a laza, támogató monetáris politika időt biztosít a reformok elvégzéséhez, míg az Európai Bizottság az időszak alatt nem kéri szigorúan számon költségvetési hiányra vonatkozó küszöbértéket és az államadósság csökkenő pályáját.

A belső leértékelődés fájdalmas gazdasági korrekciót jelent, az árak és bérek csökkentése – deflációs kiigazítás – a versenyképes centrum országokhoz, főként Németországhoz képest komoly negatív hatással lehetnek egy ország belső keresletére és termelésére. Így a gazdaság belső egyensúlytalansága alakulhat ki, amely során a fiskális pozíciói (költségvetési hiány és államadósság) romlanak. A magas költségvetési hiány és növekvő államadósság (és az ebből eredő emelkedő adósságfinanszírozási kiadások) hosszú távon megpecsételik a periféria államok növekedési lehetőségeit. Stockhammer – Sotiropoulos [2012] szerint a folyófizetési mérleg kiigazításnak direkt és indirekt keresleti eredői is vannak. A direkt keresleti hatás a kereskedelmi csatornán keresztül jelenik meg, az importtermékek fogyasztásának csökkenése javíthatja a kereskedelmi mérleget, így a folyófizetési mérleget is. Az indirekt keresleti hatás alapvetően a belső piacot érinti, a hazai termékek csökkenő fogyasztása maga után vonja a termelés és így a foglalkoztatottak számának mérséklődését is. A magasabb munkanélküliségi ráta, vagyis a munkanélüliek számának emelkedése „versenyt” indít el köztük, alacsonyabb bérek mellett is vállalva a foglalkoztatottságot, így az átlagos bérek és az árak is mérséklődhetnek.

Spanyolország gazdasági problémája a termelékenység elmaradásában áll, amelynek megoldása csak átfogó strukturális reformokkal lehetséges, főként a munkaerő-piacon, amely a belső leértékelődésen keresztül emelheti az ország versenyképességét. Neal – Garcia-Iglesias [2012] a nagyobb rugalmasság alkalmazását sürgeti a spanyol munkaerő-piacon, amely egyrészt jelentené a rugalmasságot az átmenet foglalkoztatásban és megváltoztatná a hosszú távú munkaszerződéssel rendelkezők kiváltságos státuszát, amely a spanyol közszféra historikus jellemzője. A spanyol fiskális kiigazítás munkaerő-piaci vonatkozású intézkedései 2010-ben indultak el, amikor a közszolgák bérét 5%-kal

csökkentették és az elkövetkező évekre befagyasztották, megszüntették a nyugdíjak indexálását (Godino – Molina [2011]). 2011-ben folytatódott a reformok további tervezése társadalmi partnerek bevonásával, ahol megállapodtak a nyugdíjrendszer, a foglalkoztatáspolitiká, az átmeneti foglalkoztatás, a kollektív béralku és ágazati területek reformján. A kezdeti lépések viszont nem hozták meg a várt eredményeket és 2011-2012-re újabb recesszióba süllyedt az eurózóna periféria köztük Spanyolország és Portugália is.⁶ De Guindos (spanyol gazdasági és versenyképességi miniszter) 2012-ben három tényezőt nevezett meg, a spanyol strukturális reformok kapcsán: a béralku rendszerének átalakítása az ágazati szintű központi megállapodásoktól egészen az egyedi vállalkozásokig, amelynek célja a termelékenység megteremtése; a teljes munkaidős szerződések egyszerűsítése és a részmunkaidős foglalkoztatás elősegítése; és a munkaerő magas hozzáadott értékkel bíró szektorokban foglalkoztatása. 2013-ra a spanyol munkanélküliségi ráta 25% fölé emelkedett, míg a fiatalkori munkanélküliség meghaladta az 50%-ot, ezután a munkanélküliségi ráta lassú csökkenése csupán 2014-ben indult meg. A munkaerő-piaci reformok párhuzamosan magas munkanélküliségi rátával szinte egyáltalán nem hatottak az átlagos bérekre Spanyolországban, sokkal inkább egy valódi korrekció nélküli, elhúzódó és stagnáló trendről beszélhetünk 2011-2014 között, amelynek nagyon komoly reálgazdasági, növekedési és társadalmi hatásai voltak. A spanyol gazdaság első kedvező jeleit 2014-ben mutatta, amikor a gazdasági növekedés elsőként volt pozitív tartományban. A folyófizetési mérleg hiánya már 2013-ban többletes volt, amely alapvetően azzal magyarázható, hogy 2007-ben még 100 milliárd eurós volt a külkereskedelmi hiánya Spanyolországnak, 2012-13-tól kezdve ez a hiány negyedére, 25 milliárd euró körüli értékre csökkent a belső kereslet elmaradása miatt. A költségvetés reformja korántsem mondható sikeresnek, a kiadási oldal kiigazítása a bevételi oldal hatásos reformja nélkül érdemben nem csökkentette a folyókiadásokat, inkább egy lassú csökkenő pályára állította azt, és még 2015-ben is 5% feletti GDP arányos hiány volt.

⁶ A portugál és spanyol gazdaság kilábalását nehezítette a több alkalommal visszatérő görög hitelválság, amely minden alkalommal negatívan érintette az eurózóna periferiáján fekvő többi államot. A befektetői döntések során az eurózóna periféria egy régióként jelenik meg, így a görög és portugál válság, majd kimentés a befektetők bizalmának komoly csökkenéséhez vezetett, amely az összes periféria állam kockázati felárát emelte a biztonságos centrumhoz képest.

Portugália gazdasági teljesítménye már a válság előtt sem volt megfelelő, átlagos gazdasági növekedése 2000 és 2008 között alig volt 1% fölött, munkanélküliségi rátája fokozatosan emelkedett az időszakban, termelékenysége pedig gyenge volt. A válság előtti időszakban nem tudott prudens költségvetési politikát végezni, aminek gyakorlati eredménye az államadósság fokozatos emelkedése volt a válság kitöréséig. Reis [2013] az euróövezethez történő csatlakozás utáni gazdasági sikertelenséget a pénzügyi globalizációval, a hirtelen megjelenő magas tőkebeáramlás káros hatásaival magyarázza, egy olyan gazdaság esetében, amely pénzügyileg sérülékeny. 2000 és 2007 között a nettó külföldi tőkeállomány GDP arányosan 78,5%-kal nőtt, és 165 milliárd eurót tett ki 2007-ben, amely nagyjából a teljes portugál GDP-vel egyezik meg. Santos – Fernandes [2015] más szerkezeti problémákat is említ a válság előtti időszakra vonatkozóan: a képzettségi (felsőoktatási és egyéb képzések) szintben elmaradás a centrum államoktól, a termelés leginkább az alacsony és közepes hozzáadott értékű ágazatokban specializálódott, magas technológiai szintű export alacsony szintje és az export magas koncentrációja. 2010-től kezdve egyre nehezebb helyzetbe került a portugál kormány, az adósság finanszírozásának költsége nagyjából duplájára emelkedett. Ezzel párhuzamosan a költségvetési kiadások jelentős mértékben nőttek, egyrészt az automatikus stabilizátorok miatt, másrészt az új kormányzat által beígért béremelések miatt (Reis [2013]).

A gazdasági visszaesés miatt a portugál kormány 2010-ben jelentette be az első megszorításokat, majd 2011 elején fordult az Európai Bizottsághoz külső segítségért. A portugál kormány és a troika (Európai Bizottság, Európai Központi Bank és Nemzetközi Valutalap) közötti megállapodás 2011 májusában született meg, három évre szól és keretösszege 78 milliárd eurót tett ki. A program alapvető célja, hogy a potenciális GDP növekedést erősítse a termelékenység növekedése és a foglalkoztatottság emelése által (European Commission [2011]). A programban szereplő strukturális reformokat három nagy csoportra lehet osztani: rugalmasság erősítése a termelési tényezőkben, főként a munkaerőben; szektorspecifikus reformok a versenyképesség és szolgáltatási minőség növelése miatt; és az üzleti környezet feltételeinek reformja, vagyis jogi, adminisztratív és versenyjogi változtatások bevezetése. Költségvetési szempontból a bevételi oldalon a kiigazítás a fogyasztási adók és bázisuk emelését jelenti, míg bevételi oldalon a szociális

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a viseográdi államok esete

támogatások csökkentését. A fiskális megszorítások méretére vonatkozóan az Európai Bizottság becslése 2011-re 5,7, 2012-re 3,0, míg 2013-ra 1,9 százalékpontos javuló hatást vetít előre.

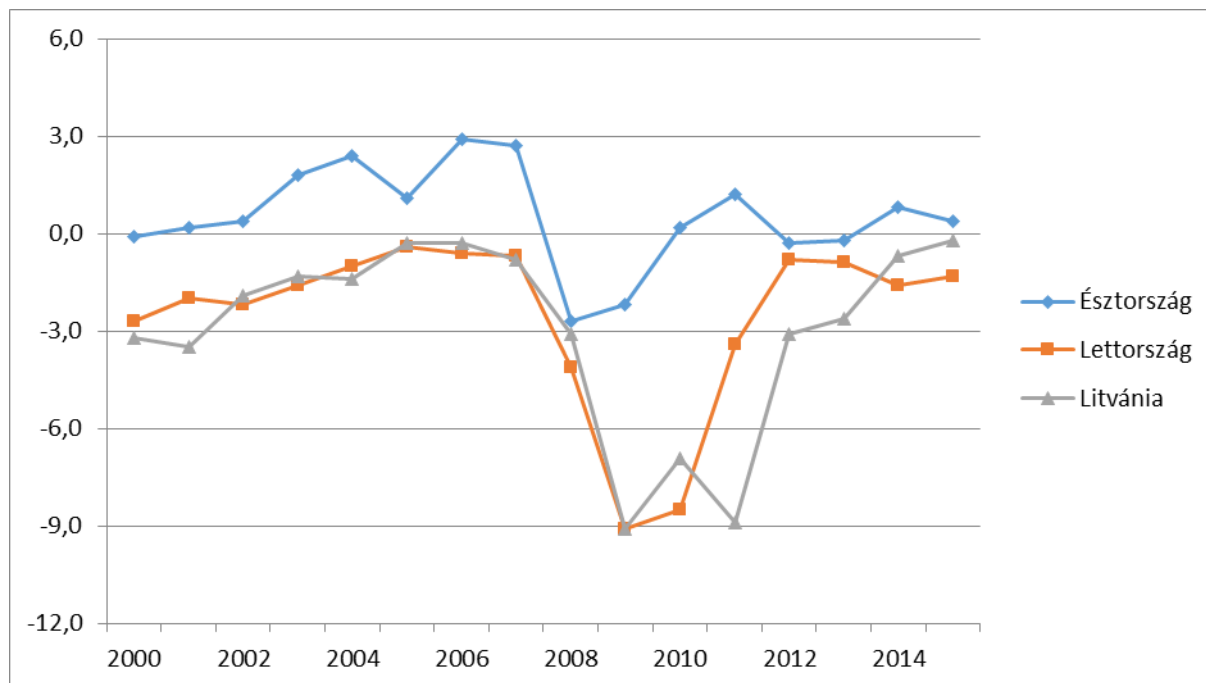
Pedroso [2014] és Santos – Fernandes [2015] szerint az egyetértési megállapodásban foglalt több mint 200 tételes megszorítás nem érte el célját és egy mélyebb recesszióba taszította Portugáliát és káros hatással volt számos gazdasági szektorra. A költségvetési hiány még 2015-ös évben sem érte el 3%-os küszöbértéket, a GDP arányos államadósság pedig 130%-ra emelkedett, közel duplája a 2007-es értéknek. A portugál gazdaság hasonlóan reagált a három éves megszorítási programra, mint a spanyol gazdaság a strukturális reformokra, egy lassú és elhúzódó, valódi kiigazítás nélküli recesszió ment végbe; 2014-ben három év után újra minimális pozitív növekedést ért el, miközben a munkanélküliségi ráta még nem csökkent le a 2010-es 12%-os szinthez. Az IMF [2016] által készített negyedik felülvizsgálat elismeri a reformok sikerességét: a gazdasági növekedés alapja a belső fogyasztás lett, annak ellenére, hogy a belső leértékelődés mechanizmusa negatívan érinti a belső fogyasztást; a foglalkoztatás jelentős mértékben nőtt, miközben a munkanélküliségi ráta pedig 12% alá csökkent 2016-ban. A portugál közgazdasági szakma és az IMF közötti szembenállás alapvetően a strukturális reformok (és belső leértékelődés) sikerének megítélése körül van, viszont azt az IMF is elismeri, hogy a portugál gazdasági kilábalás 2016-ban megakadt a kedvező világgazdasági hátszelek ellenére.

A globális pénzügyi válság után a balti államok az Európai Unió legnagyobb gazdasági visszaesését szenvedték el, Purfield – Rosenberg [2010] szerint a hatalmas reálgazdasági visszaesés két csatorna eredőjeként értelmezhető. Egyrészt, a belső kereslet befagyása, a tartós fogyasztási cikkek vásárlása szinte teljesen megszűnt, a beruházási projektek pedig abbamaradtak a hitelezési piac keresleti és kínálati oldali kiszáradása miatt. Másrészt, az export összeomlása, mivel megszűnt a kereslet a fő partnerektől (északi országok és Oroszország) részéről, így a balti államok reál-effektív árfolyama felértékelődött, a kereskedelmi partnerek valutáinak leértékelődése miatt. Külső finanszírozás hiányában a balti államoknak csak két lehetőségük volt a makrogazdasági stabilitás és a külső egyensúlytalanságok megoldására, mégpedig a költségvetési kiadások csökkentése és a rögzített árfolyamrendszer feladása

(Medaiskyte – Klyviené [2012]). A három ország elkötelezett volt a valutatanács fenntartásában, mivel az gazdaságpolitikai horgonyként szolgál az euróövezethez történő csatlakozás útján, ami pedig évtizeden átnyúló gazdasági és politikai támogatottságot élvezett. Így a nominális leértékelés helyett a belső leértékelődést választotta a három balti állam, amit Purfield – Rosenberg [2010] négy tényezővel magyaráz. Első, az euróban denominált vállalati és háztartási hitelek miatt a nominális leértékelés a magán szektor vagyonát értéktelenítette volna el, amely további komoly negatív hatással lett volna a pénzügyi rendszerre és az egész gazdaságra. Második, a nominális leértékelés nem eredményezett volna megfelelő hasznot, mivel megfelelő külső kereslet hiányában az export versenyképességének növekedése nem segít a gazdaságon. Harmadik, a balti államok kivételesen rugalmas gazdaságoknak (és országoknak) tekinthetők, az 1998-as orosz válságot és a Szovjetuniótól való függetlenedés transzformációs válságát is sikeresen vészelték át. Végül, a kötött árfolyamrendszer használata a balti államokban már 20 éve a makrogazdasági stabilitás forrása.

A balti államok belső leértékelődése fiskális kiigazításon keresztül ment végbe, ami kiegészült a nominális bérek kiigazításával, a pénzügyi rendszer felügyeletének megerősítésével és a vállalatok és háztartások mérlegeinek rendbe hozásával (Staeher [2013]). A fiskális kiigazítás mellett szólt, hogy a 2005-2007 közötti időszakban mindhárom balti állam betartotta a Stabilitási és Növekedés Egyezményben foglalt küszöbértéket, Lettország és Litvánia költségvetési hiánya a nullához konvergált, míg Észtországban átlagosan közel 2% körüli GDP arányos többlettel rendelkezett a költségvetés, (lásd Ábra 14.).

Ábra 14. Balti államok költségvetési egyenlege 2000 és 2015 között (GDP arányában kifejezve)



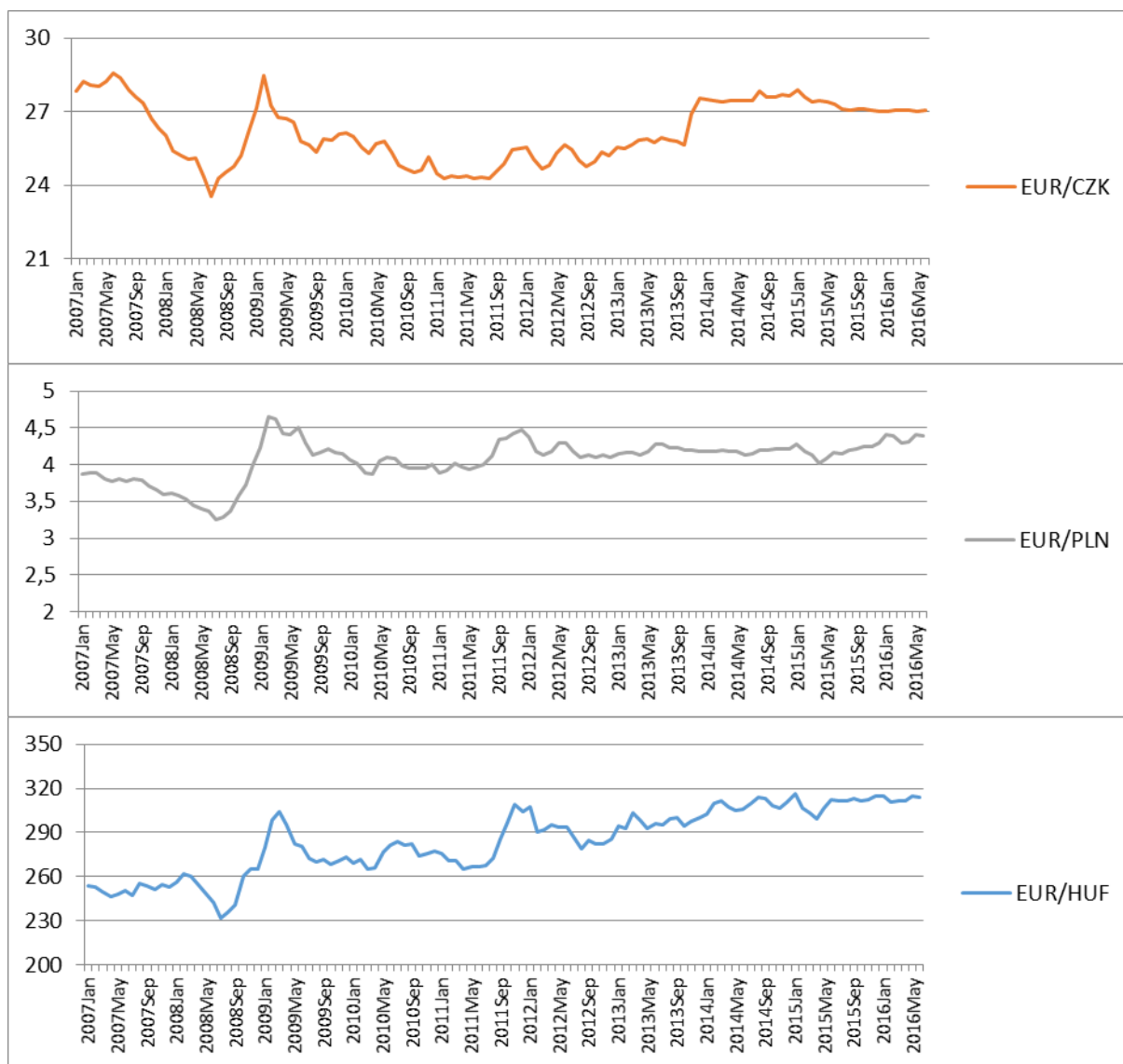
Forrás: Eurostat

A kedvező fiskális pozíció másik eleme az alacsony GDP arányos államadósság volt, a balti államok nem örökölték adósságot a Szovjetunió felbomlása után, a szigorúan rögzített árfolyamrendszerek pedig nem tették lehetővé az államadósság nagymértékű felhalmozását. Összefoglalva a fiskális kiigazítás vezérelte belső leértékelés megfelelő háttérrel rendelkezett, még akkor is, ha ezeket a népszerűtlen intézkedéseket nem támogatja a lakosság. A fiskális konszolidáció eredményeképp a lett és litván költségvetési hiány 2009-ben GDP arányosan 9% körül volt (Litvániában 2011-ben is), majd 2011-2012-re hiány szintje elérte az elvárt 3%-ot. Az észt kiigazítás GDP arányosan nagyjából 5,5százalékpontot tett ki, viszont a kiinduló állapot 2007-ben közel 3%-os költségvetési többlet volt. Friedrich – Reiljan [2015] a balti államok kiadási és bevételi szerkezetét hasonlította össze a válság ideje alatt és arra a kérdésre keresték a választ, hogy Észtország miért teljesített sokkal jobban, mint a másik két versenytárs? Válságok esetén általában a fiskális politikai stratégia a költségvetési bevételi oldalának csökkenését és a kiadási oldal emelkedését jelenti. Ezzel szemben Észtországban a kormány elsődleges célja a költségvetési bevételek növelése és stabilizálása volt, és ezért számos intézkedést hajtottak végre: a jövedelmi, fogyasztási és forgalmi adók emelése;

állami tulajdonú vállalatok transfereinek felhasználása, az észt telekommunikációs társaság részvényeinek eladása, szén-dioxid kibocsátás kvóták eladása. A költségvetés bevételi oldala GDP arányosan a 2008-as 37,1%-ról egy év alatt 43,8%-ra ugrott, míg Lettorszáiban 1,5, Litvániában 0,8 százalékpont volt annak emelkedése. Észtországban a kiadási oldal változása számos területen éreztette hatását: közfoglalkoztatás csökkentése, közszféra béreinek mérséklése, szociális kiadások megreformálása, valamint a védelmi kiadások csökkentése. Viszont mindezek ellenére a költségvetési kiadások érdemben nem csökkentek; a 2008-as GDP arányos 39,7%-os szintről 44,7%-ra emelkedtek 2009-re, Lettorszáiban 4,5, míg Litvániában 7,0 százalékponttal nőttek (Friedrich – Reiljan [2015]). Összességében elmondható, hogy a balti államok sikeresen kezelték a globális pénzügyi válság támasztotta kihívásokat, a szigorúan rögzített árfolyamrendszerüket nem adták fel, hanem helyette a belső leértékelődést választották fiskális kiigazításon keresztül. Mindhárom balti ország nagyon sérülékennyé vált a világgazdasági folyamatok fluktuációira (ingatlanpiaci eszközár-buborék), így számukra alapvető fontosságú volt a prudens fiskális politika (fiskális tartalékok képezése Észtország esetében). A sikeresség egyik mércéje lehet, hogy Észtország már 2011-ben csatlakozott az eurózónához, de Lettország és Litvánia is tagja lett a monetáris uniónak azóta.

A visegrádi országok közül Csehország, Lengyelország és Magyarország rugalmas árfolyamrendszert használnak, így a kiigazítás a nominális leértékelődésen keresztül is megtörténik. A cseh korona, a lengyel zlotyi és magyar forint a válság kitörésére hirtelen, de nem tartós erősödéssel reagáltak, majd amikor az átgyűrűzött a régióba jelentős mértékben értékelődött le mindhárom deviza (Ábra 15.). Az erős leértékelődés után korrekció következett be mindhárom deviza esetében, amely 2011 közepéig tartott. Az eurózóna válságának mélyülése után újabb leértékelődési hullám indult el, amely a magyar forint esetében még most is tart.

Ábra 15. A cseh korona, a lengyel zlotyi és a magyar forint árfolyama az euróval szemben 2007 január és 2016 június között (havi átlagos árfolyamok)



Forrás: ECB

A leértékelődés pozitív hatása a munkaerő-piaci folyamatokban érhető tetten, mivel sikeresen csökkentette az ott keletkező nyomást a globális pénzügyi válság után. Csehország, Lengyelország és Magyarország esetében a globális pénzügyi válság hatására a munkanélküliségi ráta 3 százalékpont körüli mértékkal nőtt meg, míg Szlovákiában ez az érték közel 5 százalékpont volt, Spanyolország és a Balti államok esetében pedig 10 százalékpontnál is nagyobb volt az emelkedés.

Szlovákia 2009-ben vezette be az eurót, akkor, amikor a válság hatására 5,5%-kal csökkent GDP-je. Fidrmuc – Wörgötter [2013] szerint a kettő egymástól nem választható

el. A monetáris unióhoz történő csatlakozás egy hosszú fellendülési időszak végén történt meg, így az időzítés nagyon kedvező volt a gazdaság számára. A szlovák gazdaság a külföldi beruházások (főként autóipari beruházások) által erősen export-orientált gazdasággá vált a válság előtt, utána pedig a kereskedelmi partnerek gyenge kereslete és az apadó külföldi beruházások és likviditás megszűnése komoly problémát okozott Szlovákiának. Az árfolyam nagyon magas szinten lett rögzítve az euróövezethez csatlakozáskor, aminek következménye a versenyképesség romlása, másrészt a nominális célként használt 3%-os költségvetési hiány helyett szigorúbb fiskális politikát lett volna érdemes végezni a fellendülés időszakában, tartalékot teremtve válság idejére. A válság következtében 2009-2010-ben 7% feletti költségvetési hiány negatív pályára terelte a GDP arányos államadósságot, amely 2013-ban 55%-ot ért, majdnem dupláját a 2008-as értéknek. Csehország és Magyarország nem szorult akkora költségvetési kiigazításra, mint Szlovákia, bár utóbbinál már a válság előtt jelentősen romlott a költségvetési pozíció. Lengyelország költségvetési kiigazítása nagyjából megegyezett a szlovákkal, viszont a gazdaság lassulása ellenére is pozitív tartományban maradt GDP növekedése.

Összességében elmondható, hogy a globális válságra adott válaszok nagyon eltérőek voltak a vizsgált régiókban és még a régiókon belül is. Portugália és Spanyolország a belső leértékelődés és a strukturális reformok miatt egy elhúzódó több éven át tartó, valódi kiigazítás (bérek és egységnyi munkaerőköltség stagnálása) nélküli recesszióba süllyedt, amiből csak 2014-ben indult meg a helyreállítás. A balti államok, fenntartva korábbi kötött árfolyamrendszerüket, a fiskális pozíció átmeneti drasztikus romlásán (kivéve Észtországban), hirtelen megugró munkanélküliségen és 15% körüli egyszeri GDP visszaesésen keresztül igazították ki gazdaságukat. Az egyszeri nagymértékű korrekció után mindhárom balti ország növekedési pályára állt, bár a bővülési ütem 2015-ben megtorpant. A visegrádi országok – leszámítva Szlovákiát – kihasználták rugalmas árfolyamrendszerük adta nominális kiigazítás lehetőségét, a leértékelődött nemzeti devizák miatt a negatív munkaerő-piaci folyamatok kevésbé voltak hangsúlyosak, mint Szlovákiában. A változó mértékű fiskális kiigazítások sikeresnek tekinthetők, a visegrádi országok elmúlt pár évi magas gazdasági növekedése következtében pedig újra konvergálnak az Európai Unió fejlettségi szintjéhez.

Következtetések

A vizsgált három régió közös tulajdonsága, hogy az Európai Unió perifériáján fekszik, viszont számos különbség figyelhető meg gazdasági, társadalmi, politikai és történeti beágyazottság tekintetében. A tanulmány célja az volt, hogy megvizsgálja, hogy az árfolyamrendszer választása (euró használata, rögzített árfolyamrendszer vagy flexibilis árfolyamrendszer) milyen gazdasági következményekkel járt a kilenc ország számára. Portugália és Spanyolország alapítója az eurózónának, a balti államok függetlenné válásuktól kezdve elkötelezett hívei voltak a rögzített árfolyamrendszerek (valutatanács) alkalmazásának, majd 2011-2015 között csatlakoztak az euróövezethez. A visegrádi országok jóval változatosabb és számos különböző árfolyamrendszert alkalmazva jutottak el mostani helyzetükbe, Szlovákia 2009 óta egyedüliként tagja a monetáris uniónak, míg a másik három ország rugalmas árfolyamrendszerek használatát preferálja és kivár a közös valuta bevezetésével. A használt árfolyamrendszerek historikus bemutatása után a nominális és reál-effektív árfolyamok alakulását vizsgáltuk. Utóbbinál mind a fogyasztói árszínvonallal, mind az egységnyi munkaerőköltséggel deflált változat hasonló jelenséget mutat. Egyrészt, a reál-effektív árfolyam alapján Szlovákia magas szinten túlértékelt, a balti államok egyre inkább felértékelődnek, míg Csehország kismértékben túlértékelt. Másrészt, a visegrádi országok közül Lengyelország és Magyarország egyre inkább versenyképessé válik alulértékelttségüknek köszönhetően, Portugália és Spanyolország reál-effektív árfolyama pedig az elhúzódó válság, belső leértékelődés és a strukturális reformok miatt enyhén alulértékeltté vált. A makrogazdasági folyamatok bemutatása során számos indikátort elemeztünk (GDP növekedés, az Európai Unió átlagához történő konvergencia, inflációs ráta, munkanélküliségi ráta és fiskális folyamatok), és gyakran a régiókon belül is eltérő tendenciákat észleltünk (ami alól talán a balti államok a kivételek). A globális pénzügyi válság előtti, alapvetően külföldi tőke hatására kialakult túlfűtöttség közös jelensége a kilenc országnak, amelynek következtében csak Szlovákiában nem alakult ki ingatlanpiaci eszközár-buborék. Utóbbi tekintetében tehát irreleváns volt az árfolyamrendszer, rögzített és rugalmas esetében is kialakultak a buborékok. A válság után az egyensúlytalanságok kiigazítása csak Csehország, Lengyelország és Magyarország esetében valósulhatott meg a nominális árfolyamok leértékelődése által,

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

amely természetesen kiegészült költségvetési megszorítással is. A másik hat ország esetében – Portugália, Spanyolország és Szlovákia a monetáris unió tagjaként, míg a három balti állam nem feladva rögzített árfolyamrendszerét – hasonlóságokat (hirtelen nagyon magas munkanélküliség) és eltéréseket (fiskális pozíciók alakulása) látunk. A két ibériai állam a belső leértékelődés és strukturális reformok miatt egy elhúzódó válságba került, a balti államok és Szlovákia pedig a költségvetési kiigazítással lett úrrá egy-két év alatt a válságon.

Hivatkozások

- Alesina, A. – Ardagna, S. – Galasso, V. [2008]: The euro and structural reforms. *NBER Working Paper* No. 14479.
- Belej, M. – Kulesza, S. [2015]: The Dynamics of Time Series of Real Estate Prices. *Real Estate Management and Valuation*, Vol. 23(4) pp. 35-43.
- Bohle, D. [2014]: Post-Socialist Housing meets Transnational Finance: Foreign Banks, Mortgage Lending, and the Privatization of Welfare in Hungary and Estonia. *Review of International Political Economy*, Vol. 21(4), pp. 913-948.
- Bukeviciute, L. – Kosicki, D. [2012]: Real estate price dynamics, housing finance and related macro-prudential tools in the Baltics. *ECFIN Country Focus*, Vol. 9(2).
- Cocconcelli, L. – Medda, F. [2010]: The Estonian speculative real estate market: the boom and bust cycle. University College London. *Mimeo*.
- Cooper, Richard N. [1999]: Exchange Rate Choices. Harvard Institute of Economic Research, *Harvard University Discussion Paper* No. 1877.
- Crowe, C. – Dell’Ariccia, G. – Igan, D. – Rabanal, P. [2011]: How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences. *IMF Working Paper* No. 11/91.
- Darvas, Zs. – Szapáry, Gy: [2008]: Euro area enlargement and euro adoption strategies. *European Commission Economic Papers* No. 304.
- De Grauwe, P. [2012]: In search of symmetry in the eurozone. *CEPS Commentary*.
- Edwards, S. – Savastano, M. A. [1999]: Exchange Rate Regimes in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know? *NBER Working Paper* No. 7228.
- Emerson, et al. [1992]: *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. Oxford University Press.
- Etxezarreta, M. – Navarro, F. – Ribera, R. – Soldevila, V. [2011]: Boom and (deep) crisis in the Spanish economy: the role of the EU in its evolution. 17th Workshop on Alternative Economic Policy in Europe, Vienna, September 2011.
- European Commission [2008]: EMU @ 10 – Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union. *European Economy* 2.
- European Commission [2011]: The Economic Adjustment Programme for Portugal. *European Economy Occasional Papers* No. 79.
- Fidrmuc, J. – Wörgötter, A. [2013]: Slovakia: The Consequences of Joining the Euro Area before the Crisis for a Small Catching-up Economy. *CESifo Forum* 1/2013, pp. 57-63.
- Fischer, S. [2000]: Exchange Rate Regimes: Is Bipolar View Correct? *Mimeo*.
- Fleming, J. M. [1962]: Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*, Vol. 9(3) pp. 369-380.
- Frankel, J. A. [1999]: No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times. *NBER Working Paper* No. 7338.

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

- Friedrich, P. – Reiljan, J. [2015]: Estonian Economic Policy during Global Financial Crises. *CESifo Forum* 4/2015, pp. 37-44.
- Gilpin, R. [2004]: *Nemzetközi politikai gazdaságtan*. BUCIPE, Budapest.
- Godino, A. – Molina, O. [2011]: Failed Remedies and Implications of the Economic Crisis in Spain. *Observatoire Social Européen Research Paper* No. 6.
- Holzner, M. [2015]: Macroeconomic imbalances and economic inequality in CESEE. In: Nowotny, E. – Ritzberger-Grünwald, D. – Schuberth, H. (szerk.): *The Challenge of Economic Rebalancing in Europe – Perspectives for CESEE Countries*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- IMF [1999]: Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility – Developments and Issues. Prepared by a Staff Team led by R. Barry Johnston.
- IMF [2015]: Structural Reforms and Macroeconomic Performance: Initial Considerations for the Fund. *IMF Staff Report*.
- IMF [2016]: Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Portugal. *IMF Country Report* No. 16/300.
- Lux, M. – Sunega, P. [2014]: Impact of the Economic Crisis on House Prices in the Czech Republic Measured on Hedonic Price Index on Bank Data. The Narodowy Bank Polski Workshop: Recent Trends in the Real Estate Market and its Analysis.
- Mankiw, N. G. [2003]: *Makroökönómia*. Osiris Kiadó, Budapest.
- Medaiskyté, R. – Klyviené, V. [2012]: The Effectiveness of Internal Devaluation in Lithuania and Latvia. *Ekonomika* Vol. 91(1) pp. 59-78.
- Mongelli, F. P. [2008]: European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory, *European Commission Economic Papers* No. 302
- Mundell, R. A. [1963]: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29(4) pp. 475-485.
- Neal, L. – Garcia-Iglesias, C. [2012]: The economy of Spain in the Eurozone before and after the crisis of 2008. *MPRA Paper* No. 37008.
- OECD [2015]: Structural Reforms in Europe – Achievements and Homework. *“Better Policies” Series*.
- Pedroso, P. [2014]: Portugal and the Global Crisis. The impact of austerity on the economy, the social model and the performance of the state. *Friedrich Ebert Stiftung Study*.
- Pisani-Ferry, J. [2012]: The euro crisis and the new impossible trinity. *Bruegel Policy Contribution* 2012/01.
- Purfield, C. – Rosenberg, Ch. B. [2010]: Adjustment under Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-09. *IMF Working Paper* No. 10/213.

Szijártó Norbert / Az árfolyamrendszer választásának makrogazdasági sajátosságai az Európai Unió három régiójában - A balti, az ibériai és a visegrádi államok esete

- Reis, R. [2013]: The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2013.
- Sabaliauskas, K. [2012]: Housing and Property Market in Lithuania. Task Force on Property and Housing II, 6205.
- Salmon, K. [2010]: Boom to bust – reconstructing the Spanish economy. *International Journal of Iberian Studies*, Vol. 23(1) pp. 39-52.
- Santos, B. A. – Fernandes, S. [2015]: Internal Devaluation and Unemployment: The Case of Portugal. *Jacques Delors Institute Policy Paper* No. 154.
- Staeher, K. [2013]: Austerity in the Baltic States During the Global Financial Crisis. *Intereconomics*, Vol. 48(5) pp. 293-302.
- Stockhammer, E. – Sotiropoulos, D. P. [2012]: Rebalancing the Euro Area: The Costs of Internal Devaluation. *Post Keynesian Economics Study Group*, Cambridge.
- Surányi, Gy. [2012]: A pénzügyi válság mechanizmusa a fejlett és feltörekvő gazdaságokban. *Hitelintézeti Szemle*, Évf. 7(6) pp. 594-597.