



**BÉKÉS GÁBOR**

## **Optimális valutaövezetek, gazdasági integráltság és hasonlatosság: az Európai Unió példája**

Az európai pénzügyi egyesülési folyamat és a kelet-európai változások folytán szét-töredező valutauniók fontos árfolyam-politikai kérdéseket vetnek fel. Így nem véletlen, hogy a kilencvenes évek nemzetközi monetáris közgazdaságtanának egyik fő témája lett az optimális valutaövezetek elmélete, amely azt vizsgálja, hogy egy önálló régiókból, illetve országokból álló csoportnak milyen feltételek mellett érdemes közös valutát bevezetnie. E tanulmány a monetáris unióra lépő régiók (országok) közötti gazdasági hasonlatosság és integráltság szerepét mutatja be a gazdasági preferenciák, az infláció, a külkereskedelem, a termelési szerkezet, a termelési tényezők mobilitása és a fiskális szféra terén. Az elméleti összefüggések megvilágítása mellett felhasználjuk az európai integráció tapasztalatait is.\*

„Egyébiránt még mindig maradt annyi barbarizmus a legcivilizáltabb nemzetek közötti kapcsolatokban is, hogy majdnem az összes ország úgy kívánja hangsúlyozni nemzeti mivoltát, hogy önmaga és szomszédai nagy kényelmetlenségére, önálló valutát használ.”

*J. S. Mill [1848]*

Az optimális valutaövezetek elmélete (*optimum currency areas*, OCA), amely azt vizsgálja, hogy egy önálló régiókból, illetve országokból álló csoportnak milyen feltételek mellett érdemes közös valutát bevezetnie, manapság ismét a nemzetközi monetáris közgazdaságtan egyik fő kutatási területévé vált – minden bizonnyal a közös európai valuta közeli bevezetésének köszönhetően.

A pénz segíti az árucserét, megkönnyíti a tranzakciókat, növeli a gazdasági működés hatékonyságát, mérőeszközként lehetővé teszi az erőforrások hatékony allokációját. Minél nagyobb területen használják egy adott valutát, annál jobban szolgálja a fenti célokat. Elvben tehát egy világvaluta lenne a leghasznosabb, a valóságban mégis sok valuta létezik. Az OCA-elmélet éppen azt vizsgálja, hogy milyen tényezők miatt lehet egy terület, országcsoport alkalmas, míg egy másik alkalmatlan közös valuta bevezetésére.

A tanulmány megírásakor két komoly nehézséggel kellett számolnunk. Először is – tudomásunk szerint – a téma számtalan külföldi feldolgozása ellenére magyar nyelven eddig még nem jelent meg átfogó tanulmány,<sup>1</sup> vagyis dolgozatunkban nem hagyhatjuk ki az elmélet fogalmi alapjainak tisztázását. Másodsor, a számos publikáció ellenére az irodalomban nincs elfogadott elemzési keret, nincs egy értelműen használatos modell.<sup>2</sup>

\* Köszönettel tartozom Halpern Lászlónak a kutatás folyamán nyújtott felbecsülhetetlen segítségéért, és Gáspár Pálnak hasznos tanácsaiért, észrevételeiért. További köszönet illeti a Rajk László Szakkollégiumot.

<sup>1</sup> Jóllehet több tanulmány is érinti a témát (lásd Lőrincné Istvánffy [1996], Horváth-Szalai [1997]).

<sup>2</sup> E problémáról lásd például Mészáros [1995].

Nem világos, hány régiós modellel mutatható be a közös valuta bevezetésének problematikája, és nincs egyértelmű jóléti függvény, amelynek alapján mérleghelhetnénk a nyereségeket és a veszteségeket.

A fentiekkel számolva, tanulmányunkban a monetáris unióra lépni szándékozó régiók (országok) közötti gazdasági hasonlatosság és integráltság szerepét szeretnénk bemutatni, külön-külön elemezve az egyes integrációs területek szerepét. Az elméleti megfontolásokat minden területnél összevetjük az európai uniós<sup>3</sup> (és esetenként az észak-amerikai) tapasztalatokkal.

A továbbiakban először az OCA-elmélet által használt főbb fogalmakat és a klasszikus elmélet főbb megállapításait tekintjük át, és előkészítjük a hasonlatosság és az integráltság vizsgálatát. Ezt majd négy területen végezzük el: 1. a preferenciák és az infláció, 2. a külkereskedelem és a termelési szerkezet, 3. a termelési tényezők mobilitása, 4. a fiskális terület hasonlatosságának és integráltsága. Munkánkat néhány következtetés megfogalmazásával zárjuk.

### Az OCA-elmélet alapjai

Először is tisztázzuk az OCA-elmélet későbbi boncolgatásához szükséges alapokat, így a felhasznált fogalmakat és a klasszikus elmélet főbb megállapításait, modelljét.

#### Fogalmak

**A közös valuta helye az integrációs folyamatban.** A közös valuta bevezetését kétféleképpen is interpretálhatjuk. Az egyik megközelítés a monetáris uniót az árupiaci integráció kiteljesítésének tekinti, amely megerősíti az országok (régiók) közös piacát. Ebben az esetben a közös valuta célja az interregionális kereskedelem és munkamegosztás további erősítése, amely növeli az unió összjólétét. A második elmélet szerint a monetáris unió a legjobb eszköz a politikai unió eléréséhez, hiszen ha egy közösség azonos valutát használ, akkor a gazdaság és a politika más területén is rákényszerül az együttműködésre, vagyis ez az elmélet az egységes valuta bevezetésének tovaterjedő (*spill-over*) hatását hangsúlyozza.

Az európai integráció történetében mindkét elmélet komoly szerephez jutott. „*One market–one money*”,<sup>4</sup> vagyis egy piac–egy pénz – érvelt az első; „*La monnaie unique est la voie royale vers l’union politique*”,<sup>5</sup> vagyis az egységes pénz a királyi út, amely a politikai unióhoz vezet – hangoztatta a másik.

**A pénzügyi integráció.** A pénzügyi együttműködésnek, integrációnak számos típusa létezik a pszeudo-árfolyamuniótól kezdve (amelyre példa az 1980-as évekbeli Európai Monetáris Rendszer, az EMS), egészen a teljes monetáris egyesülésig (Amerikai Egyesült Államok). Bár néhány fogalom vizsgálata rendkívül érdekes, e tanulmányban a (véglegesen) rögzített árfolyamokat, a monetáris uniót és a közös valutát szinonim fogalmaként használjuk, alternatívaként csak a szabad lebegtetést jelenítve meg. Ezek alapján a továbbiakban az optimális valutaövezetek elméletének bemutatásában – hacsak külön nem jelezzük – a közös valutát a monetáris unió *sine qua non*jának tekintjük.

<sup>3</sup> Az egyszerűség kedvéért a dolgozatban az Európai Közösség(ek) (EK) és az Európai Unió (EU) fogalmakat szinonimaként használjuk. Továbbá az adatok összevethetősége és konzisztenciája miatt vizsgálatunkhoz a legtöbb esetben sajnós az EU-12 országokat használjuk.

<sup>4</sup> Ez volt a címe a Bizottság tanulmányának. (Lásd *Emerson és szerzőtársai* [1992].)

<sup>5</sup> Ezzel jellemezhető a francia álláspont. (Lásd *Tsoukalis* [1991] 160. o.)

**Régió.** A régió az OCA-elmélet egyik kulcsfogalma, ám definiálása nem egyszerű. A korai irodalomban, mint majd látni fogjuk, a régiót zárt egységként értelmezték, amely csak a kereskedelem révén kötődik más régiókhoz. Dolgozatunkban a következő értelemben használjuk a régió fogalmát: a régió olyan gazdasági, politikai (esetleg kulturális) egység, amelynek esetében értelmezhető a vizsgálatban szereplő fogalmak (például külkereskedelem, be- és kivándorlás, önálló politikai vezetés), és amely magát régióknak definiálja.

### *A gazdasági sokkok*

Az OCA-elmélet egyik célja annak bemutatása, hogy egy, a monetáris politika autonómiáját feladó régiót gazdasági sokk esetén milyen veszteségek sújthatnak. A sokk olyan nem várt (negatív vagy pozitív) esemény, melynek következtében (közvetlenül vagy közvetetten) egy adott gazdaságban az endogén változók egy része (infláció, munkanélküliség, output stb.) értéke gyorsan és nagymértékben módosul. Többféle sokkot különböztethetünk meg:

- a) rövid távú (átmeneti), illetve hosszú távú (permanens);
- b) külső, illetve belső;
- c) az unió egészét érintő, illetve régióspecifikus;
- d) a gazdaság egészét érintő, illetve szektorális;
- e) szimmetrikus, illetve aszimmetrikus sokkokat.

Egy sokk aszimmetrikus lehet időpontja, helye, illetve jellege alapján. *Emerson és szerzőtársai* [1992] az országspecifikus sokkok okaként négy tényezőt jelölnek meg: 1. endogén okok (például a hazai gazdaságpolitika), 2. erőforrások megváltozása, 3. módosult preferenciák és 4. az inercia, vagyis valamely előző időszakbeli esemény mostani eredménye.<sup>6</sup>

A negatív sokkhoz nominális leértékeléssel történő alkalmazkodás rövid távon növeli a gazdaság versenyképességét, ám hosszú távon a régió kénytelen szembenézni az termelés csökkenésével és a munkanélküliség növekedésével. *De Grauwe* [1992] modellje jól mutatja, hogy strukturális reálgazdasági problémák hosszú távon a pénz árának vagy mennyiségének változtatásával nem oldhatók meg véglegesen. Módosíthatók viszont az átmenet jellemzői, környezete, amely könnyebbé és ezáltal politikailag elfogadhatóbbá tehető.

Ha tehát a régió egy stabilizációs program részeként a leértékelést választja, az átmeneti időszakban az inflatorikus mellékhatások megvédik a gazdaságot a recessziótól. Ha ellenben a gazdaságpolitika a közkiadások és a fogyasztás csökkentése mellett száll síkra, az infláció elkerülhető, de a társadalom, az állami kiadások haszonélvezői nehezebben viselik az átmenetet. A rugalmatlan munkaerőpiac tovább nehezíti az alkalmazkodást. A pénzpolitika sikere persze a hitelességétől függ, ám ha tényleg csak diszkrecionálisan alkalmazzák, sikeres lehet.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> A külső gazdasági sokk illusztrálására több példát is említhetünk. Nem országspecifikus pozitív külső keresleti sokk az EU-nak Kelet-Közép-Európa átalakulása és piacainak megnyitása: ez kb. 0.5–1 százalékos GDP-növekedést okoz(ott), és minden bizonnyal tartósnak minősíthető. Klasszikus negatív sokk volt az olajárrobbanás, amely közvetlenül csak néhány szektort, közvetetten azonban az egész gazdaságot érintette. A német újraegyesítés, az orosz piac elvesztése Finnország számára vagy éppen a brit marhavész országspecifikus sokk volt, és az lehetne egy politikai esemény miatti francia piacvesztés az arab világban.

<sup>7</sup> A Belgiumban 1983-ban végrehajtott 8,5 százalékos leértékelés (megfelelő gazdaságpolitikával párosulva) középtávon sikeres volt, segítette javítani az ország pozícióit. Ám két tényezőt nem szabad elfelejteni. Az egyik a többi EK-ország „szelídsége”, a másik az európai trend. Ha ugyanis a többi EK-állam is belekezd egy leértékelési versenybe, a belga devalváció lényegében hatástalan maradt volna (hiszen Belgium kereskedelmének 70 százalékát az EK-országokkal bonyolítja le). Ezenkívül Belgium adatai – nagyobb variancia mellett – belesimulnak az EK-mutatók trendjébe. Ennek oka – a sikeres leértékelés mellett – a kis ország nagyobb „reakciósebességében” is keresendő.

*Sokkok Európában*

Az Európai Unióra vonatkozó adatsorokat vizsgálva, több tanulmány elemezte, hogy mely országokat vagy régiókat érnek hasonló sokkok. A *1. táblázat* néhány tanulmány eredményeit gyűjtötte egybe, egy politikai vitairattal egészítve ki őket.

Jól látszik, hogy nem találtunk sem általánosan elfogadott megközelítést, sem közös eredményt. A tanulmányok erősen megoszlanak a *mag* kérdésében; egy Németországból, Franciaországból, a Benelux államokból, Ausztriából és esetleg Dániából és/vagy Svájcból álló csoportra több tanulmány hasonló sokkokat talált. Ugyanakkor többen (például *Decressin-Fatás* [1994], *De Grauwe* [1992] vagy *Méltz* [1991]) úgy találták, hogy a sokkok nem jellemzően ország-, hanem tartomány- (régió-) specifikusak, hisz például egy, az autópárt érintő keresleti sokk inkább Észak-Olaszországot, Bajorországot, Flandriát stb. sújtaná, semmint egész országokat.

Érdeemes megjegyezni, hogy az integrációs folyamat előrehaladásával a sokkok természetes nem egy irányban változik: a régiók jellemzőikben, sokkérzékenységükben közeledhetnek is egymáshoz, de távolodhatnak is egymástól. Ez utóbbinak jó példája a német újraegyesítés, amelyet mint egyedi aggregált kínálati sokkot (1991) követően csökkent az EK-országokat és Németországot érő sokkok kovarianciája. Ez a változás<sup>8</sup> persze lehet időleges, de lehet a német gazdaság megváltozott orientációjának következménye is.

Ugyanakkor az a feltételezés sem feltétlenül igaz minden esetben, miszerint, ha azonos sokk ér két régiót, arra mindkettőnek ugyanolyan választ kell adnia. Hiszen eltérő kiindulási helyzet, preferenciák, ár- és bérrugalmasságok esetén más-más gazdaságpolitika lehet kívánatos.

*Az elmélet kialakulása, feltevései*

Az optimális valutaövezet elmélete az 1960-as években fejlődött ki, *Robert A. Mundell* [1961] és *Ronald McKinnon* [1963] egy-egy cikke nyomán. Mindkettőjük alapkérdése az volt, miként is lehet eldönteni, meghatározni, hogy egy adott ország lebegő árfolyamot alkalmazzon, vagy esetleg más országok valutájához kösse pénzét. A kiindulási pont az olajválság előtt is érezhető nemzetközi egyensúlyhiány volt. Mundell a fizetési mérleg periodikusan visszatérő hiányát a nemzetközi rendszer hosszabb távon megmaradó jellemzőjének tartja egészen addig, „amíg a fix árfolyamok, merev bérek és árak megakadályozzák, hogy a cserearányok betölthessék természetes szerepüket az alkalmazkodási folyamatban” (*Mundell* [1961] 657. o.). Emellett a Bretton Woods-i rendszer, a brit fontövezet léte, illetve a Közös Piac elvi törekvése a valutaunió létrehozására<sup>9</sup> jól illusztrálja a nemzetközi pénzügyi rendszer helyzetét. Lebegő árfolyamok és multilaterális megállapodások egyaránt jellemzik a korszakot. Az optimális valutaövezetek ekkor született elmélete azt próbálja meg felvázolni, hogy milyen feltételek mellett nevezhető egy régió (legyen az egy ország, egy tartomány vagy több ország együttesen) optimális, de legalábbis „jótékony hatású” (*beneficial*) övezetnek, ahol a közös valuta fenntartása több előnnyel jár, mint amennyi hátrányt az önálló monetáris politika okozhat.

Az OCA-elmélet korai irodalma (az eddigieken kívül lásd még *Meade* [1957]) az árfo-

<sup>8</sup> A hatás számszerűsítését lásd *Bayoumi–Eichengreen* [1996] *1. táblázat*.

<sup>9</sup> Természetesen csak elvi, hiszen az első komolyan megfogalmazott és kidolgozott terv csak 1970-ben készült el a Pierre Werner luxemburgi miniszterelnök által vezetett bizottság jelentésével.

1. táblázat  
Aszimmetrikus sokkok Európában

Tanulmány	Vizsgálat*	Van-e szűkebb csoport, ki van benne?
<i>Caporale</i> [1993]	Sokk = autoregresszió reziduuma nominális és reál GDP változása ⇒nincs megkülönböztetve a sokk és a reakció	Nincs (Német-holland negatív korreláció)
<i>Bayoumi-Eichengreen</i> [1992]	<i>AD</i> csak az árakra van hatással, míg <i>AS</i> hat az árakra és a kibocsátásra is. A magban korrelált <i>AD/AS</i> sokkok és magas alkalmazkodási képesség jellemző	Van Németország, Franciaország, Benelux-államok, Ausztria, Svájc, Dánia
<i>Chamies és szerzőtársai</i> [1994]	Az <i>AD</i> , <i>AS</i> , illetve monetáris és nem monetáris sokkokat külön kezelik	Nincs (csak Németország és Svájc korrelál)
<i>Fagerberg-Verspagen</i> [1996] és <i>Decressin-Fatás</i> [1994]	Regionális adatok (munkanélküliség) vizsgálata	Regionális együttmozgás gyakran jellemzőbb (például Yorkshire-Humberside és Észak-Rajna-Wesztfália régió)
<i>Wolf-Ghosh</i> [1995]	Generikus algoritmus a csoportok kiválasztására – egy alapmodellel	Mag nincs, de több csoport elképzelhető
<i>Von Hagen-Neumann</i> [1991]	Relatív ármozgások vizsgálata országok között és országokban	Németország, Benelux, Ausztria
<i>Bayoumi-Eichengreen</i> [1996]	A bilaterális árfolyam varianciavizsgálata	Benelux és Németország
<i>Heinz-Horváth</i> [1995]	Munkanélküliségi adatok 1964–1983 és 1973–1993, üzleti ciklusok vizsgálata	Együttmozgás nem jellemző az EU-országok összességére (Olaszországra és Franciaországra azonban igen)
<i>Jacquemin-Sapir</i> [1995]	Főbb gazdasági mutatók vizsgálata: főkomponens- és klaszteranalízissel	Nincs, az észak-dél dichotómia a meghatározó
CDU/CSU [1994]	Politikai megközelítés	Van, Németország, Benelux, Franciaország (+Ausztria)
Jelen tanulmány	Költségvetési egyenlegek varianciái	Olaszország és Görögország nem mozog együtt a többiekkel

\**AD* = aggregált kereslet, *AS* = aggregált kínálat.

lyam kiegyensúlyozó szerepét hangsúlyozva, a külső egyensúly visszanyeréséhez és stabilizálásához a régiók (országok) közötti flexibilis árfolyamokat tartja szükségesnek.

Az elmélet a következő implicit és explicit feltételekkel dolgozik.<sup>10</sup>

– *F1.* A régiókat a ricardói értelemben használjuk, vagyis interregionális tényezőmobilitás nincs vagy jelentéktelen. (Főleg a munkaerő immobil.)

– *F2. a* Az árfolyamok hosszú távon az egyensúly (vásárlóerő-paritás) felé mozognak.

– *F2. b* A valutapiacokon van spekuláció, ám mértéke nem jelentős.

– *F2. c* A jegybankok is tartózkodnak a monopolista spekulációtól.

– *F2. d* A pénzpiacokon a kockázat olcsón fedezhető (hedge).<sup>11</sup>

– *F3. a* A szakszervezetek követeléseiket olyan fogyasztói kosár változásához igazítják, amelyben nincsenek importárúk.

– *F3. b* A gazdaságban van pénzillúzió; a béralkuk során a nominális bérszínvonal fenntartása a cél.

Ám ezen feltételek (*F1.*–*F3.*) mellett is limitált a valuták száma a világban. A legalapvetőbb határt a tranzakciós költségek jelentik, amelyek a valuták számának növekedésével együtt emelkednek. Túl sok valuta léte kezelhetlenné tenné a pénzpiacokat, és a sok kis valuta árfolyamának megnövekvő varianciája erősen torzítaná a kereskedelmet (egy idő után nem állna fenn például az *F2. b* és az *F2. d* feltétel); mi több, a valuták pénzfunkciója csökkenne, hiszen megkérdőjelezhető lenne a konvertibilitás. Ezenkívül amennyiben az *F3. b* feltétel igaz, ha több valuta marad, nő az importtermékek aránya, és így nő a pénzillúzió is a gazdaságban (a bizonytalansággal egyetemben). A politikai indokoktól eltekintve is láthatjuk, hogy bizonyos fokon túl már nem érdemes tovább regionalizálni a világot.

Tehát a klasszikus elmélet a monetáris politikának mint makrogazdasági stabilizációs eszköznek az elvesztését látja a közös valutában; ennek költségeit veti össze az elérhető előnyökkel. Az elmélet általában egy régió sajátosságait (munkaerőpiac, nyitottság stb.) vizsgálja, abból kiindulva ítéli meg a régió OCA-alkalmasságát. *Wolf* és *Ghosh* [1995], valamint *Bayoumi* [1994] modelljei jól mutatják, mekkora szerepe lehet egy régió OCA-alkalmasságában olyan (bel)gazdasági jellemzőknek is, mint az élők munká aránya a termelésben, illetve a nominálbér merevsége. A modellekből jól látszik például, hogy minél rugalmatlanabb a nominálbér, annál nagyobb szerephez kell jutnia az árfolyam-politikának az alkalmazkodás folyamatában.

### Az integráltság és hasonlatosság vizsgálata

Egy régió számára a valutauniós tagság hozama több tényező egyenlegeként jelentkezik. Ezek:

– a monetáris politika elvesztéséből fakadó alkalmazkodási nehézségek költségei (egy gazdasági sokk esetében);

– az integráltságból és hasonlatosságból eredő tényezőknek az előbbit csökkentő hatása;

– annak valószínűsége, hogy egy aszimmetrikus sokk éri az adott régió gazdaságát;

– az új monetáris politika következtében nyert vagy veszített hitelesség- és inflációváltozás hozama;

– a tranzakciós költségek csökkenésének és a valutakockázat kiesése miatt csökkenő kockázatnak, a befektetések élénkülésének vagy a versenyképesség erősebb verseny indukálta növekedésének – mikroszinten jelentkező – hozama.

<sup>10</sup> Lásd például *Mundell* [1961] 663. o.

<sup>11</sup> Ez manapság már akár explicit feltevés is lehet, hisz a nagyobb vállalatok esetében közel van a valósághoz.

Tanulmányunk a következő hasonlatossági, integrációs (illetve harmonizációs) területeken vizsgálja, hogy mitől függ egy régiócsoporthoz OCA-alkalmassága:

1. preferenciák, makrohasonlóság;
2. termékpiacon, kereskedelmi összefonódás (nyitottság, diverzifikáció);
3. a termelési tényezők áramlása (munka, tőke);
4. a fiskális integráltság foka, szerepe a stabilizációban.

*Hozamok és integrációs területek.* Az optimális valutaövezetek elméletének fontos kérdése, hogy vajon milyen integrációs elemek megléte, azok milyen intenzitása, illetve az egyes gazdasági, gazdaságpolitikai területek mekkora hasonlósága esetén OCA-érett a régiócsoporthoz. (Vagyis dolgozatunk nem a szokásos összefüggésben: az egyes régiók, hanem az egyes régiócsoporthoz esetében vizsgálja az alkalmasságot és az optimalitást.) Feltesszük, hogy a közös valutát kivéve, ennek potenciális meglététől függetlenül már kialakult az integráció többi eleme, illetve a hasonló vagy eltérő gazdasági jellemzők adottak.

A vizsgálható téma az lehet, hogy az  $A_i$ ,  $i=1, 2, \dots, k$  régiócsoporthoz (röviden  $A$  régiócsoporthoz) mely  $A_i$  régiók alkotják az  $U_A$ -t, vagyis az  $A$  régiócsoporthoz alakult optimális (jótékony) valutauniót. Természetesen elképzelhető, hogy az adott jellemzők mellett nem létezik  $U_A$ , vagy esetleg több régiócsoporthoz is optimális valutaövezetnek minősül.

Az egyes területek vizsgálata során mindig jelöljük azt is, hogy a terület melyik tényezőnként befolyásolja.

Az elméleti megfontolások után összehasonlítjuk az Egyesült Államok 50 államára,<sup>12</sup> az EK 12, illetve 15 tagállamára és egyes európai országok régióira, megyéire vonatkozó adatokat. Nem könnyű egységes szerkezetet kialakítani a vizsgálatok számára, mivel minden esetben más és más adatok állnak rendelkezésre. De az egységesítés nem is feltétlenül kívánatos, hisz területenként más eredmények, adatsoporthoz lehetnek fontosak. Nem célunk a konkrét értékek kiszámolásának definiálása, szándékunk mindössze az értéket befolyásoló tényezők összegyűjtése, elemzése.

*A döntési probléma.* A vizsgálat során felmerül egy döntési probléma is. Nevezetesen: nem mindegy, hogy úgy tekintjük-e a rendszert, amelyben egy  $A_r$  régió el tudja szabadon dönteni, hogy csatlakozik-e a már kiválasztott csoporthoz, vagy  $A_z$  régió döntése függ  $A_r$  régió döntésétől.

Fontos kérdés továbbá, hogy ha  $A_r$  számára negatív a hozam, miközben a többi régió számára az összhazam pozitív, és  $A_r$  csatlakozása összességében pozitív hozadékú, tudják-e ezért  $A_r$ -t kompenzálni a többiek, és *vice versa*. Így más eredményt hozhat az a helyzet, ahol az egyes régiók egyenként döntenek – a többi régió véleményét adottnak véve –, és más, ha egy csoport a közös hasznosságot mérlegelve dönt, és kompenzálja  $A_r$  régiót.

### Preferenciák, infláció

Az eltérő gazdaságpolitikai tradíció, a gazdaságpolitikuskok különböző időpreferenciái és eltérő gazdasági prioritásai jelentősen megnehezíthetik a közös monetáris politika folytatását. Az alkalmazkodóképesség különbségei, intézményi eltérések a munkaerőpiacon,<sup>13</sup> a lakosság eltérő várakozásainak, kultúrájának, tradíciójának szerepe szintén befolyásolja az autonómia feladásának költségeit.

A monetáris unió az önálló monetáris politika elvesztése mellett azt is jelenti, hogy a tagrégióknak azonos pénzügyi politikát kell folytatniuk. Mivel a monetáris politika nem füg-

<sup>12</sup> Egyes esetekben a 12 Federal District, más esetekben az 50 tagállam példáján. Ha van adatunk, Kanada helyzetét is bemutatjuk.

<sup>13</sup> Az eltérő preferenciák következményéről lásd *McDonald-Solow* [1981].

getlen az adott gazdaság állapotától, elméletileg minél hasonlóbb a régiók gazdaságának általános állapota, annál kisebb súrlódásokra lehet számítani később, annál alkalmasabbak arra, hogy közös valutát vezessenek be. Ezt az infláción, az inflációhoz való eltérő viszonyulásból fakadó nehézségeken keresztül próbáljuk meg igazolni. Ezért a következőkben áttekinthetjük azokat a tényezőket, amelyek meghatározzák egy régió inflálási határhajlandóságát (*marginal propensity to inflate, mpi*).

*Túlköltekezés.* Ha feltesszük, hogy a kormányzati túlköltekezés, bárhogy finanszírozzák, előbb-utóbb inflatorikus hatású (lásd például *Sargent–Wallace* [1981]), akkor az inflálási határhajlandóság megmutatja például azt is, hogy mennyire hajlamos egy régió államháztartása a túlköltekezésre.<sup>14</sup> A túlköltekezés hatása a nemzetgazdaságra több tényezőtől, így például a pénzpiacok fejlettségétől is függ. Azokban az országokban, ahol erős a gazdaság és fejlett a pénzügyi rendszer – így az EU-ban is – a magas költségvetési hiány többnyire gond nélkül finanszírozható,<sup>15</sup> amit az is mutat, hogy a deficittől nem függ az infláció mértéke és annak változása sem.<sup>16</sup> Vagyis a fiskális szigor fontos, de a nagy hiány empirikusan nem kötődik az infláció emelkedéséhez, tehát a fiskális szigor sokat elárul ugyan egy gazdaságpolitika preferenciáiról, ám a viszony mégsem egyértelmű.

*Seigniorage.* A kérdéshez természetesen kapcsolódik a seigniorage-bevétel fontossága is. Az állam elvben az adók kiválasztásakor beszedésük költségét és esetleges torzító hatásukat figyelembe véve optimalizál, vagyis elméletileg az egyes adófajták esetében egy „adóforint” beszedésének határköltsége azonos. Ekkor elképzelhető, hogy az inflációs adó, amelynek begyűjtése rendkívül olcsó, jelentős szerepet kaphat. Nem véletlen, hogy a seigniorage szerepe tipikusan olyan országokban nagyobb, ahol gyenge az adómorál, erőtlén az államapparátus, kiterjedt a korrupció stb. Így közös valuta esetén a közös inflációs szint adóztatási szempontból szuboptimális lehet minden résztvevő számára.

*Munkanélküliség.* Ha hasonló a régiókban a munkanélküliségi helyzet, nagyobb a valószínűsége, hogy hasonló gazdaságpolitikát folytatnak, és nem jelenik meg egy magasabb infláció „csinálásának” a politikai igénye. Az önálló monetáris politika elvesztése annál jobban növeli a makrogazdasági flexibilitásból származó költségeket, minél nagyobb különbségek vannak a munkanélküliség területén.

Mi több, a kérdés egy másik vonzatára hívja fel a figyelmet az *Ozkan–Sutherland*-modell [1994], amely a valutapiaci spekulációkat<sup>17</sup> vizsgálva, azt találja, hogy a krízis előtt nincs feltétlenül monetáris vagy fiskális egyensúlytalanság. Hiába az árfolyammal konzisztens makromix folytatása, ha akár a gazdaságpolitika, akár külső okok miatt megnő a munkanélküliség, és ezt látván, a piaci résztvevők expansionizáló gazdaságpolitikát várnak, amelyet a kormányzat politikai szükségszerűségből végrehajthat. Vagyis a magasabb munkanélküliség önmagában is táptalaja lehet a spekulációnak. Sőt, a helyzetet tovább rontja, hogy ekkor a kormányokat megterheli a valuta megvédésének költsége, ami elsősorban magasabb kamatot jelent, s ez persze tovább ronthatja a belső gazdasági helyzetet.

A spekuláció a hatóságok számára nem nullaösszegű játék, hiszen ha egy rögzített árfolyamot támadás ér, elképzelhető, hogy az erősödő és a gyengülő valuta jegybankjának is be kell avatkoznia, vagyis mindkét felet tetemes költségek terhelhetik. Minél nagyobb egy régió munkanélküliségi szintjének eltérése a többi régióétól, annál többet

<sup>14</sup> A maastrichti fiskális konvergenciakritériumok léte és fontossága is ezt jelzi.

<sup>15</sup> Belgium jó példája ennek.

<sup>16</sup> Az *Eurostat* ([1992], [1993], [1994], [1995]) adatai alapján nem találtunk szignifikáns összefüggést a  $t$ . évi költségvetési hiány és a  $t$ ., a  $(t+1)$ . vagy a  $(t+2)$ . évi inflációváltozás között.

<sup>17</sup> A spekulációról, amely nem témája dolgozatunknak, lásd például *Eichengreen–Rose–Wyplosz* [1995].



takaríthat meg a spekulációtól való megmenekülés révén, tehát annál többet nyerhet saját valutájának feladásával.

Az elméletnek ékes bizonyítéka lehet az EMS 1992–1993-as válsága, amelynek egyik kiváltója – a német újraegyesítés mellett – éppen a recesszió okozta belgazdasági feszültség volt.<sup>18</sup>

*A hitelesség.* A monetáris unióhoz csatlakozó régió a saját monetáris politikájának hitelességét felcseréli a közös jegybank hitelességére, antiinflációs politikájára.

*Kydland–Prescott* [1977] és *Barro–Gordon* [1983] tanulmányai után az OCA-val foglalkozó irodalom is felvetette a monetáris irányítás hitelességének kérdését.<sup>19</sup> A fentiekből tudjuk, hogy egy „keménykező”, az infláció elleni harcban sikeres kormányzat, amely hitelesen képviseli az antiinflációs politikát, kisebb áldozattal tudja csökkenteni az inflációt, mint a „puha” kormányzat, amely ezzel szemben csak nehezen, a munkanélküliség nagymértékű növekedése árán tudja ugyanezt elérni.

Nyitott gazdaság esetén tegyük még fel, hogy az árfolyamokat a relatív vásárlóerőparitás (RPPP) alakítja, vagyis a magasabb inflációjú országnak ( $A_{inf}$ ) folyamatosan le kell értékelnie valutáját a kisebb inflációjú, stabil valutájú országhoz ( $A_{stab}$ ) képest, ami persze önmagában is visszahat az inflációs rátára.

$A_{inf}$  ország egy alacsonyabb egyensúlyi pontra juthatna, ha sikerülne erősítenie politikájának hitelességét. De ha  $A_{inf}$  ország bejelenti, hogy valutáját a tökéletes hitelességgel bíró  $A_{stab}$  valutához köti, még nem lesz feltétlenül hitelesebb. Az egyetlen biztos módszer egyszerűen átvenni a biztos  $A_{stab}$  valutáját (vagy egy hozzá hasonlóan hiteles új valutát), s így a hiteltelen jegybank nemcsak átalakul, de el is vész.<sup>20</sup> Általánosságban az árfolyam-stabilitást szem előtt tartó gazdaságpolitikának jelentős költségei lehetnek, időlegesen visszavetheti a termelést, politikai feszültségeket okozhat. Vagyis a „hitelességimport” haszna legalább a termelési többlet, amit nem kell feláldozni az infláció letöréséért.<sup>21</sup> Ha a valutaunió együttes inflációja megegyezik a tagok inflációjának súlyozott átlagával, akkor az unió nullaösszegű játék. Ekkor megkövetelhető, hogy az unió bevezetése előtt magasabb inflációjú országok megtérítsék ezeket a költségeket a rosszabbul járó régióknak. Ha azonban elérhető, hogy az unió jegybankja hitelesebb legyen,<sup>22</sup> akkor összességében ez a hozadék is pozitív lesz.

*A pénztartók költsége.* Az inflációnak más költsége is van, még akkor is, ha az inflációs ráta előre kiszámítható; nevezetesen az, hogy „miatta az emberek túl kevés pénzt akarnak tartani, és ez kényelmetlenné teszi az életüket” (*Pete* [1996] 153. o.). Ezt a veszteséget *McCallum* [1989] 10 százalékos infláció mellett a GDP 0,3 százalékaára becsülte. Esetünkben  $A_r$  régió számára ez a hozam megegyezik az  $A_r$ -re jellemző infláció és a közös inflációs szint közötti különbséggel, ami természetesen lehet pozitív és negatív. Ez a hozam a tranzakciós költségekkel vethető össze.

Összefoglalva: a hasonló inflálási határhajlandóság és inflációs ráta mutatja tehát azt, hogy egy régióknak milyen inflációs preferenciái vannak; hasonlóknak esetén az elveszett monetáris politika vesztesége kisebb. Hasonló inflálási határhajlandóság esetében könnyebb elfogadni a közös monetáris politikát, miközben egy magasabb inflációval rendelkező országnak jó, ha összeköti politikáját egy alacsony inflációjú országgal.

<sup>18</sup> Az EMS bukása sokak szerint a rendszer sajátosságaiból is következett (*Padoa-Schioppa* [1988]).

<sup>19</sup> Pontosabban már *Milton Friedman* [1973] azt javasolta, hogy a fejlődő országoknak érdemes valutájukat egy stabil nagy ország valutájához kötni, így biztosítva stabil keretet a fejlődéshez. Ez persze végleges lemondás az inflációs adóról, ami *Friedman* szerint a rendszer pozitívuma.

<sup>20</sup> Nem véletlen, hogy Görögország akár szívesen fogadná a német márkát.

<sup>21</sup> Mivel a maastrichti kritériumok előírják az alacsony inflációt, ez a pozitív hatás az EU esetében kisebb jelentőségű lehet.

<sup>22</sup> Az EU esetében a német hegemonia elfogadásának épp ez lehet a célja.

*Az Európai Unió.* Az infláció elleni harc a kilencvenes évek közepére elvesztette központi helyét a legfejlettebb országok gazdaságpolitikájában, hiszen a ráták jelentősen mérséklődtek. Az EU-tagállamok inflációs rátái a nemzetközi trenddel együtt, a nyolcvanas évek dezinflációs folyamatai során jelentősen csökkentek, amiben az EMS<sup>23</sup> is nagy szerepet játszott.

Vagyis az EU-országok inflációja hasonló, így az árfolyamok végleges rögzítése esetén nagy inflációs nyereség és veszteség nem érne egyik felet sem. Am ha valaki figyelmesen szemléli 1996–1997 valutapiaci eseményeit, jól láthatja, hogy a német márka árfolyama minduntalan gyengült (például a dollárhoz képest), amikor csak a valutaunió megvalósulása (még csak az úgynevezett magországok között) valószínűnek látszott. A Gazdasági és Pénzügyi Unió (EMU) körüli kételyek megjelenése után viszont mindig erősödött. Azaz a piac nemcsak az aktuális inflációt figyeli, de diszkontálja a várható mozgásokat, tehát a piac a nehezebben megfogható és hosszabb távon inkább fontosnak tartott inflálási határhajlandóságot tartja szem előtt.

Az inflációt előidéző tényezők hatásáról, mértékéről később lesz szó.

### Az árupiac és a kereskedelem

Ebben a fejezetben az árupiacot vizsgálva, azt mutatjuk be, hogyan befolyásolja a külkerkedelem és a termelési szerkezet néhány jellemzője a régió OCA-alkalmasságát.

#### *Külkereskedelmi nyitottság*

A külkereskedelmi nyitottság rendkívül fontos tényezője az OCA-elméletnek, hiszen minél zártabb egy gazdaság, annál kisebb a külföldi árváltozások hatása, vagyis annál jelentősebb lehet a monetáris politika ereje. Pontosabban fogalmazva: minél nagyobb a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékeket előállító szektor aránya, annál nagyobb árfolyamváltozás szükséges adott mennyiségű erőforrásnak az átcsoportosításához az export-szektorba, vagyis annál kevésbé hatékonyak a külkereskedelmi mérleget javítani hivatott monetáris lépések. *McKinnon* [1963] azt hangsúlyozta, hogy nyitott gazdaságok esetében a bérszerződéseknél a munkavállalók figyelembe veszik az importárakat és így az árfolyamot, és ekkor egyre kisebb hatást érhet el egy leértékelés.<sup>24</sup>

Ezért a kereskedelmi partnerek, ha kölcsönösen nagy súlyt képviselnek egymás forgalmában, szívesen rögzítik az árfolyamokat, mivel a veszteség annál kisebb, minél nagyobb a régió kereskedelmi forgalma a tervezett uniótagokkal.

A kereskedelmi nyitottságot az importtal jellemezve láthatjuk, hogy az EK-országok kereskedelmük kb. 60 százalékát a többi EK-beli partnereikkel bonyolítják le. A 2. táblázatban azt vizsgáljuk, mely országpárok esetében lehet különösen nagy hozama a tranzakciós költségek közös valuta miatti megszűnésének. Az EK-országok közötti import GDP-hez viszonyított arányát korrigáltuk az exportáló országok méretével (GDP), és az így kialakuló viszonyszámokkal jellemeztük a külkereskedelmi összefonódásokat, fontosságokat.

A besatírozott négyzetek alapján jól látszik, hogy hol milyen fontosak a külkereskede-

<sup>23</sup> Lásd például *Méltiz* [1988], *Giavazzi–Giovannini* [1988] vagy *Bini–Smaghi* [1993].

<sup>24</sup> *De Grauwe* [1992] bemutatja, hogy miként függnek a költségek az importálási határhajlandóságtól (57–59. o.).

2. táblázat  
Egy adott országba menő import fontossága az EU-importon belül a GDP-hez mérten, 1991  
(százalék)

Hová	Honnan										
	Belgium	Dánia	Német-ország	Görög-ország	Spanyol-ország	Francia-ország	Írország	Olasz-ország	Hollandia	Portugália	Nagy-Britannia
Belgium	-	5,23	10,31	6,63	3,44	12,84	6,19	4,69	37,48	7,32	5,86
Dánia	11,18*	-	14,61	11,93	3,91	5,69	12,74	4,56	16,28	7,42	11,68
Németország	23,53	10,25	-	10,46	4,72	7,17	6,35	5,77	18,39	7,90	5,46
Görögország	11,13	7,12	17,95	-	6,07	8,60	4,36	20,14	11,15	4,07	9,42
Spanyolország	8,66	2,62	5,13	6,35	-	9,58	2,83	4,93	6,79	48,48	4,63
Franciaország	29,47	4,18	7,96	7,40	8,57	-	6,23	7,02	10,46	12,30	6,41
Írország	13,06	6,77	7,05	6,50	3,92	7,93	-	3,88	16,86	4,22	29,81
Olaszország	12,68	4,68	9,50	21,07	7,89	10,54	4,90	-	7,52	15,58	5,64
Hollandia	42,55	6,41	9,59	7,87	2,41	4,94	8,69	3,49	-	8,13	5,92
Portugália	11,25	13,43	8,73	5,13	21,48	9,77	6,38	2,64	12,12	-	9,06
Nagy-Britannia	10,88	4,94	3,51	4,15	3,01	3,86	52,77	2,22	9,13	5,53	-
EK-import/összes import (százalék)	71,2	55,4	54,7	62,7	60,2	65,6	71,8	58,7	58,8	73,5	50,7

Megjegyzés: X ország importja Y országból/X teljes EK-importja/GDP, százalékban az összeshez képest  
A besatírozott négyzetek mutatják a fontosabb (0,10-nál nagyobb) kapcsolatokat.

Forrás: Eurostat [1992], saját számítások. (N. B.: A belga adatok tartalmazzák a luxemburgi számokat is.)

lemi szálak.<sup>25</sup> A belga és a holland oszlopban talált kiemelkedően sok magas szám jól érzékelteti, hogy ezek a gazdaságok erősen érdekeltek a pénzügyi integráció kiterjesztésében. A táblázat kiemeli azokat az országpárokat is, amelyek esetében indokolt a közös valuta. Ilyen például a közismert ír–brit, belga–holland vagy a spanyol–portugál páros. Érdekes megfigyelni az aszimmetriákat is, vagyis azt, hogy míg Belgiumnak kiemelten fontos partnere Franciaország, addig ez fordítva már nem feltétlenül igaz. Természetesen itt feltételeztünk egyfajta neomerkantilista nézőpontot, vagyis az exportpiacot az import elé helyeztük.

### *Diverzifikáltság, specializáció*

Az elmélet fontos megállapítása, hogy a gazdasági sokkok aszimmetriája a termelési szerkezet hasonlatosságától, míg erejük a diverzifikációtól függ. Már *Kenen* híres cikkében is szerepel a diverzifikáció, mint az aszimmetrikus keresleti sokk valószínűségét csökkentő tényező, hiszen „... az export diverzifikáltságában jelentkező gazdasági diverzifikáció szolgál arra, hogy, *ex ante* ellenálljon a gyakori cserearány-változás igényének, és így megakadályozza a nemzeti árfolyamok gyakori változását is”. (*Kenen* [1969] 49. o.).

Egy régió tehát annál alkalmasabb egy unió tagságára, minél diverzifikáltabb a termelési szerkezete (és főleg a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékeinek köre). Ugyanis egy monokultúras gazdaság egésze nagymértékben függ fő terméke világpiaci árának és keresletének változásától.

A specializáció tehát egyik oldalról – a gazdaság diverzifikáltságát csökkentve – a sokkok valószínűbbé válásának oka, másik oldalról viszont (legalábbis a fejlett világban) az árupiaci integráció következménye.

Amennyiben a monetáris unió elérné egyik célját, és erősítené az árupiaci integrációt (elősegítve a specializációt), éppenséggel növelné az egyes régiók (országok) output-varianciáját. Ez pedig sokakban felvetné az önálló valuta létének igényét, ami instabillá teheti az uniót. Ez az ellentét tehát könnyen kitapintható.

A növekvő skáláhozadékkal jellemezhető gazdaságokban a piaci (kereskedelmi) integráció – amely jellemzően nem komparatív előnyök mentén, hanem a skáláhozadék kihasználása érdekében történik (*Krugman* [1989]) –, a specializáció előnyeit kihasználódó, az ipari kapacitások regionális koncentrációjához vezet. *Krugman* [1991] az Egyesült Államokban igen erőteljes ipari koncentrációt talált.

A 3. táblázat jól mutatja, hogy egy monetáris unióban részt vevő régiók esetében nagyobb a specializáció foka. (Ennek persze történelmi okai is vannak.) *Bini Smaghi-Vori* [1993] empirikus tanulmánya<sup>26</sup> is azt mutatja, hogy az európai országokban a termelés diverzifikáltabb, mint az Egyesült Államokban. (Az átlagos variancia 1989-ben az EK esetében 8,38 volt, míg az Egyesült Államokban 17,97, vagyis egyelőre a sokkok veszélye kisebb Európában, mint Amerikában.)

A monetáris integráció előrehaladtával, a specializáció erősödésével az EU területén növekedne az országspecifikus sokk valószínűsége. Csakhogy, amint arra már utaltunk, a specializáció inkább regionális jellegű, tehát például az elektronikát érintő sokk jellemzően nem országspecifikus, hanem érintheti Hollandiát, Bajorországot, Dél-Angliát és Emilia-Romagna tartományt.

A fejlett országokra egyre inkább jellemző intraindusztriális specializáció csökkenti az

<sup>25</sup> Ez persze a politikában is megjelenik.

<sup>26</sup> A tanulmány 11 területre bontotta a termelést, és a varianciákat vizsgálta.

3. táblázat  
Az autógyártás megoszlása

Egyesült Államok		Európai Unió	
régió	százalékos részesedés	tagország	százalékos részesedés
Középnyugat	66,3	Németország	38,5
Dél	25,4	Franciaország	31,1
Nyugat	5,1	Olaszország	17,6
Északkelet	3,2	Nagy-Britannia	12,9
Szórás	29,31	Szórás	11,84

Forrás: De Grauwe [1992], saját számítás.

országspecifikus külső sokk lehetőségét, még ha szélsőséges esetben elképzelhető is, hogy a fogyasztók csak egy ország egy jellemző termékétől fordulnak el. *Emerson és szerzőtársainak* [1992] becslése szerint az intraindusziális kereskedelem adja az EK-n belüli kereskedelem 57–83 százalékát (142. o.). (Görögország és Portugália kivétel ebből a szempontból: esetükben ez az arány kisebb.) A specializáció e jellemzője talán enyhíti az eredményeket, de alapjaiban nem változtatja meg.

#### Kereskedelem és költségek

Az elmúlt két évtizedben a fejlett világ pénzügyaira áramló pénztömeg megsokszorozódott, megnövelve a valuták spekulációs okokból bekövetkező volatilitását és az árfolyamok reagálásának gyorsaságát.<sup>27</sup> Az árfolyamok túlzott volatilitása, a spekuláció az OCA elmélete szerint (is) gondot okoz azon szervezetek számára, amelyek követeléseit és kötelezettségeit külföldi valutában vannak: az árfolyam-ingadozás nehezíti a kalkulációt, kétségesé teszi az export/import utáni profitot, vagyis megnehezíti a kereskedelmet.

A közös valutából eredő mikroszintű haszon két tényezőtől tevődhet össze. Az *első*, hosszabb távú hatás ötvözi a kereskedelemnek az árfolyam-ingadozás hiánya miatti bővülését, a beruházásoknak az árfolyamkockázat megszűnése miatt jelentkező növekedését és az erőforrások hatékonyabb elosztását. Ugyanilyen hatású a kereskedelmi költségek csökkenése, amely a piaci szerkezettől függően vezethet a profitráták növekedéséhez, a verseny intenzívebbé válásához, új piaci belépésekhez és az uniós cégek méreteinek növekedéséhez, fúziókhöz.<sup>28</sup>

A *második*, közvetlenebb hatás a valutaátváltás megszűnéséből fakadó költségcsökkenés, amely vitathatatlan és azonnal jelentkező tétel. Ez a haszon persze nagymértékben függ a tranzakciók volumenétől, vagyis a külkereskedelem nagyságától. Alapjaiban tehát minél erősebbek a külkereskedelmi szálak a régiók között, minél több tranzakciót bonyolítanak le egymással a régiók polgárai és vállalatai, annál jelentősebb lehet az árfolyamok megszűnésének haszna.

<sup>27</sup> Ezért a Bretton Woods-i rendszer összeomlása után hamarosan létrejött az EMS (1979), éppen a célból, hogy a valutapiacokat stabilizálja (és persze, hogy segítse a dezinflációs politikát folytató EMS-országot). Az 1987-es Bazel–Nyborg egyezmény már azt mutatta, hogy a spekuláció elérte azt a fokot, hogy újabb szervezett fellépés vált szükségessé. Az Exchange Rate Mechanism (ERM) keretében létrehoztak egy új hitelmechanizmust (*Very Short-time Financial Facility*, VSTFF), amelynek révén a gyengélkedő valuta jegybankja hatékony segítséghez juthatott.

<sup>28</sup> A piaci szerkezet hatásairól lásd Venables [1997].

De vajon igaz-e, hogy a bizonytalanság megnehezíti a kereskedelmet, és így csökkenti a közös piaci tagság által nyújtott, a nagyobb mérethozadékból eredő nyereséget? Erre nem könnyen találhatunk empirikus bizonyítékokat.<sup>29</sup>

Először is az árfolyamok ingadozása nem is annyira kockázatot jelent, mint inkább költségeket okoz, hiszen a probléma többnyire kezelhető derivatív (főleg futures és opciós) ügyletekkel. Ráadásul a nagyvállalatok általában nem egy országba exportálnak, így devizapozícióik portfóliót alkotnak, és így a kockázat elviselése sokkal könnyebb. Sőt, az exportáló nagyvállalatok gyakran jobban ismerik a pénzpiacot, mint annak egyes szereplői, ezért az itt megszerzett profit<sup>30</sup> hosszú távon kiegyenlítheti az árfolyam-ingadozásból eredő veszteségeket.

De tényleg olyan jelentősek ezek a költségek? A pénzpiaci üzetek „nullaösszegű játékok”, vagyis csak a tranzakciós költségeket – jelen esetben a brókerek jutalékát – kell megfizetni. Ezek a költségek valahol 0,5–1 százalék között lehetnek. Ráadásul egy több országban érdekeltséggel bíró szervezet kihasználhatja azt a helyzetet, hogy a nem áru-exportból származó bevételei is több valutában keletkeznek. Továbbá az oligopolhelyzetben lévő vállalatok – bízván egy új piacra történő befektetés hosszabb távú profitabilitásában – hajlandók lehetnek lenyelni a rövid távú árfolyamvesztéseket is.

A nagyvállalatok költségei tehát nem túl jelentősek. Ám vannak olyan költségtényezők is, amelyek elsősorban a kisvállalatokat sújtják. Ilyen többek között az információ megszerzésének és feldolgozásának költsége. Számukra a brókerdíjak is magasabbak, a pénzpiac nehezebben elérhető, vagyis az árfolyamkockázatnak tényleg lehet kereskedelemcsökkentő, illetve -elterelő hatása – még ha ez a hatás nem több is néhány százaléknál.

Ráadásul sokkal könnyebb egyetlen valutában kalkulálni, „érezni az árakat”, sőt egy valuta esetén inkább „otthon” érzi magát a kereskedő más kultúrájú régiókban, országokban is.

Összefoglalva: annál jelentősebbek a mikrohozamok, minél nagyobb a külkereskedelmi forgalom, minél inkább ingadoznak a valuták árfolyamai, minél több a jelentős kis- és középvállalkozás, illetve minél számottevőbbek a tranzakciós költségek.

## A termelési tényezők mobilitása

### *Bérek, munkaerőpiac*

Ha – R. Mundell nyomán – feltételezzük, hogy a munkaerő nem áramlik régiók között, akkor az egyik régiót ért keresleti sokk következtében fellépő munkaerő-fölösleg nem tud elvándorolni a másik régióba. Ha viszont a munkaerő tökéletesen mobil lenne mindkét régióban, akkor az elvándorlás következtében ez utóbbi régióban csökkenne a túlkereslet generálta inflációs nyomás, és nem kellene a monetáris restrikció eszközához nyúlni. Vagyis az elvándorlási hajlandóság mértékétől függ, mekkora szükség van a monetáris politikára a sokk kezeléséhez. Egy régió számára tehát annál jobban megéri valutaunióra lépni egy másikkal, minél könnyebben és szívesebben hajlandók a munkások egy sokk után munkát vállalni a másik régióban, és az minél könnyebben fogad dolgozókat a bajba jutott régióból.

A munkaerő korlátlan mobilitása elméletileg jelentősen csökkenti a munkanélküliségi

<sup>29</sup> Lásd erről *Bailey–Tavlas* [1988], [1991] és *Tavlas*[1993].

<sup>30</sup> Sőt ismeretes, hogy olyan multinacionális iparvállalatok, mint a Procter & Gamble vagy a Metallgesellschaft is jelentős spekulatív pozíciókat tartottak fenn.

ráták különbözőségét.<sup>31</sup> Teljesen kiegyenlíteni nem fogja, mert nem tekinthetünk el az esetenként jelentős tranzakciós költségektől. Ahol nincs is kulturális akadály, az információszerezés, a költözködés jelentős teher, nem beszélve arról, hogy esetleg új szakmát kell tanulni, sőt a szaktudás vállalatspecifikus része elvesz, a tudás leértékelődik.

Elvben, ha a piacok jól működnek, akárcsak a külkereskedelem, a migráció is növeli a jólétet mind az elvándorló, mind a befogadó ország esetében. Csakhogy a munkaerőpiac szinte mindenütt torzult, tökéletlen, s ezen a migráció még tovább ronthat, elsősorban a hazai munkavállalók jólétét csökkentve. Mivel a veszteséget a merev bér, a jóléti ellátórendszerek költsége okozza, a migráció annál hasznosabb, minél jobban működnek és hasonlítanak egymáshoz a munkaerőpiacok és a jóléti ellátórendszerek, illetve minél kisebb az újraelosztás mértéke.<sup>32</sup>

A hagyományos OCA-elméletet tehát ki kell egészíteni, vagyis a munkaerő mobilitása tényleg segítheti a külső sokkokhoz való alkalmazkodást, de csak akkor jótékony és vállalható politikailag, ha a munkaerőpiacok jól működnek, és a jóléti rendszerek hasonlóak.

#### *Az Egyesült Államok, az EK és az európai országok régiói*

A munkaerő mozgása csökkentheti az egyes régiók (országok) közötti különbségeket. Minél nagyobb tehát a munkanélküliségi ráták szóródása, annál jelentősebb eltérések találhatók, vagyis annál kevésbé mobil a munkaerő. Az Egyesült Államokban a szóródás az EK hasonló adatainak 25–50 százaléka.<sup>33</sup> A migrációt vizsgálva is hasonló adatokat kapunk; ezt mutatja a 4. táblázat.

A mobilitás aránya Európában jelentősen csökkent a hetvenes évek óta.<sup>34</sup> Ennek oka lehet – többek között – a munkanélküliség növekedése, illetve a gazdasági növekedés mérséklődése. Az európai munkaerő mobilitásáról kapott kép tovább árnyalható a 5. táblázat adatai alapján. A táblázatból kitűnik, hogy jelentős nemzeti lakosság csak a kicsi Luxemburgban van (a lakossághoz viszonyítva sok a diplomata, bankár, illetve portugál munkavállaló a nehéziparban), minden más EK-tagállamban 90 százalék feletti a nemzeti lakosság aránya.

A külföldiek közül természetesen nagyrészt Belgiumban és Luxemburgban dolgoznak más EK-országok állampolgárai (az EU és a Benelux Unió következtében), illetve Írországból (a brit befolyás miatt). A külföldiek között – történelmi okokból – Nagy-Britanniában van a legtöbb nem EK-állampolgár.

A megfelelő mobilitás hiányának Európában több oka is van, ezek közül csak a legfontosabbakat emeljük ki:

- nyelvi, kulturális akadályok;
- eltérő szociális rendszerek és adózási viszonyok;
- tradíció;
- eltérő oktatási, képzési rendszerek.

A Holland-jelentés (Holland [1993]) így ír a munkaerő mobilitásáról: „A Közösségen belüli migráció tovább fog folytatódni az 1990-es években is. Az EK direktívái a kölcsönösen elfogadható képesítésekkel ösztönözni fogják a diplomások további mobilitását.

<sup>31</sup> Eichengreen [1990b] ezzel szemben azt találta, hogy a munkanélküliségi ráták nemcsak az EK esetében, de az Egyesült Államokban is csak gyengén kötődnek egymáshoz, vagyis a kiegyenlítődés elméletének komoly korlátai vannak.

<sup>32</sup> Vö. Razin–Sadka [1995].

<sup>33</sup> Az Egyesült Államokban a kilenc Fed-körzetre, az EK-ban a 12 tagállamra vonatkoznak az adatok.

<sup>34</sup> Az EK-ban a Szociális Alap feladata a (szakmai és területi) munkaerő-mobilitás támogatása.

4. táblázat

Regionális nettó migráció az EK-ban, az Egyesült Államokban és Svédországban

Megnevezés	Régiók száma	1970–1979	1980–1985
EK	64	0,4	0,2
Egyesült Államok	51	0,8	0,7
Svédország	24	–	0,4

Megjegyzés: Az adatok a harmadik országbeli migrációt is tartalmazzák. A számok a régió migrációs egyenlegének átlagos értékét mutatják (abszolút értékben).

Forrás: Emerson és szerzőtársai [1992].

5. táblázat

Az EK-országok lakosságának megoszlása eredet szerint, 1990-ben (százalék)

Ország	Nem EK-országból	Más EK-országból	A más EK-országból az összes külföldi százalékában	Nemzeti lakos
Dánia	2,1	0,5	27,4	97,4
Belgium	3,3	5,4	71,6	91,3
Franciaország	3,8	2,8	48,1	93,4
NSZK	5,2	2,1	28,3	92,7
Görögország	1,1	1,1	39,1	97,8
Írország	0,5	1,9	76,0	97,6
Olaszország	0,6	0,2	25,0	99,2
Luxemburg	1,9	23,9	94,5	74,2
Hollandia	3,0	1,1	46,5	95,9
Portugália	0,7	0,2	27,5	99,1
Spanyolország	0,4	0,5	47,0	99,1
Nagy-Britannia	1,8	1,3	13,8	96,9
EK	2,5	1,5	37,5	96,1

Forrás: EK/összes: Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt und Berufsforschung 1992. 1, idézi Gáspár [1994], illetve a szerző számításai; Eurostat [1991].

Mindezek ellenére a kulturális és nyelvi akadályok korlátozzák az európai munkavállalók jelentős részének potenciális mobilitását.”

Decressin és Fatás [1994] a regionális munkaerőmozgásokat vizsgálva, azt találta, hogy az Egyesült Államokban egy hasonló méretű sokk hatásának jelentős része az első évben következik be, vagyis a hatás sokkal rövidebb távú, amit elsősorban a jellemzően magasabb elvándorlási hajlandóság magyaráz. Ezt más tanulmányok<sup>35</sup> azzal egészítik ki, hogy Európában nem annyira a migráció a jellemző válasz. Sokkal nagyobb szerepe van például a munkaerőpiacra való ki- és belépésnek vagy a több szabadidő választásának, a regionális támogatásoknak. Ezenfelül a történelmi fejlődés is nagy részben hozzájárult az elmúlt évtizedekben (is) megjelent különbségekhez.

Érdeemes egybevetni az EK-adatokat nemzeti interregionális mozgást leíró statisztikákkal. A 6. táblázat tanulsága szerint az országokon belüli vándorlás az északi országokban nagyobb, mint a déliekben. Az előző táblázatokkal összehasonlítva is láthatjuk, hogy ha

<sup>35</sup> Például Blanchard-Katz [1992] vagy Eichengreen [1992], idézi: Decressin-Fatás [1994].



például Franciaország esetében csak öt évet tételezünk fel a vendégmunka idejére, ez az állományt tekintve a népesség  $1,20 \times 5 = 6$  százalékát jelenti, szemben az EK-n belüli nem francia lakosok franciaországi állományával, ami jóval magasabb a fenti 2,8 százaléknál (és ráadásul tartalmazza a nem igazi migrálókat is). A többi ország esetében ugyancsak jelentős különbség mutatható ki; vagyis bár a pontos mérték vitatható, az arányok nem. A GDP-változásokat is hozzátevéve látható, hogy a nagyobb mozgások inkább kötődnek a nagyobb növekedéshez.

6. táblázat  
Flow munkaerőmozgás az egyes országokon belül

Ország	1975	1987	1975–1987 átlaga
Belgium	0,92	0,84	0,87
Dánia	1,29	1,17	1,17
NSZK	1,32	1,07	0,21
Spanyolország	n. a.	0,46	0,36
Franciaország	1,24	n. a.	1,2
Olaszország	0,78	0,53	0,66
Hollandia	2,02	1,66	1,68
Nagy-Britannia	–	1,81	1,654
$dGDP_{EK}^*$	3,2	2,8	

\*Nyolc év átlagát vettük (1971–1978, illetve 1983–1990) a korszak jellemzésére, és az egyszerűség kedvéért az EK GDP-jével jellemeztük az országok outputját.

Forrás: Eurostat, Banque de données Régionales, idézi: De Grauwe–Vanhaverbeke [1992].

Ezek az adatok is jól mutatják, hogy jelenleg az egyes európai államok a munkaerő-mobilitást tekintve, sokkal inkább képeznek OCA-t, mint az EK országai együttvéve. Az országok közötti munkaerő-áramlást a jóléti rendszerek különbözősége is akadályozza.<sup>36</sup>

Mindezekből azt a következtetést szabad csak levonni, hogy mostanában az EU-n belül a mobilitás kisebb, mint a már működő valutauniókon belül, ám ez az egyesülési folyamat eredményeképpen – lassan ugyan, de – megváltozhat. Ha ugyanis létrejön a monetáris unió, annak lehet olyan *spill-over* hatása a munkaerőpiacokra, ami folytán nő az EU-n belüli migráció – annak minden problémájával egyetemben.

#### Az interregionális tőke mozgás hatása

A tőke mozgás nagyságától, mobilitásától több tényező is függ.<sup>37</sup>

1. *A tőkemobilitás és a sokkok.* Hasonlóan a munkaerő mobilitásához, a másik termelési tényező, a tőke mozgása is sokat segíthet az erőforrások átcsoportosításában, a sokkhoz történő alkalmazkodásban.

Az OECD-országokban a tőke mozgás rendkívül intenzív. Különösen igaz ez az EK-országokra, amelyek szinte teljesen lebontották a belső tőke mozgás útjában álló korlátokat. A tőke mozgás lehetővé teszi a megtakarítási és a beruházási szándékok régió- vagy országhatárokon átnyúló összetalálkozását, segítve a fejlődést az elmaradottabb területeken, amelyek magasabb megtérülést ígérnek a tőke számára. A fizikai létesítményekben

<sup>36</sup> Az országokon belül a migráció kisebb súrlódásokat okoz, hiszen a polgárok között erősebb a szolidaritás.

<sup>37</sup> E tanulmány kereteibe csak a problémák felvetése fér. A témáról részletesen lásd például Frankel [1992], Grilli–Milesi-Ferretti [1995], Leiderman–Razin [1994].

testet öltött tőke azonban jellemzően immobil, illetve csak késéssel alkalmazkodik. Vagyis a tőkemozgás pozitívan hat egy csoport OCA-alkalmasságára, ám a hatás nem túl erős, és csak középtávon érzékelhető, szemben a monetáris politika rövid távú, az átalakulást közvetlenül segítő hatásával.

2. *Tőkemobilitás, árfolyamok, hatékonyság.* A tőkemozgás másik aspektusa a pénztőke (különösen a *forró pénz*) áramlása, amely elsősorban az árakra, árfolyamokra hat. Ha intenzív a tőke mobilitása, erős az árfolyamok mozgására gyakorolt hatása is. A valutaárfolyamok nagymértékű mozgása viszont csökkenti a mikrohatékonyságot. Tehát nagyfokú tőkemobilitás esetén (ami a pénztőkére mindenképpen igaz) számottevő előnnyel jár a közös valuta, ami eltünteti az árfolyamkockázatot, és így csökkenti a befektetés hozamának bizonytalanságát, növelve a mikrohatékonyságot.

Ugyanakkor minél erősebb a tőkemobilitás, annál kisebb lesz a tranzakciós költségeknek a közös valuta bevezetésétől várható csökkenése, sőt annál kisebb mértékű javulás várható a hatékonyság terén is.

3. *Tőkemobilitás és monetáris autonómia.* A szabad tőkemozgás jelentősen csökkenti a monetáris politika autonómiáját, megnehezíti a rögzített árfolyamrendszerek fenntartását. Minél erősebb, minél szabadabb tehát a tőke mozgása, annál kisebb veszteség az önálló monetáris politika megszűnte.

*Összefoglalva:* a munkaerő nagyfokú mobilitásának stabilizáló hatását csökkentik a jóléti rendszerek eltérései. Élénk tőkemozgás esetén a közös valuta mikroszinten rendkívül jelentős előnyökkel jár, míg a makroszintű hatás sok egyéb változótól függ, és az eredője sem egyértelmű.

## A fiskális szint

### *A fiskális integráció szerepe*

Kiindulási pontunk Peter Kenentől származik, aki szerint a fiskális integráció segíti a sokkokhoz való alkalmazkodást (*Kenen* [1968] felveti a politikai unió szükségességét is). E kérdés vizsgálatán túl foglalkozunk a monetáris unió következményeképpen átalakuló hatásmechanizmusokkal, új lehetőségekkel és megváltozott feltételekkel.

A fiskális integráció a tagok közötti szolidaritás megjelenítője: ha az egyik tagrégió az őt ért sokk miatt transzferekben részesül, az elviselhetőbbé teszi a sokkot, segíti az alkalmazkodást. Szolidaritás hiányában ez belpolitikai gondokat okozhat a donor régiókban, megnehezítve a régiók hosszú távú együttműködését. Vagyis annak a számottevő mértékű közös költségvetésnek, amely a monetáris unió elengedhetetlen feltétele, erős szolidaritásra kell épülnie.

A következőkben megvizsgáljuk, hogyan hat a valutaunió a regionális költségvetési politikákra, és foglalkozunk a monetáris integráció mellett megjelenő *fiskális föderalizmus* (például az adók, a seigniorage, a hitelfelvétel lehetőségének és költségének) problemakörével, ami a klasszikus OCA-elmélet egy újabb kiterjesztése.<sup>38</sup> Nem célunk viszont a fiskális együttműködés és a politikai unió közötti viszony elemzése.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> A fiskális föderalizmusról lásd *Musgrave* [1986], *von Hagen* [1993].

<sup>39</sup> A témáról lásd például *Alesina és szerzőtársai* [1995], *Berthold* [1993].

*Sokk és fiskális centralizáció*

Ha egy régiót (országot) gazdasági sokk ér, annak vezetése vagy a monetáris, vagy a fiskális politika eszközeivel segítheti az alkalmazkodást. Ha ez a sokk szimmetrikus, és az unió többi tagját is éri, úgy maga az unió tud reagálni, az uniós monetáris politikát használva fel, vagy – amennyiben létezik – az uniós fiskális politikát hívhatja segítségül. Ennek hiányában a nemzeti politikák összehangolása is segíthet, ám az együttműködés önmagában sosem lehet olyan hatékony, mint egy közös szervezet.

Az együttműködésnek és a kölcsönös segítségnyújtásnak természetesen többféle formája képzelhető el. A nyomásgyakorláson kívül az unió régiói (tagállamai) nyújthatnak egyenként vagy közösen segítséget, amelynek főbb formái a következők lehetnek:

1. a közös pénzpolitika használata (a pénzmennyiség és a kamatláb változtatása az unió szintjén);
2. az explicit fiskális transzferek;
3. a hitel-visszafizetési kötelezettségek időleges átvállalása;
4. a kamattámogatás (implicit);
5. a fizetési garancia vállalása.

Tekintsük át röviden, mennyiben segíti a fiskális centralizáció egy monetáris unió működését, mennyire tudja kiküszöbölni a monetáris politika elvesztésének hatását!

Egy sokk utáni stabilizációs politikának lehet olyan vonzata, hogy a költségeket csak az egyik régió állja, miközben a pozitív vagy negatív hatás szétterjed az unió egészén.<sup>40</sup> Az előbbieket értelmében elképzelhető, hogy egy gazdasági sokkra egy régió egyedül nem optimálisan válaszol, hiszen nem vesz tudomást arról, milyen hatást gyakorol a kereslete a vele szoros kapcsolatba lévő többi régióra. Sokkok felléptekor hosszú távon minden régió érdeke lehet a gazdaságpolitikai expanzió, de egyedül ezekre nem adnának megfelelő, vagyis az unió jólétét növelő választ. Ebből látszik, hogy egy föderatív költségvetési rendszer hasznosabban tud reagálni. A fentiekhez kapcsolódik a fiskális föderalizmus egyik alapeleme, a reciprocitás, amelynek értelmében minden költségnek azon a földrajzi helyen kell keletkeznie, ahol annak hasznát élvezik, egyébként fellép a potyautas-probléma (*von Hagen* [1993]). Összefonódott gazdaságoknál tehát mindenképpen indokolt a fiskális politikák valamilyen mértékű centralizációja, amely internalizálja az egyes régiókban fellépő externális hatásokat.

Persze meg kell jegyeznünk, hogy ha a sokk nem teljesen szimmetrikus hatást fejt ki a régiókra, a fiskális reakciók is eltérhetnek (a régió helyzetéből, gazdaságpolitikai filozófiájából, a lakosok preferenciájából következően). Egy magas munkanélküliségtől sújtott, latin tradíciójú országban más stabilizációs politika vezethet eredményre, mint egy inflációtól rettegő északi országban. A társadalomban fellelhető, a közjavak iránt (is) megnyilvánuló preferenciák eltérése ugyancsak jelentős decentralizációt indokolhat.

*Sachs–Salai–Martin* [1992] tanulmánya szerint az Egyesült Államokban a külső sokkok hatásának csaknem harmadát kiegyenlítik a föderális szintről érkező transzferek, illetve a központi adókötelezettségek csökkenése. *Von Hagen* [1993], illetve *Bayoumi–Masson* [1996] tovább vizsgálták az amerikai transzferek jellegét, és azt találták, hogy a jóléti, kiegyenlítő hatás sokkal erősebb, mint a stabilizáló hatás, amit 10, illetve 20–25 százalékra becsültek.

A lazább, inkább konföderatív jellegű Kanada esetében *Masson–Taylor* [1993] 13 százalékos stabilizációs hatást talált. Ez azt jelenti, hogy kisebb fokú szolidaritás és a nemzetiekénél lényegesen kisebb közös költségvetés esetén is létrehozható monetáris unió, hi-

<sup>40</sup> A német újraegyesítés miatt 1991–1992-ben megnövekedett német kamatok hatásai már az EMS rendszerben is szétterjedtek, és negatív hatása érzékelhető volt végig Európában.

szen a stabilizációs szükséglet nem feltétlenül jelentős. Ekkor, más feladatkört háttérbe szorítva, a költségvetésnek elsősorban szabályozó szerepet kell szánni.

A költségvetési politika kétféleképpen tudja befolyásolni a gazdaságot: egyrészt diszkracionális módon, másrészt automatikus stabilizátorok révén. Ez utóbbiak biztosítják, hogy a gazdaság a kisebb-nagyobb ciklikus jellegű jövedelemváltozások ellenére is stabil maradjon, illetve ezen keresztül tud hatékonyan és hosszú távon megnyilvánulni a szolidaritás. Ha a régiók keresleti sokkok esetén bizton számíthatnak segítségre, nagyobb hajlandóságot fognak mutatni a specializáció iránt, ami segíti egy már meglévő közös piac jobb működését. (Vagyis a közös költségvetés mint biztosítási rendszer áttételesen növeli a mikrohatékonyt is.)

Ha a költségvetési transzfer mint automatikus stabilizátor nem használható, elméletileg elképzelhető egy olyan segítségmechanizmus kidolgozása, amely  $A_r$  régióknak mentőövet nyújtana, ha bajba kerül, míg ha mást ér baj, az  $A_r$  forrásaihoz is hozzájuthatna. Csakhogy ebben az esetben minden egyes akciót várhatóan politikai vita nehezítene.

#### *Megváltozó regionális költségvetési kondíciók*

A költségvetési hiányok föderatív rendszerben hatékonyabban finanszírozhatók, mint ha a régióknak egyedül kell megoldaniuk e feladatot. A kanadai provinciák adatait feldolgozó *Bayoumi–Masson* [1996] szerint ha a piaci szereplők nem hiszik, hogy a hiány csak időleges, és későbbi adóemelésre számítanak, a kormányzati kiadás hatása a fogyasztásra csak a 30–50 százaléka annak, mint amit akkor lehet elérni, ha a hiány nem generálna adósságot.

Ha a valutaunióban nincs egyúttal fiskális unió is, az egyes kormányok továbbra is felhasználhatják saját költségvetésüket. Ha a sokk inkább aszimmetrikus, az uniótag régióknak csak a költségvetésen keresztül megvalósuló alkalmazkodás segíthet, deficitet kell felhalmozni – ezzel a költségeket időben szétterítheti. A felvett hiteleket vissza kell fizetnie, tehát egy későbbi időpontban az adók emelésére kell számítani. Csakhogy ha a munkaerő mobillá vált, elvben szabadon elhagyhatja a régiót, így csökkentve az adóbazist. Amennyiben a különösen mobil szellemi tőkét megtestesítő munkaerő vándorol el a később várható magasabb adók miatt, a régió helyzete tovább gyengülhet.

A régiót a saját eladósodása mellett az *inflációs adóbevételek csökkenése* (megszűnése) is sújtja. Ezért az unión belül a gyengébben teljesítő, eladósodott, illetve arra hajlamos régiók (tagállamok) által kibocsátott – addig kockázatmentesnek ítélt – papírok (a regionális valutában kibocsátott önkormányzati vagy vállalati kötvényekhez hasonlóan) kockázatosaktíváknak minősülnek, és a kamatláb is e szerint alakul. Eltűnik a régió azon előnye is, hogy a piac (elsősorban a tőkemobilitás) korlátai miatt a liberalizált piaci árnál olcsóbban tud kötvényt kibocsátani. (Liberalizált piacnak minősítjük például az Egyesült Államok rendszerét, ahol is a kockázat valóban megjelenik az extra százalékpontokban.) *Giavazzi–Giovannini* [1988] szerint Olaszországban a tőkekontroll kimutathatóan jelentős mértékben csökkentette a kormányzati hitelfelvétel költségeit.

Ez a feltételezés meglepő eredményre vezet. Ugyanis megdőlhét az az eredeti elképzelés, hogy a biztonságosabb közös valuta csökkenti a gyengébb országokban a kamatokat, és így jelentősen enyhíti a költségvetés terheit. A monetáris unió nélkül az egyetlen kockázat az infláció volt (a fix kamatozású értékpapírok esetében), most viszont a gondtalan visszafizetés sem biztosított. Hacsak nincs fiskális kooperáció, interregionális (uniós) szolidaritás és biztosítékok kiterjedt rendszere. Vagyis van egy nehezen feloldható feszültség a rendszerben, miszerint vagy minden tagállamnál a fiskális szigor elérése a

cél – ezen esetben a biztosítékok nem lehetnek könnyen elérhetőek –, vagy a kohézió elősegítése, ám ekkor nehéz a visszaélések megakadályozása.

A kanadai szövetségi rendszer például nagy súlyt helyez a kiegyenlítő, biztosítékot jelentő transzferekre. A szövetségi kormány nyújtotta biztosítékok lehetővé teszik a globális pénzpiacon való megjelenést, növelik a befektetők bizalmát, és csökkentik a pénzügyi válságok kirobbanásának kockázatát. Az Egyesült Államokban ezzel szemben a költségvetési törvény értelmében a tagállamok deficitet csak egy évre halmozhatnak fel (Eichengreen [1990a]).

Elméletileg még egy tényező növelheti a költségvetési fegyelmet: a piac jelzései. Ha ugyanis a piaci szereplők már látják, hogy a regionális kormányzat kezd túlköltekezni, emelik a kamatlábat, növelve az időbeli terítés költségeit, szinte kényszerítvén a kormányzatot a terhek vállalására, a kiadások csökkentésre. Ám ha nincs megfelelő (teljes) informáltság, ha a piac hajlamos azt hinni, hogy a központi irányítás segít, ezek a jelzések pontatlanok és főleg elkésették lehetnek.

#### Európa és a közös költségvetés

Az észak-amerikai példákat látván, az Európai Unió esetében is kézenfekvőnek látszik a monetáris unió létrehozása után/mellett a fiskális politikák összehangolása is, vagy legalábbis valamilyen együttműködés kialakítása. Az elmúlt húsz évben több javaslat is született a fiskális kooperációra. Ezt foglalja össze a 7. táblázat.

#### 7. táblázat

#### Európai költségvetési tervezetek

Javaslat	Szerző
1. Elsősorban adó- és költségvetési harmonizáció kell	CEC [1970] – Werner-terv,
2. Öt százalék körüli közös költségvetés indokolt	CEC [1977] – MacDougall-jelentés
3. Fiskális koordináció indokolt	CEC [1988] – Delors-terv
4. Az Ecofin hatáskörének bővítése	CEC [1995] – „zöld könyv”
5. Semmi, az egyes országok fegyelme elég	CEC [1991] – maastrichti szerződés
6. $\Sigma$ relatív sokk = 0, transzferek indokoltak	Von Hagen–Frantiani [1990]*
7. Közös munkanélküliségi biztosítás rendszer kell	Begg [1990]
8. Európai föderális transzferrendszer kell	Van der Ploeg [1991]*
9. Egyénre szabott kompenzációs rendszer kell	Wyplosz [1991]
10. Európai fiskális döntéshozó szerv, mint az Európai Központi Bank (ECB) ellenpontja szükséges	Amato [1994]

\* Idézi von Hagen [1993].

Ha részletesebben megnézzük a javaslatokat, három eltérő koncepció rajzolódik ki.

Először is többször felmerül a *fiskális transzferek* kérdése (2., 6., 8.), ennek elméleti vonatkozásait az előbbiekben már tárgyaltuk. Most nézzük meg, hogy az EU jelenleg érvényes (1994-ben készült) költségvetése milyen tételekből áll, mekkorák a transzferek!

Azonnal látható, hogy a közös költségvetés mértéke nem több a GDP 1,3 százalékánál, szemben például az amerikai kb. 20 százalékkal.<sup>41</sup> A transzfereket megtettesítő strukturális műveletek (kohéziós és strukturális alapok) a közösségi GDP-nek csak 0,4 száza-

<sup>41</sup> OECD Economic Outlook [1996], [1997].

8. táblázat  
Az EU költségvetése (milliárd ECU)

Év	CAP	Strukturális műveletek	Belső politikák	Külső műveletek	Egyéb	Összesen	GDP
1994	36,5	21,3	4,4	4,3	5,2	73,5	5720
1999 (terv)	39,8	32,3	5,5	6,0	5,3	89	kb 6520

Megjegyzés: Az 1999-es tervek 1995-ös áron értendők.

Forrás: *Európa Számokban* [1997], Eurostat.

lékát teszik ki, szemben a Egyesült Államok és Ausztrália 3–7 százalékos adataival. Jóllehet ez az összeg 1999-re növekedni fog, ettől minőségi változást nem várhatunk.

A külső sokkokat kezelő mechanizmusokhoz sorolhatók a strukturális műveletek mellett a föderális szint és a régiók közötti adómozgások, illetve egyéb juttatások is. Európát vizsgálva, *Eichengreen* [1990b] a kiegyenlítő mechanizmust az EK-ban csak 1 százalék körülire tette. *Bishop–Damrau–Miller* [1989] (idézi *Masson–Taylor* [1993]) becslése szerint a négy legfejletlenebb EK-tagországba (Görögország, Portugália, Spanyolország és Írország) áramló transzfer a GDP-jük 2 százalékára volt tehető 1992–1993-ban. Ez a kormányzati kiadások 5 százaléka, szemben az amerikai 21 százalékkal (1987-ben). Az EU strukturális alapjaiból az elmúlt években Portugália és Írország profitált, a teljes juttatás elérte a GDP 2–3 százalékát, ám ez javarészt fejlesztési és kiegyenlítési hozzájárulás volt, nem sok utáni segítség.

A második csoportba egy közös döntéshozatali szerv létrehozását támogató vélemények tartoznak (3., 4., 10.). A közös szervnek kétféle feladata lehet. Mindenképpen össze kell hangolnia a közösségi politikákat – ennek beismerését jelzi az Európai Bizottság úgynevezett zöld könyve is. A közös döntéshozatal, amit *Amato* [1994] is ajánl, már nehezebb kérdés, hiszen már az előbbieken is láttuk egy ilyen javaslat korlátait. Ráadásul amíg a végső döntés joga a nemzeti parlamentek kezében van, ez inkább csak ajánlasként értelmezhető.

Több vélemény szerint (7. és 9.) egyénre szabott megoldásokat kell bevezetni; ennek példája a munkanélküliségi segély közös rendszere lenne. Erre vonatkozóan kétféle rendszer is működik a világban: a munkanélküliséget regionális szinten kezelő amerikai és a központi ellátást hirdető német. Itt tehát ismét csak a szolidaritás nemzeti vagy inkább regionális léte játszik szerepet – a földrajzi méretből eredő adminisztrációs igény mellett.

A fentiekkel szemben *Atkeson–Bayoumi* [1991] szerint az európai rendszer, mely a nemzeti költségvetések eladósodásán, vagyis az európai tőkepiacokon történő hitelfelvételén és így a versenyen alapul, sokkal erősebben kordában tudja tartani a kiadásokat, mint egy közös költségvetés vagy közös intézmény.

#### *Költségvetési folyamatok az EK-ban*

Az EK-országok költségvetése 1975 és 1995 között a legtöbb esetben deficitese volt, magas varianciával. Ám, mint azt a 9. táblázat is mutatja, ha Olaszországot és Görögországot kivesszük, az EK–9 varianciája 1987 után jelentősen csökken, a költségvetések együttmozgására utalva.

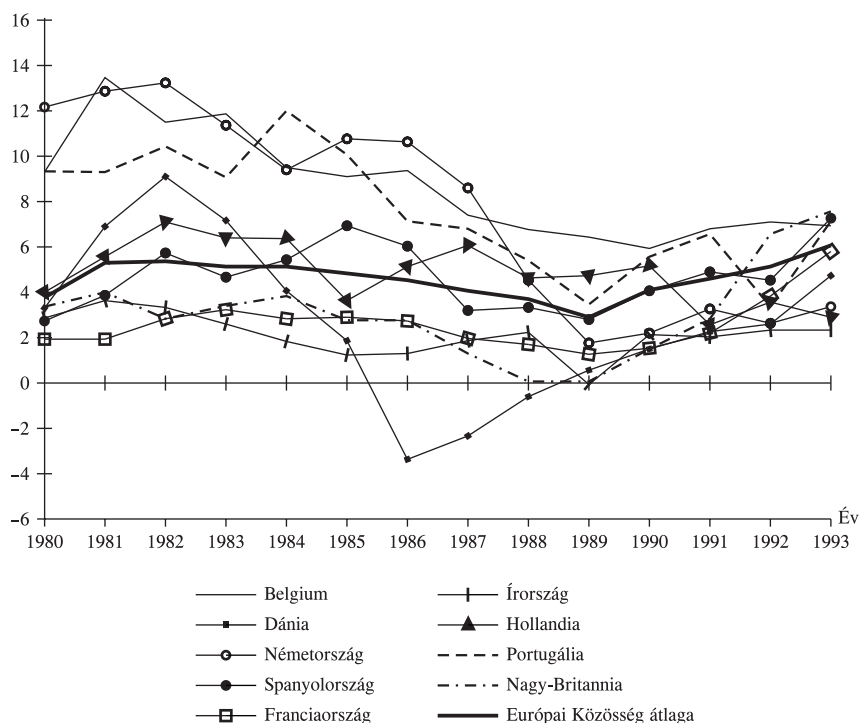
A 1. ábra grafikonjai a költségvetési egyenlegek mozgását mutatják az EK–9-re nézve. A 2. ábra a különböző országcsoportok varianciáit mutatja, hogy láthassuk, mely országok értékei térnek el jelentősen a vizsgált időszakban.

Az európai költségvetések hiánya 1980 és 1987 között eltérő szinten és gyakran nem is

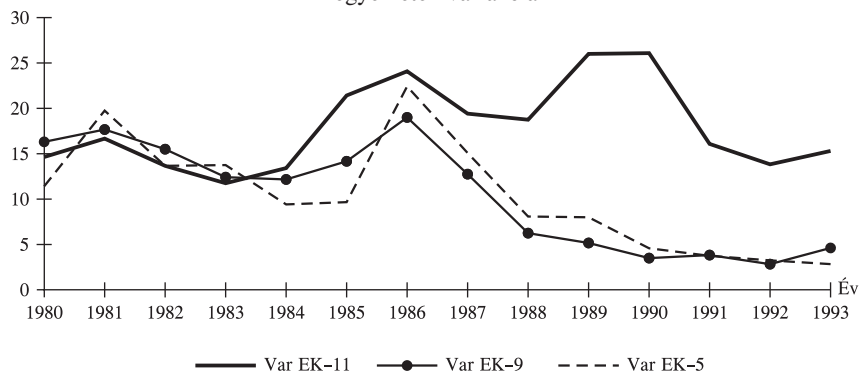
együtt mozgott, 1987 után azonban – Görögországot és Olaszországot kivéve – erős hasonlóságot mutatott, alacsony relatív átlagos eltérések mellett. A 2. ábra azt tükrözi, hogy a kilenc ország együtt mozgott, variációjuk nem nagyobb, mint az úgynevezett magországeké (EK-5: Németország, Franciaország, Dánia, Belgium és Hollandia).

Ennek értelmében a kilenc ország esetében nem áll fenn a megemelkedő kamatok veszélye, hacsak a néhol nagyon magas államadósság finanszírozása nem okoz különösebb gondot. A hiányok nagyságából és – például az 1991-es recesszió alatti – emelkedésből látszik, hogy a nemzeti költségvetések fellépnek a sokkok ellen, vagyis nem ha-

1. ábra  
Költségvetési folyamatok EK-9



2. ábra  
Az egyenletek varianciái



9. táblázat  
Az EK-tagállamok költségvetési hiányainak (+) és többleteinek (-) aránya a GDP-hez

Év	Belgium	Hollandia	Német- ország	Francia- ország	Dánia	Írország	Spanyol- ország	Portu- galia	Egyesült Királyság	EK	VAR9	Olasz- ország	Görög- ország	VAR11
1980	9,3	4,0	2,9	0,0	3,3	12,2	2,6	9,3	3,5	3,6	16,21	8,6	2,9	13,55
1981	13,5	5,5	3,7	1,9	6,9	12,8	3,9	9,3	4,0	5,2	17,34	11,4	10,2	15,48
1982	11,5	7,1	3,3	2,8	9,1	13,2	5,6	10,4	2,9	5,3	15,48	11,3	7,7	13,04
1983	11,9	6,4	2,6	3,2	7,2	11,3	4,7	9,0	3,4	5,1	12,22	10,6	8,6	10,73
1984	9,6	6,3	1,9	2,8	4,1	9,4	5,4	12,0	3,9	5,1	11,98	11,6	10,1	12,40
1985	9,1	3,6	1,2	2,9	2,0	10,7	6,9	10,1	2,8	4,8	13,94	12,6	14,0	19,70
1986	9,4	5,1	1,3	2,7	-3,4	10,6	6,0	7,2	2,8	4,5	18,72	11,6	12,5	22,02
1987	7,5	5,9	1,9	1,9	-2,4	8,5	3,1	6,8	1,4	4,0	12,64	11,0	11,7	17,71
1988	6,8	4,6	2,2	1,7	-0,6	4,5	3,3	5,4	0,1	3,6	6,09	10,7	13,7	17,23
1989	6,5	4,7	-0,1	1,3	0,5	1,7	2,8	3,4	0,1	2,9	5,01	9,9	16,6	23,61
1990	5,9	5,1	2,1	1,5	1,5	2,2	3,9	5,5	1,5	4,1	3,44	10,9	18,1	23,82
1991	6,8	2,5	3,2	2,1	2,2	2,0	4,9	6,6	2,8	4,6	3,71	10,2	14,4	14,59
1992	7,1	3,5	2,6	3,9	2,6	2,3	4,5	3,3	6,4	5,1	2,90	9,5	14,3	12,40
1993	7,0	2,9	3,3	5,7	4,6	2,3	7,3	7,1	7,7	6,0	4,41	9,5	16,3	13,89

Megjegyzés: EK = EK(12) Luxemburg kivételével.

Forrás: European Economy 1993, a szerző számításai.



gyatkoznak teljesen a monetáris politikára. Egy esetleges túlzott szigorítás ezt az alkalmazkodási potenciált csökkentené, annak minden káros következményével együtt.

*Összefoglalva:* a fiskális politika elvben segíti a sokk utáni alkalmazkodást, csak hogy, mint láttuk, ha túlzottak a biztosítékok, ez könnyen túlzott eladósodáshoz vezethet a monetáris politikájukat elvesztett régiók számára. A fiskális együttműködés és a közös költségvetés hatékonysága és szerepe messze nem egyértelmű, a konkrét intézkedések, szabályok határozzák meg hatását.

### Konklúzió – egy példával

„Az optimális valutaövezetek elmélete ... valahogy zsákutca-probléma” – írta *H. G. Johnson* 1969-ben. Azóta sokat változott a közgazdasági gondolkodás. 1970-ben *Pierre Werner* luxemburgi miniszterelnök vezetésével elkezdődött az Európai Közösségek valutauniójának tervezése, amely mind a mai napig tart. 2002-re Európa jelentős részének közös valutája lehet. Az optimális valutaövezetek elmélete ideálisnak tűnt a felvetett probléma közgazdasági kezeléséhez, az unió jótékony hatásainak és költségeinek – hangsúlyozottan nem rövid távú – számbavételéhez. Az eredeti keynesi ihletés ellenére széles körben használhatóvá vált.

A mottónkban feltüntetett gondolatot John Stuart Mill százötven éve fogalmazta meg. Azóta talán mégsem változott olyan sokat a világ. Csupán az utóbbi évek eseményeiből vegyük példaként Jugoszlávia, Csehszlovákia vagy a Szovjetunió esetét; láthattuk, hogy a politikai szétválás után azonnal nyomták az új nemzeti valutákat, és a német egyesítés

10. táblázat

A német és az esetleges EU magországaiból kialakuló monetáris unió összehasonlítása

Unió	Magországok az EU-ban (Ausztria, Németország, Benelux államok, Franciaország, Dánia, 1997-ben)	Egyesített Németország (Kelet és Nyugat, 1990)
Az unió jellege	Kombináció: közös monetáris politika jöhet létre	Beolvadás: a keleti régió átveszi a nyugati monetáris politikáját
Sokkok	Korrelált keresleti és kínálati sokkok, és jellemző a magas alkalmazkodóképesség	Eltérő gazdasági struktúra, a regionális sokk valószínűbb
Termékpiac	Kereskedelem erős, diverzifikált struktúrák, jellemzően nyitott	A keleti régió gazdaságilag elég zárt, potenciális kereskedelem
Tőkeáramlás	Szinte teljes	Gyenge, ám potenciálisan erős
Munkaerő-áramlás	Korlátozott	Kevésbé korlátozott
Infláció, hitelesség	Hasonló	Nagyon eltérő volt, ma az uniós hitelesség = nyugati régió hitelessége ⇒ de az inflációs szint fenntartása rengeteg áldozattal jár(ha)t
Fiskális szint	Fiskális transzfer lehetősége minimális	Hatalmas transzferek
Tranzakciós költség	Megtakarítás nem túl jelentős	Nagyok ⇒ jelentős vonzóerő

jelképe is a közös márka lett. A nemzeti valuták léte, a valutauniók kialakulása egyaránt eredménye történelmi véletlennek és politikai döntések sorozatának. A véletlennek látszó események és a politikai döntések mögött gyakran sokféle gazdasági érdek, közgazdasági racionalitás húzódik meg. Az optimális valutaövezetek elmélete ezt a racionalitást keresi, vagyis azokat a tényezőket igyekszik feltárni, amelyek bizonyos régiócsoporthoz esetében az unióra nézve jótékony hatásúvá teszik a közös valuta bevezetését.

Reményünk szerint tanulmányunk közelebb vitte az olvasót az optimális valuta övezetek elméleti mondanivalójának megértéséhez. Több helyen meghaladtuk az 1960-as, 1970-es évek eredményeit, és megpróbáltuk áttekinteni az 1990-es évek fejleményeit. Láthatunk, hogy egy régiócsoporthoz akkor alkalmas közös valuta bevezetésére, ha bizonyos területeken hasonló paraméterekkel rendelkeznek, illetve elég integráltak tekinthetők.

Az elmélet használhatóságát jól mutatja a következő rövid példa, amely a nyugati és keleti régiókból álló Németországot, valamint egy Ausztriából, Németországból, a Benelux államokból, továbbá Franciaországból és Dániából álló valutauniót hasonlít össze, megvizsgálva, hogy vajon e régiócsoporthoz mennyire teljesítik az OCA követelményeit.

Az egyesült Németország a klasszikus értelmezés szerint gyakorlatilag nem tekinthető optimális valutaövezetnek, és a tanulmányunkban felvázolt érvek alapján is erősek a kétségek. A magországok már alkalmasabbnak látszanak, ám hiányzik például a fiskális politika közös kezelése, amelyre persze nehéz *ex ante* ésszerű szabályokat, intézményeket kialakítani és politikailag elfogadtatni.

#### Hivatkozások

- ALESINA ÉS SZERZŐTÁRSAI [1995]: Together or separately? The political economy of fiscal discipline, *European Economic Review*, 39.
- AMATO, G. [1994]: The case for a European Fiscal Authority. Philip Morris Institute for Public Policy Research Working Papers.
- ATKESON, A.–BAYOUMI, T. [1991]: Do Private Capital Markets Insure Regional Risk? Evidence from the USA and Europe. IMF, kézirat.
- BAILEY, M. J.–TAVLAS, G. S. [1988]: Trade and Investment Under Floating Exchange Rates: The US Experience. *Cato Journal*, 8.
- BAILEY, M. J.–TAVLAS, G. S. [1991]: The Impact of Exchange Rate Volatility on Export Growth. *Journal of Policy Modeling*, 9.
- BARRO, R.–GORDON, D. [1983]: Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12.
- BAYOUMI, T. [1994]: A Formal Model of Optimum Currency Areas. IMF Staff Papers, 41.
- BAYOUMI, T.–EICHENGREEN, B. [1992]: Shocking aspects of European monetary unification. CEPR Discussion Papers, No 643.
- BAYOUMI, T.–EICHENGREEN, B. [1996]: Operationalizing the theory of Optimum Currency Areas. CEPR Discussion Papers, No 1484.
- BAYOUMI, T.–MASSON, P. [1991]: Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe. IMF, Nov.
- BAYOUMI, T.–MASSON, P. [1996]: Debt Creating versus Non Debt Creating Policies. IMF, kézirat.
- BEGG, D. [1990]: Alternative Exchange Rate Regimes. *European Economy*.
- BERTHOLD, N. [1993]: Fiskális föderalizmus Európában mint a sikeres gazdasági és valutáris unió előfeltétele. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz.
- BINI SMAGHI, L.–VORI, S. [1993]: Rating the EU as an optimal currency area. Banca d'Italia DP, Rome.
- BISHOP, G.–DAMRAU, D.–MILLER, M. [1989]: 1992 and beyond: Market Discipline CAN Work in the EC Monetary Union. Salomon Brothers, London.
- BLANCHARD, O.–KATZ, L. [1992]: Regional Evolutions. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1.

- CAPORALE, G. M. [1993]: Is Europe an Optimum Currency Area: Symmetric versus Asymmetric Shocks in the EC. *National Institute Economic Review*, 144.
- CEC [1970]: Werner Report: Report on the Realisation by Stages of the Economic and Monetary Union in the Community. Council and Commission of the European Communities, Supplement to Bulletin 11 of the EC, Luxemburg.
- CEC [1977]: MacDougall Report: The Role of Public Finance in the EC. Commission of the European Communities, Brussels.
- CEC [1989]: Delors Report: Report on Economic and Monetary Union in the EC. Commission of the European Communities, EurOP, Luxemburg.
- CEC [1992]: Maastrichti Szerződés: Treaty on European Union. Council and Commission of the European Communities, EurOP, Luxemburg.
- CEC [1995]: Green Paper: One Currency for Europe. Commission of the European Communities, EurOP, Luxemburg.
- CHAMIES, N.–DESERRERES, A.–LALONDE, R. [1994]: Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry. Bank of Canada, Working Papers, 1.
- CDU/CSU [1994]: Reflection on European policy. CDU/CSU Fraktion des Deutschen Bundestages, Bonn.
- DECESSIN, J.–FATÁS, A. [1994]: Regional Labour Market Dynamics in Europe. CEPR Discussion Papers No. 1085.
- EICHENGREEN, B [1990a]: One money for Europe? Lessons from the US currency union. *Economic Policy*, No 10, April.
- EICHENGREEN, B. [1990b]: Is Europe an Optimum Currency Area ? CEPR Discussion Papers, No 478.
- EICHENGREEN, B. [1992]: Labour Markets and European Monetary Unification. University of California at Berkely, Departement of Economics Working Papers.
- EICHENGREEN, B.–ROSE, K.–WYPLOSZ, C. [1994]: Is There a Safe Passage to EMU? CEPR Discussion Papers, No 1061.
- EICHENGREEN, B.–ROSE, K.–WYPLOSZ, C. [1995]: Exchange Rate Mayhem. *Economic Policy*. No 21.
- EMERSON ÉS SZERZŐTÁRSAI [1992]: One market, one money. Oxford University Press.
- EURÓPA SZÁMOKBAN [1997] EurOP, Brüsszel.
- EUROSTAT [1992], [1993], [1994], [1995].
- FAGERBERG, J.–VERSPAGEN, B. [1996]: Heading for Divergence? Regional Growth in Europe Reconsidered. *Journal of Common Market Studies*, 34, 3.
- FRANKEL, J. A. [1992]: Measuring International Capital Mobility: A Review. *American Economic Review*, 2. sz.
- FRIEDMAN, M. [1973]: Money and Economic Development. Megjelent: The Horowitz lectures of 1972. Praeger, New York.
- GÁSPÁR PÁL [1994]: Az 1991–1993 közötti recesszió és költségvetési folyamatok kapcsolata az Európai Unióban. Az MTA Világgazdasági Kutató Intézete.
- GIAVAZZI, F.–GIOVANNINI, A. [1988]: The role of the exchange rate regime in a disinflation. Megjelent: Giavazzi–Micossi–Miller (szerk.): The EMS. CEPR–STEP–Banca d'Italia, Cambridge University Press.
- DE GRAUWE, P. [1992]: The Economics of Monetary Integration. Oxford University Press.
- DE GRAUWE, P.–VANHAVERBEKE, W. [1992]: Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence from regional data. CEPR Discussion Papers, No. 555.
- GRILLI, V.–MILESI-FERRETTI, G. M. [1995]: Economic Effects and Structural Determinants of Capital Control. IMF Staff Papers, 42/3.
- HEINZ FRIGYES–HORVÁTH CSABA [1995]: A gazdaságpolitika szerepe és lehetőségei a monetáris unióban. TDK-dolgozat, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem.
- HOLLAND, S. [1993]: The European Imperative. Report to the Commission of the EC Spokesman, Nottingham.
- HORVÁTH ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN [1997]: Gazdasági és Monetáris Unió. MNB Műhelytanulmányok.

- JACQUEMIN, A.–SAPIR, A. [1995]: Is a European hard core credible? A statistical analysis. CEPR Working Papers, No 1242.
- JOHNSON, H. G. [1969]: The Problems Approach to the International Monetary Reform. Megjelent: *Mundell, R.–Swoboda, A.* (szerk.): *Monetary Problems of the International Economy.* University of Chicago Press.
- KENEN, P. [1969]: The theory of Optimum Currency Areas: An eclectic view. Megjelent: *Mundell, R.–Swoboda, A.* (szerk.): *Monetary Problems of the International Economy.* University of Chicago Press.
- KRUGMAN, P [1989]: Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates. *European Economic Review*, 33.
- KRUGMAN, P [1991]: *Geography and Trade,* Leuven University Press, Leuven és MIT Press, London.
- KYDLAND, F. E.–PRESCOTT, E. C. [1977]: Rules Rather than Discretion. *Journal of Political Economy*, June.
- LEIDERMAN, L.–RAZIN, A . [1994]: *Capital Mobility: the Impact on Consumption, Investment and Growth.* Cambridge University Press.
- LÓRINCNÉ ISTVÁNYFI HAJNA [1996]: *Pénzügyek Európában. Múlt, jelen, jövő. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.*
- MASSON, P.–TAYLOR, M. [1993]: *Currency Unions: a survey.* Megjelent: *Masson–Taylor* (szerk.): *Policy issues in the operation of currency unions,* Cambridge University Press, Cambridge.
- MCDONALD, L.–SOLOW, R. [1981]: Wage Bargaining and Employment. *American Economic Review*, 71. sz.
- MCCALLUM, B. T. [1989]: *Monetary Economics: Theory and Policy.* Macmillan, New York.
- McKINNON, R. [1963]: Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53.
- MEADE, J. E. [1957]: The Balance of Payments Problems of a Free Trade Area. *Economic Journal*, 67.
- MÉLITZ, J. [1988]: *Monetary Discipline and Cooperation in the EMS.* Megjelent: *Giavazzi–Micossi–Miller* (szerk.): *The EMS.* CEPR–STEP–Banca d'Italia, Cambridge University Press.
- MÉLITZ, J. [1991]: A Suggested Reformulation of the theory of optimum currency areas. *CEPR Discussion Papers*, No 590.
- MÉLITZ, J. [1995]: The current impasse in research on optimum currency areas. *European Economic Review*, 39. sz.
- MILL, J. S. [1848]: *Principles of Political Economy.* Vol II., London.
- MUNDELL, R. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51.
- MUSGRAVE, R. A. [1986]: *The Economics of Fiscal Federalism.* Megjelent: *Collected Papers of R.A. Musgrave,* Vol 2, New York University Press, New York.
- OECD [1996], [1997]: *Economic Outlook.*
- OZKAN, F. G.–SUTHERLAND, A. [1994]: A Model of the ERM Crisis. *CEPR Discussion Papers* No. 879.
- PADOA-SCHIOPPA, T. [1988]: The EMS: A long term view. Megjelent: *Giavazzi–Micossi–Miller* (szerk.): *The EMS.* CEPR–STEP–Banca d'Italia, Cambridge University Press.
- PETE PÉTER [1996]: *Bevezetés a monetáris makroökonómiába.* Osiris, Budapest.
- RAZIN, A.–SADKA, E.[1995]: Resisting Migration: Wage Rigidity and Income Distribution. *CEPR Discussion Paper*, No 1091.
- SACHS, J.–SALA-I-MARTIN, X. [1992]: *Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas.* Megjelent: *Canzoneri, M–Grilli, V.–Mason, P.* (szerk.): *Establishing a Central Bank: Issues.* Cambridge University Press.
- SARGENT, T.–WALLACE, N. [1981]: Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, ősz.
- TAVLAS, G. [1993]: The New Theory of Optimum Currency Areas. *The World Economy*, november.
- TSOUKALIS, L. [1991]: *The New European Economy.* Oxford University Press, Oxford.
- VAN DER PLOEG, F. [1991]: *Macroeconomic Policy Coordination Issues During Various Phases of Economic and Monetary Integration in Europe.* Megjelent: *The Economics of EMU.* European Economy, Special Edition, EurOP, Brüsszel.

- VAN HAGEN, J. [1993]: Monetary Union and Fiscal Union. Megjelent: *Masson-Taylor* (szerk.): Policy issues in the operation of currency unions, Cambridge University Press, Cambridge
- VENABLES, A. [1997]: Notes on International Trade and Imperfect Competition, London School of Economics, kézirat.
- VON HAGEN, J.-FRANTIANI, M. [1990]: Monetary and Fiscal Policy in a EMU. Megjelent: *Welfens, P. J.* (szerk.): The EMS – From German Dominance to EMU. Springer Verlag, Berlin.
- VON HAGEN, J.-NEUMANN, J. M. [1991]: Real Exchange Rate Variability Within and Between Monetary Unions Working Papers, Indiana University, School of Business.
- WOLF, R. A.-GHOSH, C. H. [1995]: How Many Moneys? A Genetic Approach. NBER Working Papers No 4805.
- WYPLOSZ, C. [1991]: Monetary Union and fiscal policy discipline. Megjelent: The Economics of EMU. European Economy, Special Edition, EurOP, Brüsszel.