



**GÁSPÁR PÁL–VÁRHEGYI ÉVA**

## **Az euró bevezetésének hatásai az EMU és Magyarország gazdaságára**

Az egységes európai valutaövezet kialakulása jelentős átrendeződést idézhet elő a vezetett valuták keresztárfolyamában, a nemzetközi kereskedelemben, valamint a pénzügyi tranzakciókban, a tőkepiacok integráltságában és a tőkeáramlások irányában. Az euróövezet léte módosítja az érintett országok növekedési kilátásait, az egyes gazdaságok strukturális jellemzőit, a reálgazdaság és a pénzpiacok nyitottságát. Az egységes valuta az euróövezethez kapcsolódó gazdaságokban is változásokat idéz elő.

A cikk az egységes európai valutaövezet rövid és középtávon várható makrogazdasági és szerkezeti hatásait vizsgálja a Gazdasági és Monetáris Unió gazdaságában, valamint az ahhoz szorosan kötődő magyar gazdaságban. Az elemzés a növekedési kilátásokra, a tőkepiacok méretében és a tőkeáramlások irányában várható változásokra, az árfolyamok és az árfolyamrendszer alakulására, valamint a pénzügyi és a vállalati szektort érintő hatásokra koncentrálnak.\*

### **Az euróövezet gazdaságában várható változások**

Az euróövezet kialakulása jelentősen befolyásolja a Gazdasági és Monetáris Unióba (EMU) tartozó országok növekedési és makrogazdasági kilátásait, valamint strukturális jellemzőit. A reál- és pénzügyi nyitottság ellentétes irányban változik: miközben a korábbi külkereskedelem belső kereskedelemmé válik, és emiatt a reálgazdaság nyitottsága mérséklődik, addig a pénzpiaci nyitottság tovább erősödhet a közös valuta tőkepiacokat erősítő és egységesítő hatása nyomán. Az egységes monetáris övezet kialakulása módosítja a pénzpiaci szerkezetet és a pénzkeresleti függvényeket, aminek következtében megváltozik a gazdaságok reagálása a monetáris politikára és a külső sokkokra, valamint a hatékony monetáris politikai eszközök köre és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa.

Mindezek hatására a gazdaságpolitika által hatékonyan alkalmazható eszközök is változnak. Egyesek alkalmazását a Stabilitási és Növekedési Egyezmény előírásai szűkíthetik, miközben erősödik a strukturális és monetáris politika szerepe. Az euró bevezetésével módosul a sokkokhoz való alkalmazkodás gazdaságpolitikai eszköztára: felértékelődik a tényezőpiacok rugalmassága, a költségvetési transferek szerepe.

\* A cikk alapjául a szerzők nagyobb lélegzetű tanulmánya szolgál (Gáspár–Várhegyi [1999]). Köszönettel tarozunk Rácz Margitnak, Szalai Zoltánnak, Náray Lászlónak, Dezséri Kálmánnak, Réz Andrásnak és Király Árpádnak a tanulmány első változatához fűzött értékes észrevételeikért. A cikk megállapításaiért természetesen a szerzők viselik a felelősséget.

Gáspár Pál kandidátus, a Pénzügykutató Rt. tudományos főmunkatársa.

Várhegyi Éva kandidátus, a Pénzügykutató Rt. tudományos főmunkatársa.

*Növekedési kilátások*

Az egységes valuta kialakulása módosítja az euróövezet makrogazdasági kilátásait. Az egyik legfontosabb rövid távú hatás, hogy az európai gazdaságok gyorsabban növekedhetnek. (Az addicionális növekedési hatásokat az előrejelzések általában egy százalékpont körülire becsülik.)

A növekedési többlet fő forrása a devizakockázat eltűnése, a piacok egységesülése miatt növekvő skálahatékonyság lesz: a piaci méretek bővülése által generált keresleti többlet hatékonyabb termelési szerkezetet alakíthat ki. Az egységes valutában denominált széles piacon, a fogyasztók által jobban összehasonlítható árak mellett a piaci verseny bővülni fog, és még inkább egységessé válnak az áru-, a munkaerő- és a tőkepiacok. A közös valuta révén erősödő verseny növeli a határokon átnyúló tőke- és árupiaci tranzakciók volumenét, jelentős költségmegtakarítást és versenyképesség-javulást generál, ami a növekedési ütemben is pozitív hatásként fog jelentkezni.

A növekedési többlet másik forrása az árfolyamkockázat és az európai keresztárfolyamok ingadozásának megszűnése. Számos tanulmány mutatott ki negatív kapcsolatot az árfolyam-ingadozás mértéke és az export növekedése, illetve ezen keresztül az árfolyam-ingadozás és a reál-GDP növekedése között (*Dollar* [1986]). Az euró árfolyamának alakulása is lehet ingatag, de ennek közvetlen hatása az európai gazdaságokra a kisebb reálgazdasági nyitottság miatt mérsékeltebb lesz, ráadásul az euró a EMU-tagországok korábbi nemzeti valutáinál stabilabb lesz.

Kedvező növekedési hatás várható azoktól a követelményektől is, amelyeket az EMU támaszt a pénzügyi fegyelem terén a gazdaságpolitikával szemben. Az árfolyam- és a monetáris politika mint alkalmazkodási eszköz kiesése, valamint a Stabilitási és Növekedési Egyezményben lefektetett szigorú fiskális politikai irányelvek szintén növelhetik a pénzügyi fegyelmet. Ezt erősíti, hogy mivel a külső sokkokhoz nem lehet pénzpólitikai eszközökkel alkalmazkodni, az európai munkaerőpiacok merevsége mellett a jövedelempolitika mozgásteret is a korábbiaknál korlátozottabb lesz. Emiatt az euróövezeten belül erősödik a pénzügyi stabilitásra fektetett hangsúly, és ennek, valamint a megszilárduló áraknak kedvező növekedési hatásuk lehet. Ebbe az irányba hat az is, hogy az euróövezet kialakítása, illetve az oda történő belépés érdekében követett fiskális politika restriktív jellege enyhülni fog a konvergenciakritériumok teljesítése után.

Kedvezően érinti a GDP növekedését a tranzakciós költségek megszűnése az euróövezeten belül, amelyek a különböző számítások szerint a kilencvenes évek elején a GDP 0,5 százalékát tették ki. A kamatok konvergenciája, a kamateltérések csökkenése is kiválthat addicionális növekedési hatásokat, bár problémát jelenthet, hogy további kamatcsökkenésre elsősorban a már amúgy is kissé túlfűtött konjunkturális pozícióban lévő gazdaságokban (Írország, Spanyolország) kerülhet sor, ami kedvezőtlen lehet az Európai Központi Bank (ECB) céljai és az euróövezet egészének stabilitása szempontjából. A rövid távú kamatlábak konvergenciája már az egységes valuta bevezetése előtt lezajlott, a hosszú lejáratú kamatlábak esetében a konvergencia fokozatos lesz, és a különbségek tovább fennmaradnak, tükrözve a különböző kibocsátók kockázatosságában fennálló eltéréseket.

Az euróövezet megteremtése jelentősen növelheti a tőkebeáramlást az EMU-hoz tartozó gazdaságokba. A közvetlen tőkebefektetéseket a nagyobb piac, az eltűnő tranzakciós költségek, valamint a termelési tényezők jobb összevethetősége ösztönzi. A portfólióbefektetések növekedése pedig elsősorban a tőke- és pénzpiacok egységesülése és bővülése, valamint az euróövezet kialakulása nyomán várható kedvező növekedési hatások miatt következhet be.

Az említett kedvező növekedési hatásokat várhatóan a bizonytalansági tényezők sem fogják semlegesíteni. A fő bizonytalansági tényezőt az jelenti, hogy mennyiben lesznek

aszimmetrikusak a régió gazdaságait érintő megrázkódtatások, és miképpen tudnak ezekhez alkalmazkodni az egyes országok a pénzügyi eszközök hiányában. Ez a probléma különösen élesen annak a fényében vetődik fel, hogy az EMU-ban éppen azok az eszközök hiányoznak a sokkok kezeléséhez, amelyekre az optimális valutaövezetek elmélete szerint a monetáris uniókban a leginkább szükség van. Ilyenek a régiók közötti erőteljes munkaerő-mobilitás és a központi költségvetési transzferek. Ebben a tekintetben az euróövezet sokkal kedvezőtlenebb helyzetben van, mint a korábban létrejött monetáris uniók: a munkaerő mobilitása még az egyes országokon belül is alacsony, a központi költségvetés pedig a közös GDP alig egy százalékát osztja újra. Ugyanakkor a az EMU reálgazdasági nyitottságának csökkenése mérsékelheti a külső reálsokkok hatását, ami nagyobb szabadságot nyújt az Európai Központi Banknak az euró külső árfolyamának alakításában.

Bizonytalansági tényezőt jelent az európai jegybank monetáris politikája is. Az ECB kénytelen volt az euró stabilitásának biztosítása és hitelességének megalapozása érdekében a kívánatosnál szigorúbb monetáris politikával kezdeni működését. Mivel azonban a stabilitást, az euró iránti kereslet növekedését más tényezők is ösztönzik, és a hitelesség megalapozására is rendelkezésre állnak a megfelelő eszközök (az ECB függetlensége, státusa, céljai és eszközei stb.), ezért a szigorú monetáris politika középtávon várhatóan nem semlegesíti az euróövezet kialakulásából eredő kedvező növekedési hatásokat.

#### *Változások a nemzetközi tőkepiacok méretében és a tőkeáramlásokban*

Az euró kialakulása – az európai tőkepiacok kedvező szerkezeti adottságaival párosulva – a tőkepiacok bővülését, a kereskedési volumen növekedését, a tőkepiacok közötti eltérések csökkenését, ezzel pedig a piacok fokozatos egyesülését eredményezi. Az euró bevezetésével megszűnt az euróövezeten belüli tőkeáramlásokat korlátozó devizakockázat, mérséklődnek az egyes kibocsátások kockázati feltételei közötti eltérések, miközben az erősödő verseny hatására szűkülő kamatrés is ösztönzi a kereskedési volumen növekedését.

A tőkepiacok fejlődésére a befektetők portfóliódöntésein keresztül is kedvező hatások várhatók. Eddig az árfolyamkockázat mérséklése, illetve az optimális hozam–kockázat arány elérése érdekében a befektetők különböző devizákban denominált portfóliókat alakítottak ki. A devizakockázat megszűnésével az euróövezeten belül a befektetők döntéseit már nem korlátozzák a valutamegfelelési szabályok, amelyek az optimálisnál kedvezőtlenebb befektetési szerkezetet idézhettek elő. Az egységes valuta kialakulásával és az árfolyamkockázat megszűnésével a portfóliódiverzifikálás alapelve a különböző eszközökbe történő befektetés lesz, ami egyrészt ösztönzi a tőkepiaci integrációt, másrészt erősíti az egyes piaci szegmensek növekedési kilátásait.

Az egységes valuta bevezetése várhatóan jelentősen megnöveli az EMU-n belüli tőkepiacok méretét. Az árfolyamkockázat megszűnése és az euró kulcsvalutaszerepe jelentős, becslések szerint több ezer milliárd dolláros többletlikviditást teremthet, ami első sorban a vállalati kötvénykibocsátásokat növelheti meg. Nemzetközi pénzügyi elemzők (Merrill Lynch) azzal számolnak, hogy évente 300-400 milliárd dollárnyi új kibocsátásra kerül sor, és Európa GDP-arányos kibocsátása néhány év alatt eléri az Egyesült Államokét. Az európai kötvénypiac várhatóan spekulatívabbá válik, hasonlóan az Egyesült Államok piacához, ahol a spekulatív fokozatú kötvények aránya eléri a 70 százalékot.

Az egységes valutaövezet várhatóan erősíti a deregulációt, a liberalizálást és az intézményi fejlődés kedvező hatásait a tőkepiaci kereskedés volumenére, a kamatrés csökkenésére, a piacok átláthatóságára. Az egyes piaci szegmensek fejlődése eltérően alakulhatnak.

Az euró bevezetése – az elektronikus kereskedés erősödése mellett – ösztönzi a határon átnyúló *részvénykereskedést* és a tőzsdéi tevékenységek koncentrációját. Ez fokoza-

tosan egyes tőzsdék egységesüléséhez vezethet, miközben a kisebb tőzsdék elsősorban a helyi vállalatok részvényeinek kereskedésével foglalkoznak majd. A pénzügyi központok versenyében kiválasztódik a leghatékonyabb és legolcsóbb európai értéktőzsde.

Az egységes európai *kötvénypiacok* kialakulásában fontos tényező lesz a referenciaként szolgáló (benchmark-) kötvények kialakulása. Az *állampapírok piacának* alakulását elsősorban a befektetői magatartás már említett változása befolyásolja: az, hogy a befektetők a valutakockázat helyett elsősorban a likviditáskockázatot veszik majd figyelembe, ami a különböző lejáratú szegmensekben történő portfóliódiverzifikálódásra ösztönöz. Az állampapírpiac likviditását növelheti az, hogy az egységes európai valuta nyomán megszűnik a belső és a devizaadósság közötti kockázati eltérés. Eddig ugyanis a hitelminősítők kockázatosabbnak ítélték a devizában denominált államadósság teljesítését a hazai valutában denomináltnál, elsősorban azért, mert a belföldi adósságszolgálathoz szükséges források (az adók vagy az inflációs adóbevételek növelésével) könnyebben előteremthetők voltak. Az euró bevezetése nyomán ez az eltérés is megszűnik, a teljes államadósság kockázatának mértéke a korábbi külső államadóssághoz tartozó szintnek fog megfelelni.

A devizakockázat eltűnése mellett nő a hitelkockázat jelentősége, mivel a közös valutában az egyes kötvények kockázata jobban összevethető. A kedvezőtlenebb államháztartási pozícióval rendelkező országok állampapírpiacainak növekedését befolyásolja a referenciakötvények hozama felett fizetendő kockázati felár mértéke.

Az állampapírpiacok bővülését ugyanakkor korlátozhatja, hogy a monetáris unió teremtette pénzügyi fegyelem szigorúbb költségvetési politikát követel meg, limitálva az államháztartási hiány és ebből fakadóan az új állampapír-kibocsátások volumenét. A vállalati kötvénypiacok növekedése, a tőzsdék nemzetköziesedése és a tőzsdei árfolyamok emelkedése is forrásokat vonhat el az állampapírpiacokról. Összhatásként az állampapírpiacok mértékének fokozatos és kis mértékű csökkenése várható.

A *vállalati kötvénypiacokon* a kibocsátások növekedésével, a piacok egységesülésével lehet számolni. A piac bővülését keresleti és kínálati tényezők egyaránt ösztönözik. A kínálati oldalt a vállalatok növekvő kötvénykibocsátási kedve fogja jellemezni – a devizakockázat eltűnése, a likvidebb piacok kialakulása és a vállalati kondíciók jobb összevethetősége következtében. A keresletet pedig elsősorban a lehetséges befektetői kör bővülése élénkíti. Ez elsősorban az európai alapok növekedésében, illetve az amerikai befektetési alapok növekvő érdeklődésében jelentkezik, amelyek a korábbinál nagyobb skálahatékonyaságot képesek megvalósítani az egységes piacokon.

### *Az euró árfolyamának várható alakulása*

Az egyes kulcsvaluták nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi folyamatokban játszott szerepe és a keresztfolyamok hosszabb távú alakulását meghatározó tényezők alapján az egységes európai valutaövezet kialakulásával középtávon jelentős átrendeződés várható az euró javára a többi kulcsvalutával szemben. Ebben a következő tényezők játszhatnak szerepet.

1. *Az euróövezet relatív gazdasági ereje a dollárhoz és a jenhez képest.* Az euró relatív erejét elsősorban az euróövezetnek a német márkához képest nagyobb gazdasági ereje határozza meg. A gazdasági erő növekedése a GDP tekintetében jelentősebb, a nemzetközi kereskedelemben betöltött szerepét illetően pedig kisebb mértékű: a német gazdaság a világ GDP-jének 9 és a világkereskedelem 12 százalékát adja, az euróövezetet tekintve ezek az arányok 30 és 20 százalékosak. A GDP-arány növekedését nem kíséri a kereskedelmi súly növekedése, hiszen az euróövezetben az egységes valuta kialakulásával a belső kereskedelemmé átalakuló régióon belüli kereskedelem a meghatározó. A pénzügyi szektorban az euróövezet részesedésének növekedése dinamikusabb lesz, és a szinergikus

hatásoknak köszönhetően az euróforgalom a nemzetközi tranzakciók nagyobb hányadát fogja képviselni.

Az egységes valutaövezet növekedési hatásai is kedvezően érintik az euró iránti kereslet, és ezen keresztül az euró árfolyamának alakulását. Számos nemzetközi tanulmány mutatta ki, hogy pozitív a korreláció a kulcsvaluta iránti kereslet és a kulcsvalutaország reál-GDP-jének növekedési üteme között. *Eichengreen–Frankel* [1996] tanulmánya szerint a kulcsvaluta-gazdaság/-övezet reál-GDP-részesedésének egy százalékpontos növekedése a világ egészének GDP-jéből az adott valuta arányát a jegybankok nemzetközi tartalékán belül 0,5-1,35 százalékponttal növeli (annak függvényében, hogy a számításonkál a hivatalos vagy a vásárlóerő-paritásos árfolyamot használják).

Az euró megerősödését a kulcsvalutákkal szemben a jen tartós gyengélkedése és kulcsvalutákkal szemben elmaradó nemzetközi szerepe is befolyásolja. A japán gazdaság súlya jelentősen mérséklődik az euróövezettel szemben, miközben nem várható, hogy a jen pénzügyi szerepének növeléséhez és erősödéséhez szükséges mértékű lesz a japán tőke-és pénzpiacok liberalizálása. Mivel a mai gazdaságpolitikai gondok szerkezeti jellegűek, kezelésük időigényes folyamat, és ez tartósan visszaveti a gazdaság dinamizmusát, csökkentve a jen nemzetközi szerepét.

2. *Átrendeződések a nemzetközi portfóliók devizaszerkezetében.* Az euró jelentősebb mértékben átrendezheti a hivatalos devizatartalékok valutaszerkezetét, a tőkeáramlások irányát, valamint a magánszektor által birtokolt pénzügyi eszközök valutaszerkezetét.

a) *A hivatalos devizatartalékok átrendeződése.* A jegybankok és a monetáris hatóságok 1400 milliárd dollár értékű devizatartalékain (1996) belül 62 százalékos volt a dollár részesedése, amit az egységes valuta kialakulása és elterjedése jelentősen átrendezhet. Ennek egyik oka, hogy az euróövezet külkereskedelmének 60 százaléka az egységes valuta bevezetésével belkereskedelemmé változott, az importvolumen csökkenésével párhuzamosan pedig mérséklődhetnek a jegybankok devizatartalékolási szükségletei is. A jegybanki devizatartalékok csökkenése azonban elmarad az importtól, mivel az ECB devizatartalékának szintjét elsősorban nem az import volumene határozza meg, hanem a tőkeáramlások és az euró árfolyamának alakulása, valamint az új árfolyam-együttműködési rendszer, az ERM-II.-n belüli beavatkozási kötelezettsége (*Prati–Schinasi* [1998]). Ez utóbbiak változásának iránya és mértéke eltérő lehet a kereskedelem és az import várható változásától. Emiatt vélhetően kisebb mértékű lesz a felesleges tartalékok szintje és a tartalékok leépülése is. Számítások szerint az euró bevezetése 25 százalékkal mérsékelheti az európai jegybank tartalékolási igényét a korábbi nemzeti jegybankok együttes tartalékához képest, ami 50 milliárd dolláros csökkenést jelent.

Az euró mint tartalékvaluta iránti kereslet növekedését előidéző másik fontos tényező a jegybankok portfóliódiverzifikálási stratégiája. Az euró megjelenése lehetőséget ad a jegybankok számára olyan tartalékszerkezet kialakításához, amely figyelembe veszi az egyes tartalékokban elérhető hozamokat, valamint a hozamok egymással való kovarianciáját. *Masson–Turtelboom* [1997] számításai szerint az optimális tartalékportfólió kialakítása nyomán a dollár részesedése akár a korábbi érték felére csökkenhet.

A jegybankok tartalékolási politikáját a hozamok és kockázatok optimalizálása mellett a befektetési lehetőségek elérhetősége is befolyásolja. A jegybanki tartalékok fő befektetési területe a rövid lejáratú kincstárjegyek, és az euró-kincstárjegypiac kialakulásával némileg növekszik az európai állampapírpiacok volumene, ami további ösztönzést adhat a jegybankoknak eurótartalékaik növelésére. Az euró mint tartalékvaluta iránti keresletet továbbá növeli az euró részesedésének növekedése a nemzetközi kereskedelemben, a tőkeáramlásokban és a tőkepiaci műveletekben. Végül vélhetően több gazdaság fogja nemzeti valutáját az euróhoz kötni, mint a márkához, ami az adott országok jegybankjai számára megfelelő euró-tartalékállomány kialakítását teszi szükségessé.

b) *A magánvagyonesszközök devizaszerkezetének átrendeződése.* A magánszektor 3500 milliárd dolláros pénzügyi vagyoneszközeinek 50 százaléka dollárban és mindössze 10 százaléka európai valutában denominált. Ha az arányok akár csak kis mértékben is módosulnak, akkor is jelentős portfólióátrendeződésre kerülne sor a magánvagyonesszközök devizanemében, ami visszahat a keresztárfolyamok változására.<sup>1</sup>

c) *A hivatalos és a privát tőkeáramlások iránya.* Az euró létrejötte befolyásolja az egyes kulcsvaluták, illetve pénzügyi centrumok közötti tőkeáramlást. Az euróövezet súlyának növekedését három tényező határozza meg. Az egyik az euró várható ereje és stabilitása, amit az ECB antiinflációs elkötelezettsége és a korábbi dezinflációs sikerek biztosíthatnak. A másik tényező a devizatartalékok szerkezetének jelzett átalakulása. A harmadik tényező az európai pénz- és tőkepiacok fejlődése, az itt bekövetkező liberalizálás és intézményi fejlődés. A tőkeáramlások liberalizáltsága és a pénzpiacok mélysége, illetve az euró részeseződésének alakulása között pozitív kapcsolat van, mivel az egységes valuta előnyeit csak a tőkepiacok forgalmának és likviditásának további bővülése, a forgatott eszközök számának gyarapodása mellett lehet érvényesíteni.<sup>2</sup>

Az euró beáramlását a tőke- és kötvénypiacokra az euró várható stabilitása ösztönzi (a nemzetközi tapasztalatok pozitív kapcsolatot jeleznek az árfolyam stabilitása, valamint a tőke- és kötvénypiacok forgalma között). Az árfolyam-instabilitás kiiktatásával mérséklődhet a tőkepiaci befektetések volatilitása, és ez a külső befektetők számára növeli az eurózónába való befektetési lehetőségek vonzerejét. A csökkenő volatilitás mellett valószínűsíthető, hogy a befektetők párhuzamosan növelik részvény- és kötvénybefektetéseiket, mert a valutakockázat megszűnésével ez olyan befektetési stratégiát jelenthet, amely lehetőséget ad a kockázatok csökkentésére. Az egységes euróövezet összességében addicionális befektetési lehetőséget jelent, ami nagyobb volumenű tőkebeáramlást idézhet elő.

3. *Az Európai Központi Bank státusa és monetáris politikai preferenciái.* Az európai jegybank státusa, céljai és a rendelkezésre álló eszközei is befolyásolják az euró árfolyamának alakulását. Az ECB függetlensége a biztosíték arra, hogy kinyilvánított elsődleges célja, az árstabilitás érdekében erőteljes antiinflációs politikát folytasson. Emellett a német befolyás, illetve a Bundesbank által élvezett hitelesség megszerzése is szigorú és óvatos monetáris politikát valószínűsít. Az ECB monetáris politikája figyelembe veszi a hegemon valutapozíció eléréséből eredő előnyöket, amelyek javítják az euró bevezetéséből eredő költség-hason egyenleget, és szigorú politikára ösztökélik az ECB-t.

E tényezők azzal együtt is hatást gyakorolnak a keresztárfolyamok alakulására, hogy az ECB antiinflációs elkötelezettségét kezdetben korlátozhatják az euróövezet kialakulásával együtt járó erőteljes szerkezeti átrendeződések. A piacok méretében és mélységében, a piaci szereplők számában és viselkedésében végbemenő változások visszahatnak az egységes piacon jelentkező pénzkereslet alakulására, és megnehezítik az inflációs céllal konszisztens pénzmennyiség kialakítását. A kezdeti nehézségeket növeli, hogy bizonytalan: miképpen alakul a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa, mennyire lehet hatékony a közös monetáris politika az euróövezet tagjait jellemző eltérő üzleti ciklusok mellett, miképpen reagálnak a pénzpiaci szereplők a minden piacon érvényesülő egységes monetáris politikai eszközök alkalmazására.

A ECB tartós antiinflációs elkötelezettsége azonban hosszabb távon az euró árfolyamának felértékelődéséhez vezet a dollárral szemben.

4. *Az EMU-n belül várható gazdaságpolitikai eszközök együttesének hatása az euró*

<sup>1</sup> Bergsten [1998] számításai szerint abban az esetben, ha a devizanemenkénti megoszlás a mai arányoktól 40:20-ra módosulna, akkor 350 milliárd dollár értékű, ha 30:30-ra, akkor 700 milliárd dollár értékű portfólióátrendeződésre kerülne sor a magánvagyonesszközök tartói között.

<sup>2</sup> Az euró egyaránt előidézi az egyes európai tőkepiacok összeolvadását, a tőzsdei kereskedés koncentrációját, valamint a kisebb jelentőségű, regionális tőzsdék háttérbe szorulását.

árfolyamára. Az ECB státusa, valamint a Stabilitási és Növekedési Egyezményben, illetve a maastrichti szerződésben megfogalmazott kritériumok szigorú monetáris és fiskális politikát feltételeznek az euróövezetben.<sup>3</sup> Az euróövezet azonban távolról sem tekinthető optimális valutaövezetnek, akár a *Mundell* [1961] által említett szabad tényezőáramlást, akár a *Kenen* [1969] által említett specializálódást, akár a *McKinnon* [1963] által említett rugalmas tényezőpiacokat vesszük figyelembe. Ezért a térség gazdaságait a jövőben is érhetik aszimmetrikus sokkok.<sup>4</sup>

Tekintettel a közös költségvetés rendkívül alacsony mértékére, továbbá arra, hogy az egységes valuta kialakulásával kiiktatózott az árfolyam- és a monetáris politika alkalmazkodási mechanizmusa, és az euróövezeten belül a tényezőrugalmasság sem megfelelő, a nemzeti gazdaságpolitika számára rövid távon csak a fiskális politika marad eszközként a külső sokkokhoz való alkalmazkodáshoz. Ráadásul a Stabilitási és Növekedési Egyezményben a költségvetési korlátok megszegése esetén kilátásba helyezett szankciók csak hosszabb távon, többlépcsős egyeztetést követően érvényesülnek, és nem jelentenek súlyos terhet a nem teljesítő gazdaságok számára. Az ellentétes hatások következtében nagy valószínűséggel középtávon a laza fiskális és szigorú monetáris politika együttese valósul meg az európai gazdaságok többségében. Ennek kamatnövelő hatása lehet, ami az euró felértékelődése irányába hat.

5. *Lehetséges forgatókönyvek az euró árfolyamának alakulására.* A kulcsvaluták egymással szemben várható relatív súlyának alakulására *Portes–Rey* [1998] tanulmánya – részben az említett tényezők alapján – három olyan lehetséges forgatókönyvet vázol, amely felválthatja a dollár hegemoniáját a három gazdasági övezet (Japán, Egyesült Államok és Európai Unió) közötti pénzügyi és kereskedelmi tranzakciókban.

Az euró létrejötte előtti helyzet fennmaradását valószínűsítő forgatókönyv szerint a jövőben is megmarad a dollár hegemoniája, és így a kulcsvalutákat illetően nem jön létre a bipolaritás. A másik szélső – „nagy eurónak” nevezett – változat szerint az euró válik a meghatározó kulcsvalutává, és átveszi a dollár szerepét az euróövezet és Japán, illetve Egyesült Államok közötti kapcsolatokban, míg a dollár csak az Egyesült Államok–Japán relációban marad jelentős. A három övezeten kívül is az euró válik a meghatározó jelentőségű valutává. A „középső eurónak” keresztelt forgatókönyv szerint viszont az euró csak részben erősödik meg a dollár rovására, mert miközben az előzőekhez hasonlóan az euróövezet és Japán, illetve Egyesült Államok között a tranzakciók euróban, míg Japán és Egyesült Államok között dollárban zajlanak, a nemzetközi forgalomban azonban a dollár szerepe meghatározó marad.

A legnagyobb valószínűsége ennek az utóbbi változatnak van, amely szerint hosszabb távon az euró megerősödik. Az euró súlyának és felértékelődésének mértéke és üteme három tényezőtől függ.

a) A monetáris stabilitás biztosításának és az euró ereje növelésének szerepe az európai jegybank monetáris politikájában. Az ECB céljai alapján a pénzügyi stabilitás hangsúlya egyértelmű, míg az árfolyam stabilitása kisebb fontosságú, különösen ha ez ellentétbe kerül az árstabilitással. Ennek ellenére az ECB érdekelt lesz az euró külső stabilitásának erősítésében az ebből fakadó előnyök miatt, és politikája nem a nyájas mellőzés (*benign neglect*) lesz.

b) A pénzügyi nyitottság erősödése, a tőke- és pénzpiacok integrálódásának sebessége. E tényezők és az euró nemzetközi súlya, illetve relatív értékének alakulása között egyértelműen pozitív a kapcsolat.

<sup>3</sup> A monetáris politikában a szigorú az egyértelmű antiinflációs mandátum, míg a fiskális politikában a fiskális kritériumok nem teljesítésekor életbe lépő büntetés elrettentő ereje garantálhatja.

<sup>4</sup> Az aszimmetrikus sokkok első megnyilvánulása a feltörekvő gazdaságok valutaválságainak tovagyűrűző hatása.

c) Nagy-Britannia EMU-ba történő belépésének időpontja. London belépése tovább növelné az európai pénzpiacok súlyát, elősegítené a tőke- és pénzpiacok közötti diverzifikálódást és egységesülést az árfolyamkockázat és volatilitás megszűnése nyomán.

Bár az említett tényezők összességében az euró árfolyamának erősödése irányába hatnak, 1999 első negyedében a keresztárfolyamok a várakozásokkal ellentétesen alakultak. Az euró relatív értékvesztését elsősorban a feltörekvő piacokon kialakult valutaválságok és ezek tovagyűrűző hatása idézte elő, aminek hatására a befektetők a kockázatosabb piacokról kiszállva, elsősorban az amerikai állampapírok arányát növelték portfólióikban (*flight to quality* jelenség). Az amerikai kötvény- és részvénytőzsi piacokra való tőke-visszarámlás erőteljes többletkeresletet teremtett a dollár iránt, felértékelve annak árfolyamát.

A feltörekvő piacok válságára érzékenyebben reagált az euróövezet, mint az amerikai gazdaság, mivel az EMU kereskedelmi és pénzügyi érintettsége erősebb a válság által közvetlenül érintett gazdaságokkal, mint az Egyesült Államoké. Ennek megfelelően az aktuális és várt növekedési kilátások is eltérően alakulnak a két övezetben, ami tovább erősítheti a dollárt az euróval szemben.

A dollár felértékelődését az is erősítette, hogy az azonos inflációs ráták mellett magasabbak az irányadó és a piaci kamatlábak az Egyesült Államokban, mint az euróövezetben. Ezt részben az okozza, hogy az amerikai és a kontinentális gazdaságok az üzleti ciklus eltérő szakaszában mozognak: miközben az amerikai gazdaság az üzleti ciklus előrehaladott szakaszában van, addig az európai gazdaságok a fellendülés kezdeti stádiumában, aminek egyértelmű a hatása az aktuális és a piaci szereplők által rövid távon várt kamatlábak alakulására. A kamatláb-differencia kialakulásában emellett az európai gazdaságok többségében az euró bevezetése érdekében véghezvitt jelentős kamatcsökkenés is szerepet játszott.

Az euróövezetet érő külső sokkok mellett az euró bevezetésével, a közös monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanság is hatással volt az euró gyengülésére. A piacok bizonytalanságát különösen a nemzeti (és ezen belül a német) fiskális politika alakulásával, a monetáris és költségvetési politika közötti viszony jellegével kapcsolatban – a német pénzügyminiszter, Lafontaine lemondásáig – fennálló ellentmondó szándékok is befolyásolták.

Bár ezek a hatások rövid távon érintik az euró árfolyamát, középtávon azonban a korábbiakban elemzett tényező hatása fog érvényre jutni, amelyek alapján az euró erősödésére lehet számítani. Azt is figyelembe kell venni, hogy az európai valuták 1996–1997-ben és 1998 első felében megfigyelt relatív gyengülése, valamint az eurónak az eddigiekben bekövetkezett gyengülése a dollárral szemben azzal járt, hogy az európai fundamentális egyensúlyi árfolyamok (FEER) alulértékeltté váltak a dollárral szemben. Ez – az amerikai és európai folyó fizetési mérlegek elkerülhetetlen kiigazítást, a tőkeáramlások várható alakulását is figyelembe véve – középtávon az euró felértékelődését valószínűsíti.

## **Az euró bevezetésének hatásai a magyar gazdaságra**

### *A gazdaság növekedése*

A magyar gazdaság növekedési lehetősége ma már jelentősen függ az Európai Unió növekedésétől, hiszen az export, illetve az import 71, illetve 63 százaléka EU-tagországokkal bonyolódik, és ezen belül is döntő az EMU-tagok súlya. Az Osztrák Gazdaságkutató Intézet 1998-as előrejelzése szerint az EMU harmadik szakasza középtávon átlagosan 1,75 százalékponttal magasabb növekedési pályára állíthatja a részt vevő országokat, s ezen belül az „erős” valutájú országokét 2 százalékponttal magasabbra. Minthogy 1998-ban a magyar kivitel fele Németországba és Ausztriába irányult, ezen országok gyorsuló növekedésének hatása igen jelentős lehet a magyar gazdaságra, becslések szerint a ma-



gyar kivített 2,7 százalékponttal, a magyar GDP növekedését pedig 0,9 százalékponttal is növelheti (*Backé-Radzyner* [1998]).

Ezt a pozitív hatást elvileg két tényező ellensúlyozhatja. Egyrészt az, hogy az euró létrejötte a valutakockázat kiküszöbölése és a tranzakciós költségek csökkenése miatt megerősíti az eurózónán belüli kereskedelmet. Ennek hatására ezek az országok átirányíthatják harmadik országgal folytatott kereskedelmük egy részét az euróövezetre. Az Európai Bizottság és az IMF becslése szerint azonban az ilyen eltérítés nem lesz jelentős. A kereskedelemterelő hatás korlátozott érvényesülése részben annak köszönhető, hogy az euróövezet kialakulását megelőzően is teljes körű volt az övezeten belül az áruk áramlásának liberalizáltsága. Másrészt önmagában az egységes valuta bevezetésétől várt árfolyam-stabilitás nem fog kereskedelemterelő hatásokat előidézni, mert az EMU-felkészülés jegyében az elmúlt években is már gyakorlatilag minimális keresztárfolyam-mozgás jellemezte a leendő monetáris unió tagjait.

A másik ellensúlyozó hatást az euró és harmadik országok valutái közötti árfolyamváltások okozhatják. Az euró esetleges felértékelődése a dollárral szemben ronthatja azon országok folyó fizetési mérlegének a pozícióját, amelyek valutája az euróhoz kötött. Az IMF szakértői becslése szerint 10 százalékos felértékelődés négy év alatt 1-3 százalékponttal ronthatja a GDP-arányos folyó fizetési mérleget, és hasonló mértékben csökkentheti a GDP növekedési ütemét azokban az átalakuló gazdaságokban, ahol az árfolyam az euróhoz kapcsolt. Bár Magyarországon a jelenlegi, a külkereskedelmivaluta-arányokhoz illeszkedő valutakosár mellett ez a hatás nem érvényesülne, a tisztán eurókosár 2000-beli bevezetésének e negatív hatásával számolnia kell a magyar gazdaságpolitikának. A hazai exportszektor versenyképességére kedvezőtlen hatással lehet az is, ha az esetleg erőteljesen romló folyó fizetési mérlegre a válasz a protekcionistaabb kereskedelempolitika lenne.

A magyar kereskedelmi mérleget az euróövezet gyorsabb növekedése, a nagyobb árfolyam-stabilitás, valamint a piaci méretek növekedéséből eredő dinamikus hatások javíthatják. Ezt a kedvező hatást részben ellensúlyozhatja majd az euró középtávon várható felértékelődése, a versenyképes kínálat bővülése az európiacokon, valamint az esetleg protekcionistaabb kereskedelempolitika.

### *Tőkeáramlások*

Az egységes európai pénz- és tőkepiac kialakulása a kelet-európai térségre is hatással lesz. Az egységes európai kötvénypiac létrejöttével a kelet-európai országok is mind inkább eurókötvényeket fognak kibocsátani, hogy az árfolyamkockázatot kiiktassák. A növekvő likviditás, a tranzakciós és a kibocsátáshoz kapcsolódó költségek csökkenése a kelet-európai kibocsátóknak is kedvez, miközben az európiacok kötvénykibocsátásainak növekedése addicionális versenyt támaszt a kelet-európai (így hazai) bankok hitelkihelyezéseinek. Mivel az euróövezet nyugdíjalapjainak befektetési az övezeten belül szabályozási szempontból (eszköz-forrás valutáris megfelelése) egyenrangúvá válnak, várható, hogy a portfólió diverzifikálása érdekében megnövekszenek kelet-európai befektetéseik. Ez különösen a viszonylag stabil, az EU-csatlakozási tárgyalásokban részt vevő országokat érinthetik, komoly versenyt támasztva az ottani intézményi befektetőknek és a banki kihelyezéseknek.

Az euró létrejötte a működőtőke-befektetésekre két eltérő irányú hatást gyakorolhat. Egyrészt a kereskedelmi kapcsolatok már említett átrendeződése az eurózóna javára felerősítheti a zónán belüli működőtőke-befektetéseket, ami visszafoghatja a zónán kívüli országokba, így a Magyarországra történő befektetéseket. Másrészt azonban az euróövezeten belüli országok külső importjának növekedése növelheti a külső országokba irányuló működőtőke-befektetések volumenét. A piaci méretek növekedése ugyanak-

kor ösztönözheti is a külső tőkebefektetéseket, mert ez a magasabb skálahatékonyaság révén addicionális versenyelőnyhöz juttatja az alacsonyabb termelési költségű gazdaságokat. Az euró bevezetésének tehát összességében nem lesz jelentős hatása a Kelet-Európába áramló működőtőke-befektetésekre.

A portfólióbefektetésekre gyakorolt hatás azonban várhatóan jelentősebb lesz. A kelet-európai befektetéseket ösztönözni fogja az euróövezeten belüli hozamok konvergenciája, mivel a kívánatos hozam-kockázat kombináció elérése érdekében fokozottabb mértékben fordulnak az övezeten kívülre. A csatlakozó országok (köztük Magyarország) átvehetik a dél-európai országok szerepét a nemzetközi befektetők portfóliójában, mivel az általuk kínált eszközök hasonlóan a magasabb hozamot párosítják a magasabb, de mérsékelt kockázattal. Ugyancsak ezeket a portfólióátrendeződéseket idézi elő az euró bevezetésének többi következménye: az üzleti ciklusok összehangolódása az euróövezeten belül, az értékpapírosítás felgyorsulása, az intézményi befektetőknek az egységes valuta nyomán meghozott portfóliómódosításai.

### *Az euró hatása a forint árfolyamára és az árfolyamrendszerre*

Az euró bevezetésével a kulcsvaluták árfolyamának átrendeződése jelentős hatással lehet a forint nominális és reálárfolyamának alakulására és az árfolyam-politika mozgásterére. Ez részben abból származik, hogy az euróövezet részesedése a hazai külkereskedelemben és a tőkeáramlásokban meghaladja a 70 százalékot, részben abból, hogy 2000-től az euró veszi át a dollár szerepét is a valutakosárban.

A forint nominális effektív árfolyamának leértékelődése az euró várható erősödése nyomán lassulni fog, ami változatlan inflációs eltérések mellett a reálieffektív árfolyam felértékelődéséhez vezethet a keresztárfolyam-hatás miatt. Az euró és ezen keresztül a forint felértékelődése ronthatja a dollárban denominált kereskedelem versenyképességének alakulását, mind az exportszektor, mind az importhelyettesítő termelők esetében.

A forint reálieffektív árfolyamának felértékelődése azonban nemcsak a nominális effektív árfolyam és inflációs eltérések alakulásán keresztül befolyásolja a versenyképességet, hanem harmadik ország árfolyamváltozása révén is. Az euróövezetben a hazai exportőrök legjelentősebb vetélytársai a távol-keleti és a kelet-európai termelők. A távol-keleti gazdaságok valutáival szemben a forint reálfelértékelődése várható, mert ezek valutája továbbra is alapvetően dollárhoz kötődik. Ezzel szemben a kelet-európai gazdaságokban az euró súlya a rögzítésben meghatározó lesz, és ez a hasonló irányú nominális effektív árfolyamváltozás miatt nem okoz relatív romlást a hazai termelők versenyképességében.

Az euró középtávon várható tartós felértékelődése kedvezően érinti a tőkebeáramlásokat az euróövezetbe, mert a befektetők árfolyamnyereséget realizálhatnak. Hasonlóképpen a többi olyan gazdasághoz, amely valutáját az euróhoz köti, a keresztárfolyamok említett változásának hatása a tőkemérleg alakulására Magyarországon is kedvező lehet. A fennmaradó kamatkülönbségek mellett ugyanis a forint relatív erősödése addicionális tőkebeáramlást eredményezhet a kockázati feltételek változatlansága esetén. A tőkebeáramlás növekedése viszont a nemzetközi tapasztalatok szerint akár további addicionális felértékelődési hatást is okozhat, különösen akkor, ha a jövedelemnövekedés tartós gyorsulásával párosul.

A keresztárfolyamok változásából eredő nominális és reálieffektív árfolyam-módosulások hatással lehetnek a fizetési mérleg egyes tételeinek dinamikájára és szerkezetére is. A felértékelődés elsősorban a dollárban denominált export versenyképességét ronthatja, mert az importban magasabb a kevésbé árfolyamérzékeny primertételek részesedése. Ennek hatása a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegeiben azonban nem lesz jelentős.

A tőkebeáramlásoknak az egységes valuta miatt várható növekedése – amit a feltörekvő piacok pénzügyi válsága és a térségünkben meglévő háborús konfliktus miatti bizony-

talanság beláthatatlan ideig ellensúlyozhat – felvetheti a magyar *árfolyamrendszer rugalmassága* növelésének kérdését. Ezt egyébként előbb-utóbb az EMU-hoz való csatlakozáshoz első lépést jelentő ERM-II. árfolyamrendszerbe történő belépés is megköveteli. Ahhoz, hogy a forint nagyobb megrázkódtatások nélkül kapcsolódhasson a létrejövő ERM-II. rendszerhez, elengedhetetlen, hogy a magyar árfolyamrendszer a mainál rugalmasabbá váljon, csökkenjen az árfolyam volatilitása, és erősödjön a monetáris politika autonómiája. A jelenlegi árfolyamalapú, kamatcéllal operáló monetáris rendszerben erre az intervenció sáv szélesítése teremt lehetőséget. A rendszer – akár szélesebb sáv mellett történő – fenntartása esetén is számolni kell azonban azokkal a nehézségekkel, amelyeket a leértékelési ütemhez illeszkedő kamatkülönbözet kialakítása idéz elő. A belső és külső kamatszint közötti túlságosan nagy különbség esetén a tőkebeáramlás okozta sterilizációs kényszer költségekkel járhat, míg a túl alacsony belső kamatszint a megtakarításokat veszélyeztetheti, illetve a kereslet kívánatosnál gyorsabb bővülése révén okozhat inflációs nyomást.

A monetáris konvergencia és az euróhoz viszonyított valutastabilitás előkészítéséhez sokan az *inflációs célkitűzés rendszerének* bevezetését javasolják azon EU-országok, illetve az EU-csatlakozás előtt álló társult országok számára, amelyek az ERM-II. rendszerébe kívánnak belépni (Wyplosz [1997], Mishkin [1997], Orlowski [1998], Svensson [1997]). A rendszer fő előnyét abban látják, hogy ez teszi leginkább megvalósíthatóvá az ERM-II.-be való belépéshez szükséges gazdaságpolitikai hitelesség megteremtését és a hatékony dezinfláció folytatását.

#### *Az ERM-II. árfolyamrendszerhez való csatlakozás időzítése*

Az ERM-II. egyfelől rugalmasabb, másfelől aszimmetrikusabb árfolyamrendszer, mint az ERM-I. A nagyobb rugalmasság tágabb lehetőséget teremt a rögzített árfolyam fenntartására és az ERM-II.-tagságból eredő előnyök érvényesülésére. A nagyobb aszimmetria viszont azt jelenti, hogy ezen előnyökhöz szükséges előfeltételek megteremtése és költségek vállalása sokkal egyoldalúabban fogja a belépőket érinteni, mint az ERM-I. rendszeren belül a valutájukat a márkához kötő gazdaságokat.

Az ERM-II. a magyar gazdaságpolitika számára is fontos következményekkel jár:

1. Lényeges a belépés időzítése az ERM-II.-be: csak szilárd makrogazdasági fundamentumok és kedvező kilátások mellett szabad ezt megtenni. Ennek oka az, hogy miközben az ERM-II.-tagságból jelentős előnyök származhatnak a gazdaságpolitika és a makrogazdasági stabilitás számára, még nagyobbak lehetnek azok a hátrányok/költségek, amelyeket egy túl korai ERM-II.-tagság esetleges kényszerű feladását követően kellene vállalni. A túl korai belépés veszélyei közül a hitelességvesztést, az EMU-csatlakozás lehetőségének kitalódását és a spekulatív támadások valószínűségének növekedését érdemes kiemelni.

2. A belépés időzítése során azt is figyelembe kell venni, hogy az árfolyam túl korai rögzítése esetén túlságosan csökkenhet a monetáris politika mozgásteret, ami miatt egyoldalúan a költségvetési politikára helyeződik a dezinfláció felelőssége. Az ERM-II.-be való belépést ezért olyan gazdaságpolitikai lépéssorozatnak kell megelőznie, amelyben a dezinflációs folyamat a monetáris és a költségvetési politika együttes szigora mellett megy végbe. Az ERM-tagság eléréséhez és a későbbi EMU-tagsághoz elengedhetetlen reálkonvergencia érdekében szigorú, a külső korlátokhoz alkalmazkodó költségvetési politikát kell folytatni. Az aszimmetrikus sokkok megléte, illetve a valuta elleni támadás veszélye miatt célszerű lehet középtávon a 3 százalékos hiánynál is alacsonyabb deficit elérését kitűzni. A költségvetési alkalmazkodást megnehezíti, hogy az EU-tagság megkövetelte harmonizációs folyamat nagy valószínűséggel csak a fiskális bevételek csökkené-

sével mehet végbe, miközben az országra háruló kötelezettségek teljesítése a kiadások növekedését idézi elő, továbbá hogy a dezinflációs folyamat kedvezőtlen hatást gyakorolhat az elsődleges egyenlegre.

Amennyiben a költségvetési konvergencia és a dezinfláció nagy része még az ERM-II.-tagság előtt végbemegy, akkor kisebb lehet a gazdasági növekedés átmeneti visszaesésében és a munkanélküliségben jelentkező költség, mivel kevésbé lesz szükség a magas kamatokkal (kamattárcsiával) operáló szigorú monetáris politikára (Gaynor–Karakitsos [1997]).

3. Az ERM-II.-tagság elérése és ennek fenntartása erőteljesebb gazdaságpolitikai fegyelmet és szilárdabb makrogazdasági fundamentumokat kíván meg, mint amit a kevésbé fejlett gazdaságok követettek az ERM-I.-ben. Ezt egyrészt az ERM-II. működési mechanizmusa, a több oldalról is megnyilvánuló aszimmetria, valamint a kilépés magas költsége kényszeríti ki. Másrészt ezt a követelményt fogja erősíteni az európai jegybanknak a többi EU-ország makrogazdasági politikája feletti felügyeleti (*surveillance*) tevékenysége, amivel az ECB az árfolyamok védelme érdekében szükséges beavatkozását kívánja minimalizálni, és a szigorú gazdaságpolitika érdekében állandó nyomást fog gyakorolni az EMU-n kívül maradt EU-tagállamokra.

4. Azzal is számolni kell, hogy az ERM-II. rendszerbe belépő gyengébb valutákkal szemben nagyobb lehet a sikeres támadás valószínűsége, mint amit a kilencvenes években az ERM-I. kapcsán tapasztaltunk. Ezt részben a tőkeáramlások elmúlt időszakban jelentősen növekvő volumene és volatilitása okozza, részben az ERM-II. működési mechanizmusa, elsősorban az egyoldalú paritásvédelem. Emellett a nem EMU-tagoknál jóval magasabb lesz a kockázati prémium, mint az euróövezethez tartozó államokban, ami fokozhatja a spekulatív jellegű tőkeáramlások valószínűségét. Ezeket a kockázati tényezőket a szélesebb árfolyamsáv mérsékelheti, amely a sávon belüli nagyobb árfolyammozgás miatt lehetővé teszi a spekulatív támadások árfolyam-kiigazítás nélküli kezelését. Ennek ellenére is nagyobb lesz az ERM-II.-ben a támadás valószínűsége a gyengébb valutákkal szemben, mint az ERM-I. esetében volt.

Mіндеbből végső soron az következik, hogy bár a majdani EMU-tagsággal járó jelentős előnyök miatt a magyar gazdaságpolitikának törekednie kell az ERM-II.-taggá válás feltételeinek megteremtésére, a belépésre csak akkor szabad sort keríteni, amikor a magyar gazdaság makrogazdasági stabilitása és konvergenciája kellően erős lesz.

### *Mikrogazdasági hatások*

*1. Pénzügyi szektort érő hatások.* Az EMU megalakulása a legjelentősebb közvetlen hatást a pénzügyi szektorra és intézményeire gyakorolja. A pénzügyi közvetítő intézményeknek már rövid távon komoly költségeket jelent az euró bevezetésével kapcsolatos technikai feladatok megoldása (fizetési és elszámolási rendszerek átalakítása, információs technológiai fejlesztések). A közvetett hatások is jelentősek lehetnek, amelyek részben a verseny erősödéséből, részben a pénzügyi szolgáltatások iránti igények szerkezetének megváltozásából fakadnak.

A változások nem egyformán hatnak a pénzügyi szektor különböző szereplőire. A várható pénz- és tőkepiaci folyamatok valószínűsítik, hogy a legnagyobb kihívással a bankoknak kell szembenézniük: nekik a technikai átállás költségein kívül a szervezeti alkalmazkodás és az üzleti stratégiák módosításának költségeit is viselniük kell, miközben a várható előnyök számukra látszanak a legcsekélyebbeknek.

Az euró bevezetése elsősorban a bankok számára jelent komoly költségeket:

– az euró és a nemzeti valuták párhuzamos kezelése miatt szükségessé váló infrastrukturális (hardver-szoftver) beruházások, a logisztikai rendszer átalakítása, az alkalmazot-

tak betanítása, az információszolgáltatás átalakítása becslések szerint a banküzemi költségek 2 százaléka körül alakul;

– a bankok elvesztik a valutaátváltásokból és a kapcsolódó szolgáltatásokból származó jövedelmük egy részét. Ez bankonként eltérő mértékű jövedelemkiesést okoz. Azok a bankok veszítenek többet, amelyekben jelentősebb a külkereskedelem-finanszírozás és a határon átnyúló tevékenység;

– nem számszerűsíthető az a jövedelemcsökkenés, amit a felerősödő verseny idéz elő, s amely szintén különböző mértékben érinti az egyes bankokat.

Mivel a nemzetközi kereskedelembé beágyazott, az euróövezet vállalataival fizetési kapcsolatban lévő hazai vállalatok is áttérnek az euró használatára, fontos, hogy hazai bankkapcsolatukon keresztül konverziós költségek nélkül bonyolíthassák pénzforgalmukat. Ezért a magyar bankoknak is szükségük lesz eurólikviditásra.

Az eurólikviditás fontosságát az is indokolja, hogy a jelentős európai kapcsolatokkal rendelkező hazai vállalatok (elsősorban multinacionális cégek leányai) egyre inkább euróforgalmat fognak bonyolítani, euróhiteleket fognak igényelni, illetve euróbefektetési lehetőségeket fognak keresni. E cégek olyan bankot keresnek, amely képes a vállalati készpénzkezelést euróban végezni az összes EMU-tagországra. Ebből a szempontból előnyt élveznek azok a bankok, amelyek tulajdonosai között EMU-tagországbeli bank is található, mivel segítséget kaphatnak ügyfeleik kötvényelhelyezéséhez az EU-piacokon. E bankok számára hosszabb távon az is komoly előnyt jelenthet, ha az anyabank tulajdonosa a hazai bankok háttér- (*back-office*) tevékenységét az EU-beli központba összpontosítja, legalábbis azokon a területeken, ahol az azonosság fennáll. Ez jelentős költségmegtakarítást tesz lehetővé és növeli e bankok versenyképességét.

Az egységes valutaövezetből származó előnyök közvetlenül nem a pénzügyi közvetítőket, hanem ügyfeleiket érintik. Ezek elsősorban a tranzakciós és a valutatranzakciókat irányító menedzsment fenntartását szolgáló (*in-house*) költségek csökkenésében, a hitelkamatlábak és az infláció mérséklődésében jelentkeznek. A bankokra nézve kedvező közvetett hatást jelenthet a kereskedelem várható növekedése (a nominális árfolyam-ingadozás kereskedelemtorzító hatásának megszűnése miatt), ami a finanszírozási lehetőségeket is bővítheti. A bankoknak közvetlen költségmegtakarítást tesz lehetővé, hogy csökkenthető a nostroszámlák és a levelező bankok száma.

A felmerülő költségek következtében várhatóan átalakul az európai bankok üzleti tevékenységi és szervezeti struktúrája. A hagyományos jövedelemszerző tevékenységek csökkennek, egyúttal megerősödnek a befektetési banki tevékenységek – a nagy és likvid összeurópai értékpapírpiac kialakulása miatt. A vállalatfinanszírozó és levelező banki tevékenységekben összevonásokra kerül sor, mivel a vállalatok csökkentik bankkapcsolataik számát. A vállalatok és a levelezőbankok egyre inkább az egész Európára kiterjedt tevékenységű bankokat részesítik előnyben.

A banki tevékenységek közül a befektetési banki üzletágnak lesz a leginkább bővülő piaca, miközben hosszabb távon a kereskedelmi banki tevékenység visszaszorulása várható. Magyarországon ez az eltolódási folyamat lassúbb lesz, mint az EU-ban, mivel – főleg a lakossági ügyfélkörben – jelentős tartalék van a fejlődéshez. A vállalati ügyfelekkel kapcsolatban egyre fontosabbá válik a kötvénykibocsátásokban való közreműködés, míg a lakossági ügyfélkörben a komplex befektetési szolgáltatásnyújtás és tanácsadás (*private banking*) válik fontossá. E tevékenységek erősítése változásokat hoz a hazai bankok, bankcsoportok mai tevékenységi struktúrájában, sőt, egyes bankoknál szervezeti módosítást (például az értékpapír-kereskedelmi tevékenység integrálását) is előidézhet.

Az euró bevezetése várhatóan felerősíti a bankszektoron kívüli tőkepiaci intézmények szerepét, súlyát, ami tovább élezi a nem banki szektor felőli versenyt. Ez a bankok üzleti stratégiáját, szervezeti kereteit is módosítja. A verseny erősödésére leginkább az érték-

papír-piaci oldalról kell számolni. Az egységesülő európai piac gerjesztette több ezer milliárd dolláros pótlólagos likviditás hatása előbb-utóbb a hazai vállalati ügyfélkörben is érzékelhetővé válik, tekintettel arra, hogy közöttük jelentős számban vannak nemzetközi hitelminősítéssel rendelkező cégek.

A fentiekben tárgyalt hatások várhatóan módosítják a magyar pénzügyi közvetítő rendszer jelenlegi struktúráját. Az – elsősorban a vállalati (*corporate*) piacon – felerősödő verseny hatására tovább fog nőni a nyomás a fúziókra, felvásárlásokra. A világszerte egyre nagyobb – és az euró bevezetésével tovább erősödő – fúziós hullámok néhány év múlva várhatóan a magyar piac szereplőit is elérik, ezért csökkenni fog az önálló szervezetek száma, és nőni fog a piacok koncentrációja. Ez a folyamat a hazai pénzügyi szektor megerősödéséhez, nemzetközi versenyképességének növekedéséhez vezethet, miközben – tekintettel a tőke liberalizáció már elért fokára és várható további kiteljesedésére – a fogyasztók számára sem jár negatív, kiszolgáltatottságukat növelő hatásokkal.

2. *A tőkebevonás feltételeinek változása.* A tőkepiaci integrálódás kedvező hatásaként a hazai kibocsátóknak a korábbiaknál alacsonyabb tranzakciós költségekkel kell számolniuk a kibocsátás során, és számottevően mérséklődnek a kibocsátással kapcsolatos árfolyamkockázatok is. Kedvező hatás az is, hogy a tőkepiacok egységesülése nyomán a korábbiánál mélyebb és likvidebb piacok jönnek létre, ahol a kibocsátók közötti kockázati különbséget az azonos valutában végrehajtott kibocsátás nyomán a kamatfelár tükrözi majd. Az árfolyamkockázat megszűnése növelheti a befektetők diverzifikálási hajlandóságát, ami kedvezően érintheti az euróövezetbe nem tartozó, és emiatt az átlagosnál kockázatosabb kibocsátók helyzetét. Az eurókötvény-piacon ezért kedvezőbbek lesznek a hazai kibocsátók lehetőségei, mint a mai nemzeti valuták által szegmentált piacokon.

Az euróból eredő előny az is, hogy az alternatív kibocsátások kockázatai jobban összevethetők, ami kedvezően érintheti a jó makrogazdasági háttérrel és kedvező pénzügyi kilátásokkal jellemezhető országok kibocsátóit. Az alacsonyabb kockázati besorolású kibocsátók ezért könnyebben és kisebb költségek mellett képesek finanszírozási igényeiket kielégíteni.

A közös európiac kialakulásának azonban költségei is lesznek az euróövezetbe nem tartozó ország kibocsátói számára. A legfontosabb az, hogy az árfolyamkockázatok megszűnésével az összehasonlíthatóság erősödik, aminek következtében a prudenciális szempontok érvényesülése a korábbiaknál szigorúbb lehet. A hazai kibocsátókat érintő másik hatás az erősödő versenyből fakad: a mélyülő tőkepiacokon vélhetően növekedni fog a kibocsátások volumene, ami fokozódó versenyt támaszt a rendelkezésre álló megtakarítások felhasználásában. Ezeket a költségeket azonban várhatóan felülmúlják az egységes valuta bevezetéséből származó, a kötvénypiacok méreteiben, diverzifikáltságában jelentkező változások kedvező hatásai.

3. *A vállalati szektort érő hatások.* A vállalati szektor egyes csoportjait eltérő módon érintik az euró életbe lépésének hatásai. A vállalati szektorban a változások fő haszonélvezői a jelentős exporttevékenységű szektorok és vállalatok lesznek, ahol a valutaátváltáshoz kötődő tranzakciós és az ezeket irányítók fenntartását szolgáló (*in-house*) költségek viszonylag nagyok. Mivel a magyar export zömét már ma is az itt letelepedett multinacionális cégek produkálják, az anyavállalat technológiájára, pénzügyi infrastruktúrájára és eurólikviditására építve, alacsonyabb költséggel is meg tudják oldani a fizetési forgalommal, a pénzügyi irányítással, a könyvvitellel, a szerződésekkel kapcsolatos átállási feladatokat.

Ugyanakkor az euró bevezetése a kis- és középvállalatok körében komoly problémákat okozhat, mivel azok kevésbé profitálnak a tranzakciós költségek csökkenéséből, ugyanakkor a kettős nyilvántartás és a nagyvállalatok irányából felerősödő verseny hátrányosan érinti őket. A magyar kis- és középvállalkozások számára az is hátrányt jelenthet, hogy a fő piacukat jelentő multinacionális cégek kikényszeríthetik az euró használatát.

Az egységesülő európiacok likviditásának bővülése, ennek nyomán a hitelkamatlábak

mérséklődése, a tőkepiaci finanszírozás kondícióinak javulása, valamint a kereskedelem várható bővülése sem egyformán érinti a különböző szektorokat és vállalatokat. Mint már szó volt róla, az európai tőkepiacok egységesülése kedvező hatást gyakorol az euróövezetbe nem tartozó vállalatok hitelfelvételi lehetőségeire, a kibocsátás feltételeire is:

- a tőkepiaci integrálódás hatására a külső kibocsátók a korábbiaknál *alacsonyabb* tranzakciós költségekkel számolhatnak. A tőkepiacok egységesülése nyomán korábbiánál mélyebb és likvidebb piacok jönnek létre, ahol a kibocsátók közötti kockázati különbséget az azonos valutában történő kibocsátás nyomán a kamatfelár tükrözi. Az egységes valuta kötvénypiacán kedvezőbbek lesznek így a külső kibocsátók lehetőségei;

- a közös valuta kialakulásával jobban összevethetők lesznek az alternatív kibocsátások kockázata, ami kedvezően érintheti a jó makrogazdasági háttérű és kedvező pénzügyi kilátású kibocsátókat, amelyek ezért könnyebben és kisebb költségek mellett tudják finanszírozási igényeiket kielégíteni;

- a tőkepiacok mélyülése, az árfolyamkockázat megszűnése növelheti a befektetők diverzifikálási hajlandóságát, ami kedvezően érintheti az euróövezetbe nem tartozó, ezáltal az átlagosnál kockázatosabb kibocsátók helyzetét.

Az európai tőkepiacokra már ma is kilépő nagyvállalatok mellett a likviditás bővülésének és a kibocsátási feltételek javulásának azok a közepes méretű hazai vállalkozások is hasznélvezői lehetnek, amelyek eddig nehezen jutottak forrásokhoz a pénz- és tőkepiacokon. Az európiac bővülő likviditása és Magyarország csatlakozási folyamatának előrehaladása várhatóan megnöveli a hazai cégekbe befektetők számát és a befektetések volumenét. A budapesti tőzsde harmadik szekciójának megnyitása elősegíti, hogy a közepes méretű vállalkozások mind nagyobb számban megjelenhessenek a nyilvános tőkepiacon.

### Következtetések

Az euróövezet kialakulása – a tranzakciós költségek csökkenése, az árfolyamkockázat és az árfolyam-ingadozások megszűnése, a pénzügyi fegyelem erősödése, az áru-, a munkaerő és a tőkepiacok teljes mértékű egységesülése, a közös valuta révén felerősödő verseny miatt – javítja az EMU-ba tartozó gazdaságok növekedési kilátásait. Az euróövezetbe szoros szálakkal kötődő magyar gazdaság számára is húzóerőt jelent az EMU gyorsabb növekedése, növekvő importja. A pozitív hatást némileg mérsékelheti az euró – és ennek hatására a forint reálárfolyamának – középtávon várható felértékelődése a dollárral szemben, ami kedvezőtlenül hathat a dollárban denominált kereskedelem versenyképességére, a fizetési mérleg egyes tételeinek dinamikájára és szerkezetére.

Az euró bevezetése kedvezően érinti az európai tőkepiacok fejlődését: felerősíti a deregulációt, liberalizálást, intézményi fejlődés által teremtett kedvező hatásokat, ami várhatóan a tőkepiaci kereskedelem volumenének növekedéséhez, a hozameltérések csökkenéséhez, a piacok átláthatóságának erősödéséhez vezet. Az egységes valuta révén likvidebbé és mélyebbé váló európiac, a csökkenő tranzakciós költségek, valamint a kockázati különbségek jobb összemérhetősége kedvezőbb feltételeket kínál a kelet-európai kibocsátóknak is, bár a prudenciális szempontok előtérbe kerülése a kibocsátók egy részét kedvezőtlenül is érintheti. Az intézményi befektetők portfóliódiverzifikálási kényszere miatt számítani lehet az euróövezeten kívülre irányuló portfólióbefektetések növekedésére, ami a magyarországi befektetéseket is kedvezően érintheti.

Az euróövezet kialakulása összességében kedvezően hat a magyar gazdaság növekedési kilátásaira és a növekedés finanszírozási feltételeire. Ugyancsak pozitívan ítélnéljük meg a mikrogazdaságra gyakorolt hatások eredőjét. Bár a pénzügyi szektort érintő közvetlen költségek jelentősek, a közvetett költségeket előidéző változások zöme az egysé-

ges európai piacra való belépésünket is szolgálja. A magyar gazdaság fejlődése szempontjából határozottan előnyösek ugyanakkor az eurónak a vállalati szektor tőkeszerzési feltételeit javító, tranzakciós költségeiket mérséklő hatásai. Az európaii kötvények kamatszintjének csökkenése, valamint a portfólióbefektetők diverzifikációs kényszere a magyar állam finanszírozását is olcsóbbá teheti.

Az EMU kialakulása, a Stabilitási és Növekedési Egyezmény elfogadása, valamint az ECB működése nemcsak a tagországok, hanem az euróövezetbe belépni kívánó Magyarország gazdaságpolitikája számára is jelentős fegyvelmező erő. Mind az EMU előszobáját jelentő ERM-II. árfolyamrendszerbe való belépés, mind a konvergencia komoly kihívások elé állítja a magyar költségvetési és monetáris politikát. Az ERM-I. árfolyamrendszernél rugalmasabb, ugyanakkor aszimmetrikusabb ERM-II. kockázatai (spekulatív támadások, kilépés veszélye) akkor minimalizálhatók, ha már a belépést megelőzően sor kerül a költségvetési szigor és az árfolyamrendszer rugalmasságának (az intervenció sáv szélességének) növelésére. E veszélyek elkerülése érdekében megítélésünk szerint célszerű a konvergenciakritériumként előírt 3 százalékos hiánynál is alacsonyabb deficit elérésére törekedni.

### Hivatkozások

- BACKÉ, P.–RADZYNER, O. [1998]: The introduction of the euro: Implications for Central and Eastern Europe – The case of Hungary and Slovenia. Oesterreichische Nationalbank. Focus on Transition, 1.
- BERGSTEN, F. [1998]: The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation. Megjelent: *Masson–Krueger–Turtelboom* (szerk.) [1998].
- DOLLAR, D. [1986]: On export and economic growth. *Economic Development and Cultural Change*, 3. sz.
- EICHENGREEN, B.–FRANKEL, J. A. [1996]: Euro in the world economy. Megjelent: *Masson–Krueger–Turtelboom* (szerk.) [1998].
- GÁSPÁR PÁL–VÁRHEGYI ÉVA [1999]: Az euró bevezetésének rövid és középtávú hatásai a magyar gazdaságra. *Pénzügykutató Füzetek*, 1. sz.
- GAYNOR, K. B.–KARAKITSOS, E. [1997]: Economic convergence in a multisppeed Europe. Macmillian 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.
- EMI [1997]: The single monetary policy in EMU. EMI, Frankfurt.
- MASSON, P.–TURTELBOOM, B. [1997]: Characteristics of euro, EMU. IMF Working Paper, 58.
- MASSON, P.–KRUEGER, TH.–TURTELBOOM, B. (szerk.) [1998]: EMU and the international monetary system. IMF, Washington.
- McKINNON, R. I. [1963]: Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53, 717–755. o.
- MISHKIN, F. [1997]: The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers. Megjelent: *Maintaining financial stability in global economy*. The Federal Reserve Bank of Kansas.
- ORLOWSKI, L. T. [1998]: Exchange rate policies in Central Europe in response to the EMU. Institute for Economic Research Halle. Discussion Paper, május.
- MUNDELL, R. A. [1961]: A Theory of Optimal Currency Areas. *American Economic Review*, 51, 657–665. o.
- PORTES, R.–REY, H. [1998]: Euro in the global economy. Megjelent: *Masson–Krueger–Turtelboom* (szerk.) [1998].
- PRATI, A.–G. SCHINASI, G. [1998]: EMU and international capital markets: structural implications and risks. Megjelent: *Masson–Krueger–Turtelboom* (szerk.) [1998].
- SVENSSON, L. [1997]: Inflation targeting in an open economy: strict or flexible inflation targeting. Reserve Bank of New Zealand. Discussion Paper G97/8.
- WYPLOSZ, CH. [1997]: Monetary policy options for the „outs”. Megjelent: *Monetary policy in transition in East and West*. Oesterreichische Nationalbank.