

Endogén egyensúlytalanságok egységes valutaövezetekben*

Boros Eszter

A tanulmány – az aktuális intézményi problémákon túl – a monetáris unióban rejlő kockázatok és reálgazdasági hajtóerők feltárását tűzi ki célul, arra a kérdésre keresve a választ, hogy fundamentálisan mi mozgathatja a lehetséges gazdasági zavarokat, illetve mi akadályozhatja azok piaci önkorrekcióját. A szerző eredményei szerint az euroövezet reálgazdasági homogenitásáról és piaci kiigazodási teljesítményéről vegyes képet kapunk. A centrum–periféria törésvonal egyensúlytalanságok forrása és konzerválója lehet. Ennek kiküszöbölése és az eurótól remélt bőséges hasznok learatása a szerző konklúziója szerint átfogó, célzott versenyképességi, szerkezeti és regionális politikai keretrendszer működtetését követeli meg.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, E52, F33, F36, F45

Kulcsszavak: egységes valutaövezet, optimális valutaövezetek, egyensúlytalanságok, euroövezeti kiigazodás

1. Egységes valutaövezetek: az egyensúlytalansági spirál kockázata

Az egységes valutaövezetek vizsgálatának különös hangsúlyt ad az Európai Gazdasági és Monetáris Unió (EMU) 2010 óta húzódó válsága, illetve lassú kilábalása. A magyarázatokat keresve és az övezet tartós működőképességének kérdését elemezve megkerülhetetlennek látszik, hogy – egyes tagállamok felelősségén, a jelenlegi válságkezelés értékelésén túl – lehetséges rendszerszintű problémákat is azonosítsunk, melyek fennmaradása újratermelőző kihívások elé állíthatja még az akár jól specifikált válságkezelő mechanizmusokat is.

Az euroövezet válsága rendkívül összetett problémahalmazt képvisel, melynek kialakulásában a globális gazdasági és pénzügyi fejleményeknek, az euro bevezetését meghatározó közgazdasági gondolkodásnak, az intézményi keretek előzetes kidolgozatlanságának és laza alkalmazásának egyaránt szerepe van. A válság kitörése óta eltelt idő természetesen nem elegendő ahhoz, hogy a kibontakozó irányt egyértelműen lássuk. Ugyanakkor végső soron magának az euro használatának

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Boros Eszter a Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügy Tanszékének PhD-hallgatója, a Magyar Nemzeti Bank módszertani referense. E-mail: borosesz@mnk.hu.

A kézirat első változata 2016. november 19-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.16.2.86116>

a teljes időszaka is rövid és „zajos” ahhoz, hogy egyes tényezők jelentőségét teljes bizonyossággal kiemelhessük vagy kizárhassuk. Ezt támasztja alá, hogy egy egységes fizetőeszköz bevezetése önmagában sokszerű (egyszeri) esemény, így a közvetlenül kiváltott folyamatok háttere, erőssége legalább részben eltérhet a hosszú távú működésben hangsúlyos hatásoktól. Ezért a tanulmány – az aktuális intézményi problémákon túl – a monetáris unióban rejlő kockázatok és reálgazdasági hajtóerők feltárását tűzi ki célul. Az alább ismertetett, majd a 3. részben az EMU-ra alkalmazott speciális szempontrendszer elemei így ugyan különböző mértékben kötődhetnek a 2010-es euroválság konkrét karakterisztikájához, hosszabb távon azonban akár meghatározó szerepet is játszhatnak abban, hogy a monetáris tömbnek mennyire kell „állandósítania a válságkezelést”.

Mint ismert, az egységes valutaövezetbe tömörülő gazdaságok saját fizetőeszközük helyett közös pénzt használnak, ami uniform monetáris politikát feltételez. A konstrukció kulcsproblémája a zónaszintű mérlegelés kényszere, ami az övezet központi bankját feloldhatatlan dilemma elé állíthatja. Amíg egy gazdaság saját fizetőeszközzel és monetáris politikával rendelkezik, a devizaárfolyam rendelkezésre áll – legalább rövid távú – kiigazodási csatornaként, emellett a piacok kevésbé tudják likviditási válságba, majd fizetéképtelenségbe hajszolni az adott egységet (*Csajbók – Csermely 2002; Krugman – Obstfeld 2003; De Grauwe 2012a; De Grauwe 2013*).¹ A monetáris unióhoz való csatlakozás ezzel szemben az árfolyameszköz feladását, a zóna egészére szabott monetáris politika importálását jelenti, a keletkező (állam-) adósságot pedig akár a devizaadóssághoz teheti hasonlatossá.

Természetesen felvethető, hogy a kis, nyitott gazdaságok eleve korlátozottan képesek az árfolyam-igazodás lehetőségét kihasználni, így nem nagy áldozat lemondaniuk a saját fizetőeszközről (*Palánkai 2012*). Az endogén egyensúlytalansági kockázat ezt a megállapítást azonban árnyalja. *A zóna egészének megfelelő kamatláb meghatározása nem mindig lehetséges.* Amennyiben az övezet egyes régióiban aszimmetrikus fejlemények zajlanak, a központi bank dilemmahelyzetbe kerül: vagy kamatemeléssel visszafogja az inflációt a fellendülő térségben és mélyíti a recessziót a másikban, vagy ellenkezőleg, kamatsökkentéssel próbálja elejét venni a deflációs kockázatnak az utóbbiban, másutt tovább fűtve az inflációt (*Mundell 1961; McKinnon 1963; Kenen 1969*). Bárhogy dönt, *a rendszeren belül káros visszacsatolás keletkezik, és a zóna tagjai nagy eséllyel tartós egyensúlytalanságban rekednek, hacsak nem lépnek életbe alternatív kiigazodási mechanizmusok.*

Habár a szakirodalom jellemzően exogén változások – például aszimmetrikus, külső keresleti sokkok – példáján mutatja be e monetáris politikai paradoxont, a probléma eleve endogén folyamat következtében is előállhat. Ez az eset mindenekelőtt a közös pénznem bevezetésével függ össze, és közel áll az euroválság kapcsán tehető

¹ Végső soron mindig feltehető, hogy jegybanki pénzteremtéssel az egység helyt tud állni kötelezettségeiért.

megállapításokhoz (2. rész). *Hale – Obstfeld (2014)* modellszerűen mutatja be, hogy amennyiben a monetáris tömb létrehozása a belső hitelkamatok csökkenésével jár, az nemcsak megnöveli a bruttó tőkeáramlásokat, hanem egyúttal az övezeten belülről származó finanszírozás arányát is megemeli. A modell szerint az olcsóbb hitel ráadásul azzal jár, hogy kisebb siker-valószínűségű projekteket is elindítanak. Mindezek miatt *a hitelkockázat az övezeten belülré koncentrálódik*. Ez ugyancsak ellentmondó igényeket támaszt a zóna (pénzügyi stabilitást is mérlegelő) központi bankjával szemben, amennyiben a hitelezés markánsan egyirányú. A kamatszint kiinduló csökkenése egyrészt a tranzakciós költségek, másrészt bizonyos kockázatok mérséklődése miatt feltételezhető, de nyilván akár téves kockázatészlelés, túlzott piaci optimizmus eredménye is lehet. Az egységes alapkamat és a pénzügyi piaci integráció nyomán a tagok kamatszintje tartósan és jelentősen sosem térhet el (*De Grauwe 2012a*), az ebből fakadó egyensúlytalansági problémákkal így később is számolni kell. *Egyoldalú hitelezési mintákra annál nagyobb esély van, minél heterogénebb az övezet.*² Az aszimmetriák kezelése ekkor már nemcsak monetáris, hanem politikai szempontból is megnehezül, mivel a belső összefonódások miatt a zóna egy részének adósságproblémáit csak a hitelező rész rovására, költségére lehet orvosolni (*Baldwin et al. 2015*).

Az eddigiekből látszódhat, hogy az egyensúlytalanságokat mindenekelőtt bruttó nézőpontból érdemes megközelíteni. Ez újszerű álláspont annyiban, hogy a globális pénzügyi válság kirobbanása előtt, a „nagy mérséklődésnek” nevezett időszakban a bruttó tőkeáramlásokból származó pénzügyi stabilitási következmények súlyosságát nem ismerték fel (*Bracke et al. 2010; Borio – Disyatat 2011; MNB 2011; MNB 2014*). A bruttó áramlások, illetve állományok azért érdemelnek külön figyelmet, mert *egyes gazdasági szereplők, szektorok adósságainak törlesztésére közvetlenül nem állnak rendelkezésre a többiek eszközei* – még akkor sem, ha a gazdaság egésze egyébként kiterjedt nettó külső követelésállománnyal rendelkezik. Maga a nettó külső pozíció – az átértékelődésektől eltekintve – a folyó fizetési mérleg és a tőke-mérleg együttes egyenlegével változik. Az időszaki nettó finanszírozási hiány/többlet mögött a pénzügyi mérleg tranzakciói állnak, amelyek bruttó értéke az előbbiek szerint nagyobb a nettó egyenlegnél. A globális pénzügyi piacok korában az eltérés több nagyságrendet képvisel, és jellemző a finanszírozási minták összetettsége, változékony kockázati karakterisztikája. *Ugyanakkor néhány érv amellet is szól, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is releváns gazdaságpolitikai változó (Obstfeld 2012). A tartósan egy irányú finanszírozási pozíciók gyakran a gazdaságban gyülemelő feszültségek tünetei.* Hosszabb távon, irányjaiban a gazdaság adós vagy hitelező volta határozza meg, milyen elsődleges nyomás nehezedik a szereplőkre, a bankrendszerre. Az egyirányú nettó mintázatok fenntarthatatlan folyamatokat szignálhatnak a piac számára, ami összefüggésben áll a likviditás hirtelen befagyásával

² A Hale–Obstfeld-modell eleve övezeti centrum-periféria-viszonylatra vonatkozik.

(*sudden stop*). (Ezekre a szituációkra a valutaövezetek [szuverén] tagjai alapesetben különösen érzékenyek.³) Így, ha az utóbbi időszak nagy válsága és annak elágazásai alapvetően nem is „hagyományos” folyómérleg-válságként jelentkeztek (MNB 2014), a mögöttes egyensúlytalanságokat indikálták a folyó mérlegek egyoldalú, növekvő kilengései.

E kilengések a következőképp kapcsolhatók a valutaövezetek endogén zavaraihoz: aszimmetrikus fejlemények esetén a pozitív ágba került egység folyómérleg-többletre tesz szert, mivel exportja iránt nő a kereslet. Egyúttal lehetősége van arra, hogy a termékeit vásárló gazdaságokat maga hitelezze (vö. *De Grauwe – Ji 2012; De Grauwe 2013*). Ez utóbbiaknál a növekvő import és a csökkenő export finanszírozási igényt (folyó mérleg hiányt) keletkeztet. Eközben már a közös monetáris politika dilemmájánál tartunk: az első egységtípusban az inflációt, a másodikban előbb-utóbb a deflációt kellhet megfékezni.⁴ Tegyük fel, hogy a központi bank az utóbbira fókuszálva kamatot csökkent. Világos, hogy ekkor a második egységnek megéri még több hitelt felvennie és az elsőtől (is) még többet vásárolnia. Ha a lokális visszaesés/„pangás” meg is szűnik, a folyó mérleg hiány nagyobbra duzzad, ahogy ennek párjaként a másik egység folyó többlete is. Természetesen itt is igaz, hogy bruttó értelemben nagyobb és összetettebb mintázatú a felépülő adósság, de magát az egyensúlytalansági zavart e specifikus endogén problémánál a folyó mérleg dinamika szintén feltárja. Hasonló folyamat írható le, ha az aszimmetria gyökere a finanszírozás árának hirtelen csökkenése, és ez az övezet egy része számára az addiginál alacsonyabb kamatokot jelent (vö. *Hale – Obstfeld 2014*).

Az endogén spirál megakadályozásának elsődleges csatornái a munkaerő-mobilitás és/vagy a rugalmas ár- és béralkalmazkodás lehetnek. A munkaerő mobilitása lehetővé teszi, hogy aszimmetrikus fejlemény esetén a pozitív ágba került térség felszívja a visszaeső gazdaságok munkavállalóit. Ez az utóbbi egységben csökkenti a munkanélküliséget, előbbiben pedig enyhíti a (bér-) inflációs nyomást. Az ár- és béralkalmazkodás – elvben – a versenyképességre hat, az árfolyam le- és felértékelődéséhez hasonló logika szerint. Ha egy recesszióba került valutaövezeti tagnál csökkennek az árak és a bérek, növekedhet az export és a tőkebeáramlás, véget érhet a gazdasági visszaesés. Ezzel párhuzamosan a fellendülő egységekben az árak és bérek növekedése rontja a versenyképességet, az importkereslet emelkedése segíti az előbbi gazdaságok belső leértékelésének (ár- és bércsökkentésének) az eredményességét. Az egyoldalú folyómérleg-dinamika korrigálódik. Persze fontos észrevétel, hogy a versenyképességnek nem csak ár jellegű tényezői vannak. Mindenesetre a vázolt mechanizmus egy elem szükségességére biztosan rámutat, ez pedig az alkalmazkodás idején konjunktúrában lévő gazdaság fogyasztás- (kiadás-) növelésének fontossága.

³ A későbbiekben térünk ki arra, milyen gyakorlati különbségeket okoz, hogy egy valutaövezet „egyszerűen” régiókat vagy szuverén országokat foglal-e magában.

⁴ A hazai termékek árszínvonala a keresleti visszaesés miatt csökken.

Az alternatív mechanizmusok rövid bemutatásából is látszik, hogy a testre szabott monetáris politika és az árfolyam általi kiigazodáshoz képest lassabb, több korlátba ütköző folyamatokról van szó. Ebből ismét következik, hogy nem zárhatók ki a valutaövezeti csatlakozás áldozatai. Más szóval: *nem triviális, hogy tetszőleges gazdasági csoportosulás képes valutauniót működtetni*. Eddig nem mondtuk ki, de nyilvánvaló, hogy bizonyos remélt előnyök viszont eközben komoly teret nyithatnak a monetáris egységesítési törekvéseknek. A kereskedelmi és más szempontokból szoros kapcsolatot ápoló egységek számára nagy nyereséggel kecsegtet a tranzakciós költségek csökkenése, az árfolyam- és más kockázatok kiküszöbölése vagy enyhítése, az ár-összehasonlíthatóság javulása, mindezek miatt pedig a kereskedelem élénkülése, sőt akár a valuta nagyobb világgazdasági súlya is.

A lehetséges előnyök és veszélyek együtt indokolják, hogy *létezzen iránymutatás a különböző tagösszetételű valutaövezetek életképességének vizsgálatára*.

Ilyen támpontokkal kíván szolgálni az *optimális valutaövezetek elméletek*ént ismert szakirodalom (optimum currency areas, OCA). Egy valutaövezet optimális, ha elkerülhető benne a monetáris politika dilemmája. Ennek feltételei a következők szerint foglalhatóak össze (1. táblázat⁵).

Mindenekelőtt szükséges a fenti alternatív kiigazodási mechanizmusok minél tökéletesebb működése: a *munka- és tőkemobilitás* (1–2.), valamint az *árak és bérek rugalmassága* (3.). Utóbbihoz érdemes hozzáfűzni, hogy az árak és bérek csökkenése egyrészt ellenállásba ütközhet, másrészt hatása nem is mindig egyértelmű, mert eladósodottság esetén súlyosbítja a mérlegalkalmazkodás terheit. Egyébként jellemzően lassú, amiben koordinációs probléma is szerepet játszik (Krugman 2011).

Mint érintettük, a valutaárfolyam elvesztésének áldozatát enyhítheti a tagok *egymás iránti nagyfokú gazdasági nyitottsága* (4.). Ez egyben megsokszorozza a közös fizetőeszköz használatából származó hasznokat. A *diverzifikált gazdaságok* követelményével (5.) elkerülhető, hogy a résztvevők között szélsőségesen specializált – így a parciális gazdasági sokkoknak egyoldalúan kitett – tag szerepelhessen. A *gazdasági szerkezetek hasonlósága* (6.) biztosítja, hogy a turbulenciák hasonló irányba mozdítsák a gazdaságokat. A szinkronigény jelenik meg az *üzleti ciklusok összehangoltságára, az inflációs preferenciák és a növekedési ráták hasonlóságára* vonatkozó kitételben is (7.). Az utóbbi tényezők eltérése azt eredményezi, hogy egyes egységek tartósan más kimeneteket lesznek kénytelenek elfogadni preferenciáikhoz képest. Végül a szimmetria általános keretfeltételeként említhető – a klasszikus OCA-feltételek kiegészítéseiként – a tagok közötti *jogi-intézményi hasonlóság, kulturális, nyelvi közelség* (8.).

⁵ Lásd még Benczes 2014; Szijártó 2014.

1. táblázat		
Az OCA-elmélet szerinti optimalitási kritériumok és közgazdasági indokai		
	Kritérium	Összefüggés az optimalitással
1.	Munkaerő-mobilitás	Az egyensúlytalanságok korrekcióját támogatja. Akadályok: munkaerő heterogenitása, nyelvi, kulturális háttér.
2.	Tőke mobilitás, integrált pénzügyi piacok	Az egyensúlytalanságok korrekcióját, a zónaszintű kockázatmegosztást, a szinkront támogatja.
3.	Árak és bérek rugalmassága	Az egyensúlytalanságok korrekcióját támogatja. A belső leértékeléssel történő kiigazodás ugyanakkor még kellő rugalmasság esetén sem problémamentes.
4.	Árupiaci nyitottság, integráltság	Megsokszorozódó hasznot a közös pénz alkalmazásából és (adott esetben) limitáltabb áldozat a saját valutaárfolyam elvesztéséből.
5.	Diverzifikált gazdaságok	Ne legyen a (parciális) gazdasági sokkoknak nagymértékben, egyoldalúan kitett tag.
6.	A gazdasági szerkezetek hasonlósága	A hasonló iparági struktúra, szektorális arányok, a szektorokban alkalmazott technológia, munkaszervezés stb. nagyobb fokú szimmetriát tesz lehetővé.
7.	Szinkron üzleti ciklusok, hasonló inflációs preferenciák és növekedés	Szimmetria fenntartása.
8.	Intézményi-jogi, kulturális, nyelvi hasonlóság	Általános keretként támogatja a szimmetrikus helyzetek megtartását, illetve a szükséges kiigazodás hatékonyságát.

Forrás: Az OCA-elmélet úttörő munkái (Mundell 1961, McKinnon 1963, Kenen 1969), valamint Krugman 2011 és De Grauwe 2012a nyomán szerkesztve.

Az optimális valutaövezetek elmélete alapvetően a költség–haszon-elvelet követi a monetáris tömbök összetételének meghatározásában. Ez alapján a metallista pénzelmélethez kapcsolható, amely a pénz értékét a magángazdaság hatékonysági törekvéséből származtatja. Az OCA tágabban véve a piaci önkorrekciót és a monetáris politika primátusát rögzítő újklasszikus közgazdasági főáram keretei között alakult ki. Így nem jelenít meg olyan szempontokat, amelyek a monetáris és a fiskális politika hatókörének összehangolására vonatkoznának (Goodhart 1998; Barba – De Vivo 2013; Cesaratto 2015). Mellőzi tehát az úgynevezett kartalista megközelítést (MNB 2011; Ábel et al. 2016), amely alapján a pénz stabilitásához bizonyos állami szerep szükséges, vagy témánkra szabottabb megfogalmazásban: valamilyen költségvetési korrekciós, koordinációs mechanizmus. Az egységes fiskális keretekre vonatkozó indikáció léte vagy hiánya azért lényeges, mert különbségekhez vezet abban, hogy a valutaövezet tagjai „egyszerű” régióknak vagy országoknak tekinthetők. A piacok máshogy észlelik, kezelik az USA szövetségi államait, mint az eurozóna tagországait (Giavazzi – Spaventa 2010), ami jelentős részben az utóbbiak költségvetési szuverenitási fokának következménye. Ha szigorúan az OCA-kritériumokat követjük egy monetáris tömb összetételének meghatározásához, nem fogunk fiskális koordinációs mechanizmusokat beépíteni vagy bizonyos költségvetési

forrásokot egyesíteni a résztvevők között.⁶ Ennyiben a keret hiányosnak tekinthető. *Ez a hiányosság azonban nem teszi alkalmatlanná a tanulmány céljaira*, azaz a rendszerszintű feszültségek lehetőségének vizsgálatára. A fiskális vonatkozású és más intézményi mechanizmusok a valutaövezetekre vonatkozó diskurzusban elsősorban válságkezelő, -megelőző, korai jelző funkcióval jelennek meg. E funkciók megteremtése alapvető jelentőségűnek bizonyulhat (2. rész), ugyanakkor nem vezet vissza az egyensúlytalanságok valamennyi hajtóerejéhez, illetve nem minden ilyen képes létében megszüntetni.

Az alábbiakban a cikk áttekinti az EMU létrehozásának hátterét és a válságban felszínre került gyengeségeket (2. rész). Ezután azt vizsgálja, milyen teljesítmény rajzolódik ki az eurozónában az alternatív kiigazodási mechanizmusok és az OCA további, homogenitási kritériumai terén, különös tekintettel a 2010-et követő időszakra (3. rész).

2. Az euro mint egységes pénz

A nyugat-európai integrációs törekvések már az 1960-as évekre számottevő eredményekhez vezettek: ilyenek a teljes vámunió, a közös agrárpolitika, a termékszabályozások egységesítése és a személyek szabad mozgása. A tagok a monetáris és az árfolyam-politikák koordinálásában is együttműködtek. A kapcsolatok szélesedése természetesen vetette fel a közös fizetőeszköz lehetőségét, a Bretton Woods-i rendszer hanyatlása, a nemzeti valuták növekvő volatilitása miatt ráadásul idősebben is (*Delors-jelentés 1989; Ingram 1973; Krugman 2011*). Az elérhető előnyök jelentősnek ígérkeztek a tranzakciós költségek csökkentése, az árfolyamkockázat megszüntetése és a kereskedelembővülésre vonatkozó becslések nyomán (pl. *Frankel – Rose 1998, 2002*). Az euro általános pénzforgalmi bevezetésére végül 2002-ben került sor. Ma az euro 19 EU-tagállam hivatalos fizetőeszköze.

Az euro eddigi tizenöt évének értékelését a válság igen nehézé teszi, amennyiben elfogadjuk a valószínű állítást, miszerint a krízis rendszerszintű problémák és káros belső mechanizmusok eredménye. A valutaunió működtetésének jelentős stabilitási, makrogazdasági kockázatai tárultak fel és jelentenek érdemi bizonytalanságot a jövőre nézve. Eközben az elérhető „klasszikus” előnyök – a tranzakciós költségek csökkentése stb. – terén a zónának jelentős nyeresége keletkezhetett, bár az ennek nagyságára, megoszlására, jövőbeli kilátásaira vonatkozó eredmények, következtetések nagy eltéréseket jeleznek (*Santos Silva – Tenreyro 2010; De Sousa 2011; Mongelli 2013; Petersen et al. 2013*). Az, hogy a gazdaságok között mekkora – és milyen irányba mutat – a konvergencia, meglehetősen ellentmondásos (vö. *Neményi – Oblath 2012; Magas 2016*). Ezzel foglalkozik a 3. rész.

⁶ Az nem biztos, hogy egyáltalán nem fogunk költségvetési kérdésekkel foglalkozni, de ezek elsősorban egység-specifikus sokkok forrásaként kerülhetnek elő (lásd 2. rész).

A közös európai pénznem előkészítésekor számos szerző használta értékelési keretként az OCA-elméletet. Az eredmények *már ebben az időszakban arra mutattak, hogy az eurót bevezetni kívánó országok tömbje több tekintetben sem teljesíti az optimális valutaövezeti kritériumokat*. Pisani-Ferry (2012) összegzése szerint azonosított, bár előre nehezen felmérhető veszélyként jelentek meg a tagjelöltek közötti aszimmetriák, a gyenge piaci kiigazodási mechanizmusok és az uniform monetáris politika ezek miatti destabilizációs kockázata. Bár – mint tudjuk – az OCA-elméletből épp nem következik, de megjegyzendő, hogy már a valutaunió előkészítésekor voltak olyanok is, akik a fiskális kiigazító, illetve koordinációs mechanizmusok jelentőségére figyelmeztettek (pl. Godley 1992; Feldstein 1992).

Minden feltárt probléma élet tompította ugyanakkor az a *gyakori érvelés, hogy az euro endogén módon OCA-vá alakíthatja az övezetet*, mivel a gazdasági integráció, konvergencia és szinkron katalizátorává válik (OMOM-jelentés 1990; Bayoumi – Eichengreen 1997; Frankel – Rose 1998; Pisani-Ferry 2012; Estrada et al. 2013). Amennyiben egy monetáris unió OCA, elméletben képes az endogén zavarok kivédésére. A 2010-es válsághelyzet mindazonáltal rámutatott, hogy a várt sebességű „tökéletesedés” biztosan nem következett be, *egy szuboptimális konstrukcióban* pedig biztosan szükség van tágabb gazdaságpolitikai koordinációra, a közös pénz stabilitását biztosító fiskális korrekciós mechanizmusra, sőt összehangolt makroprudenciális politikára is.⁷ Az euro életre hívásakor ezek a szempontok nem, vagy csak részlegesen, más hangsúlyokkal érvényesültek. A tagok közötti gazdasági különbségek enyhítésére bizonyos központi strukturális–regionális alapokat előirányoztak (Delors-jelentés 1989), de ezek nagyságrendje a tagállamok által megtartott széles körű költségvetési jogkörök és gazdaságpolitikai döntéshozatal mellett nem volt érdemi. A gazdasági kormányzás tagállami szabadságfokát az egységspecifikus sokk forrásaként vették számba. A probléma kezelésére mindenekelőtt költségvetési fenntarthatósági szabályokat ítélték célszerűnek (Delors-jelentés 1989; MNB 2011). A szabályok nyomatékositása és egyúttal *a kockázatközösség limitálásának kifejeződése* lett a „no bail-out” deklaráció (Kiss J. 2011). Ezt ugyan a piacok hosszú ideig nem vették komolyan, ám a krízis kipattanásakor a belőle származó bizonytalanság igen ártalmasnak bizonyult. Ez tágabban azzal függ össze, hogy az EMU létrehozásakor *nem intézményesítettek válságkezelési eljárásokat, válságkezelő alapot* – az erkölcsi kockázat lehetőségén túl azért sem, mert *a rendszerkockázatok jelentős része, így a magánszektor túlzott eladósodásának lehetősége nem szerepelt a mérlegelt veszélyek között* (Neményi – Oblath 2012; MNB 2011). Magában a szűkebb

⁷ Utóbbi jelentőségét a modern pénzügyi rendszerben megsokszorozódott tőkeáramlások, az eszközár buborékok és pénzügyi egyensúlyhiányok (APFI) nyomán a 2008-as globális válságot követően ismerték fel széles körben. A makroprudenciális politika iránti igényt tehát első körben nem valutaövezeti, hanem általános, globális okok indokolják. Más kérdés, hogy – mint láttuk – a heterogén és alternatív kiigazodásban gyenge monetáris tömbökben az APFI-k sajátos, endogén ösztönzőket is kapnak. Azaz: ceteris paribus a makroprudenciális szabályozás iránti igények is annál nagyobbak, minél kevésbé optimális az övezet.

monetáris politikai rendszerben sem volt egyértelműen rögzített az Európai Központi Bank végső hitelezői szerepe (*De Grauwe 2012b, 2013; Baldwin et al. 2015*).⁸

Az EMU tehát összességében olyan „köztes” konstrukcióként jött létre, amelyben a tagok monetáris szempontból régiókká váltak, egyébként viszont megmaradtak szuverén államoknak.

Az eddigiekből az látszik, hogy azok a közkeletű válságmagyarázatok, amelyek a problémákat az eladósodott gazdaságok felelősségével hozzák összefüggésbe, csak részben állhatják meg a helyüket. A szabályok be nem tartása, a hitelezés „túlfutása” és a kilábalás elhúzódnása – mint tünetek – egyrészt az intézményi háttér gyengeségének, másrészt viszont az *1. részben* bemutatott *endogén zavaroknak is okozatai*. 2010-ig a periféria gazdaságai – Portugália, Spanyol-, Görög-, Olasz- és Írország – különböző formájú, de lényegileg azonos hátterű adósságproblémát építettek fel. Görögországban és részben Portugáliában ez elsősorban államadósságként jelentkezett, Spanyol- és Írországban viszont a magánszektor (háztartások, építőipar és bankszektor) adósságai ugrottak meg, eszközár-buborékok kíséretében (bemutatja például *Neményi – Oblath 2012*). (Az utóbbi gazdaságok egyébként úgy kerültek bajba, hogy maguk a kormányok az államháztartás maastrichti kritériumait jó ideig betartották.)

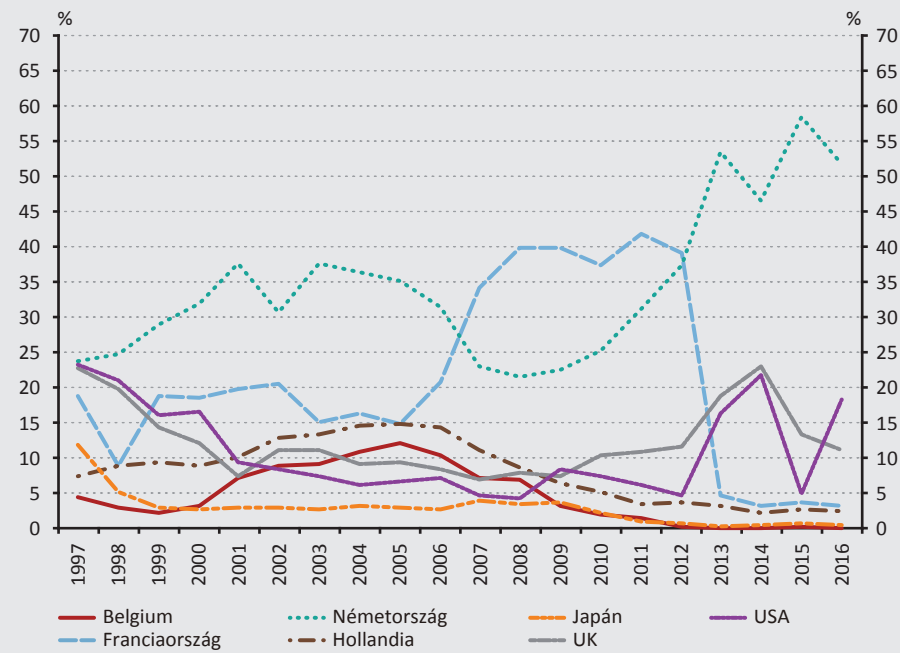
A hitelezés felfutását 2002 után *a zóna centrumából beáramló olcsó hitelek* tették lehetővé, melyeket dominánsan a bankszektor közvetített, komplex bank-bank/bank-állam-összefonódások kialakításával. A pénzügyi piaci integrációt az egységes fizetőeszköz jelentősen mélyítette, *a tagállamok közötti bruttó tőkeáramlások méretükben és arányaikban is megugrottak*, ahogyan csökkent a hazai torzítás (*home bias*) jelensége és lendületet vett az övezeti szintű portfólió-diverzifikáció (*De Grauwe 2012a; Pagano – von Tadden 2004*). A pénzáramlások motorja a gyorsan egységesülő kamatszint volt, amely a korábban drágább finanszírozással szembeesülő periféria számára alacsony vagy akár negatív reálkamatlábat jelentett. Ebben nyilván szerepet játszott a tranzakciós költségek csökkenése és az árfolyamkockázat megszűnése, ugyanakkor egyfajta téves kockázatészlelés is, amely a periféria-államkötvények hozamát a német állampapírokéval hozta azonos szintre.⁹ Az *1. ábrán* illusztrált banki finanszírozási kapcsolatok *Hale – Obstfeld (2014)* következtetéseit tükrözik, miszerint a valutaövezeti hitelezés a belső viszonylatok irányába mozdul el.

⁸ Ez annyiban pontosítható, hogy a jegybanki hitelekhez elfogadható fedezetek meghatározásában, értékelésében a tagállami jegybankoknak maradt bizonyos mozgástere (*Ruparel – Persson 2011*). A fedezetek körébe így besorolhatják a tagállam állampapírjait. Ezzel a kereskedelmi bankok kvázi ösztönzést kapnak a papírok vásárlására, ami enyhítheti a tagállam finanszírozási nehézségeit. Más kérdés, hogy mindez a bank-állam kitétségeket fokozza, növelve a rendszerkockázatot.

⁹ Az euro-tagállami 10 éves lejáratú államkötvények hozamainak időszora megtalálható például: „Long-term Interest Rate Statistics for EU Member States”, Európai Központi Bank. <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>. Letöltés ideje: 2016. április 12.

1. ábra

A külföldi bankok részesedése a görög rezidensekkel szembeni konszolidált banki követelésekből



Megjegyzés: A BIS-adatok a bank országát aszerint adják meg, hogy a végső tulajdonos székhelye hol található. Az adatok így magukban foglalják a görögországi leánybankok görög rezidensekkel szembeni követeléseit (míg az adott bankcsoporton belüli követeléseket nem). Az ábra csak a legnagyobb követelésekkel bíró külföldi szereplőket tünteti fel, így az arányok összege nem ad 100 %-ot. A 2016-os adat az első három negyedév átlagát tükrözi.

Forrás: A BIS adatbázisa alapján számítva. „Consolidated positions on counterparties resident in Greece”. <http://stats.bis.org/statx/srs/table/b4?c=gr&p=20153>. Letöltés ideje 2016. április 09. és 2017. március 15.

Az 1. ábrán látványos a görög rezidensekkel szembeni külföldi banki követelések szerkezetének átrendeződése: a zónán kívüli hitelezők 1998-2008 közötti visszább szorulása, ezzel párhuzamosan az övezeti bankok követelésarányainak emelkedése.

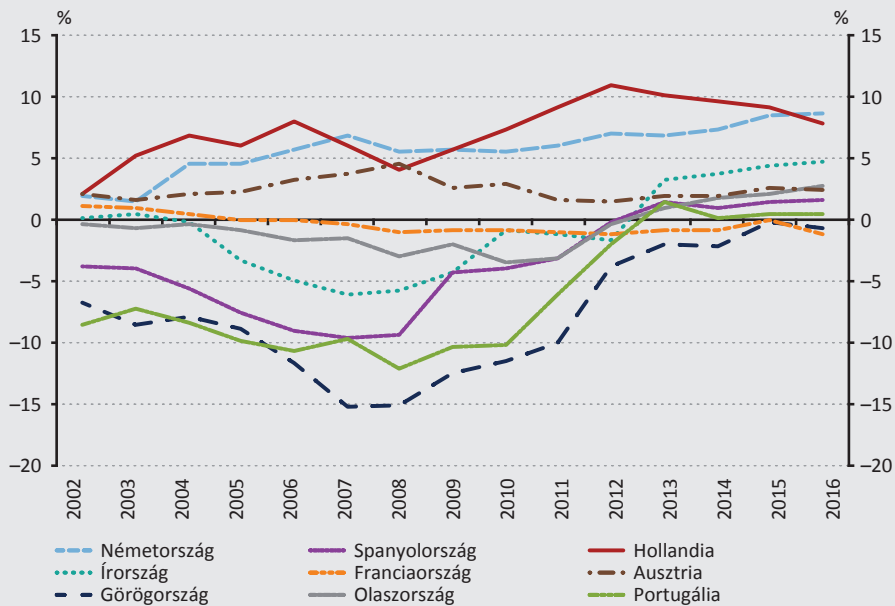
A jórészt egyoldalú hiteláramlások a periférián elsődlegesen nem produktív – nem termelékenység-, hatékonyságnövelő – beruházásokat finanszíroztak, hanem fogyasztást és eszközár-buborékokat. A fogyasztás felfutása elsősorban az importcikkeket és a kereskedelemből kimaradó javakat (a szolgáltatásokat) érintette. A hitelek felhasználása tehát nem teremtette meg a külső adósság megfizetésének – a jövőbeli exportnak – az alapját (Giavazzi – Spaventa 2010). A kezdeti években úgy tűnhetett, hogy az eladósodás a gazdasági felzárkózás természetes kísérője (Blan-

chard – Giavazzi 2002), ám a növekedési várakozások az előbbieket miatt túlzónak bizonyultak (MNB 2011).

A tőkeáramlások a nagyságrendeket, a szereplők közti összeköttetéseket, az ingatlanbuborékokhoz kapcsolódó spekulációt és prudensnek nem nevezhető hitelnyújtást tekintve a pénzügyi mérleg felől közelíthetők, a válsággóc kifejlődése ugyanakkor jól követhető a folyómérleg-mintázatokon. Míg a világgazdaság felé az EMU egészének folyó fizetési mérlege végig egyensúlyi maradt a vizsgált időszakban, a belső finanszírozási pozíciók arányaikban USA–Kína-szintűvé váltak (Schmitz – von Hagen 2011). A 2. ábrán a 2008-ig tartó kilengések a mögöttes, határozottan egyirányú áramlások szimptomái.¹⁰ Az egyensúlytalanságokat az egységes monetáris politika nem tudta megakadályozni, sőt inkább fűtötte őket, mivel a periférián a túlhitelződés – és nem mellesleg az övezeti átlagot meghaladó infláció – magasabb kamatlábat követelt volna meg, ami a zóna más térségeire viszont nem tűnt indokoltnak.

2. ábra

Egyes eurozóna-tagok folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása GDP-arányosan, 2002–2016.



Forrás: Az Eurostat, a Világbank és a Trading Economics adatai alapján szerkesztve. Hollandia és Ausztria 2016-os adatai csak az első három negyedévre vonatkoznak. <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipsbp20>; http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS?year_high_desc=false; <http://www.tradingeconomics.com>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 18. és 2017. március 15.

¹⁰ Pasimeni (2016) szintén szemléletes ábrát közöl, amely Németország eurozónával szembeni folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulását mutatja. Azon hasonlóan robusztus folyómérleg-többletek látszanak – expliciten is jelezve, hogy az itt közölt 2. ábrán látszó többletek és hiányok „találtak egymásra”.

2010-ben a válság hirtelen kipattanása alapvetően azzal függött össze, hogy a felépült adósságállományokat a piac fenntarthatatlannak ítélte. Ennek árnya a zóna bankjait és államait átszövő kapcsolatok miatt az övezet minden gazdaságára kivetült, a következő időszakban egyfajta szimmetriahelyzetet teremtve a monetáris politika számára (kamatcsökkentés). Ugyanakkor a kockázatok feltárulása a CDS-felárak szóródását eredményezte. A problémák közvetlen érintettjei, a periféria-államok a finanszírozás befagyása miatt pénzügyi piaci elszigeteltségbe süllyedtek (*Darvas 2013; De Grauwe 2013*).¹¹ A pénzügyi piaci széttöredezés, a belső (piaci) finanszírozási kapcsolatok visszább szorulása, az erősebb hazai torzítás ugyanakkor még most is megfigyelhető (*Acharya et al. 2014*). Ezt az 1. ábrán is látjuk. Annak ellenére, hogy a válságot közvetlenül a belső tőkeáramlásokhoz kötöttük, a fragmentáció is probléma. Mivel az alternatív kiigazodás egyik csatornája a tőke mobilitása, az elhúzódozó övezeti kilábalás hátterében a korábbiakhoz képest alacsony külföldi befektetési (beruházási) hajlandóság is állhat.¹² Emellett a piaci korrekció más mechanizmusait is elemezni kell: kérdés, mennyiben jutottak ezek szerephez abban, hogy a folyó fizetési mérlegekben látszó egyensúlytalanságok mára számszerűleg mérséklődtek.

3. Piaci kiigazodási mechanizmusok és reálheterogenitás az eurozónában

A 2. ábrán az látszik, hogy a periféria-gazdaságok folyó mérleg pozíciója 2015–2016-ra zárult, vagy egyes esetekben többletre változott. Németország és Hollandia jelentős aktívuma eközben töretlen, sőt előbbié 2010 óta inkább még növekvő is. Ez a mintázat csak részben felel meg annak, amit a piaci kiigazodás megfelelő működése esetén várunk. Emlékeztetőül: ha egy térségben a többihez képest erősebb visszaesés következik be, a korrekciós mechanizmusok abba az irányba hatnak, hogy a gyengébben teljesítő gazdaság exportja az övezeten belül relatíve versenyképesebbé válik. Ez elmozdulást jelent a finanszírozási képesség felé, és – makroszinten – segíti az adósságok leépítését. Az ennek megfelelő folyamat ugyanakkor a tükörképet is megalkotja: ha megtörténik a zónán belüli versenyképességi elmozdulás, a többi gazdaságnak *ceteris paribus* csökkenő egyenleget kell mutatnia. A „*ceteris paribus*” kitétel azért lényeges, mert a valutaunió kívüli gazdasági kapcsolatok a teljes egyenleget akár másfelé is befolyásolhatják. Ez azonban inkább csak látzat-akadály a változási irányok megítélésében. Ha az eredetileg recesszív gazdaság termékei az övezeti tagokhoz képest versenyképesebbé válnak, akkor ez nemcsak a belső, hanem egyszerre a külső viszonylatban is jelentkezik. Emiatt a 2. ábrán láttak nem győznek meg arról, hogy az EMU sértetlen kiigazodási mechanizmusokra

¹¹ Az akut problémát végül az EKB OMT-programjának 2012. ősz eleji bejelentése orvosolta, amellyel az unió központi bankja vállalta a bajba került államok adósságpapírjainak elvileg korlátlan megvásárlását (*Pisani-Ferry 2012; De Grauwe 2013*).

¹² Az euroválság arra mutat rá, hogy a tőkemobilitás/pénzügyi piaci integráció OCA-kritériumának jelentős részben a működő tőke rugalmasságát kell jelentenie.

támaszkodhat. Adalék ehhez, hogy a periférián a folyó pozíció záródása egyelőre makroszinten sem hat az adósságok érdemi csökkenésének irányába. A periféria bankjainak, az utóbbi időben különösen az olasz bankoknak a mérlegeit továbbra is kiemelkedően magas nem teljesítő hitelállományok terhelik (Laurent 2017). Valószínűnek látszik, hogy a 2010-ig többnyire 5–15 százalékos folyó hiányok az import kényszerű, gyors csökkentésével – és nem jövedelemgeneráló exportnövekedéssel – „olvadtak el”. A tagok gazdasági teljesítményéről eltérő adatokat kapunk, ami a válság fertőzéséből fakadó szimmetriahelyzet után ismét dilemmák elé állítja az egységes monetáris politikát (vö. Eichengreen 2009).

A cikk a korrekció gyengeségére utaló megfigyelést több szempont szerint teszteli, alapul véve az OCA-kritériumokat. Nem a feltételek egyenkénti részletes tárgyalása a cél, hanem a köztük lévő összefüggések feltárása annak érdekében, hogy az endogén spirállal szembeni ellenálló-képességről képet kaphassunk.

3.1. Az árak és bérek rugalmassága

Az Európai Bizottság elemzése (Dhyne et al. 2009) alapján az eurozóna árszínvonal a válság előtt összességében inkább rugalmatlannak bizonyult. A szerzők a fogyasztói árak változásának gyakoriságát az USA-val összehasonlításban vizsgálták.¹³ Az eredmények szerint az EMU-ban a fogyasztói árak átlagosan évente módosultak. 2009-ben az euroövezetben 15 százalék volt a havi árváltozások részaránya, míg az USA-ban számottevően magasabb: 25 százalék. Az Egyesült Államokban gyakoribbak voltak a fogyasztói leárazások, miközben az EMU-ban a termelői árakhoz képest a kiskereskedelmi szektor jelentős rugalmatlanságot vitt az árszínvonalba. Dhyne és szerzőtársai (2009) az árak viselkedésében jelentősebb különbséget tártak fel az egyes termékkategóriák, mint a tagállamok között. Eszerint az árszínvonal relatív rugalmatlansága a tagokat körülbelül egyformán jellemezte, a termékkategóriák közti szisztematikus mintával. A szolgáltatások minden esetben minimális átárazódási gyakoriságot mutattak, míg a legváltozékonyabbak – az energiától eltekintve – a feldolgozatlan élelmiszerek árai voltak. A szolgáltatások körében a havi árváltozások részaránya 2009-ben mindössze 5,6 százalék volt, a feldolgozatlan élelmiszereknél viszont 28,3 százalék. Ugyanebben az évben az eurozóna fogyasztási kiadásaiból Eurostat-adatok alapján 47,5 százalékot képviseltek a szolgáltatások.¹⁴ Tehát a legnagyobb arányban fogyasztott javak árai bizonyultak rugalmatlanabbnak.

A kutatás szerint a változások között árcsökkenések és -növekedések közel azonos arányban fordultak elő. Ennek jelentősége van, mivel a megfelelő tükörkép-kiiga-

¹³ Az USA-val – mint szintén kiterjedt és sok tekintetben heterogén valutaunióval – való összehasonlítás igen kézenfekvő. Az összevetéskor szem előtt tartandó konstrukciós-intézményi eltéréseket a fentiekben már tárgyaltuk. A továbbiakban reálgazdasági, piaci korrekciós szempontból kerül sor összevetésre.

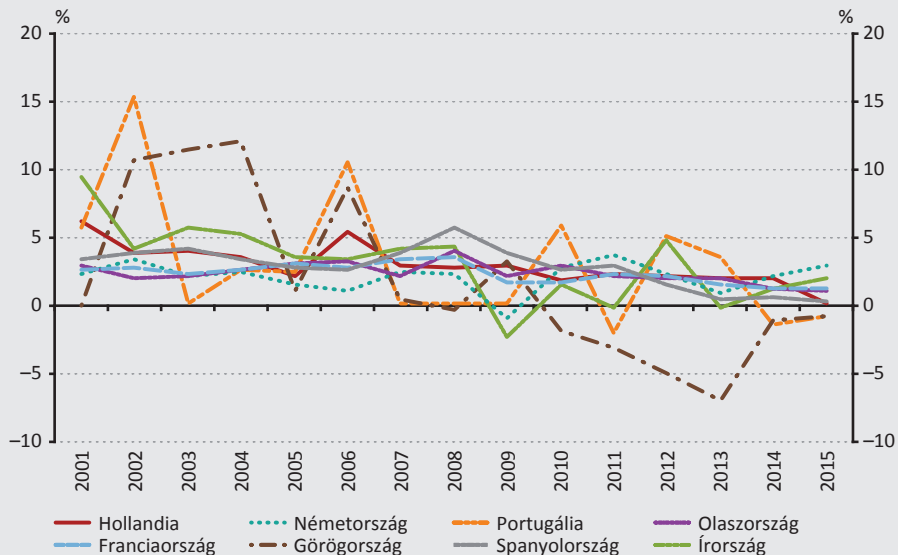
¹⁴ A számítást az Eurostat „Final consumption expenditure of households by consumption purpose” adatbázisa alapján végeztem, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_co3_c&lang=en. Letöltés ideje: 2017. február 22. http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Archive:Household_consumption_expenditure_-_national_accounts

zodásban mindkét irány szükségessé válhat. Ugyanezt vizsgálni kell a béreknél is. A válság előtt az eurozónában figyelemre méltó, aszimmetrikus bérfeljemények következtek be. A periférián a hitelből finanszírozott növekedés időszaka jelentős béremelkedési periódussal esett egybe. A nominálbérek növekedési üteme meghaladta a termelékenységét, Németországban viszont a bérek a termelékenységhez képest kevésbé emelkedtek (*Schmidt – Weigert 2013; Hankel et al. 2010*). Más szóval a bérek rugalmasnak bizonyultak a periférián, míg a centrumban kevésbé (pedig bérnövekedésről volt szó, ami a fordított irányhoz képest elvben kevesebb akadályba ütközik).

A bérdinamikát szemlélteti a 3. ábra, a 4. ábrán pedig a fogyasztói árszínvonal 2010. április utáni alakulása látható a periféria- és centrum-országok viszonylatában. Az ábráról megállapítható, hogy 2010 óta Görögország, Spanyolország, Portugália és részben Írország összességében *nem elhanyagolható belső leértékelést hajtott végre*. A bruttó átlagbér legalább időszakosan majdnem mindegyik periféria-államban csökkent 2015-ig. Tartós és nagymértékű csökkenés viszont inkább csak Görögországban következett be, ahol 2009 és 2015 között évente átlagosan 3,16 százalékkal mérséklődött a bruttó átlagkereset, a maximális éves visszaesés pedig a 7 százalékot is meghaladta. A közszférában ugyanakkor minden érintett állam hajtott végre bér-

3. ábra

A bruttó átlagkereset alakulása a centrumban és a periférián, 2001–2015. év/év százalékos változás



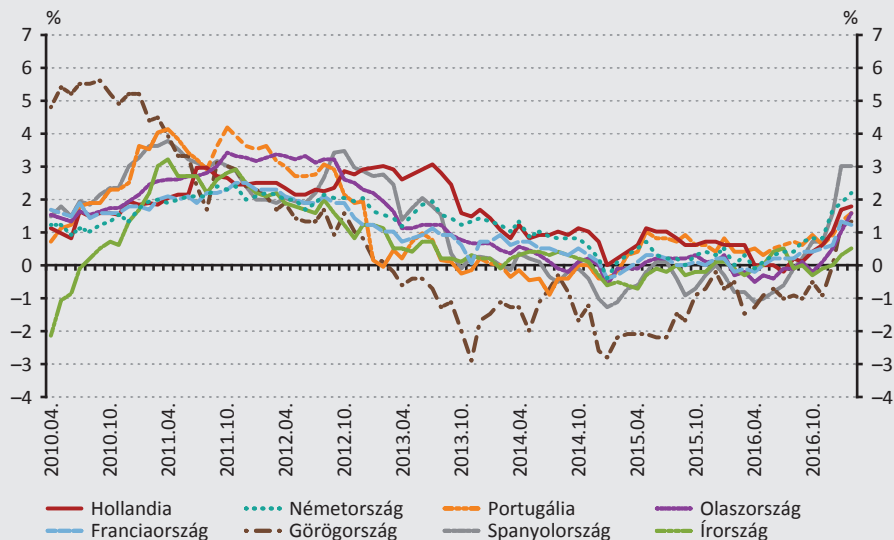
Forrás: Az Eurostat adatai alapján számítva: „Annual net earnings [earn_nt_net] – gross earnings”, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?wai=true&dataset=earn_nt_net. Letöltés ideje: 2017. március 18.

csökkenést, emellett a nyugdíjak és különböző költségvetési juttatások összege is zsugorodott (lásd pl. *Krugman 2011; Skouras 2013; León – Pavolini – Guillén 2015*).

A centrum gazdaságaiban, így Hollandiában és Németországban a válság kitérése óta a perifériához képest mérsékeltebb ütemű változást figyelhetünk meg, kevesebb kilengéssel. 2009 és 2015 között a bruttó átlagkereset évente átlagosan 2,5 százalékkal nőtt Németországban és 1,7 százalékkal Hollandiában. Ez részben utalhat rugalmatlanabb bérszínvonalra, mivel az adott időszakban mindkét gazdaságnak voltak bővülő periódusai (vö. 9. ábra). Németországra az utolsó két év adatában jelentkezik béralkalmazkodás a gazdasági növekedés nyomán.

4. ábra

A fogyasztói árak havi átlagos változása a centrumban és a periférián 2010 óta



Forrás: A Trading Economics adatai alapján szerkesztve. www.tradingeconomics.com. Letöltés ideje: 2017. március 16.

Az árszínvonal változása hasonlóképp a perifériát érintette elsődlegesen. A 4. ábra szerint Görögországban, Spanyolországban és – kisebb mértékben – Írországban, Portugáliában, Olaszországban is huzamosabb ideig csökkentek az árak. Eközben Németországban és Hollandiában relatíve stabilan alakult az árszínvonal. Az utóbbi 2–3 év zónaátlagon felüli GDP-növekedése csak 2016 második felétől kezd érdemibb árnövekedést hozni ezekbe a gazdaságokba. A periférián eközben véget érni látszik a belső leértékelés szakasza: 2016 utolsó hónapjaiban már Görög-, Spanyol- és Olaszországban is árszínvonal-emelkedést, illetve az átlagbér szinten maradását figyelhetjük meg.

Az eddigiekből egyetlen következtetés és legfőképp egy kérdés adódik. Előbbi úgy foglalható össze, hogy az egységes valutaövezetekben elkerülhetetlen belső ár- és bérigazodás más eszközök híján, bizonyos fokig az EMU-ban is kikényszerítődik. Az egyensúlytalansági (túlzott eladósodási) előzmények fényében nem meglepő, hogy a periférián a hitelfelvételi lehetőségek bezárulása, a mérlegkiigazodás terhei miatt a vásárlóerő és ennek megfelelően az árak, bérek is visszaestek. Az igazodási folyamat viszont inkább egyoldalú, eredményességét kevésbé támogathatták a centrum kiadásai, hisz az ottani bérek és árak relatíve kevésbé mozdultak el (kevésbé emelkedtek). Az ár- és bérszínvonal rugalmasságára erősebb következtetést levonni azért nehéz, mert az adós–hitelező összefonódások miatt a válság a centrumra is áterjedt, ezért a tükörkép-alkalmazkodás (pozitív és negatív ág) tiszta esetét nem lehet vizsgálni. *A következő időszak döntő lehet abban, hogy a gazdasági fellendülés elé néző Németországban és Hollandiában rugalmasan alakulnak-e az árak és bérek, megadva a lehetőséget a déli belső leértékelés hatásának teljes kibontakozásához. Itt viszont következik a kérdés: lehet-e valóban hatásos az EMU-ban a periféria belső leértékelése?* Erre bizonyos választ adni a következő OCA-szempontról alapján lehetséges.

3.2. Árupiaci integráció

Mivel az ár- és bérigazodás csak szorosan integrált belső piac és a termékek kölcsönös versenyképessége mellett működhet jól, vizsgálnunk kell, mekkora a lehetősége, hogy az alacsonyabb árak érdemi exportteljesítményt hozzanak a korrekciós áldozatot vállaló periféria számára. Közvetlenül azt a kérdést tehetjük fel, milyen eredményekkel járt eddig az előzőekben tárgyalt belső leértékelés.

2010 előttről kiindulva megállapíthatjuk, hogy az euroövezet összességében integrált árupiacú térség, amelyben nagy múltra tekint vissza a tagközi kereskedelem. A belső áru- és szolgáltatásforgalom az €16-os csoport teljes éves exportjának átlagosan 50 százalékát tette ki 1998 és 2008 között.¹⁵ Tehát a tagok egymás irányába ugyanolyan nyitottak voltak, mint (export szempontból) a világ fennmaradó része felé. Az 5. ábra azt mutatja, hogy az €19-es gazdaságok között a 2000-es évek elejétől folyamatosan nőtt a kereskedelem.

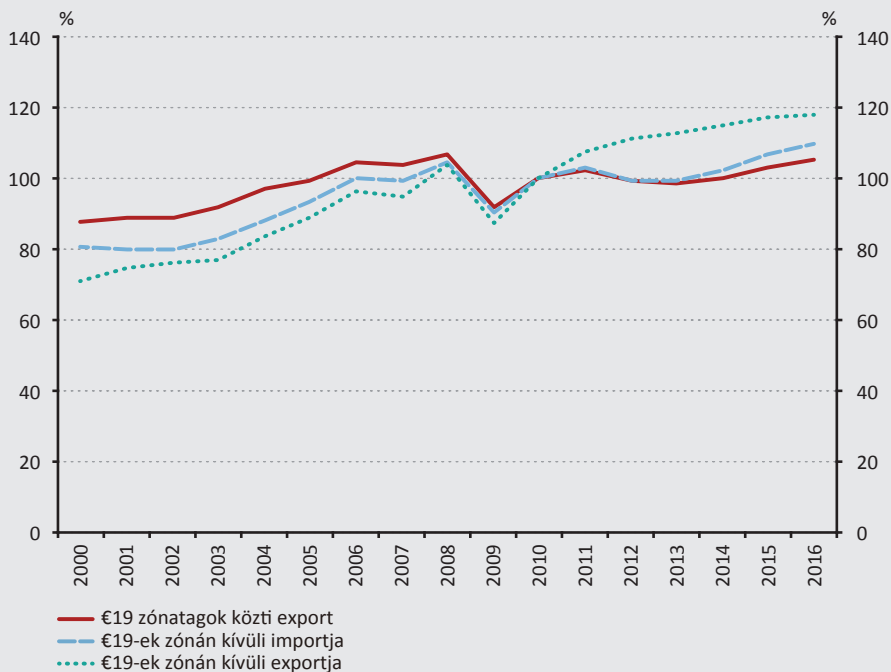
Az övezeti áruforgalom jelentőségében azonban lényeges eltérések mutatkoztak: néhány tag relatíve elszigeteltebb volt. Az övezeti külkereskedelem GDP-arányos értéke Portugália, Spanyol-, Olasz- és Franciaország esetén is mintegy 15 százalékponttal alatta maradt Németország értékének, és még inkább alulmúlta a BENELUX államokat és Ausztriát az 1999–2011-es átlagot tekintve (*EKB 2013*). A mediterrán országokban ráadásul hangsúlyeltolódás ment végbe a „non-tradable” jóságok irányába (*Schmidt – Weigert 2013*), ahogy ezt az ingatlanhitelezési boom kapcsán már érintettük is (*a továbbiakban lásd: 3.3. rész*).

¹⁵ A 3 balti EMU-tagállam nélkül, *Hankel et al. (2010)* adatai alapján számítva.

A válság az eddigi tapasztalatok alapján gyengíteni látszik a belső kereskedelmi szálak szorosságát. Az 5. ábra szerint a tagközi kereskedelem szintje 2010–2015 között stagnált, miközben a zóna ütemesen bővíteni kezdte külső exportját. Az EMU-n kívüli kivitel a legutóbbi adatok szerint is bővül, 2016-ban 18 százalékkal haladta meg a 2010-es értéket. Összehasonlításként: a tagközi export ugyanakkor 5,6 százalékkal volt magasabb. A belső export szintje először 2015-ben mutatott kisebb emelkedést. Ez *nem meggyőző arról, hogy a periféria ár- és bércsökkenése jelentős belső exporttöbbletet (versenyképesség-javulást) indukált volna.*

5. ábra

Az euroövezeti tagok belső és külső partnerekkel folytatott kereskedelmének változása. Az export és import volumenindexei, 2010 = 100 százalék



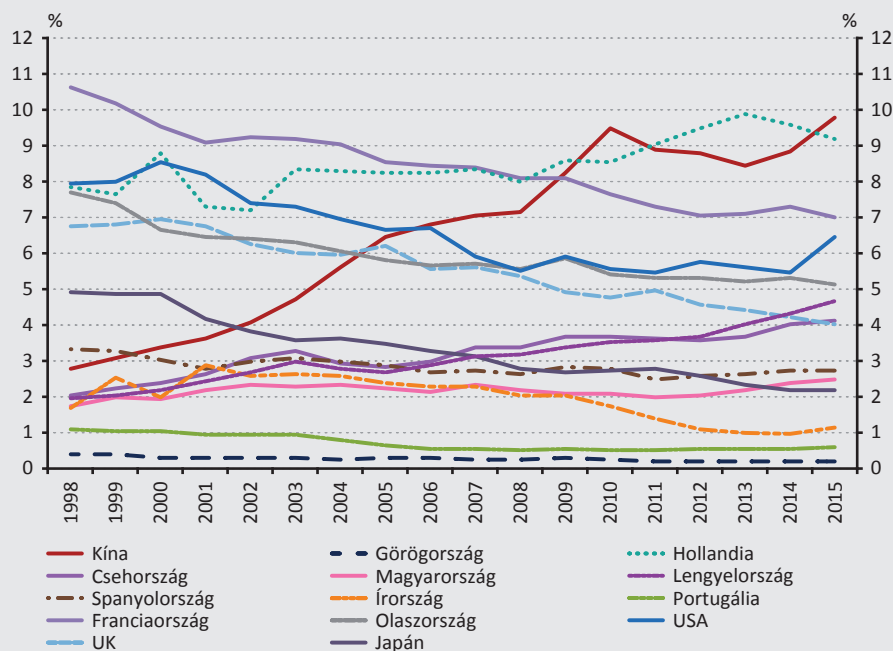
Forrás: Az Eurostat adatai alapján számítva. A tagok közötti export és importnak statisztikai hibáktól eltekintve meg kell egyezniük, így az ábra csak az exportot tartalmazza. Az €19 megjelölés az országok megfelelő halmazára vonatkozik, függetlenül attól, hogy adott évben használták-e már az eurót. „Euro area19 trade by BEC product group since 1999 (ext_st_ea19bec)”, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/international-trade/data/database>. Letöltés ideje: 2016. április 14. és 2017. március 17.

Beszédes a 6. ábra, továbbá a tagok monetáris unió kívüli exportjának adatsora. A 6. ábra a német import partnerösszetételének változását szemlélteti. A periféria 1998 óta lényegében változatlan arányban értékesít termékeket és szolgáltatásokat Németország számára. Sőt Olaszország vagy Írország esetében folyamatos lassú csökkenés figyelhető meg. Eközben olyan gazdaságok is növelni tudták részese-

désüket a német importpiacon, amelyek nem tagjai a valutaövezetnek, előnyüket tehát a tranzakciós költségek és az árfolyamkockázat kiküszöbölésével nem magyarázhatjuk. Növekvő arányra tettek szert egyes kelet-közép-európai államok, és meghatározó importpartnerré vált Kína.

Mivel a periféria államai az elmúlt időszak árcsökkenései ellenére sem tudták emelni exportarányukat az övezet legnagyobb gazdasága felé, *korlátozottnak tűnnek az elvárt versenyképességi kiigazodás lehetőségei*. Az Eurostat nemzetközi kereskedelmi adatbázisa szerint az €19-országok világszerte a kivitelének emelkedése sem a mediterrán országokhoz köthető. Spanyolország és Portugália 2014-ig, Görögország 2015-ig, Olaszország pedig 2016 végéig sem tudta elérni EMU-n kívüli exportjának 2010-es szintjét.¹⁶ Az euroválság epicentrumába került tagállamok közül csak Írország és legújabban Spanyolország, Portugália járult érdemben hozzá a külső export emelkedéséhez. A világszerte a kivitel egyelőre inkább széttartó mintázatot mutat az öve-

6. ábra
A német import összetételének változása kereskedelmi partnerek szerint.
Partnerrészesedések, százalék, 1998–2015



Forrás: A Világbank adatai alapján szerkesztve. <http://wits.worldbank.org/> Letöltés ideje: 2017. március 16.

¹⁶ Az Eurostat, International Trade Database, „Euro area 19 international trade – monthly data (ei_etea19_m)” adatai alapján számítva (export volumenindexei, 2010 = 100 százalék, szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok). http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ei_etea19_m&lang=en Letöltés ideje: 2017. március 18.

zetben, megerősítve, hogy *a krízis gyengíthette az övezet árupiaci integráltságát*.¹⁷ Az adatok alapján *a periféria folyó mérleg egyenlegét 2010 óta alapvetően az import visszaesése és nem az export emelkedése mozgatta*. Amennyiben ebben nem történik változás, az adósságállományok leépítésének elhúzódására kell számítani.¹⁸

3.3. A gazdasági szerkezetek hasonlósága és diverzifikáltsága

Az EMU gazdasági alapvetően diverzifikáltnak tekinthetők, a parciális sokkoknak való extrém kitettség egyik tagra sem jellemző. Erre utal, hogy az övezeten belüli kereskedelem jórészt ágazatok közötti kereskedelem, amit a válság előtti belső kereskedelemélénkülés is elősegített, mivel a tagok többsége ekkor még bővítette exportcikkei körét (EKB 2013).

Megfigyelhetők azonban egyes, régebbi gyökerű és a válság éve alatt konzerválódott eltérések, amelyek problémát okozhatnak a kiigazodási mechanizmusok működésében, így az árrugalmasság, az export-versenyképesség fokában és a munkaerő-mobilitásban is. Németországban a feldolgozóipar a szolgáltatásoknál relatíve nagyobb súllyal bír, és az Eurostat adatközlései szerint hozzáadott értékbeli részesedése a globális keresleti visszaesés ellenére is stabil maradt. Ez az arány 2008 és 2013 között évente rendre 13 százalékponttal meghaladta a mediterrán gazdaságok feldolgozóiparának saját belső hozzájárulását. Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban ugyanakkor a kereskedelem, az építőipar és a szolgáltatások, lényegében tehát a „non-tradable” javak relatíve meghatározóak. A német gazdaság szerkezeti stabilitásához képest ezekben az országokban jelentősebb szektorális átrendeződést láthatunk 2008 és 2013 között, mert például az ingatlanbuborék kipukkanása Spanyolországban 10 százalékponttal visszavetette az építőipar hozzáadott értékének arányát. Ugyanakkor gyökeres szerkezeti váltásra, a feldolgozóipari tevékenységek felé való elmozdulásra nem került sor. A legfőbb strukturális különbségek tehát abban ragadhatók meg, hogy *a centrum elsősorban tudás- és tőkeintenzív, míg a déli periféria inkább munkaintenzív gazdaságokat működtet.*

A kiigazodás kapcsán itt több lehetséges akadály is felvethető. Egyrészt – mint láttuk – a szolgáltató szektor árai rendszerint rugalmatlanabbak. A 2010-es válság során ez a hátrány inkább csak részlegesen léphetett fel, mivel más korrekciós tényezőkkel összevetve a periféria árigazodása nem volt jelentéktelen. Másrészt viszont a szolgáltató szektorokra még a modern gazdaságokban is inkább igaz, hogy az általuk előállított érték kevésbé exportálható. Így a szektorális arányoknak abban már szerep juthatott, hogy az árszínvonal-csökkenés ellenére a periféria nem tudta növelni exportját. Az idegenforgalmi exportbevételek szerepe ugyan kiemelkedő ezekben

¹⁷ Németország mellett Hollandia, Szlovákia és Szlovénia is gyors külsőexport-bővülést mutat fel 2010-hez képest.

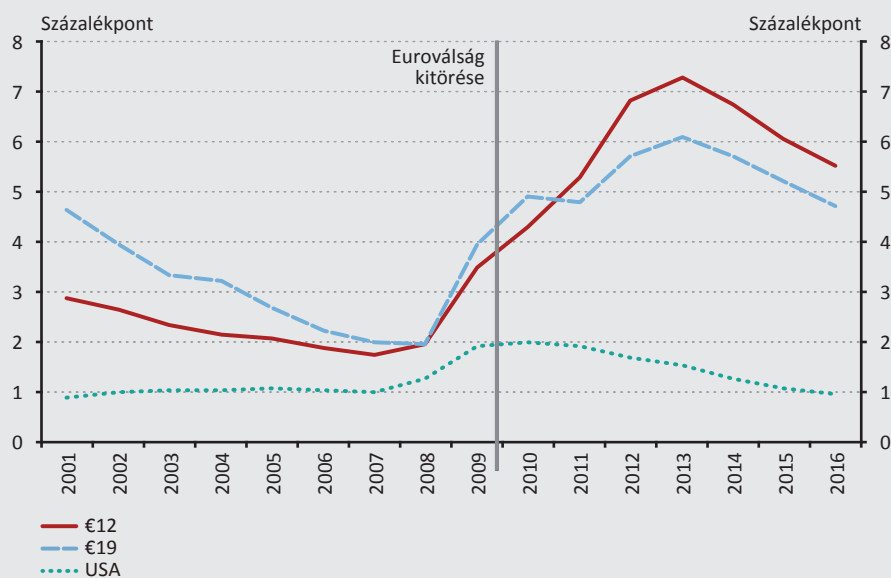
¹⁸ Az előbbieket szerint kivételnek tűnik ez alól a jelenlegi állás szerint Spanyolország, ahol – külső viszonylatban – az adatok már érdemi exportnövekedést mutatnak. A kötelezettségek leépítése ugyanakkor nyilván növekvő finanszírozási képesség mellett sem egyszerű, hiszen – mint az 1. részben láttuk – a gazdaság különböző szereplőinek exportbevételei közvetlenül nem állnak rendelkezésre más szereplők mérlegalkalmazkodásához.

a gazdaságokban – jól mintázzák ezt a negyedéves folyó mérleg statisztikákban a harmadik negyedéves többletek –, ám nem feltétlenül elégségesek ahhoz, hogy a belső leértékelésnek igazi hatást kölcsönözzenek. Németország kiterjedt gyártó kapacitásai viszont – a termelés folytonosságához kötődő gazdasági érdek miatt is – eleve „hajlamos teremtene” a tartós többletre (vö. *EB 2016*). Az eltérő súlypont a két övezeti rész munkaerő-bázisában is lecsapódik, így szükség esetén a képzettség- és készségbeli különbségek nehezítik a mobilitást. Még megfelelő migrációs hajlandóság esetén is kétséges, hogy egy éppen felívelő feldolgozóipari egységnek szüksége van-e annyi többlet-munkaerőre, amennyi dolgozó a recesszióba kerülő gazdaságban adott esetben állástalanná válik (vagy fordítva).

3.4. Munkaerő-mobilitás

A munkaerő-mobilitás megragadásának egyik eszköze a munkanélküliségi ráták szóródásának vizsgálata, mivel a tartós különbözőség arra utal, hogy a térségeket ért sokkhatások a munkaerő-áramlás révén nem csengenek le (lásd pl. *Eichengreen et al. 1990*). A munkanélküliségi ráták szórásának 2001–2016 közötti alakulását mutatja a 7. ábra az €12-es és €19-es országcsoportra, valamint összehasonlítással az USA államaira.

7. ábra
A munkanélküliségi ráták szóródása az euroövezetben és az USA-ban, 2001–2016.



Megjegyzés: Az €12, €19 megjelölés az országok megfelelő csoportjára vonatkozik függetlenül attól, hogy adott évben használták-e már az eurót.

Forrás: Az Eurostat „Unemployment rate, annual average” és a Bureau of Labor Statistics, „Unemployment Rates for States. Annual Average Rankings” adatai alapján számítva. <http://www.bls.gov/lau/lastrk13.htm>. http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une_rt_a&lang=en. Letöltés ideje: 2016. április 09 és 2017. március 17.

Az eurozónában a munkanélküliségi arányok a válságot megelőzően is tartósan és jelentősen különböztek egymástól az USA-hoz képest. Az eltérés 2008-ig fokozatosan csökkent, ám mindenekelelt a tágabb, 19 országot számláló csoportban, ahol a szórás mérséklődése jórészt a 3 balti állam gyors munkanélküliség-csökkenésének tudható be. Az €12-es országok közti különbözőség alacsonyabb szintről indult, de kevésbé meredeken csökkent 2008-ig, azaz e szűkebb körben relatíve stabilabb maradt az átlagos eltérés.

Figyelemre méltó, hogy az USA-ból indult globális válság magában az Egyesült Államokban csupán enyhe divergenciát hozott az államok munkanélküliségi adataiban, és érdemi szórásnövekmény csak 2 évig volt megfigyelhető. A szórásnövekményt ezt követően 5 év alatt tűnt el: 2015–2016-ban már a válság előtt látott, stabil 1 százalékpontos átlagos eltérés tapasztalható. Ezzel szemben az EMU-ban már 2008-tól, majd a válság euroövezeti szakaszától kezdve *ugrásszerű szétszakadozás következett be*. A divergencia egészen 2013-ig fokozódott. Az utóbbi három évben a különbségek kb. 0,5–0,5 százalékponttal enyhültek, a kiinduló értéktől viszont továbbra is mintegy 3 százalékponttal távolabb van az €19-tömb.

Az €12-es csoportban a 19 tagállam együtteséhez képest erősebb volt a széttartás. A jelenség összhangban van a fenti megállapítással, miszerint a 12 ország munkanélküliségi mutatói a válság előtt lassabban közeledtek. Ez a centrum–periféria közti feszültségforrásra mutat rá, hiszen a válság gócpontjának számító Görög-, Spanyol-, Olasz- és Írország, valamint Portugália mind a 12-es körben szerepelnek – Németországgal együtt.

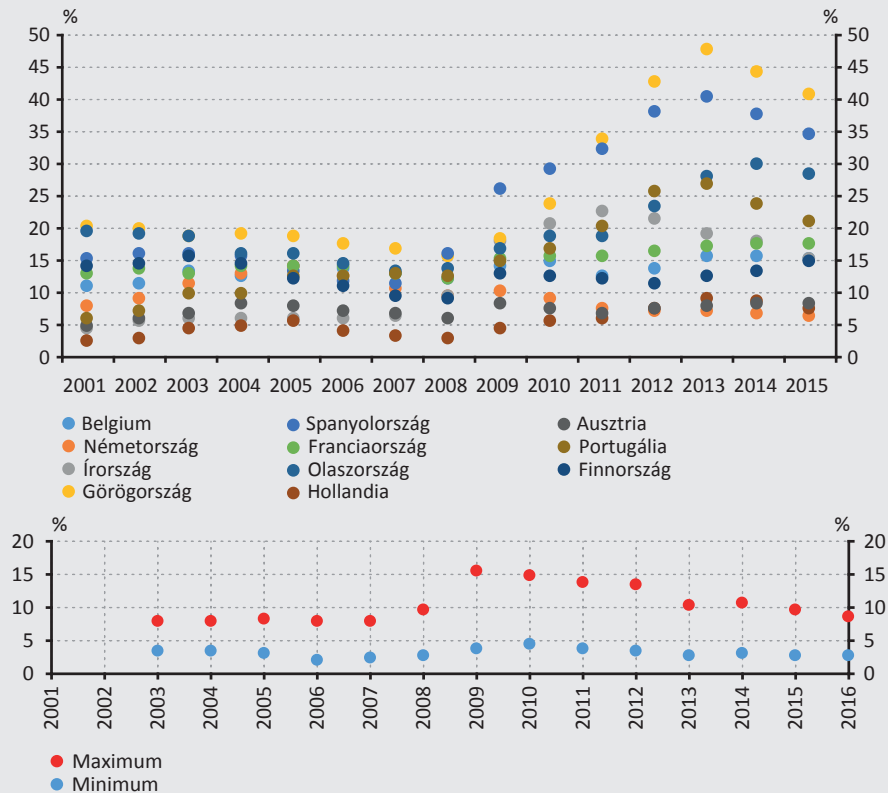
Az utóbbi 3 év szóráscsökkenése a munkaerő bizonyos fokú mobilizálódására enged következtetni. A tagállamok által publikált munkaerő-statisztikák sajnos szűk körűek ahhoz, hogy a vendégmunkások születési hely szerinti megoszlásáról dinamikus képet lehessen alkotni. Eközben időről-időre felmerül a német gazdaságban tapasztalt munkaerőhiány kérdése (*Eichhorst et al. 2013; BMFWF 2013; EP 2015*). Ez a jelenség nehezen fér össze a periféria magas munkanélküliségi rátáival, különösen a fiatalok sokat elemzett kiugró munkanélküliségével – azaz mindenképpen mobilitási problémára utal. A fiatal munkavállalói réteget azért kell kiemelni, mert tőlük általában véve nagyobb földrajzi és foglalkozási mobilitás várható. *Klekowski von Koppenfels – Höhne (2017)* a dél-európaiak növekvő németországi munkavállalásáról számolnak be, mindenekelelt a fiatalok és a jól képzettek körében. Ez összefügg a német kormányzat 2013-ban indított programjával (MobilPro EU), amelynek célja épp a dél-európai fiatal-munkanélküliség és a német gazdaság képzett munkavállalók iránti igényének összekapcsolása. A szerzők szerint azonban egyelőre nem lehet pontosan ismerni a dél-európaiak németországi munkavállalásának arányait.

A 8. ábrán a fiatalok munkanélküliségi rátáinak alakulását vizsgáltam az €12-országokban és az Egyesült Államokban. Az európai adatok a 20–24 éves, az amerikaiak

a 25–34 éves korosztályra álltak rendelkezésre, mindkét esetben a megfelelő korú aktív népességhez mérve az állástalanok arányát. Az EMU-értékek tagországokként láthatóak, míg az USA-államok közül minden évre a minimális és a maximális ráta értéke szerepel. Ez alapján összehasonlítható a szóródási terjedelem és a válságban bekövetkezett dinamika. A 7. ábrához hasonló megállapítások tehetők. Az USA-ban a minimum- és a maximumráták között a válság előtt is kisebb különbség figyelhető meg: kb. 4–5 százalékpont. Ez harmadakkora, mint az €12-es 15 százalékpontos eltérés. (Érdekesség, hogy a fiatal korosztályok munkanélküliségi adataiban a teljes aktív népességre vonatkozó számokhoz képest mind az USA-ban, mind az EU-ban szisztematikusan magasabb a területi különbözőség.) A válság hatására az Egyesült Államokban kismértékű, rövid divergencia látszik, míg az €12-tömbben 2008–2010

8. ábra

A fiatalok munkanélküliségi rátájának alakulása az €12 országaiban és az USA államaiban



Forrás: Az Eurostat és a Bureau of Labor Statistics adatai alapján szerkesztve. Az €12-adatok a 20–24 éves korú aktív népességre, míg az USA-adatok a 25–34 éves aktív népességre vonatkoznak. „Youth unemployment by sex, age and educational attainment level [yth_empl_090]”, <https://www.bls.gov/lau/ex14tables.htm>. Letöltés ideje: 2017. március 17.

óta is jelentős a szóródás. Itt is 2013 tűnik fordulópontnak. A terjedelem azóta szűkülni kezdett, bár jelenleg is kimondottan széles: több mint 30 százalékpontos. A minimum- és a maximumértékeket kis változással ugyanazok az országok tartják az idősor kezdete óta: a legalacsonyabb arány Hollandiához, Németországhoz és Ausztriához (centrum), a legmagasabb pedig Görög- és Spanyolországhoz kötődik (periféria). Ez az állandóság is arra utal, hogy bizonyos inherens problémák a munkaerő-mobilitás terén is fennállnak ebben az országcsoportban. A legutóbbi évek fejleményei, kormányzati intézkedései nyomán a magasabban képzett munkavállalók esetében nem elképzelhetetlen a változás. A képzettség- és szakmaikészség-beli elvárások viszont épp arra hívják fel a figyelmet, hogy valós akadályt jelentenek a 3.3. részben tárgyalt gazdaságszerkezeti különbségek, és nyelvi-nyelvtudásbeli problémák szintén jelentkeznek.

3.5. Üzleti ciklusok

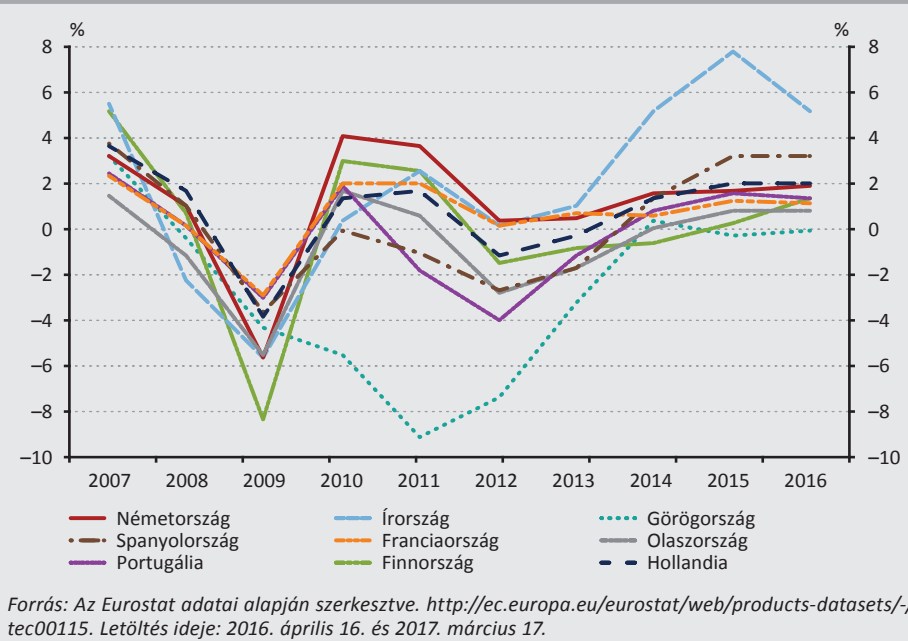
Már eddig is több szó esett az EMU-tagállamok eltérő gazdasági teljesítményéről. Az elemzés zárásaként a 9. ábra bemutatja a GDP 2007–2016 közötti alakulását. A kép nagyvonalú szinkront mutat, ami reáloldalról az általában vett árupiaci integráltság és viszonylagos szerkezeti hasonlóság, monetáris szempontból pedig a pénzügyi piacok szoros összekapcsolódásának a következménye. Irányaikban tehát többé-kevésbé együtt mozognak a tagok, ugyanakkor az egymáshoz mért időbeli csúszások és nagyságrendbeli eltérések állandó optimalizálási probléma elé állítják a monetáris politikát. *De Grauwe (2012a:175)* ezt a 2008-as visszaesés példájával szemlélteti: becslése szerint ekkor a zóna mint egész nem tért el a potenciális kibocsátástól, „ezért nem is volt mit kiigazítani”. Azonban – ahogy az ábrán is látszik – az egyes tagországok aktuális éves növekedése 4 százalékpontos terjedelemben szóródott, visszaesést és bővülést is produkálva, így az egyedi kibocsátási rések között is érdemi volt a különbség. A tagok külön-külön minden bizonnyal eltérő monetáris politikai igényeket támasztottak.

Jelenleg ismét olyan helyzet körvonalazódik, amelyben a gazdaságok középtávon heterogén növekedést mutathatnak, és ebből következően az inflációs kimenetek is jelentősen eltérhetnek. A 2016. végi legfrissebb adatok pillanatnyilag a deflációs időszak végét jelzik, az infláció kockázata viszont zónaszerte nem egyforma. Az egyelőre törekenyebb gazdasági teljesítményt mutató és az deflációt épp maguk mögött hagyó tagok szempontjából teljesen más lehet a kamatemelés szükségességére vonatkozó szakmai álláspont, mint azok esetén, amelyekre a konjunkturális kilátások sokkal kedvezőbbek. E tekintetben a 3.2. részben bemutatott világgpiaci kapcsolódásoknak külön is szerepe van, mert a kifelé (is) orientálódó gazdaságok könnyebben lendületet vehetnek a külső partnerek várt növekedéséből (vö. IMF 2017).

9. ábra

A reál-GDP növekedési ütemének alakulása az eurozóna egyes országaiban 2007-től

(Előző éves GDP = 100 százalék)



4. Összefoglaló következtetések

A cikk az egységes valutaövezetek endogén zavarait és az euroválság hátterét, a piaci kiigazodás lehetőségeit vizsgálta. A valutazónákban mindig fennáll a kockázata, hogy a közös monetáris politika nem képes megfelelni a térségek egy időben fellépő különböző igényeinek. Ekkor a rendszerben endogén visszacsatolások keletkeznek, amelyek inflációs, pénzügyi stabilitási és reálgazdasági problémákkal egyaránt fenyegetnek. Az euroválság kialakulásában szerepe volt ennek a mechanizmusnak, mivel a közös pénz bevezetését követően a kamatlábak alacsony szinten egységesültek, ami a periférián túlzott eladósodást, eszközár-buborékokat ösztönzött. A pénzügyi integráció mélyülése a sérülékenységek „hatékony” terjesztésével járt együtt, ahogy a hitelkockázat arányaiban befelé tolódott, és a centrum–periféria viszonylatban fenntarthatatlan kitétségek keletkeztek (bruttó és nettó értelemben egyaránt). Az EMU intézményrendszere nem készült fel a magáneladósodás korai azonosítására, a rendszerkockázatok fékezésére, illetve részben a kormányzati adósságok kontrollálására sem. A válságkezelés és a kockázatközösség kereteinek tisztázatlansága a legkritikusabb pillanatokban a piacok bizalomvesztését eredményezte.

Amikor viszont a kockázatmonitoring, a gazdaságpolitikai koordináció és válságkezelés rendszereit hiányoljuk, azt a kérdést is fel kell tennünk, hogy fundamentálisan mi mozgathatja a gazdasági zavarokat, és/vagy mi akadályozhatja azok önkorrekcióját. Ez attól függetlenül lényeges, hogy közgazdasági szempontból egyébként mennyire tartjuk érvényesnek a piacok hatékonyságát – mivel az intézmények abszolút erejére sincsenek garanciák. Még jól működő intézményrendszer esetén sem szerencsés, ha ismétlődő súlyos feszültségeket kell kezelnie. Reálgazdasági szempontból az EMU az eddigi tapasztalatok alapján vegyes képet mutat. Általában véve integrált árupiacú és sok szállal összekapcsolódó térség – mint ilyen, racionálisan tart igényt közös pénznemre. Mindazonáltal a centrum–periféria törésvonal középtávon az övezethez tartozás egyenlegének megvonására készítheti a tagokat. A 2010-es válság után a viszonylagos belső ár- és bérigazodás gazdasági áldozatokkal járt a periféria számára, azonban az eddigiek alapján kevésbé bizonyult hatékonyak, mivel lényegi célját, az exportbővülést egyelőre nem érte el. Ez összetett versenyképességi problémákkal magyarázható. Gyors munkaerő-piaci alkalmazkodásra szintén nem került sor. A részeredmények elsősorban a magasabban képzett munkavállalókat érintik, ugyanakkor a fiatalok munkanélkülisége összességében továbbra is akut problémát jelent. Az euro hosszú távú működőképességének eléréséhez – sőt a remélt hasznok igazi realizálásához – átfogó, célzott strukturális, versenyképességi és regionális politikai keretrendszerre, a kezdeményezések összehangolására van szükség, ami zónaszinten képes biztosítani a belső alkalmazkodási mechanizmusok tökéletesítését.

Felhasznált irodalom

- Ábel István – Lehmann Kristóf – Tapaszi Attila (2016): *A pénz és a bankok ellentmondásos kezelése a makroökonomiában*. Hitelintézeti Szemle, 15. évfolyam, 2. szám, június: 33–58. <http://www hitelintezetiszemle.hu/letoltes/abel-istvan-lehmann-kristof-tapaszi-attila.pdf>
- Acharya, V. – Drechsler, I. – Schnabl, P. (2014): *A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*. The Journal of Finance, Vol. 69, No. 6, December: 2689–2739. <https://doi.org/10.1111/jofi.12206>.
- Baldwin, R. – Beck, T. – Bénassy-Quéré, A. – Blanchard, O. – Corsetti, G. – De Grauwe, P. – den Haan, W. – Giavazzi, F. – Gros, D. – Kalemli-Ozcan, S. – Micossi, S. – Papaioannou, E. – Pesenti, P. – Pissarides, C. – Tabellini, G. – Weder di Mauro, B. (2015): *Rebooting the Eurozone. Step 1. Agreeing on a Crisis Narrative*. CEPR Policy Insight, No. 85 (November). <http://voxeu.org/sites/default/files/file/Policy%20Insight%2085.pdf>. Letöltés ideje: 2016. február 1.
- Bayoumi, T. – Eichengreen, B. (1997): *Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries*. European Economic Review, Vol. 41., No. 3–5: 761–770. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(97\)00035-4](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(97)00035-4).

- Benczes István (2014): *Az optimális valutaövezetek elmélete: Bevezetés*. ResearchGate, 2014. november 7. https://www.researchgate.net/publication/267927396_Az_optimalis_valutaovezetek_elmelete_Bevezetes. Letöltés ideje: 2017. március 12.
- Blanchard, O. – Giavazzi, F. (2002): *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein–Horioka Puzzle?* Brookings Papers on Economic Activity, No. 2: 147–186. <https://doi.org/10.1353/eca.2003.0001>.
- BMWFW (2013): *Europe Between Youth Unemployment and Skilled Labour Shortages. Which strategies help to meet companies' skilled labour needs in the future?* Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft, Németország. http://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/J-L/strategiepaier-fachkraeftesicherung-en.pdf?__blob=publicationFile&v=1. Letöltés ideje: 2016. november 13.
- Borio, C. – Disyatat, P. (2011): *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?* BIS Working Paper, No. 346. <http://www.bis.org/publ/work346.pdf>. Letöltés ideje: 2016. január 8.
- Bracke, T. – Bussiere, M. – Fidora, M. – Straub, R. (2010): *A Framework for Assessing Global Imbalances*. The World Economy, Vol. 33, No. 9 (September): 1140–1174.
- Cesaratto, S. (2015): *Alternative Interpretations of a Stateless Currency Crises*. The Italian Association for the Study of Economic Asymmetries, a/simmetrie working paper 2015/08. <http://www.asimmetrie.org/wp-content/uploads/2015/08/AISWP201508.pdf> Letöltés ideje: 2016. január 18.
- Csajbók Attila – Csermely Ágnes (szerk.) (2002): *Az euró hazai bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése*. MNB Műhelytanulmányok 24. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Darvas Zsolt (2013): *The Euro Crisis: Ten Roots but Fewer Solutions*. In: Farkas, Beáta (szerk.): *The Aftermath of the Global Crisis in the European Union*. Cambridge Scholars Publishing, Newcastle upon Tyne. pp. 83–104.
- De Grauwe, P. (2012a): *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press, Oxford, 9. kiadás
- De Grauwe, P. (2012b): *The Governance of a Fragile Eurozone*. The Australian Economic Review, Vol. 45, No. 3: 255–268. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8462.2012.00691.x>.
- De Grauwe, P. (2013): *Design Failures in the Eurozone – Can They Be Fixed?* European Economy. Economic Papers 491. (April). European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brüsszel. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp491_en.pdf. Letöltés ideje: 2016. március 6.

- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2012): *TARGET2 as a Scapegoat for German Errors*. <http://voxeu.org/article/target2-scapegoat-german-errors>. Letöltés ideje: 2013. augusztus 26. és 2016. április 16.
- Delors-jelentés (1989). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community. Committee for the Study of Economic and Monetary Union*. Készült Jacques Delors bizottsági elnök vezetésével, 1989.04.17. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6161_en.pdf. Letöltés ideje: 2016. március 27.
- De Sousa, J. (2011): *The Currency Union Effect on Trade Is Decreasing Over Time*. MPRA Paper No. 40327 (November). Munich Personal RePEc Archive, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/40327/1/MPra_paper_40327.pdf. Letöltve: 2017. március 15.
- Dhyne, E. – Konieczny, J. – Rumler, F. – Sevestre, P. (2009): *Price Rigidity in the Euro Area – An Assessment*. European Economy, Economic Papers 380 (May). European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15196_en.pdf. Letöltés ideje: 2013. szeptember 27. és 2016. április 13.
- Eichengreen, B. (2009): *Was the Euro a Mistake?* VOX CEPR's Political Portal, 2009.01.20. <http://voxeu.org/article/was-euro-mistake>. Letöltés ideje: 2016. április 2.
- Eichengreen, B. – Obstfeld, M. – Spaventa, L. (1990): *One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union*. Economic Policy, Vol. 5, No. 10 (April): 117–187. <https://doi.org/10.2307/1344577>.
- Eichhorst, W. – Hinte, H. – Rinne, U. (2013): *Youth Unemployment in Europe: What to Do About It?* IZA Policy Paper No. 65 (2013). Institute for the Study of Labor. <http://repec.iza.org/pp65.pdf>. Letöltés ideje: 2016. november 12.
- EKB (2013): *Intra-Euro Area Trade Linkages and External Adjustment*. ECB Monthly Bulletin, January: 59–74. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201301en.pdf>. Letöltés ideje: 2013. szeptember 28.
- Estrada, Á. – Galí, J. – López-Salido, D. (2013): *Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area*. IMF Economic Review, Vol. 61, No. 4: 601–630. <https://doi.org/10.1057/imfer.2013.22>.
- EB (2016): Európai Bizottság: *Quarterly Report on the Euro Area*. European Economy, Institutional Paper, 016 (January). European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eep/pdf/ip016_en.pdf. Letöltés ideje: 2016. április 12.

- EP (2015): Európai Parlament: *Labour Market Shortages in the European Union*. European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic And Scientific Policy. Study for the EMPL Committee (March). [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2015/542202/IPOL_STU\(2015\)542202_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2015/542202/IPOL_STU(2015)542202_EN.pdf). Letöltés ideje: 2016. november 12.
- Feldstein, M. (1992): *The Case Against EMU*. *The Economist*, június 13: 19–22. www.nber.org/feldstein/economistmf.pdf. Letöltés ideje: 2016. április 8.
- Frankel, J. A. – Rose, A. K. (1998): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*. *The Economic Journal*, No. 108. (July): 1009–1025. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00327>.
- Frankel, J. A. – Rose, A. K. (2002): *An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2. (May): 437–466. <https://doi.org/10.1162/003355302753650292>.
- Giavazzi, F. – Spaventa, L. (2010): *Why the Current Account May Matter in a Monetary Union. Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area*. IGIER Working Paper Series No. 426, 2010.12.28. Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research. <http://www.igier.unibocconi.it/files/426.pdf>. Letöltés ideje: 2016. március 19.
- Godley, W. (1992): *Maastricht and All That*. *London Review of Books*, Vol. 14, No. 19. (8 October): 3–4. www.lrb.co.uk/v14/n19/wynne-godley/maastricht-and-all-that. Letöltés ideje: 2016. április 8.
- Goodhart, C. A. E. (1998): *The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas*. *European Journal of Political Economy*, Vol. 14 (March): 407–432. [http://dx.doi.org/10.1016/S0176-2680\(98\)00015-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0176-2680(98)00015-9).
- Hale, G. – Obstfeld, M. (2014): *The Euro and the Geography of International Debt Flows*. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2014-10 (December). <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2014-10.pdf>. Letöltés ideje: 2016. január 8.
- Hankel, W. – Hauskrecht, A. – Stuart, B. (2010): *The Euro-Project at Risk*. ZEI Working Papers, No. B 04. Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Universität Bonn. <https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/46218/1/638549396.pdf>. Letöltés ideje: 2013. július 24.
- IMF (2017): *World Economic Outlook*. January. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/update/01/>. Letöltés ideje: 2017. március 19.
- Ingram, J. C. (1973): *The Case for European Monetary Integration*. *Essays in International Finance*, No. 98 (April). https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E98.pdf. Letöltés ideje: 2016. április 8.

- Kenen, P. B. (1969): *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*. In: Mundell, R. – Swoboda, A. (szerk.): *Monetary Problems of the International Economy*. University Press of Chicago, Chicago, pp. 41–60.
- Kiss J. László (2011): *Euróválság és intézményi hatalom: változások a német EU-politikában*. Külügyi Szemle, (tavasz). http://kki.hu/assets/upload/Kulugyi_Szemle_2011_01_Eurevelseg_ees_inteezmeenyi.pdf. Letöltés ideje: 2017. március 15.
- Klekowski von Koppenfels, A. – Höhne, J. (2017): *Gastarbeiter Migration Revisited: Consolidating Germany's Position as an Immigrant Country*. In: Lafleur, J. M. – Stanek, M. (2017): *South-North Migration of EU Citizens in Times of Crisis*. IMISCOE Research Series, Springer Open, Chapter 9, pp. 149–174. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-39763-4_9. Letöltés ideje: 2017. március 18.
- Krugman, P. – Obstfeld, M. (2003): *Gazdaságpolitika és koordináció a lebegő árfolyamok rendszerében; Optimális valutaövezetek és az európai tanulságok*. In: Krugman, P. – Obstfeld, M.: *Nemzetközi gazdaságtan*. Elmélet és gazdaságpolitika. 19–20. fejezet. Panem Kiadó, Budapest, pp. 642–723.
- Krugman, P. (2011): *Can Europe Be Saved?* New York Times Magazine, január 16:26. <http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?pagewanted=all>. Letöltés ideje: 2013. október 9. és 2016. április 2.
- Laurent, L. (2017): *Italy's Banking Garage Sale*. Bloomberg, március 8. <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-03-08/italy-s-banks-are-running-out-of-family-silver-to-sell>. Letöltés ideje: 2017. március 18.
- León, M. – Pavolini, E. – Guillén, A. M. (2015): *Welfare Rescaling in Italy and Spain: Political Strategies to Deal with Harsh Austerity*. European Journal of Social Security, Vol. 17, No. 2: 182–201. <https://doi.org/10.1177/138826271501700203>.
- Magas István (2016): *Európai Unió: Útelágazás és Brexit-tanulságok*. Köz-gazdaság, 11 (3): 43–55. http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/2486/1/KG2016n3_Magas.pdf. Letöltés ideje: 2017. március 1.
- McKinnon, R. I. (1963): *Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Vol. 53, No. 4. (September): 717–725.
- Micossi, S. (2016): *Balance-of-Payments Adjustment in the Eurozone*. In: Baldwin, R. – Giavazzi, F. (szerk.): *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*. CEPR e-book, 2016. február 12: 188–206. <http://voxeu.org/content/how-fix-europe-s-monetary-union-views-leading-economists>. Letöltés ideje: 2016. március 14.

- Mongelli, F. P. (2013): *The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance Between „Sceptics” and „Advocates” Shifting?* ECB Occasional Paper No. 144. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154597/1/ecbop144.pdf>. Letöltés ideje: 2017. március 15.
- MNB (2011): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*. Október. <https://www.mnb.hu/letoltes/konvergencia-elemzes-hu.pdf>. Letöltés ideje: 2017. február 2.
- MNB (2014): *Növekedési jelentés*. <https://www.mnb.hu/letoltes/honlapra-novekedesi-jelentes-hun-201411.pdf>. Letöltés ideje: 2017. február 2.
- Mundell, R. A. (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4 (September): 657–665.
- Neményi Judit – Oblath Gábor (2012): *Az euró hazai bevezetésének újragondolása*. Műhelytanulmányok, MT-DP – 2012/14, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, Közgazdaság-tudományi Intézet. <http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1214.pdf>. Letöltés ideje: 2017. március 12.
- Obstfeld, M. (2012): *Does the Current Account Still Matter?* NBER Working Papers, No. 17877. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w17877>.
- OMOM-jelentés (1990): *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. European Economy No. 44. (October), Commission of the European Communities, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7454_en.pdf. Letöltés ideje: 2013. szeptember 24. és 2016. március 27.
- Pagano, M. – von Thadden, E.-L. (2004): *The European Bond Markets Under EMU*. Centre for Studies in Economics and Finance, CSEF Working Paper, No. 126. (October). <http://www.csef.it/WP/wp126.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 2.
- Palánkai Tibor (2012): *Az önálló árfolyam-politika feladása nem okoz igazi veszteséget!* Közgazdasági Szemle, LIX. évfolyam, június: 722–726.
- Pasimeni, P. (2016): *Instability and Stagnation in a Monetary Union*. Institute for New Economic Thinking, Ideas & Papers, Blog, 2016.04.11. <http://ineteconomics.org/ideas-papers/blog/instability-stagnation-in-a-monetary-union>. Letöltés ideje: 2016. április 15.
- Petersen, T. – Böhmer, M. – vom Stein, H. (2013): *How Germany Benefits from the Euro in Economic Terms*. Policy Brief No. 01. Bertelsmann Stiftung, Future Social Market Economy. https://www.ged-project.de/wp-content/uploads/2014/12/3b_PolicyBrief_Vorteile_Euro-Mitgliedschaft_ENGLISCH.pdf. Letöltés ideje: 2017. március 15.
- Pisani-Ferry, J. (2012): *The Known Unknowns and the Unknown Unknowns of the EMU*. Bruegel Policy Contribution, No. 18. (October). <https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/72123/1/728775891.pdf>. Letöltés ideje: 2016. március 25.

- Ruparel, R. – Persson, M. (2011): *A House Built on Sand. The ECB and the Hidden Cost of Saving the Euro*. Open Europe Report No. 06. http://openeurope.org.uk/wp-content/uploads/2011/06/a_house_built_on_sand-the_ECB_and_the_hidden_cost_of_saving_the_euro.pdf. Letöltés ideje: 2016. április 18.
- Santos Silva, J. M. C. – Tenreyro, S. (2010): *Currency Unions in Prospect and Retrospect*. Annual Review of Economics, Vol. 2: 51–74. <https://doi.org/10.1146/annurev.economics.102308.124508>.
- Schmidt, C. M. – Weigert, B. (2013): *Weathering the Crisis and Beyond: Perspectives for the Euro Area*. Ruhr Economic Papers No. 409 (March). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2246763>.
- Schmitz, B. – von Hagen, J. (2011): *Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area*. Journal of International Money and Finance, 30(8): 1676–1695. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.08.003>.
- Skouras, T. (2013): The Euro Crisis and its Lessons from a Greek Perspective. Society and Economy, Vol. 35, No. 1 (April): 51–69. <http://dx.doi.org/10.1556/SocEc.35.2013.1.3>.
- Szijártó Norbert (2014): *Az optimális valutaövezet elméletek koevolúciója*. Műhelytanulmányok 105. (május), MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, Világgazdasági Intézet.