

Mennyire meghatározó az eurótagság a folyó fizetési mérleg alakulása szempontjából?

A 2010-es európai adósságválság során az EU vezetésének rá kellett ébrednie arra, hogy a gazdaságpolitikai koordináció elhanyagolta a külső egyensúly jelentőségét, aminek következtében tartósan két számjegyű kedvezőtlen kiigazodás következett be egyes fejletlenebb eurózónabeli gazdaságok jövedelemszintjében, és ugyancsak tartósan két számjegyű munkanélküliség jelent meg és maradt fenn a 2010-es évek második felében beindult konjunkturális ciklusban is. A tanulmány azt a kérdést vizsgálja, hogy vajon a 2000-es évek elejétől, a tagországok folyó fizetési mérlege által leírt pályákat befolyásolta-e az, hogy az adott ország tagjává vált-e az eurózónának vagy megőrizte nemzeti monetáris szuverenitását.

1. Bevezetés

Az eurózána 2010-es adósságválsága rávilágított arra a problémára, hogy az eurótagság jelentős mértékben ösztönöz a külső eladósodásra a felzárkózó eurózána-tagországokban. A fejletlenebb gazdaságok adósságbesorolása tendenciózusan javult, ahogy bekerültek az eurózána, így olcsóbb hitelhez férhettek hozzá a 2000-es években. Ez ösztönző lehetett az állami kiadások, a háztartási fogyasztások és a vállalati beruházások nemzetközi hiteleköl történo finanszírozására. Azonban fel kell tennünk azt a kérdést, hogy vajon ez a közös valuta által megjelenített, az egységes valutaövezeten belül kiigazíthatatlanul rögzített árfolyamrezsimnek köszönhető-e, és az euróövezetöl kimaradt országok kedvezőbb pályát futottak-e be az euró létrehozása, illetve uniós csatlakozásuk óta, vagy nem feltétlenül ez a determinisztikus tényező.

Palánkai és szerzőtársai (2011) alapján nagyon világos a Mundell-féle monetáris integráció és optimális valutaövezet modelljének folyamata. Mundell (1961), Kenen (1969), McKinnon (1963) és Palánkai (2000) többek között felismerte az euróövezet strukturális problémáit a korai években. Alessandrini et al. (2012) megállapítása adta az alapot, hogy az eurózána válsága nem csupán adósságválság, hanem külső egyensúlytalansági probléma, amely tézist tovább erősítette Neményi és Oblath (2012) felismerése: a maastrichti kritériumok értelmében jól teljesítő országok is rákényszerültek az IMF-hitel igénylésére. Ezt a felvetést Halmai (2014), valamint Benczes és Rezessy (2013), továbbá Benczes és Szent-Iványi (2015) empirikusan is alátámasztotta, valamint többek között Kertész (2016) arra jut az eurózána maastrichti szabályrendszerének

¹ A Nemzeti Közszolgálati Egyetem docente (kutasi.gabor@uni-nke.hu).

áttekintése során, hogy a fizetési mérlegre vonatkozó korlátozásra is szükség van, bár ez a tanulmány inkább a tőkemérleg egyensúlytalanságából vonja le ezt a következtetést.²

Szükséges tisztázni, hogy az árfolyamrezsimen kívül sok más tényező befolyásolja még a folyó fizetési mérleg alakulását, mint az De Santis és Lührmann (2006), továbbá Gavilán et al. (2011) alapján felvázolható:

- A demográfia hatása a fogyasztás és a megtakarítás szerkezetére (ANDO–MODIGLIANI 1963).
- A reál-GDP növekedése és annak a megtakarításokra (MODIGLIANI 1970) vagy a jövőbeli jövedelmeken alapuló fogyasztásra gyakorolt hatása (TOBIN 1967; FARRELL 1970).
- Nemzetközi REER-alapú versenyképesség.
- A fejlődés szakaszai, mivel a CA-egyensúly és a relatív egy főre jutó jövedelem között feltételezhető az U alakú függvényyszerű összefüggés.
- A pénzállomány pozitív korrelációja a GDP-vel és a megtakarításokkal (EDWARDS 1996; CHINN–PRASAD 2003).
- A munka termelékenységeinek folyamatossága, simasága (GLICK–ROGOFF 1995).
- Az örökölt tartozás, az úgynevezett „eredendő bűn”.
- Az átláthatóság hatása az alacsonyabb kockázatra.
- A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg korlátozása, például a tőkeellenőrzés.
- Eltérés a fedezetlen kamatparitásból.
- Portfólióhatás, vagyis néha a befektetők alacsony kockázatú kötvényeiket magas hozammal értékesítik, hogy ellensúlyozzák a kockázatos kötvényekből eredő veszteségüket, és ezáltal biztosítsák a portfóliójuk egyensúlyát (BOHN–TESAR 1996).
- A piac eszközértékelésének hatása, azaz mennyire túlértékelt a befektetési termékek a P/E-ráta alapján.
- Egy vállalat vagy egy ország mérete (BANZ 1981; ASNESS et al. 1997; BEKAERT et al. 1997). A kevésbé tőkésített ország magasabb megtérülést fizet.
- A nemzeti iparágak beruházási és tőkeigénye.
- A külső finanszírozási igény és az államháztartás kiszorítási hatása.
- A GDP egyes tényezőire gyakorolt konjunkturális hatás. Például a válság hatása a GDP csökkenésére, és az állami kiadások növelése és a nemzetközi hitelpénzek bőségének megszüntetése.

Ez a tanulmány alapvetően arra fókuszál, hogy milyen folyófizetési-mérleg-pályát futottak be egyes uniós gazdaságok az euróövezeten belül és kívül. Trendszerűen van-e eltérés,

² A külső egyensúlytalanságok monetáris kezeléséről részletesen KOLOZSI és HOFFMANN (2016) ad áttekintést, amelynek értelmezéséhez elméleti és módszertani keretet ad VONNÁK (2006) elemzése a monetáris transzmisszióra, vagyis a jegybanki hatásosságra vonatkozóan. A folyó fizetési mérleg mögött álló világkereskedelmi folyamatokat ELEKES (2012) elemzi részletesen. A kereskedelmi áramlás és egyenleg, illetve a nemzetközi gazdasági konjunktúra alakulásának empirikus elemzését FIDRMUC és REINER (2011) tanulmánya végezte el. Az integrációs folyamatok okozta együttmozgás mérésére a FIDRMUC és szerzőtársai (2012) tanulmánya kiváló példa.

lehet-e aszerint szétválasztani a – főleg felzárkózó – tagországok folyófizetési mérleg-mintáját, hogy csatlakoztak-e az euróövezethez vagy sem? Ehhez a folyó fizetési mérlegek éves egyenlege által leírt pályákat elemezzük és hasonlítjuk össze.

2. Az euróövezet belső folyó fizetési mérlegeinek problémája

A hazai gazdaság külfölddel (azaz nem rezidenssel) folytatott gazdasági és pénzügyi áramlásait a nemzetközi fizetési mérleg összegzi könyvelési formában. Az alap fizetési mérleg két fő részből áll, a folyó fizetési mérlegből és a tőkemérlegből. Ezeket kiegészíti egy egyenlegező tétel, a hivatalos tartalékok mérlege. A tranzakciók besorolása a két fő mérlegrészbe (folyó és tőke) a tranzakciók pénzügyi hatásainak különbözősége alapján történik.

A folyó fizetési mérleg a reálgazdasági tranzakciókat (áru és szolgáltatás exportja és importja), a tőkebefektetések tulajdonlásához és a munkavállaláshoz kapcsolódó jövedelmeket, valamint a viszonzatlan, egyoldalú átutalásokat (járadék, nemzetközi segélyek, adók) foglalja magában. A folyó mérleg lényege, hogy a minden évben újra megtermelendő/megtermelhető jövedelmeket sorolja be. Elkülöníti a jövedelem eredetének formája szerint az áruk „kereskedelmi mérlegére”, a szolgáltatások „szolgáltatás-kereskedelmi mérlegére”, a tőke- és munkajövedelmek „tényezőjövedelmek mérlegére”, valamint az ellentételezést nem igénylő tranzakciók „egyoldalú átutalások mérlegére”. A tényezőjövedelmek mérlege kategóriába sorolandó a hazautalt bér, a hazautalt profit, kamat, osztalék, árfolyamnyereség, valamint a külföldről szerzett bérletidíj-bevétel, a biztosítási díjbevétel és a licencekből származó jogdíjbevétel. Az egyoldalú átutalások mérlegének része a külföldről származó vagy oda utalt életjáradék, felosztó-kirovó rendszerből származó nyugdíj, szociális juttatások (például határon túli magyaroknak fizetett anyasági támogatás), ajándékba adott/kapott pénz és a vissza nem térítendő nemzetközi segélyek.

A tőkemérleg a tőke mint állomány változást mutatja, és megmutatja az ország és a külföld között megvalósuló tőke- és hitelmozgásokat. Fontos megjegyezni, hogy a tőkejövedelmek nem a tőkemérleg részei, hanem a folyó fizetési mérlegben a tényezőjövedelmek mérlegében kell feltüntetni, hiszen nem a tőke állományát változtatja meg, hanem az eszköz (termelési tényező) használatából származó jövedelem.

Az uniós intézmények az államháztartásra koncentráltak a 2010-es európai adósságválság előtt, sőt a válság kezelése során is egy ideig. Valóban igaz volt, hogy az igazán problémásnak kikiáltott portugál, spanyol, olasz és görög gazdaság strukturális problémái az államháztartás túlköltekezésén és az így okozott túlkeresleten keresztül is lekövethetők voltak. Ugyanakkor az tény, hogy ez az adósságállomány mindegyik ország esetében jelentős részben külföldről finanszírozott volt, továbbá nem lényegtelen, hogy ez a külföldi hitelpénzből finanszírozott túlkereslet a gazdaság importigényét is növelte. A problémát alapvetően továbbra is az euróövezeten belüli, az országok közötti jövedelemáramlási egyensúlytalanság okozta és okozza, amely a fizetési mérleg különböző tételein keresztül jelenik meg. A rögzített árfolyamként értelmezhető közös

valuta monetáris környezetében a válságot megelőző kockázati prémium konvergenciája olyan kamatkörnyezetet teremtett, amelyben kontraszelekció érvényesült, és a magasabb kockázatú országokat hitelfelvételre ösztönözte mind az állami, mind a magánszektor szintjén. Utóbbi viszont olyan összetételű keresletet gerjesztett, amely többlettermelékenység nélküli bérnövelő hatással járt, rontva a versenyképességet.

Erre a problémára reagált az Európai Unió a Hatos Csomagban (Six Pack) bevezetett makrogazdasági egyensúlytalansági folyamat keretében (Macroeconomic Imbalance Procedure, EU regulation No. 1174/2011). Ez a szabályozás meghatározza, hogy milyen uniós szintű mechanizmusoknak kell életbe lépnie abban az esetben, ha úgynevezett „túlzott egyensúlytalanság” jelenik meg egy eurózóna-tagországban. Ez alatt értendő bármilyen belső (például ingatlanpiaci) vagy külső (például folyó fizetési mérleg) egyensúlytalanság. A folyó fizetési mérleg mint indikátor szerepel azon a listán, amelyen keresztül az egyensúlytalanságok esetleges kialakulását figyelni kell.

Mivel az elsődleges probléma a külső egyensúlytalanság, és ennek csak egyik lehetséges tünete az állam eladósodottsága, fel kell tennünk azt a kérdést, hogy vajon az euróövezeti tagság hatással van-e az elsődleges egyenlegre. Az tény, hogy a problémás eurózóna-tagországok esetében nemcsak az eladósodással van probléma, hanem a folyó fizetési mérleg deficitjével is. Vajon az euróövezeten kívül maradt országok esetében is megfigyelhető hasonló külső egyensúlyi pálya? A jelenség magyarázatának elméleti kiindulópontja a Feldstein–Horioka-rejtély (FELDSTEIN–HORIAKA 1980), amely arról a felismerésről szól, hogy a nyitott gazdaságok korlátlanul hozzáférnek a világ tőkepiacához, így a hazai beruházások egyáltalán nem függenek a hazai megtakarításoktól. Természetesen a hozzáférés mértékét meghatározza a szuverén adós kockázati prémiuma és a nemzetközi befektetők kockázatvétsége.

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

Többé-kevésbé mérhető összefüggés van a folyó fizetési mérleg és a nemzetközi ár-és bérköltségeket összehasonlíthatóvá tevő reálárfolyamok között. Természetesen a folyó fizetési mérleg esetében számos más tényező befolyásolja még az egyenleg alakulását.

A folyó fizetési mérleg tekintetében a statisztikai elemzésből megállapítható, hogy a rögzített árfolyamnak megfelelő egységes valuta övezetében a fent vázolt folyamat következtében a kevésbé fejlett tagállamok felértékelődő reálbérei és termékárai hatással vannak a folyó fizetési mérlegre, méghozzá a hiányt növelik. A nemzetközi hitelpiacok képesek éveken keresztül fenntartani ennek a hiánynak a finanszírozását a tőkemérlegen

keresztül, így a tankönyvszerű, egyensúlyt helyreállító mechanizmusok nem működnek. A hitelcsatorna azonban egyszerre finanszírozza az egyensúlytalanságot és halmozza a kockázatokat. A növekvő hitelkamat-kiadások már a folyó fizetési mérleg tételei között jelennek meg, egyre jobban kiszorítva az importfogyasztást és a hazai célú jövedelem-felhasználást.

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

A hitelpiaci csatorna teszi lehetővé a magánszektor számára a bérfelhajtó túlzott keresletet és a külső egyensúlytalanságot növelő importigény bővülését. Amennyiben egyes tagállamok tartósan folyófizetésimérleg-többletet halmoznak, míg mások deficitet, a többletet halmozó országok előbb-utóbb megtakarításaikból finanszírozzák a deficitese országokat a hitelcsatornán keresztül. (Míg a fiskális unió újraelosztása vissza nem térítendő támogatás, addig a hitelcsatornába előre kódolt a növekedési és felzárkózási probléma, hiszen nem lehet a végtelenségig halasztani a visszafizetést, így vagy a hitelek visszafizetésével visszafogottabb fogyasztásbővülésre számíthatunk, vagy adósságválság blokkolja a közösség növekedését.)

3. Hogyan hat az euróövezeti tagság a fizetési mérlegre?

Amikor azt a kérdést vizsgáljuk, hogy van-e összefüggés aközött, hogy hogyan alakul egy ország folyó fizetési mérlegének egyenlege és hogy eurót vagy nemzeti valutát használ, egyben az általánosított felvetést is elemezzük, hogy az alulfejlettség rontja-e a folyófizetésimérleg-egyensúlyát rögzített nominális árfolyam esetén.

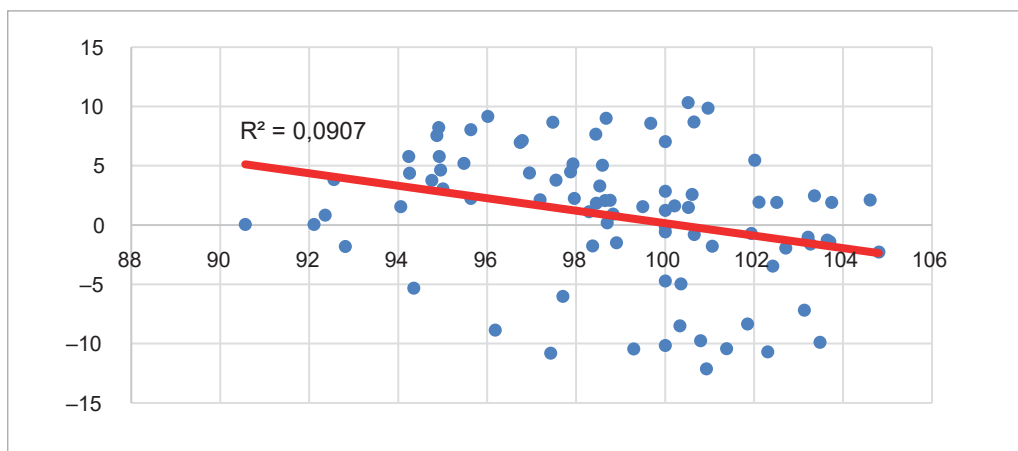
Implicit módon az is megjelenik a kérdésfeltevésben, hogy a likviditásbőség mennyiben torzítja az monetáris rezsim és a külső egyensúly(talanság) közötti összefüggést. Egyben arra is választ kaphatunk, hogy számít-e a gazdaságpolitikák minősége.

Viszonylag egyszerű módszertant alkalmazva a nemzeti folyó fizetési mérleg által leírt pályát figyeljük meg és hasonlítjuk össze. Mintázatokat keresünk, majd azt vizsgáljuk, hogy az eurózónán belüli és kívüli országok esetében is előfordulhatnak-e az egyes mintázatok. A fizetési mérleg pályáról leolvasható az is, hogy a nettó finanszírozói pozíció hogyan alakul ezekben a gazdaságokban a reálárfolyam függvényében. A reálárfolyam mint független változó bevezetésével az a célunk, hogy a bérversenyképességet beillesszük az elemzésbe. Ezért a bérköltségalapú, úgynevezett termékegység költség (ULC)³ bázisú reál effektív árfolyamot (REER) alkalmazzuk, és ezzel összefüggésben vizsgáljuk a folyófizetésimérleg-pályát. Az időbeliség vizsgálatát, amely nem elsődleges

³ ULC – munkavállalók kompenzálása és adók/GVA.

fontosságú egyébként, a 2. ábra grafikonjain az teszi megfigyelhetővé, hogy a megfigyelési pontok időrendben lettek összekötve. A folyófizetésimérleg-adatokat az Eurostat adatbázisából használtuk fel, míg a REER-index esetében az AMECO-adatbázis Price & Competitiveness adataira támaszkodunk.

A 2010-es görög adósságválság kezdetétől közkeletű magyarázat volt, hogy az eurótagság – mint rögzített árfolyamrendszer – egyensúlytalanságot okoz a fejletlenebb tagállamok kárára, amely a folyó fizetési mérlegük tendenciózus deficitjében mutatkozik meg. A magyarázat alapja, hogy a rögzített árfolyamú eurózónában a fejletlenebb tagországok bérszínvonala túlértékelődik, míg a fejlettebbeké alul. Így a versenyképesség torzul a fejletlenebbek kárára és a fejlettebbek javára. Az euróövezeten kívüli országok viszont ellensúlyozhatják ezt a valutájuk árfolyammozgásával. A bér versenyképesség romlása, azaz a munkaerő túlértékeltsége megmutatkozik az ország külső egyensúlyában. Visszaesik az export, miközben felfut az import. Bizonyos mértékű, gyenge összefüggés kimutatható⁴ a reálárfolyam és a külső egyensúly között, ezért érdemes összehasonlítani az eurótag és eurózónán kívüli uniós gazdaságok folyófizetésimérleg-pályáját: Vajon markánsan eltérő mintát láthatunk-e? Működik-e a folyó fizetési mérleg és a bérversenyképesség összefüggése? Az alulfejlettség rontja-e a folyó fizetési mérleg egyensúlyát rögzített nominális árfolyam esetén? A gazdaságpolitikák minősége számít-e?



1. ábra: Bérköltségalapú reálárfolyam

Megjegyzés: $REER_{uk}$ (vízszintes tengely) és GDP-arányos folyófizetésimérleg-egyenleg (függőleges tengely), 1999–2016, mindenkori euró-zóna-tagországok

Forrás: Eurostat

Az 1. ábra azt szemlélteti: ha az egész euróövezetben 1999 és 2016 között, a mindenkori tagországok reáleffektív árfolyamát és a folyó fizetési mérleg egyenlegét áttekintjük, akkor lényegében nincs levonható szignifikáns következtetés. Bár az adatpontokra illesztett trendvonal szemlélteti az alaptézt, amely szerint a felértékelődő reálárfolyam (bérköltség

⁴ Lásd KUTASI 2015.

vagy árszínvonal) mellett jellemzően romlik a mérlegegyenleg, de az illeszkedés jóságát mérő R^2 mutató lényegében azt mutatja, hogy az egész euróövezetre ezt a következtetést mégsem lehet levonni.

Országokként vizsgálva viszont különböző mintázatokat figyelhetünk meg. A tankönyvszerű esetben a bérszínvonal túlértékeltisége egyértelműen a folyó fizetési mérleg romlását kell hogy okozza. Ez az összefüggés jól mérhető a beralapú reálárfolyammal (ULC-alapú reáleffektív árfolyam, Eurostat, AMECO, Price & Competitiveness Indicators). 1999-től 2016-ig vizsgálva, bizonyos eurótagországok esetében szinte lineárisan teljesül ez a megfigyelés: Németország, Írország, Franciaország esetében is.

Más tagállamok esetében ez az összefüggés igen furcsa módon érvényesül, 2009 ugyanis fontos kiigazodási választóvonal. A spanyol és görög esetben két párhuzamos lineáris szakaszra bontható a közel két évtizedes pálya. Ugyanis számukra 2009–2010 – a likviditásbőség megszűnésével – a sokszzerű bér- és jövedelemcsökkenés időszaka volt, amelynek következtében alacsonyabb egyensúlyi jövedelmi pályára voltak kénytelenek áttérni. A külső finanszírozás eltűnésével adott bérszínvonal csak kisebb külső hiányt tett megengedhetővé. Bizarr ellenpontja az előbbi két országnak Ausztria, ahol a válságot követően az adott bérversenyképesség lazább külső egyensúlyt is elviselt, vagyis a romló fizetési mérleg pálya sem okozott olyan megrázkódtatást, mint másutt a deficit kiigazítása.⁵

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

Mi történt ugyanakkor az euróövezeten kívül? Mindhárom formációra találunk példát. Tankönyvszerű pályát ír le Lengyelország, amely az uralkodó közgazdasági elméletek szerint egészségesebb gazdasági és intézményi szervezetre utal. Lehet ugyanakkor, hogy a magyarázat inkább abban rejlik, hogy a lengyel gazdaság kevésbé nyitott, mint a kisebb kelet-európai országok, és többek között ezért érintette kevésbé a globális pénzügyi válság. Emiatt pedig nem volt szükség restriktív korrekcióra.

A párhuzamos pálya, azaz durva jövedelmi kiigazodás kialakulása figyelhető meg Magyarországon, Horvátországban és Romániában. Ezek a gazdaságok az infláció ellen magas hazai kamatokkal és felértékelt nominális árfolyammal küzdöttek a 2000-es évek közepén, miközben teret engedtek a devizás hiteleknek. Ez utóbbi lehetővé tette, hogy

⁵ Ezeknek a folyamatoknak a magyarázata túlmutat a reálárfolyam változásával megmagyarázható jelenségeken. A társadalmi és iparági szerkezet és rugalmasság, a gazdasági és pénzügyi kultúra és egyéb intézményi sajátosságok beillesztésével lehet csak magyarázatot adni a folyamatokra.

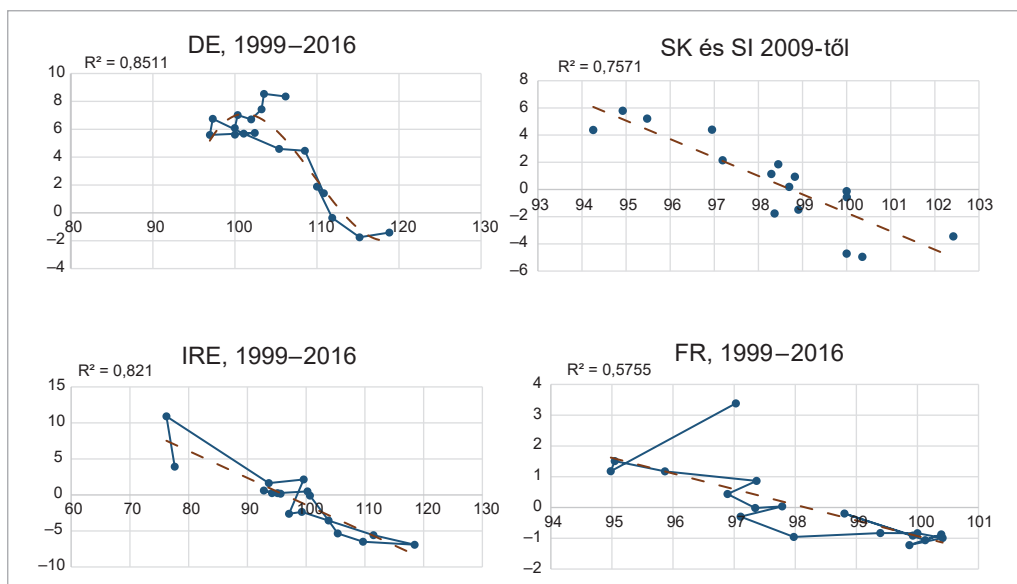
az erős hazai valuta mellett a magánszektor negligálhassa a hazai kamatlábszintet, és így alacsony devizás hitelkamatok mellett érvényesíthesse az erős vásárlóerejű hazai valutáját a nemzetközi kereskedelemben. Ez pedig mind a tőkemérleg, mind a folyó fizetési mérleg oldaláról sérülékennyé tette a gazdaságot, így nincs semmi meglepő a kényszerű korrekcióban.

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

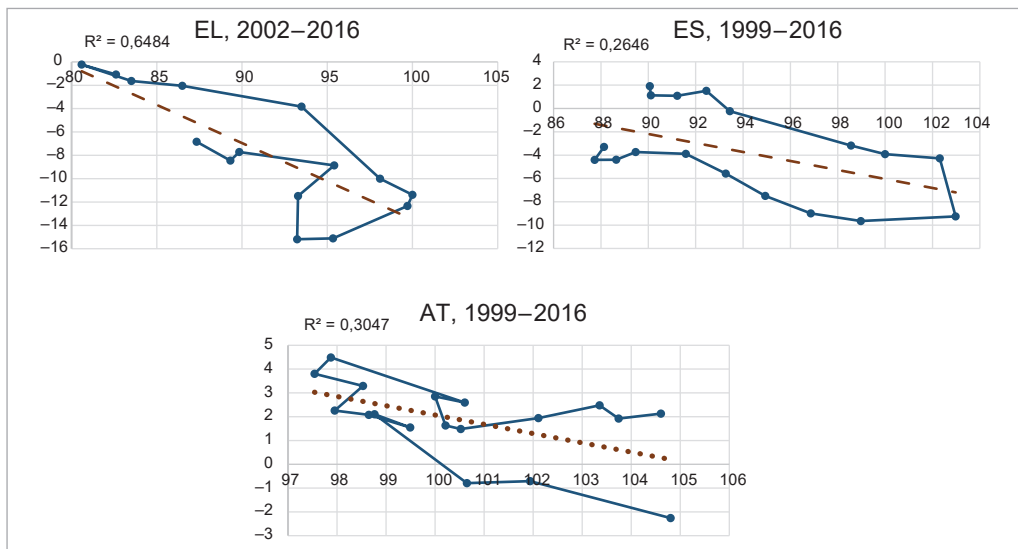
Mindezek alapján azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a gazdaságpolitikák minősége sokkal fontosabb tényező a folyó fizetési mérleg alakulásában, mint az eurótagság. Az eladósítás és az eladósodásra ösztönzés, az egyensúlytalanságokat figyelmen kívül hagyó makrogazdasági populizmus mind az euróövezetben,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

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

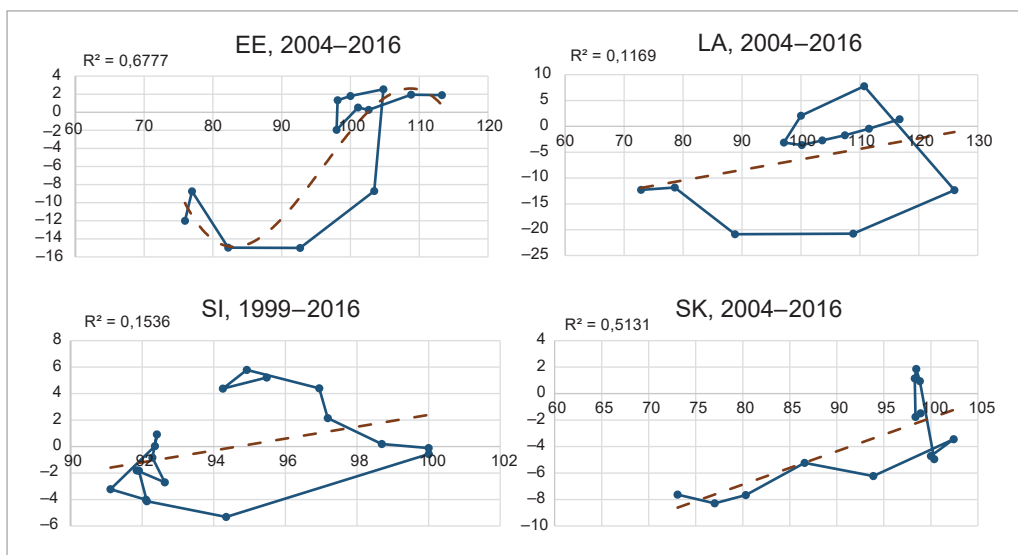
2.a Bizonyos országok esetében tankönyvszerűen működik,...



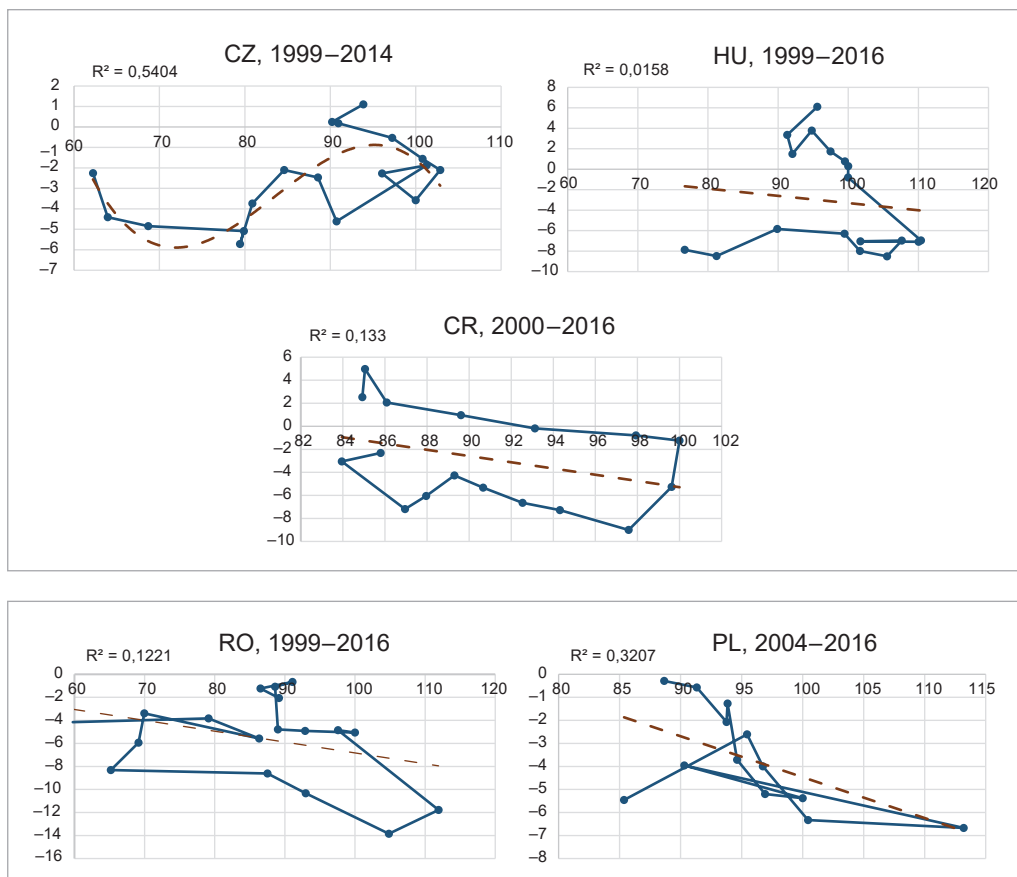
2.b más esetben a 2009-es válság párhuzamosságot alakított ki...



2.c ...és vannak a tankönyvvel szembemenők.



2.d Az eurózónán kívül is hasonlók a folyófizetésimérleg-alkalmazkodási minták.



2. ábra: Bérkölségalapú reálárfolyam (REER_{ulc}, vízszintes tengely) és GDP-arányos folyófizetésimérleg-egyenleg (függőleges tengely)

Megjegyzés: szaggatott vonal = lineáris vagy polinomiális trendvonal

Forrás: az Eurostat adatai alapján a szerző számítása

4. Következtetések

A 2010-es európai adósságválság során az EU vezetésének rá kellett ébrednie arra, hogy a gazdaságpolitikai koordináció elhanyagolta a külső egyensúly jelentőségét, aminek következtében tartósan két számjegyű kedvezőtlen kiigazodás következett be egyes fejletlenebb eurózónabeli gazdaságok jövedelemszintjében és ugyancsak tartósan két számjegyű munkanélküliség jelent meg és maradt fenn a 2010-es évek második felében beindult konjunkturális ciklusban is. A jövedelmi kiigazodás általános volt az euróövezeten belüli és kívüli gazdaságok esetében (talán csak Lengyelország nevezhető kivételnek ebben a tekintetben), azonban a két számjegyű munkanélküliség tartóssága már nem

jellemző a fejlettebb euróövezeti és a felzárkózó euróövezeten kívüli gazdaságokra, amelyek a nemzetközi és európai konjunktúra újbóli fellendülésével ütemesen tudták csökkenteni a munkanélküliséget.

A tanulmány azt a kérdést vizsgálta, hogy a tagországok folyó fizetési mérlege által leírt pályákat befolyásolta-e a 2000-es évek elejétől az, hogy az adott ország tagjává vált-e az euróövezetnek, vagy megőrizte nemzeti monetáris szuverenitását. A tanulmány közgazdasági intuíciója az volt, hogy a kevésbé fejlett euróövezeti tagállamok deficitel zárják a külső pozíciójukat. Felvetődött tehát a kérdés: köze van-e ehhez annak, hogy a közös valuta bevezetésével módosíthatatlanul rögzítették az ár- és bérszínvonalukat a fejlettebb eurógazdaságokhoz. Ezt a felvetést a komparativisztika módszerével vizsgáltuk, vagyis összehasonlítottuk a folyófizetési mérleg-pályákat az euróövezet tagországai és az övezeten kívüli EU-tagállamok között.

A folyófizetési mérleg-statisztikák elemzéséből egyértelműen kiderült, hogy a 2009. év e tekintetben is választóvonalnak bizonyult a globális válság más területei mellett. A legtöbb ország fizetési mérlegében robusztus kiigazodást figyelhetünk meg. Ennek magyarázata, hogy a válság előtti likviditási bőség a kevésbé fejlett EU-tagállamok esetében rugalmatlanná tette a gazdaságuk folyó fizetési mérlegét az effektív árfolyamban kifejeződő relatív ár- és bérszínvonal-változásra, és így végső soron a versenyképesség-romlásra. Viszont a válság és az abból levont tapasztalatok kikényszerítették a mérlegkiigazodást. Egyrészt a háztartások óvatosabbá váltak a hitelekkel kapcsolatban, illetve lekötötte jövedelmüket a korábbi hitelek törlesztése, másrészt a vállalatok csökkentették beruházási hitelkeresletüket, hiszen csökkent a kereslet az áruk és szolgáltatások iránt, harmadrészt a jelentősen eladósodott országokban a kockázati prémium megugrása kikényszerítette az államháztartási (és bizonyos esetekben a magángazdasági) adósságkonszolidációt. Más, belső kiigazodási folyamatokkal együtt a külső egyensúly helyreállása javította a versenyképességhez szükséges hatékonyságot.

Úgy tűnik, hogy az egyes tagállamok mérlegegyenlegének dinamikája által kirajzolódott minták nem függtek közvetlenül össze az eurótagsággal. Amiben különbség található, az legfeljebb a nominális és reál kiigazodás eltérő aránya. Az eurótagok esetében ugyanis nem volt lehetőség nominális árfolyamleértékelésre, csak és kizárólag a nominális bérek és jövedelmek abszolút összegének lefaragásával a reálbér- és reáljövedelem-csökkentésre. Ezzel szemben az euróövezeten kívüli országokban nagyságrendileg 30%-os valutaárfolyam-leértékeléssel kiigazítható volt a reálbérköltség. Mindezek alapján feltehető, hogy elsősorban a gazdaságpolitikák minősége a meghatározó a folyófizetési mérleg-pálya esetében. Ezt a minőséget javíthatná az euró bevezetése, amennyiben az egyensúlyra irányuló törekvést hatékonyabban lenne képes megkövetelni és kikényszeríteni az Európai Unió intézményrendszere.

Felhasznált irodalom

- ALESSANDRINI, Pietro – FRATIANNI, Michele – HUGHES HALLETT, Andrew – PRESBITERO, Andrea F. (2012): External Imbalances and Financial Fragility in the Euro Area. *MoFiR working paper*, No. 66.
- ANDO, Albert – MODIGLIANI, Franco (1963): The ‘Life Cycle’ Hypothesis of Savings: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1. 55–84.
- ASNESS, Cliff – LIEW, John M. – STEVENS, Ross L. (1997): Parallels Between the Cross-Sectional Predictability of Stock Returns and Country Returns. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23, No. 1. 79–87. DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1997.409606>
- BANZ Rolf W. (1981): The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 1. 3–18. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)
- BEKAERT, Geert – ERB, Claude B. – HARVEY, Campbell R. – VISKANATA, Tadas E. (1997): What Matters for Emerging Market Investment? *Emerging Market Quarterly*, Summer. 17–46.
- BENCZES István – REZESSY Gergely (2013): Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. *Pénzügyi Szemle*, 58. évf. 2. sz. 136–150.
- BENCZES István – SZENT-IVÁNYI Balázs (2015): The European Economy in 2014: Fragile Recovery and Convergence. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 53, No. 1. 162–180.
- BOHN, Henning – TESAR, Linda (1996): U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Trend Chasing. *The American Economic Review*, Vol. 86, No. 1. 77–81.
- CHINN, Menzie D. – PRASAD, Eswar S. (2003): Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration. *Journal of International Economics*, Vol. 59, No. 1. 47–76. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00089-2](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00089-2)
- DE SANTIS, Roberto A. – LÜHRMANN, Melanie (2006): On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows. A Global Perspective. *ECB Working Paper Series*, No. 651.
- EDWARDS, Sebastian (1996): Why are Latin America’s savings rates so low? An international comparative analysis. *Journal of Development Economics*, Vol. 51, No. 1. 5–44. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00424-5](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00424-5)
- ELEKES, Andrea (2012): Világ gazdasági krízis – kereskedelmi, kereskedelempolitikai válaszok. *Külgazdaság*, 56. évf. 1–2. sz. 76–104.
- FARRELL, Michael James (1970): The Magnitude of ‘Rate-of-Growth’ Effects on Aggregate Savings. *The Economic Journal*, Vol. 80, No. 320. 873–894. DOI: <https://doi.org/10.2307/2229903>
- FELDSTEIN, Martin – HORIOKA, Charles (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal*, Vol. 90, No. 358. 314–329. DOI: <https://doi.org/10.2307/2231790>
- FIDRMUC, Jarko – IKEDA, Taro – IWATSUBO, Kentaro (2012): International transmission of business cycles: Evidence from dynamic correlations. *Economics Letters*, Vol. 114, No. 3. 252–255. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.10.025>
- FIDRMUC, Jarko – MARTIN, Reiner (2011): ‘FDI, Trade and Growth in CESEE Countries.’ Focus on European Economic Integration. *Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank)*, No. 1. 70–89.
- GAVILÁN, Ángel – COS, Pablo Hernández de – JIMENO, Juan F. – ROJAS, Juan A. (2011): Fiscal Policy, Structural Reforms and External Imbalances: A Quantitative evaluation for Spain. *Documentos de Trabajo*, No. 1107.

- GLICK, Reuven – ROGOFF, Kenneth (1995): Global versus country-specific productivity shocks and the current account. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35, No. 1. 159–192. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(94\)01181-9](https://doi.org/10.1016/0304-3932(94)01181-9)
- HALMAI Péter (2014): *Krisis és növekedés az Európai Unióban. Európai modell, strukturális reformok*. Budapest, Akadémiai. DOI: <https://doi.org/10.1556/9789630597906>
- HALMAI Péter (2017): Új geometria: „teljes” gazdasági és monetáris unió? A gazdasági kormányzás új dimenziói az Európai Unióban. *Magyar Tudomány*, 178. évf. 1. sz. 6–17.
- HALMAI Péter (2018): Az európai növekedési modell kifulladásá. *Közgazdasági Szemle*, 65. évf. 2. sz. 122–160. DOI: <https://doi.org/10.18414/ksz.2018.2.122>
- HALMAI Péter (2020a): *Mélyintegráció. A Gazdasági és Monetáris Unió ökonómiája*. Budapest, Akadémiai.
- HALMAI Péter (2020b): A brexit gazdaságtana. In HALMAI Péter szerk.: *A brexit forgatókönyvei és hatásai*. Budapest, Ludovika Egyetemi Kiadó Nonprofit Kft., 83–208.
- HALMAI Péter (2020c): *Európai gazdasági integráció*. Budapest, Ludovika Egyetemi Kiadó Nonprofit Kft.
- JAKAB M. Zoltán – KOVÁCS Mihály András (2000): A reálárfolyam-ingadozások főbb meghatározói Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 47. évf. 2. sz. 136–156.
- KENEN Peter B. (1969): The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In MUNDELL, Robert A. – SWOBODA, Alexander K. eds.: *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago, University of Chicago Press.
- KERTÉSZ Krisztián (2014): Alternatívák a monetáris politika és a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megújítására az eurózónában. *Pénzügyi Szemle*, 59. évf. 3. sz. 386–402.
- KOLOZSI Pál Péter – HOFFMANN Mihály (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel. *Pénzügyi Szemle*, 61. évf. 1. sz. 9–34.
- KUTASI Gábor (2015): External Imbalances in the EU: A REER-based Explanation. *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, Vol. 50, No. 5. 301–308. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10272-015-0555-x>
- McKINNON, Ronald I. (1963): Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4. 717–725.
- MODIGLIANI, Franco (1970): The life cycle hypothesis of saving and intercountry difference in the savings ratio. In ELTIS, Walter A. – SCOTT, Maurice F. – WOLFE, J. N. – HARROD, Roy eds.: *Induction, growth and trade. Essays in honour of Dir Roy Harrod*. London, Clarendon.
- MUNDELL, Robert A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4. 657–665.
- NEMÉNYI Judit – OBLATH Gábor (2012): Az euró bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 569–684.
- PALÁNKAI Tibor (2000): Euró – strukturális problémák és reformok. *Európai Tükör*, 5. évf. 6. sz. 2–15.
- PALÁNKAI Tibor – KENGyel Ákos – BENCZES István – KUTASI Gábor – NAGY Sándor Gyula (2011): *A globális és regionális integráció gazdaságtana*. Budapest, Akadémiai.
- TOBIN, James (1967): Life Cycle Saving and Balanced Growth. In FELLNER, William J. ed.: *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher*. New York – London – Sydney, Wiley and Sons.
- VONNÁK Balázs (2006): A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 12. sz. 1155–1177.