

---

DENCS SZILVIA

## Gazdasági- és Monetáris Unió

### II. Rész: Jövő

#### *A Gazdasági- és Monetáris Unió harmadik szakasza*

##### **Árfolyamok rögzítése**

Az EMU-tól várt előnyök bizonyos feltételek fennállása mellett jelentkeznek. Ezek közül az egyik legfontosabb a valutaárfolyamok stabilitásának biztosítása. A rögzített árfolyamrendszer kialakítását indokolja, hogy egy létre jött vámunióban, amelyben a vámok kereskedelem korlátozó szerepe nullára redukálódik a tagállamok között, a valutaárfolyamok megváltoztatásával (annak leértékelése által) átmenetileg ugyanolyan kereskedelmi korlátok állíthatók fel mint például a vámokkal. Ez a kialakult belső piac létét súlyosan veszélyeztetheti. Emellett az árfolyamok rögzítésének stabilizációs okai is vannak: stabilabb árfolyamok hozzájárulhatnak a külkereskedelem, ezáltal a beruházások javításához.

Emellett, ha a rögzített árfolyamok nem reálisak, hasonló gazdasági problémák jelentkezhetnek, mint instabil valutaárfolyamok esetén, például a paritások megváltozhatnak abból kifolyólag, hogy a tagállamokban nem azonos mértékű és ütemű az infláció. Ez a nemzeti valuták alul- illetve felülértékelését vonja maga után, ami egyes tagországoknak exportelőnyt biztosít másokkal szemben. A piacok teljes integrációja érdekében egy közös valuta bevezetését tartják szükségesnek. Egyes közgazdászok szerint a közös valutához az árfolyamok rögzítésén keresztül lehet eljutni, ugyanis ha az árfolyamok állandóak, akkor végeredményben minden valuta egyenértékű.

Az árfolyamok alakulását a harmadik szakaszba történő belépéskor jelentős mértékben a piaci résztvevőknek az átváltási árfolyamok rögzítésére vonatkozó várakozásai határozzák meg.

A Szerződés nem tartalmazza, hogy milyen alapon kell az árfolyamokat rögzíteni. Az erről szóló vitákban megegyezés született arról, hogy az érintett tagállamok valutái közötti konverziós árfolyamok rögzítésének alapjáról, módjáról már a harmadik szakasz kezdete előtt dönteni kell, hogy megelőzzék a lehetséges devizapiaci spekulációs turbulenciákat. [1]

Az árfolyamok rögzítésére vonatkozóan a viták középpontjában három eljárás áll<sup>1</sup>:

1. Az ERM középárfolyamainak megfelelő árfolyamrögzítés (Középárfolyam-eljárás /Leitkursverfahren/), illetve
2. Egy meghatározott korábbi időtartamon belül kialakult árfolyamok átlaga alapján történő rögzítés (Átlagárfolyam-eljárás /Durchschnittsverfahren/).
3. A piaci árfolyamok lennének az átváltási árfolyamok. [2]

#### 1. Az első eljárás jellemzői:

- Egy összefüggő, egységes átmenetet biztosít a fennálló EMS-ből a monetáris unióba, mivel ebben az esetben a bilaterális ERM-középárfolyamok az átváltási árfolyamok.
- Nincs politikai "alkudozás" az átváltási árfolyamról, mivel az árfolyam-stabilitásra vonatkozó kritérium szerint az adott nemzeti valuta középárfolyamának az euró-térséghez való csatlakozást megelőző két évben változatlanoknak kell lennie.
- Kizárja az árfolyamra vonatkozó kritérium "laza" értelmezését és az ebből eredő bizalmatlanságot.
- Lehetővé teszi, hogy az euró-térséghez első körben csatlakozó tagállamok meghatározásánál egyidejűleg az átváltási árfolyamokat is rögzítsék, ez jelentősen megkönnyíti a monetáris unióra való technikai átállást.

2. A második eljárásnál az átváltási árfolyamok a harmadik szakasz kezdete előtt egy meghatározott időtartam átlagos piaci árfolyamának felelnek meg. Alkalmazása esetén meg kell határozni a referenciaperiódus hosszát.

#### Jellemzői:

- Ha a referencia-időszak csak a monetáris unióhoz első körben csatlakozó tagállamok meghatározása után kezdődik, a referencia periódus kezdete előtt devizapiaci spekulációs hullám fog elindulni.
- A referencia periódus hosszának meghatározásánál bizonyos diszkrecionális mozgástér áll rendelkezésre: bármely ország ösztönözheti, hogy az átlagárfolyam képzésénél hosszabb referencia időszakot vegyenek figyelembe - mert az érintett ország valutájának árfolyama ebben az időszakban alacsony volt - s előfordulhat, hogy egy másik tagállam rövidebb periódust részesít előnyben.

---

<sup>1</sup> Korábban szó volt egy harmadik eljárásról is, nevezetesen, hogy az ERM árfolyam-mechanizmusban a valuták ingadozási sávját fokozatosan szűkítik, így a sáv megszűnésével bevezethetik az egységes európai valutát. Miután 1993. augusztusában a sáv szélességet  $\pm 15\%$ -ra módosították, ennek az eljárásnak alkalmazása nem valószínűsíthető.

A gazdaságpolitikai viták középpontjában egy három éves referenciaidő terve áll. Ez azt jelentené, hogy a harmadik szakasz 1999. január elsejével kezdődő időpontjáig a piaci árfolyamokat 1996.01.01-1998.12.31 között kellene vizsgálni.

- Hasonlóan az előző eljáráshoz itt sem lehetséges politikai "önkényesség" az árfolyamok rögzítésénél.
- Az előző eljárással szemben ez nem ad pontos becslést a bilaterális átváltási árfolyamokról, mivel az árfolyamok a harmadik szakasz életbe lépéséig fennmaradó időben, egzakt módon nem becsülhetők előre<sup>2</sup>. Ezzel a technikai átállás - az előző eljárással összehasonlítva - nehezebbé válik. Az árfolyam elmélet azt mutatja, hogy a piaci árfolyamok hosszú időn át az alapul szolgáló egyensúlyi árfolyamtól eltávolodhatnak<sup>3</sup>. Így az elmúlt idők árfolyamváltozásai alapján meghatározott átlagárfolyamok az egyensúlyi árfolyamoknak nem megbízható mértékei. Különösen abban az esetben, ha az elmúlt időben kétségek merülnek fel, vajon az adott tagország részt vesz-e a monetáris unióban vagy sem. Ezek a kétségek az érintett valuta árfolyamát befolyásolják - egy alacsonyabb átlagárfolyamhoz vezet. Ha az adott tagország a harmadik szakaszba mégis belép, ez azt jelentené, hogy a kétségek megalapozatlanok voltak. Az alacsonyabb átlagárfolyam a piaci résztvevők részéről egy rossz becslésen alapulna. Ilyen módon az átlagárfolyam, mint alkalmazott átváltási árfolyam torz lenne, ami jelentős stabilitási-konfliktusok kialakulásához vezetne.

3. Centre for European Policy Research kutatóintézet szakértői által készített tanulmányban azt javasolják, hogy az átváltási arányok az 1998. december 31-én aktuális piaci árfolyamoknak feleljenek meg. Ezt úgy lehetne megvalósítani, ha jó előre meghatároznák az EMU harmadik szakaszában résztvevő tagállamok első körét, és ezen országok valutáinak az ERM-ben megállapított középárfolyamát mint átváltási arányt. Az érintett jegybankok intervenciók műveleteiket a középárfolyamok tényleges piaci árfolyamokká alakítása érdekében végeznék. A Financial Times szerint az eljárás hátránya, hogy a korai bejelentés nem lehet hiteles, mert azon tagországok, amelyek a rögzített átváltási árfolyamokat nem fogadják el, nyomást gyakorolhatnak azokra.

---

<sup>2</sup> Bár ebben az esetben, az a tendencia mutatkozhat, hogy az átváltási árfolyamok megfelelnek az eddigi átlagárfolyamoknak, a harmadik szakasz kezdetéig hátramaradt időben is. A tranzakciós költségeket figyelembe véve ez a tendencia azonban nem olyan erős, hogy az árfolyamfluktációt a fennmaradt átmeneti időben teljesen kizárja.

<sup>3</sup> A megadott forrás alapján Dornbusch-modell szerint (1976).

## Az egységes európai valuta bevezetése

Az Európai Tanács az 1995. június 26-27-én Cannesben tartott ülésén megbízta az ECOFIN-t, hogy az EMI-vel és a Bizottsággal együttműködve javaslatokat dolgozzon ki az euróra történő áttérés menetrendjére vonatkozóan. Az Európai Tanács 1995. december 15-16-án Madridban tartott ülésén<sup>4</sup> fogadta el az EMI javaslataival összhangban lévő ún. "Forgatókönyv"-et. A "Forgatókönyv" az egységes valutára történő áttérés technikai és szervezeti kereteit rögzíti.

*Az egységes európai valutára való áttérés 5 fő alapelve a következő:*

1. Az euró bevezetéséhez a Szerződés szövegével és szellemével is összhangban lévő jogi keretre van szükség<sup>5</sup>.
2. Az áttérésnek relatíve egyszerű módon kell megvalósulnia az állampolgárok bizalmának megnyerése érdekében, valamint
3. hatékonyan, költségtakarékosan és versenysemlegesen kell megtörténnie; emellett
4. szervezettnek kell lennie, hogy megkönnyítse az ESCB által megvalósítandó - az árstabilitás biztosítására irányuló - egységes monetáris- és árfolyampolitika kialakítását.
5. A gazdasági alanyok az egységes valutára történő áttérés folyamatának befejezéséig (2002-ig) nem kötelezhetők az euró használatára. Ugyanakkor, ha úgy kívánják, biztosítani kell számukra az euróhoz való hozzáférést.

*Az áttérés folyamata 4 periódusban fog megvalósulni:*

1. Az Európai Tanács dönt arról, hogy mely tagországok teljesítették az euró-térségben való részvételhez szükséges feltételeket. Létrehozzák az ECB-t és az ESCB-t. Kinevezik az ECB igazgatóságának tagjait.
2. január 1. A monetáris unióhoz csatlakozó tagországok egyhangú, döntése alapján a Bizottság javaslatát is figyelembe véve, és az ECB meghallgatása után visszavonhatatlanul rögzítik az euró és valutáik átváltási árfolyamát<sup>6</sup>. Egyetlen egységes átváltási árfolyam lesz. A hivatalos ECU-kosár megszűnik. Az ECU-ben fennálló tartozásokat euróra 1:1 arányban váltják át. Ezzel kezdetét veszi a monetáris unió.

<sup>4</sup> Ezen az ülésen döntött arról is, hogy a EMU harmadik szakasza 1999. január elsejével kezdődik, és az egységes európai valutaegység neve euró lesz. Váltópénze pedig a cent.

<sup>5</sup> Ennek kidolgozása 1996. végéig megtörtént.

<sup>6</sup> Szerződés 1091 cikkely (4) pont.

3. Legkésőbb 2002. január 1. *Forgalomba kerülnek az új euró bankjegyek és érmék.* A nemzeti pénzeket fokozatosan bevonják. Ebben a szakaszban az euró és a nemzeti valuták is törvényes fizetési eszközként funkcionálnak.
4. július 1. Befejeződik az egységes pénznemre való áttérés folyamata. Az euró-térségen belül *egyetlen törvényes fizetési eszköz az euró* lesz. Valamennyi gazdasági szereplő tranzakcióit euróban bonyolítja le. [3]

*Ezt a négy időszakot 3 különböző technikai szakasz határolja be.*

*I. Szakasz. Az 1998-ban esedékes döntéstől a harmadik szakasz tényleges életbe lépéséig (1999. január elsejéig) tart.*

Az EMI és a Bizottság az 1997-es tényleges pénzügyi és gazdasági adatok alapján konvergencia jelentést készít. Az ECOFIN minősített többséggel a Bizottság jelentése alapján megítéli, az egyes tagállamok teljesítették az egységes valuta bevezetéséhez szükséges feltételeket<sup>7</sup>. Az Európai Tanács még 1998 július előtt - az ECOFIN ajánlása alapján és az Európai Parlament állásfoglalását figyelembe véve -minősített többséggel dönt arról, hogy mely tagország léphet első körben a monetáris unióba<sup>8</sup>. Nagy-Britannia és Dánia kivételével azon tagállamok, amelyek a konvergencia feltételeket teljesítették, automatikusan tagjai lesznek az euró-térségnek.

Azon EU tagország, amely politikai vagy gazdasági okokból nem lép/léphet az EMU harmadik szakaszába:

- ⇒Túlzott költségvetési deficit esetén nem foganatosítanak ellene szankciókat<sup>9</sup>,
- ⇒az ECB rendeleteit, döntéseit, ajánlásait és állásfoglalásait nem köteles elfogadni<sup>10</sup>,
- ⇒érmék, bankjegyek kibocsátásához nem köteles az ECB engedélyét kérni<sup>11</sup>,
- ⇒az euró és harmadik ország valutája közötti árfolyam-mechanizmusban nem köteles részt venni<sup>12</sup>,
- ⇒nem nevezhet ki ECB igazgatósági tagot és ECB elnököt<sup>13</sup>,
- ⇒autonóm monetáris politikáját fenntarthatja, saját monetáris eszköztárt alkalmazhat és megtarthatja nemzeti tartalékait<sup>14</sup>,

<sup>7</sup> A harmadik szakasz 1997. január elsején történő elindításához a tagállamok többségének teljesíteni kellett volna a konvergencia feltételeket, 1999. január elsején történő életbe lépéséhez ez már nem szükséges.

<sup>8</sup> Szerződés 109j cikkely 4. pont.

<sup>9</sup> Nem érvényes ránézve a Szerződés 104c cikkely (9 és 11) pont,

<sup>10</sup> a Szerződés 108a cikkely, továbbá

<sup>11</sup> a Szerződés 105a cikkely,

<sup>12</sup> a Szerződés 109. cikkely,

<sup>13</sup> a Szerződés 109a cikkely (2/b) pont,

<sup>14</sup> a Szerződés 105 cikkely (1, 2, 3, és 5) pont, végül

- 
- ⇒ az adott tagállamnak nem kell az ECB jegyzett tőkéjének ráeső részét befizetnie, de az ECB üzemi, közvetett költségeihez hozzá kell járulnia<sup>15</sup>.
  - ⇒ Számára is tilos lesz a közületi szektor jegybanki finanszírozása.
  - ⇒ Köteles biztosítani a jegybanki függetlenséget.
  - ⇒ Nem korlátozhatja a tőkek mozgásokat.

Az ECB és a Bizottság két évente, illetve az adott tagállam külön kérésére más időpontban is jelentést készít az első körben nem csatlakozó tagállamok konvergencia helyzetéről<sup>16</sup>.

*II. Szakasz. Az EMU harmadik szakaszának életbe lépésétől az euró bankjegyek és érmék bevezetéséig tart (1999. január 1.-től legfeljebb három évig, 2002. január 1.-ig tart)*

Jellemzői:

- ◆ Az állam euróra szóló értékpapírokat bocsát ki. Az elképzelések szerint a korábban kibocsátott állampapírokat is átváltják euróra.
- ◆ A kereskedelmi bankok bizonyos szolgáltatásokat - technikai lehetőségeikhez mérten - már euróban nyújtanak (például: ügyfelek részére euró számlát nyithatnak).
- ◆ A pénzügyi piacok egymás között (például: a bankközi piacon) de facto euróban bonyolítják le tranzakcióikat. Az ESCB monetáris- és árfolyampolitikáját, deviza piaci műveleteit euróban valósítja meg.
- ◆ A vállalatok már euróban is állíthatnak ki számlákat, készíthetnek kalkulációkat és vezethetik könyvvitelüket.
- ◆ A fogyasztók számára az áruk és szolgáltatások árát fokozatosan a nemzeti valuta mellett euróban is kifejezik és feltüntetik.
- ◆ A legfontosabb fizetési módok (például: átutalás, bankkártyák, csekkek, számlapénz forgalom) euróban bonyolódhatnak le. A nemzeti valuták használata leszűkül az adó- és bérfizetésre, valamint az állami intézmények a lakossággal kapcsolatos elszámolásaira. Ebben a szakaszban senki sem kötelezhető arra, hogy számlapénz tranzakcióit euróban bonyolítsa le. A nemzeti pénzegységeket az euró különböző "címelei"-nek tekintik.
- ◆ Működésbe helyezik a TARGET-redszert.

---

<sup>15</sup> ESCB alapszabályának 48. fejezet.

<sup>16</sup> Szerződés 109k cikkely (2) pont.

*III. Szakasz. Az euró bankjegyek és érmék forgalomba kerülésétől azok teljes körű bevezetéséig (2002. január 1-től legfeljebb hat hónapig azaz, 2002. június 30-ig) tart.*

A központi bankok megkezdik a nemzeti pénzegységek forgalomból való kivonását. A féléves periódusban a kereskedők maguk döntenek el, hogy elfogadják-e még a nemzeti valutát vagy sem. Az eurót azonban kötelesek elfogadni.

2002. június 30-ig az euró és a nemzeti valuták is törvényes fizetési eszközök lesznek. Ezen időpont után de jure a monetáris unión belül egyetlen törvényes fizetési eszköz lesz, az euró.

Az ECB kizárólagos joga lesz a Közösségen belüli bankjegykibocsátás engedélyezése<sup>17</sup>.

A kérdés, hogy a bankjegyek "előállítás" centralizáltan vagy decentralizáltan (a bankjegyeket az ECB vagy annak megbízása alapján a nemzeti központi bankok bocsátják ki) történjék, a Szerződésben nincs szabályozva. A szubszidiaritás elve a decentralizált megoldás mellett szól.

Az euró stabilitását hivatott szolgálni a költségvetés jegybanki finanszírozásának tilalma, a jegybanki függetlenség, az ESCB elsődleges feladata, az árstabilitás biztosítása, és az elfogadott Stabilitási- és Növekedési Paktum.

### **Stabilitási és Növekedési Paktum**

Elsősorban Németország részéről fogalmazódott meg az a szándék, hogy az egységes valuta stabilitása érdekében az EMU harmadik szakaszában is biztosítsák a költségvetési kritériumok tartós teljesítését. Ebben a szakaszban kiróható szankciókat, illetve ezek lehetőségét az ún. „Stabilitási és Növekedési Paktum” konkretizálja<sup>18</sup>.

A költségvetési pozícióra vonatkozó előírások és túlzott mértékű deficit esetén történő eljárás minden EU-tagállam számára egységes - kivéve az esetleges szankciókat, ugyanis a harmadik szakaszban részt nem vevő tagállamokat nem ezek sújtják.

Az euró-térséghez tartozó tagállamok stabilitási programot kötelesek készíteni, amelyben saját középtávú költségvetési céljaikat, az államadósság várható alakulását, és a programban kitűzött célok érdekében hozott

<sup>17</sup> Szerződés 105a cikkely (1) pont.

<sup>18</sup>Ezt a Dublinban 1996. december 13-14-én megtartott csúcsértekezleten fogadták el.

intézkedéseket mutatják be. Emellett prognózist adnak a gazdaság várható fejlődéséről.

A programtól való eltérés esetén az ECOFIN konkrét ajánlásokat ad, amik a korai figyelmeztetés mechanizmusát szolgálják.

A költségvetési deficitre vonatkozó három százalékos limit túllépése esetén az adott tagállam automatikusan mentesül a pénzbüntetés alól, ha az „rendkívüli esetre” vezethető vissza - ami az érintett tagállam ellenőrzése nélkül következett be és jelentős kihatása van az állam pénzügyi helyzetére.

Ilyen rendkívüli esemény lehet, ha a konjunktúra visszaesése miatt a GDP éves szinten legalább 2%-kal csökken, vagy az adott évben súlyos természeti katasztrófa (például földrengés) következett be.

Ha a GDP visszaesése meghaladja a 0,75%-ot, de kisebb mint 2%, akkor az ECOFIN dönt az esetleges pénzbüntetésről.

A kiszabott bírság két részből áll:

1. Egy állandó rész, amely a GDP 0,2%-ának megfelelő rész.
2. Egy változó elem, ami a GDP 3%-át meghaladó hiány egytizede.

Össességében a bírság nem haladhatja meg az évi GDP 0,5%-át. Tehát a GDP 6 %-át meghaladó deficitet külön szankciókkal nem sújtják.

Az ilyen címen kifizetett összeget kamatmentes betétként helyezik el, és ha a deficit két év után sem csökken, a betétet végleges pénzbírságnak tekintik.

A Szerződés alapján a pénzbüntetés automatikus kiszabásának nincs jogalapja<sup>19</sup>.  
[4, 5, 6, 7]



Forrás: Európai Bizottság

<sup>19</sup> A szankciók kivételénél a német kormányzat próbált automatikus eljárást elérni, de ezt sem a Bizottság, sem a tagállamok többsége nem tartotta elfogadhatónak. Kompromiszumként egy "kvázi automatikus" eljárás valósult meg. Az "automatikát" Németország, a "kvázit" Franciaország hangsúlyozta jobban.

Egyes vélemények szerint a limit túllépése csak ritkán vezet majd ahhoz, hogy az ECOFIN minősített többséggel szankciót helyezzen kilátásba, mert a kormányok érdekeltek a kivételt biztosító szabályok nagyvonalú értelmezésében. A kritikusok félnek attól, hogy a szankció kivetéséig szükséges döntések hosszadalmas, kicsinyes politikai alkudozás (Kuhhandel) is ahhoz vezethet, hogy a szankciókat nagyon ritkán fogják kiróni.<sup>20</sup> [8, 9]

Otmar Issing a német jegybank vezető közgazdásza szerint: „Nem lehet az ember elégedett egy olyan rendszerrel, amelyben a jelenlegi „vétkesek” (Sünder) ítélik el a jövőbeli potenciális „vétkeseket”. Issing szerint a referenciaérték átlépése kölcsönös „elnézéshez” vezethet, mivel a túlzott mértékű deficit fennállását azok a pénzügyminiszterek ítélik meg, akik az adott költségvetési helyzetért felelősek. [10]

1997. június 16-án az új baloldali francia kormányzat kívánságára egy pótlólagos határozatot fogadtak el a tagállamok a foglalkoztatási politikáról Amsterdamban. A megegyezés értelmében a stabilitási paktumot egy pót részzel egészítették ki, ami szerint minden ország köteles magas foglalkoztatási szintre törekednie, illetve azt ösztönözni, és erről évente egy jelentést készíteni. A munkaügyi politikáért való felelősség továbbra is a tagállamoknál marad. A Bizottság a Miniszter Tanáccsal együttműködve évente jelentést készít, amiben megvizsgálja, hogy a munkaügyi politika az egyes tagországokban hogyan alakult. Azon államok számára, amelyek saját foglalkoztatási céljaikat nem érik el, Brüsszel javaslatokat dolgoz ki. Amsterdamban arról is megállapodás született, hogy azon tagországoknak, ahol magas a munkanélküliség, nem kell büntetést (Strafen) fizetni.

Amszterdamban a német kancellár Helmut Kohl és a német pénzügyminiszter Theo Waigel azon követelésüket fejezték ki, hogy nem bocsátanak rendelkezésre további pénzeket az európai foglalkoztatási program számára.

A jövőben az Európai Beruházási Bank forrásait használják fel a tagállamok új munkahelyek teremtéséhez. A Bank kedvező kamatozású hiteleket nyújt elsősorban kis- és középvállalkozásoknak.

Az Amszterdami EU-Csúcstalálkozón formális kopromisszumot értek el a tagállamok, ami minden érintettnek alkalmat ad, hogy "otthon" győztesnek mondhassa magát. A francia szocialisták kijelenthetik, hogy az EU több munkahelyről fog gondoskodni, valamint teljesíti a választások során tett ígéretét. A német kormány sikerként könyvelheti el, hogy semmilyen pótlólagos pénzügyi eszközt nem kell rendelkezésre bocsátania az európai munkaügyi program számára. Szerintem a francia követelésnél többről van szó: A francia

---

<sup>20</sup> Franciaország ragaszkodott ahhoz, hogy minden esetben "politikai döntést" hozzanak.

kormány általánosan nagyobb politikai befolyást akar gyakorolni az európai monetáris politikára.

### **Az Európai Központi Bankok Rendszere**

1998-ban létrehozzák az ECB-ot, és az ESCB-ot, ami a nemzeti jegybankokból és az ECB-ből áll. Kinevezik az ECB döntéshozó testületeinek tagjait. Döntés születik az ESCB feladatainak teljesítéséhez szükséges technikai-logisztikai keretéről.

A működési keret kidolgozásánál figyelembe vett legfontosabb *alapelvek*: [11]

- \* Operatív hatékonyság.
- \* A szabad verseny és a piacgazdaság elve.
- \* Az ESCB üzleti partnereinek egyenrangúsága, intézményi státusztól és származási országtól függetlenül.
- \* Decentralizáció a monetáris politika megvalósításánál.
- \* Monetáris eszközök harmonizálása.
- \* Folytonosság.
- \* Költséghatékonyság.
- \* Összeegyeztethető döntési folyamatok.

*Az ESCB feladatai*<sup>21</sup>:

#### **1. A Közösség monetáris politikájának meghatározása és megvalósítása**

Az ECB határozza meg a Közösség monetáris politikáját és ennek eszközeit<sup>22</sup>. Elsődleges monetáris politikai cél az árstabilitás biztosítása és ennek veszélyeztetése nélkül a Közösség általános gazdaság-politikájának támogatása.

A monetáris- és árfolyam-politikával kapcsolatos döntéseket az ECB hozza meg, végrehajtói a nemzeti jegybankok.

*A monetáris politikai tervezet eszközeinek alternatívái*: [11,12, 13, 14]

#### **1. Nyílt piaci műveletek**

A monetáris politikai célok megvalósításánál döntő szerepet játszanak, mivel a legtöbb EU-tagállamban a pénzügyi kamatlábak irányításának a

---

<sup>21</sup> Szerződés 105. cikkely.

<sup>22</sup> Ezen monetáris politikai eszköztár kidolgozását az EMI feladatának jelölték meg. Az itt leírtak ennek megfelelően csak javaslatok az EMI részéről; ezen eszközök alkalmazásáról csak az ECB dönthet.

legfontosabb eszközének tartják. Alkalmazásuk növekvő flexibilitást eredményez, ami a monetáris politika piacorientságát mutatja. A likviditás-allokáció hatékony eszköze.

## 2. Kétoldalú rendelkezésre állás

Ez egy 1 napos refinanszírozási hitelműveletből és egy 1 napos betételhelyezési műveletből áll.

A jegybanki hitel lehetővé teszi bármely pénzintézet számára (ahol a nap végén likviditási hiány áll fenn), hogy a piaci kamatoknál magasabb kamatozással likvid eszközhöz jusson (felső kamatláb korlát).

Az 1 napos betételhelyezés pedig - likviditási többlettel rendelkező hitelintézet számára - a nap végén, befektetési lehetőséget kínál a piaci kamatlábszint alatti kamatozás mellett (alsó kamatláb korlát).

A kettő együtt a rövid lejáratú kamatlábak nagyságát határoolta be, s egy kamatsávot képez, amin belül a bankközi piacokon a kamatlábak szabadon mozoghatnak.

Ez az eszköz középtávon egy jelző funkciót is betölt. Igénybevételkor mennyiségi limitet nem alkalmaznak.

## 3. Kötelező tartalékráta

Jelenleg vita folyik a kötelező tartalékráta szerepéről, majdani mértékéről, és a kamatfizetés módjáról. Konkrét alkalmazásának feltételeit, módját még ki kell dolgozni.

Egyre több tagország alkalmazza, és a tartalékráta folyamatos csökkenése figyelhető meg. Alkalmazása esetén a piaci szereplők három lehetőséget valószínűsítnek:

- az angol gyakorlatot (jogilag alkalmazható, de gyakorlatilag mértéke nulla),
- a németet, vagy
- a német gyakorlatot + piaci kamatozás kombinálását.

## 4. Egyéb eszközök

Az előkészületi munkák során nem zárják ki annak lehetőségét sem, hogy a hitelintézetek likviditásának biztosítása érdekében más eszközöket is kidolgoznak. Jelenleg egy *speciális jegybanki hitelnyújtási eszköz* kialakításán dolgoznak, amelynek futamideje néhány hónap lenne.

## *Monetáris stratégia*

A monetáris stratégiának két alapfeltételt kell teljesítenie: először is eredményesnek kell lennie abban az értelemben, hogy az árstabilitás figyelemmel kísérésével a kívánt hatást érik el, másrészt hihetőnek kell lennie, azaz a gazdasági alanyok bízzanak a jegybank végső céljának elérésében.

A kiválasztott stratégiával szemben támasztott kritériumok:

1. Hatékonyság, azt jelenti, hogy lehetővé tegye a végső cél - az árstabilitás - elérését.
2. Átláthatóság, tehát a közbeeső célok és az adott monetáris stratégián alapuló döntések a gazdaság szereplői számára egyértelműek legyenek.
3. Középtávra irányuljon. A végső cél elérését középtávon biztosítani kell, ezáltal megakadályozza, hogy megerősödjenek az inflációs várakozások hatásai, azonban bizonyos flexibilitást is lehetővé kell tennie, hogy a közbeeső cél rövidtávon való eltérésénél cselekedni tudjon a ESCB.
4. Folytonosság, azaz a jegybankok korábbi tapasztalatait is figyelembe kell venni a stratégia kiválasztásánál.
5. Összhangban legyen az ESCB függetlenségével.
6. Beszámoltathatóság, ami szerint az alkalmazott közbeeső célnak lehetővé kell tennie, hogy a gazdaság szereplői megítélhessék az ESCB tevékenységének eredményességét.

Az EMI öt lehetséges monetáris politikai stratégiát vizsgált meg: árfolyam-stabilitás<sup>23</sup>, kamatcél<sup>24</sup>, nominál jövedelem cél, monetáris célaggregátum és közvetlen inflációs cél. Ezek közül részletesen, mint lehetséges stratégiával azonban csak az utóbbi kettővel foglalkozott.

Az EMI nem tartja jelen időpontban sem lehetségesnek, sem szükségesnek meghatározni, hogy a két stratégia közül melyiket kellene az ECB-nek előnyben részesítenie. Elméletileg a két célt egymástól tisztán elhatárolják, gyakorlatilag nem.

*Monetáris aggregátum*<sup>25</sup> közbülső célként való alkalmazása azon a feltételezésen alapul, hogy egy excesszív pénztöbblet hosszabb-rövidebb idő alatt egy excesszív inflációt von maga után, és ez az árszínvonal-emelkedés a monetáris expanzió ellenőrzése által határok között tartható. Egy ilyen stratégia alkalmazásához a pénzmennyiség növekedése és az infláció között stabil vagy legalább prognosztizálható kapcsolat szükséges. Továbbá elengedhetetlen, hogy a jegybank a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközök által befolyást

<sup>23</sup> A monetáris hatóság, ha a monetáris politika közbülső céljaként az árfolyam-stabilitást nevezi meg, ennek keretében saját valutájának árfolyamát egy vezető valuta árfolyamához köti, vagy valutakosár alapján határozza meg azt, mert attól saját inflációjának ellenőrzését várja. Ezt a koncepciót csak olyan kis államok esetében lehet megvalósítani, amelyekben dominánsak a külső inflatorikus hatások. Ez egy nagy monetáris térségben nem követhető közbülső cél, mert ezáltal saját monetáris mozgásterét korlátozná, monetáris szabadságát vesztené el.

<sup>24</sup> A kamatláb - mint monetáris közbülső cél - alkalmazása ellen szól, hogy azokat a piaci várakozásokat tükrözi vissza, amelyeket a központi bank várt cselekvése, reakciója befolyásol. Kétségbe vonható, hogy helyes-e a monetáris politikát ilyen várakozások irányítására bízni. Egy kamatcél azonban más tényezők, például kockázat-megfontolások, és erős variabilitása miatt sem vehető figyelembe.

<sup>25</sup> Például Németország 1974 óta követi ezt a stratégiát.

tudjon gyakorolni a célérték alakulására. Mivel a monetáris aggregátum nagyságát előre meghirdetik, ez a gazdaság más szereplőitől is stabilitás-orientált magatartást követel meg.

Mindemellett feltételezi, hogy stabil a pénzkereslet. Ez a stratégia a monetáris aggregátum múltbéli alakulásából nyert tapasztalatokra épül. Az alkalmazkodás stabil környezetben nem jelent problémát, azonban egy gyorsan változó környezetben a megváltozott feltételekhez a jegybank csak időbeli késéssel tud reagálni. A célértéktől való eltérés gyakori előfordulása a monetáris stratégia hihetőségét csökkentheti. Teljesülése könnyen ellenőrizhető.[15, 16]

Néhány európai ország a *közvetlen inflációs cél stratégiáját*<sup>26</sup> követi. Ez - közbülső cél rögzítése nélkül - közvetlenül hat a jövőben várt inflációra. Itt a jegybank antiinflációs politikája kapja a fő szerepet. Ebből adódóan fontos az indikátorok széles skálájának alkalmazása<sup>27</sup>. Gyakran változó környezetben is rugalmasabban alkalmazható, ezt az indikátorok széles választéka teszi lehetővé. A közvetlen inflációs cél hátránya, hogy a monetáris politikai intézkedések hatása az árszínvonal alakulására csak jelentős késedelemmel érezhető, észlelhető.

Az inflációs cél elérése a gazdaság szereplői részéről könnyen ellenőrizhető, hiszen közvetlenül ezt tűzik ki, emiatt megnő a jegybanki politika hitelességének szerepe. A hitelességnek két összetevője van: egyrészt várható-e, hogy a jegybank nem követi antiinflációs politikáját, másrészt elérhető-e a kitűzött inflációs cél a rendelkezésre álló eszközökkel. A két tényező egymással szorosan összefügg, hiszen minél nagyobb a jegybanki politika hitelessége, annál könnyebb elérni a meghirdetett célt. Alapfeltétele, hogy minden gazdasági szereplő az infláció csökkentése mellett kötelezze el magát<sup>28</sup>. [17, 15]

## 2. Árfolyam-politika

Az ECOFIN minősített többséggel - a Bizottság javaslatára vagy az ECB ajánlása alapján - általános irányelveket ad harmadik ország törvényes fizetési eszközével szemben kialakított árfolyam-politikára vonatkozóan<sup>29</sup>. Ezek az általános irányelvek az ESCB elsődleges célját (az árstabilitást) hátrányosan nem befolyásolhatják. Az árfolyam-politika gyakorlati megvalósítója az ECB lesz.

<sup>26</sup> Anglia az 1992-1993-as ERM válság után tért át az inflációs célkitűzés rendszerére. Előtte a nominális árfolyamot tekintették a monetáris politika közbülső céljának. A kibontakozó spekulációs hullám azonban a nominális kamatok olyan mértékű változását követelte volna meg, hogy inkább az angol font ERM-ből való kilépését választották, tehát lebegő árfolyamrendszerre tértek át. Svédország és Finnország 1993 óta alkalmazza.

<sup>27</sup> Inflációs várakozások; költségvetési, fizetési mérleg alakulása; árfolyam változások; bérköltségek alakulása. Ezekre azért van szükség, mert a monetáris politika csak az egyik tényező ami befolyásolja az infláció alakulását.

<sup>28</sup> Ha például a kormányzat a fiskális politika alakításánál előnyben részesít más tényezőket (foglalkoztatási szint növelése), alááshatja a monetáris politika hitelességét.

<sup>29</sup> Szerződés 109 cikkely (2) pont.

### *Monetáris- és árfolyam-politikai együttműködés az euró-térséghez tartozó és ahhoz nem csatlakozó tagállamok között*

Az euró-térséghez tartozó tagállamok *közös érdeke*, hogy valamilyen formában ellenőrizni tudják a nem csatlakozó tagállamok valutái és az euró közötti árfolyamot, hiszen ha valutáik árfolyama szabadon változhat, ez az egységes belső piac működését veszélyezteti. Bár a Szerződés átfogóan és szisztematikusan nem foglalkozik ezzel a kérdéssel, több határozat utal egy monetáris- és árfolyam-politikai együttműködés szükségességére az euró-térség és ahhoz nem tartozó EU-tagállamok között<sup>30</sup>.

A tervek szerint az EMU-ból (politikai vagy gazdasági okokból) kimaradó tagország valutáját egy mostanihoz hasonló EMS (*EMS II*) kapcsolja az euróhoz.

Az új árfolyamrendszerrel szemben két követelményt támasztanak: egyrészt segítse elő a konvergencia kritérium teljesítését, másrészt szükség esetén időben tegye lehetővé az esetleges árfolyam-kiigazításokat.

Az együttműködésnek az EMI által kidolgozott *alapelvei*:

1. A jelenleg is működő EMS-hez hasonlóan az árfolyamok védelmében az euró-térséghez nem tartozó adott tagország jegybankja és az ECB is interveniálhat. Az ECB azonban nem folytathatja az intervenciót, ha úgy látja, hogy ezzel az árstabilitás fenntartását veszélyeztetné. Az ECB korlátlan támogatása pedig csak az intervenció pontig automatikus.
2. A piaci árfolyamok csak egy engedélyezett sávban térhetnek el a középárfolyamtól<sup>31</sup>.
3. A középárfolyamok megállapításába és módosításába az ECB-t is be kell vonni.

### *3. Az ECB részére átadott hivatalos devizatartalékok kezelése*

Az ESCB feladata, hogy *a tagállamok hivatalos devizatartalékait őrizze és kezelje*<sup>32</sup>. Emellett dönt a rá átruházott devizatartalékok kezelésének stratégiájáról, s

az egyes tagállamok által rendelkezésre bocsátandó részről is.

A devizatartalékok átadása azok feletti tulajdonjogok átadását is jelenteni fogja és kisebb szerepet kapnak a swap-ügyletek.

<sup>30</sup> például: Szerződés 109m cikkely (2) pont: Az euró-térséghez nem tartozó tagállamnak árfolyam-politikáját közösségi "ügy"-ként kell kezelnie.

<sup>31</sup> Nagy valószínűséggel a lebegési sáv +/- 15% lesz, de ha a tagország vállalja, szűkebb is lehet. (Erről az ECB és az érintett jegybank fog dönteni).

<sup>32</sup> Szerződés 105 cikkely (2) pont.

Az ECB, a nemzeti központi bankok által rendelkezésre bocsátott, 50 Mrd. ECU-nek megfelelő devizatartalékkal rendelkezik, amit nem lehet az euró-térség tagországainak valutáiban, ECU-ben, és SDR-ben megképezni<sup>33</sup>.

Az ECB-nak átadott összeget meghaladó devizatartalékok nagyságát és összetételét befolyásolni fogja, hogy:

- hány ország csatlakozik az euró-térséghez,
- előreláthatólag milyen mértékű devizapiaci intervencióra lesz szükség az euró védelmében,
- az az igény, hogy a szükséges pótlólagos tartalékokat gyorsan és hatékonyan lehessen bevonni.

### *Devizapiaci intervenció*

A devizapiaci intervenció lebonyolítására alapvetően két lehetőséget dolgoztak ki:

1. egy *centralizált elképzelést*, amelynek keretében az ECB interveniál; egyedül ő hajt végre devizapiaci intervenciót az euró védelmében, és
2. egy *decentralizált megoldás*, mely szerint a nemzeti központi bankok végzik a devizapiaci intervenciót az ECB által megadott irányelvek alapján.

#### **4. A fizetési- és pénzforgalmi rendszer akadálytalan működésének biztosítása**

A tervek szerint a *TARGET-rendszer*<sup>34</sup> elősegíti az EMU harmadik szakaszában megvalósuló egységes monetáris politika végrehajtását és a nemzetközi átutalások biztonságos lebonyolítását. A TARGET-rendszer segítségével lehetővé válik a belföldi (euró-térségen belüli) és a nemzetközi fizetések azonos hatékonysággal történő lebonyolítása euróban. Valószínűnek látszik, hogy a TARGET a jelenlegi SWIFT-rendszer "nyelvét" alkalmazza majd.

A rendszer csak euró átutalásokat fog lebonyolítani, használata - a monetáris- és árfolyam-politikai műveletekből adódó átutalások kivételével - nem kötelező. Ez alapján valószínűleg a TARGET mellett más fizetési rendszerek is működnek majd.

A TARGET-rendszer lényegében a euró-térség tagállamainak RTGS (Real Time Gross Settlement System, valós idejű bruttó elszámolású) rendszereiből áll, és ezen az elven is fog működni. A RTGS-rendszerek összekapcsolásához egy Interlinking-mechanizmust hoznak létre. A nemzeti RTGS-rendszerben

<sup>33</sup> ESCB Alapszabály 30.1 cikkely.

<sup>34</sup> 1996 augusztusában tette közzé az EMI, a EU-fizetési rendszerek munkacsoportja által készített jelentést a TARGET rendszerről.

közvetlenül résztvevő pénzpiaci szereplők jogosultak fizetéseiket a TARGET-en keresztül lebonyolítani.

A TARGET-rendszer a nettó elszámolású rendszerből adódó legtöbb kockázatot kiküszöböli: az ezen keresztül lebonyolítandó tranzakcióknál a fizetésre kötelezett jegybankja a jóváírási megbízást csak akkor továbbítja a kedvezményezett jegybankjához, ha a kötelezett számláján az adott összeget már visszavonhatatlanul elkönyvelték, vagy értékpapír-fedezet áll mögötte. Tehát a fizetések bilaterális alapon bonyolódnak le.

Előreláthatólag a rendszer igénybevételét nem kötik összegehatárhoz, de valószínűleg a nemzeti RTGS-rendszerbe bekapcsolódó hitelintézetek csak a nagyszámú átutalásokat bonyolítják le ezen keresztül.

A hatékony, egységes monetáris politika megvalósulása érdekében a nemzeti RTGS-rendszerek harmonizálásának alapvetően a következő három területre kell kiterjednie: a napi likviditás biztosítására<sup>35</sup>, az üzemeltetési időre<sup>36</sup> és a díjszabásra<sup>37</sup>.

A harmadik szakaszhoz nem csatlakozó tagállamok RTGS-rendszerei is összekapcsolhatók lesznek a TARGET-tel, azért, hogy euró-fizetéseiket az Interlinking-mechanizmuson keresztül bonyolíthassák le<sup>38</sup>. Ezen tagállamok központi bankja két számlát vezet: egyet euróban és egy másikat az adott ország valutájában.

## **Összegzés**

Világos, hogy a tagállamok abban az esetben hajlandóak lemondani nemzeti politikájuk szuverenitásáról az EMU javára, ha megvalósításának előnyei kellőképpen kompenzálják az abból eredő hátrányokat. [18]

## **Az EMU-tól várt előnyök:**

---

<sup>35</sup> A TARGET-rendszeren keresztül lebonyolított fizetési megbízások értéke meghaladhatja a nap folyamán beérkező fizetések értékét. A tervek szerint a jegybankok nyújtanak fedezet mellett likviditási hiteleket, repo formájában biztosítják a napi likviditást, vagy bankközi piacon teremtenek elő forrást e célra. Emellett felhasználhatók lehetnek majd a hitelintézetek által a nemzeti jegybankoknál elhelyezett szabad tartalékok és a kötelező tartalék. A jegybanki hitelt felvevő piaci szereplőket két jegyzékbe sorolják biztonsági szempontok szerint. Az első kategóriába tartozó piaci szereplőket az ECB, míg a másodikat a nemzeti jegybankok vezetik.

<sup>36</sup> Az EMI ezen a területen hosszabb, 11 órás üzemeltetési időt javasol.

<sup>37</sup> Az EMI jelentésében leszögezi, hogy a használati díjnak fedeznie kell a rendszer létrehozásával és működtetésével kapcsolatos költségeket. Azonban ez nem lehet túl magas, mert ez jelentősen megnövelné a tranzakció költségeket, s a pénzintézetek a magas díjak miatt alacsonyabb díjszabású, de kockázatosabb rendszereket vennének igénybe, valamint korlátozná a versenysemlegességet, ha régióként más díjtételt alkalmaznának.

<sup>38</sup> Ez számukra azzal az előnnyel jár, hogy nem kell igénybe venniük a levelezői banki partner-kapcsolatot, ami igen drága szolgáltatás.

1. *A szabad tényező-áramlásból, az egységes belső piac működéséből származó előnyök.*

A termelési tényezők magasfokú mobilitása elősegíti, hogy a tényezőárak rugalmasabban igazodjanak a kereslet és kínálat változásaihoz. Ez lehetővé teszi a termelési költségek csökkentését, hasznosabb forrásallokáció kialakítását. Így javulhat a Közösség nemzetközi versenyhelyzete. A növekvő verseny fokozza a gazdasági hatékonyságot, a termelékenységet és a versenyképességet. A szabad tőkeáramlás által a fizetésimérleg-problémák együttes megoldását is remélik.

A szabad munkaerő-áramlás többek között a regionális munkanélküliséget akarják csökkenteni.

A szabad tőkeáramlásnál számolni kell azzal, hogy a tőke abba a régióba áramlik, ahol magas megtérülést biztosít az adott beruházás. Ez új munkahelyek teremtését is jelenti, ezért előbb-utóbb a munkaerő is követni fogja a tőkét. A folyamat az unión belül gazdasági aszimmetriához vezethet, illetve a kevésbé fejlett térségek csak lassabban tudnak felzárkózni.

A munkaerő-áramlásnál gazdasági, kulturális, társadalmi és politikai tényezők játszanak szerepet. Fontos utalni arra, hogy az EU-ban a munkaerő-mobilitás nem ér el olyan fokot, mint az USA-ban, aminek alapvetően kulturális, nyelvi, történelmi akadályai vannak.

2. *A közös fizetési eszköz bevezetése.*

Az átváltással kapcsolatos tranzakciós és konverziós költségek esetében jelentős költségcsökkentéseket remélnek, ami az egymás közötti kereskedelmet serkenti. Emellett közvetett megtakarítások is jelentkezhetnek, így például a vállalati számvitelben, pénzgazdálkodásban. Hangsúlyozni kell, hogy ezek a költségcsökkenések jelenős mértékben csak a közös valuta bevezetése után mutatkoznak. Az árfolyamok rögzítésénél a tranzakciós költségek nem csökkennek, ha minden ország a saját elszámolási eszközét használja. A devizapiaci szereplők továbbra is felszámíthatnak kockázati prémiumot, hiszen az árfolyamok visszavonhatatlan rögzítése azt is jelenti, hogy potenciálisan továbbra is fennáll annak lehetősége, hogy a paritásarányokat megváltoztatják.

Az egymás közötti kereskedelmi tranzakciók és tőkebefektetések devizális- és árfolyam-ingadozási kockázata megszűnik. A nemzetközi kapcsolatokban az árfolyam-fluktuáció devizális kockázata továbbra is fennáll.

Mint egységes elszámolási eszköz, lehetővé teszi az árak kiegyenlítődsét, és azok könnyebb összehasonlítását.

3. *Csökken a devizatartalékolási igény*

A monetáris unióban résztvevő tagállamok nemzeti fizetési eszközeinek tartalékolására nem lesz szükség. A devizapiaci intervenciókat az ECB hajtja végre, így az egyes tagállamoknál erre a célra lekötött devizatartalék jelentős része felszabadul.

4. Elsődleges cél az *árstabilitás*, ami erősítheti a pénzügyi fegyelmet. Ez hozzájárulhat a hosszú lejáratú kamatlábak csökkenéséhez, ami serkentheti a beruházási hajlandóságot, így a munkahelyteremtés lehetőségét. Ennek előfeltétele, hogy a megvalósuló közös monetáris politikának nagyobb legyen a hitele, mint az egyes tagországoké külön-külön.
5. *Gazdasági növekedés*  
Ez a racionálisabb munkamegosztásból, a komparatív előnyökből és a verseny fokozódásából következhet. A nagyobb piac ösztönözheti a beruházási volument, ami korszerűbb technológiák alkalmazását is lehetővé teszi.
6. *Foglalkoztatási lehetőségek bővülnek*  
Ezt a gazdasági növekedés és a regionális foglalkoztatási problémák kiegyenlítődése is elősegítheti.

### **Az EMU költségei:**

1. *Az inflációs ráták egymáshoz való közelítéséből adódó "áldozatok".*  
Ennek legnagyobb "áldozata" a munkanélküliségi ráta növekedése. Ez az ún. Philips-görbén alapul, ami rövidtávú negatív kapcsolatot mutat az inflációs ráta és a munkanélküliség között: az infláció növekedése a munkanélküliség csökkenésével jár, és fordítva. Ennek terhe azonban országonként eltérő, tehát az infláció egy százalékos csökkentése eltérő munkanélküliségi ráta növekedéssel jár. Általánosan megállapítható, hogy egy alacsony inflációval és stabil valutával rendelkező tagállamban a munkanélküliség csökkentése kevesebb inflációs áldozatot követel meg, mint egy kevésbé stabil valutát és magasabb inflációs rátát felmutató tagállamban<sup>39</sup>. Ezt azzal magyarázzák, hogy olyan országban, ahol kicsi a bizalom a bejelentett monetáris politikával szemben, csak nagyobb áldozatvállalással érhető el a munkanélküliség csökkentése<sup>40</sup>.
2. *Önálló árfolyam-politikáról való lemondás.*  
A nominális árfolyam-kiigazítás lehetővé teszi, hogy a reálárfolyam és így a nemzetközi versenyképesség változatlan szinten tartását. Az erről való lemondás következménye, hogy a versenyképesség javulását a reálszférában kell elérni: vagy a nominális béreket kell csökkenteni, és ezen keresztül a termelési költségek is alacsonyabb lesznek, vagy a termelékenységet kell fokozni.  
Az elmélet szerint a valuta-leértékelés csak átmenetileg javítja az export versenyképességet, így nem oldja meg az egyensúlyi problémákat. A leértékelés hosszútávon árszínvonal-emelkedést eredményez: az árfolyam-leértékelés nem csak az exportbevételeket növeli, hanem az importkiadásokat

<sup>39</sup> Ha a Phillips-görbe lapos akkor ez azt jelenti, hogy az infláció csökkentéséhez a munkanélküliség nagyarányú növekedésére van szükség. Ha meredek éppen az ellenkezőjét jelenti.

<sup>40</sup> Például a bértárgyalásoknál nem számolnak teljes mértékben az infláció jövőbeni csökkentésével.

is. Az importárok növekedése természetesen előbb-utóbb a belső árszínvonal emelkedéséhez vezet, ami a reálbérek csökkenése miatt egyre nagyobb nominális bérköveteléseket eredményez. Ez a termelési költségek növekedését vonja maga után. A folyamat a nominális árfolyamváltozásból eredő versenyképesség javulását semlegesíti. Minél nagyobb arányt képvisel az import a hazai fogyasztásban, és minél nagyobbak a gazdasági szereplők inflációs várakozásai, annál rövidebb ideig tart a nominális árfolyamkiigazítás versenyképesség-javító hatása. Ha annak lehetősége kicsi, hogy a nominális bérek mérséklése által éri el a termelési költségek csökkentését, ugyancsak rövidtávon érvényesül a leértékelés egyensúly-javító hatása. A leértékelés csak akkor képes javítani a versenyképességet, ha a bérek emelkedése nem haladja meg a termelői árak és a termelékenység növekedését.

Az EMU mellett felhozható érv ezen a területen, hogy az ERM már korábban is korlátot állított az önálló árfolyam-politika számára, bár ez a feltételezés az 1993-ban bevezetett  $\pm 15\%$ -os ingadozási sávra már csak korlátozottan érvényes. Másik érv, hogy az árfolyam-politikáról való lemondás hatása csak az unió tagállamai között érvényesül, harmadik országgal szemben továbbra is alkalmazható ez az eszköz, bár a közös árfolyam-politika megvalósulása miatt a tagállamok részére alkalmazása korlátozott lesz.

Az elgondolások szerint az árfolyam szerepét a szabadon áramló tényezők árváltozásai veszik át. Fontos azonban figyelembe venni, hogy rövidtávon a reálbérek lefelé rugalmatlanok, ami behatárolja a munkaerő "árrugalmasságának" mértékét. Ez azt jelenti, hogy a bérek egy meghatározott szint alá nem csökkennek, például munkaerő-túlkínálat vagy romló külpiaci egyensúly esetében sem. Emellett a tényezőárak nem változnak olyan gyorsan, mint az árfolyamok.

*Az előnyök és a költségek tagországokként eltérő mértékűek lesznek.* Kis, nyitott és kevésbé fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező tagállamok számára az egységes valuta bevezetése nagyobb haszonnal jár. Például a konverziós költségek kiesése nagyobb megtakarítást eredményez, mint a stabil valutával rendelkező tagállamoknál, hiszen azok valutáit a nemzetközi kereskedelemben eddig is nagy mértékben használták/használgák. Így feltételezhető, hogy egy fejlettebb infrastruktúrával, pénzügyi piaccal rendelkező közösségi tagállamban a tranzakciós költségek kisebb mértékben csökkennek. A kereskedelem minél nagyobb aránya bonyolódik le a tagállamok között, annál nagyobb tranzakciós költségcsökkentés érhető el.

Az EMU nemcsak a monetáris politikában eredményez változásokat, hanem a *költségvetési politika* területén is. A költségvetési pozíciókra vonatkozó kritériumok és költségvetés jegybanki finanszírozásának tilalma jelentősen

behatárolja a fiskális politika mozgásterét. A magasabb fokú árstabilitás következtében csökkennek a tagállamok seigniorage-bevételei, illetve azok alapvetően a közös központi banknál jelennek meg. Az EMU előnye ezen a területen, hogy valószínűleg olcsóbb lesz a költségvetési hiány piaci finanszírozása, az alacsonyabb piaci kamatok miatt. Az inflációs várakozások mérséklődése által csökken a hosszú lejáratú állampapírok kamatláába beépített kockázati prémium, valamint az egységes tőke- és pénzpiacokon nagyobb volumenű megtakarítások mozognak.

A dolgozat végén feltehető az egyik legfontosabb kérdés: *Megvalósul-e a monetáris unió 1999-ben?*

A tagállamok elkötelezték magukat a monetáris unió megvalósítása mellett. Egyre nyilvánvalóbb, hogy az EMU első körében nem fog valamennyi tagország részt venni. De néhány tagország - például Anglia és Svédország - kifejezte azon szándékát, hogy nem kíván részt venni első körben az EMU harmadik szakaszában. Egyre inkább valószínűsíthető, hogy a törekvések középpontjában álló monetáris unió létrehozása 1999-ben is inkább politikai szándék, mintsem gazdasági következetesség eredménye lesz.

Véleményem szerint a monetáris unió ismételt elhalasztása mellett kellene dönteni, ha a tagországok többsége nem teljesíti a konvergencia kritériumokat tartósan, és reálkonvergenciáik nem közelítenek kellőképpen egymáshoz. Ha ezek hiánya ellenére a monetáris unió elkezdése mellett döntenek - csak azért, hogy a tervezett határidőt betartsák, valamint megtartsák a piacok és a közvélemény bizalmát - , fennáll a veszély, hogy az EMU nem úgy fog működni, mint azt a gazdasági szereplők várják. Ez szerintem nagyobb "kudarcc" lenne, mint a monetáris unió megvalósításának elhalasztása. Az EMU harmadik szakaszának elhalasztása a közép-kelet európai tagjelölt országokkal való csatlakozási tárgyalások halasztásával járhat együtt.

A szociális kiadások csökkentése és a munkanélküliség növekedése, a nemzeti szuverenitásról való lemondás miatt növekszik az EMU-val szembeni szkeptikus hangulat.

### ***Magyarország csatlakozási kilátásai a monetáris unióhoz***

Az EMU-ba történő magyar belépés szorosan összefügg Magyarország az EU-hoz történő csatlakozásával.

Az EU-hoz csatlakozni kívánó országoktól, így Magyarországtól is joggal várják el, hogy az Unión belül elért integrációs eredményeket az új tagország ne veszélyeztesse. Ebből következik, hogy Magyarország fontos feladata (nevezhetnénk kényszernek is) a csatlakozás során, hogy alkalmazkodjon az egységes belső piachoz, annak kihívásaihoz. Ez fogalmazódott meg az 1995

júliusában Cannes-ben elfogadott "Fehér Kövny"-ben. Ebben rögzítették azokat a követelményeket, amelyeket a csatlakozni kívánó országoknak teljesíteniük kell azért, hogy az EU teljes jogú tagjai legyenek. Konkrét csatlakozási menetrendet azonban nem határoztak meg.

Magyarország mellett más közép-kelet európai országok is csatlakozni akarnak az EU-hoz. Ezen országokkal való összehasonlításból kitűnik, hogy Magyarországon a GDP növekedése jóval kevesebb, mint néhány közép-kelet európai országé. Az infláció mértéke is nagyobb, mint egyes tagjelölt országokban. Ennek okának tartják az 1995-ben hozott megszorító gazdaságpolitikai intézkedéseket.

A tagjelölt országokban a kereskedelmi mérleg hiányát "normális" esetnek tartják, mert nagy a kereslet elsősorban importból származó beruházási javak iránt.

A következő években is az inflációs nyomás további mérséklésére számítanak, ami elsősorban a termelékenység<sup>41</sup> javulásának lesz köszönhető, amit az előző években megvalósuló beruházások növekedése eredményezi, valamint a megvalósuló szigorú monetáris politika. Az azonban nem valószínűsíthető, hogy rövid távon a tagjelölt országok az EU tagországok inflációs rátájához hasonló szintet érjenek el.

### GDP százalékos változása reálértékben

	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Bulgária</i>	1,4	2,6	-9,0	-6,7	2,9
<i>Cseh Köztársaság</i>	2,6	4,8	4,4	4,6	5,0
<i>Észtország</i>	-2,7	2,9	2,3	3,0	3,0
<i>Magyarország</i>	2,9	1,5	0,5	1,5	3,0
<i>Lettország</i>	1,9	-1,6	2,5	2,8	3,2
<i>Litvánia</i>	1,0	3,0	3,6	4,0	4,5
<i>Lengyelország</i>	5,2	6,9	6,1	6,5	7,0
<i>Románia</i>	3,9	7,1	4,1	-3,6	0,9
<i>Szlovákia</i>	4,9	6,8	6,8	5,9	5,4
<i>Szlovénia</i>	4,9	3,9	3,5	4,2	4,8
<i>A 10 ország együtt</i>	4,1	5,0	4,5	5,0	5,6

Forrás: Európai Bizottság - Európai Dialógus 1996/5 14-15. oldal

<sup>41</sup> Fontos figyelembe venni, hogy a megnőtt exportteljesítmények elsősorban az olcsó munkaerőnek és az alulértékelt árfolyamoknak köszönhető. A csatlakozási folyamat során ezek az előnyök részben megszűnnek, a termelékenység versenyképességét más eszközökkel kell elérni.

### Infláció nagysága százalékos nagyságban

	1995	1996	1997	1998
Bulgária	53,8	110,0	1500,0	50,0
Cseh Köztársaság	9,1	8,8	8,5	8,4
Észtország	34,0	24,0	15,0	10,0
Magyarország	26,3	23,0	18,0	13,0
Lettország	16,7	17,0	11,7	8,4
Litvánia	39,7	24,7	10,5	8,0
Lengyelország	28,7	19,9	15,0	12,0
Románia	33,3	57,0	98,0	38,0
Szlovákia	9,7	5,8	6,0	5,5
Szlovénia	14,3	9,7	8,2	9,2
A 10 ország együtt	25,2	25,5	64,6	14,0

Forrás: Európai Bizottság - Európai Dialógus 1996/5 14-15. oldal

### Kereskedelmi mérleg a GDP százalékában

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Bulgária</b>	-0,2	0,9	1,6	1,2	1,1
<b>Cseh Köztársaság</b>	-1,5	-8,0	-11,5	-12,0	-12,4
<b>Észtország</b>	-15,3	-19,1	-26,2	-30,8	-30,6
<b>Magyarország</b>	-8,7	-5,8	-6,1	-6,3	-6,6
<b>Lettország</b>	-8,2	-13,0	-17,6	-20,5	-22,2
<b>Litvánia</b>	-7,5	-15,8	-12,7	-11,1	-10,2
<b>Lengyelország</b>	1,4	-1,6	-6,2	-7,8	-9,5
<b>Románia</b>	-1,7	-4,6	-4,6	-4,2	-1,4
<b>Szlovákia</b>	0,6	-1,1	-11,1	-13,4	-14,9
<b>Szlovénia</b>	-2,4	-5,0	-4,5	-4,4	-3,9
<b>A 10 ország együtt</b>	-1,9	-4,2	-7,4	-8,4	-9,0

Forrás: Európai Bizottság - Európai Dialógus 1996/5 14-15. oldal

A keleti bővítés ellenzői szerint az EU vertikális mélyítésének elsőbbséget kell élveznie új tagok felvételével szemben. Ezt azzal indokolják, hogy 10-12 új tag felvétele lehetetlenné tenné az integrációt, súlyos gazdasági, demográfiai, politikai problémákkal kellene számolni, és jelentős anyagi terheket is jelentene a jelenlegi EU tagországoknak. Az utóbbi alapja, hogy a 10 tagjelölt ország együttes GDP-je nem haladja meg az EU GDP-jének 5%-át. Ahhoz, hogy a csatlakozni kívánó országok legalább az EU egy főre eső GDP-jének legalább a felét elérjék, az EU gazdasági növekedésének többszörösét kellene produkálniuk.

Az esetleges bővítés előnyeként könyvelik el, hogy az EU gazdasági súlya növekedne, mivel a tagjelöltek felvétele több, mint 100 millió fős piacbővülést és ezáltal a kereskedelmi forgalom jelentős növekedését jelentene, ami az EU hosszú távú érdeke is.

Bár nem feltétele az EU-hoz való csatlakozásnak, hogy Magyarország egyidejűleg a monetáris unió tagja is legyen (így megfeleljen a maastrichti konvergencia kritériumoknak), de vállalni kell annak célkitűzéseit. E célból törekedni kell a konvergencia feltételek és az ESCB-be való integrálódáshoz szükséges követelmények teljesítésére. [19, 20, 21]

Magyarország az EU-ba történő belépését követően a Magyar Nemzeti Bank része lesz az ESCB-nek. Így az egyik legfontosabb követelmény a **jegybanki függetlenség** biztosítása, amelyet a módosított jegybanktörvény<sup>42</sup> jelentős mértékben biztosít is.

A **konvergencia kritériumok** összehasonlításánál figyelembe kell venni, hogy Magyarországon az EU-átlaghoz képest még mindig magas az infláció.

A *költségvetési deficit*, ami 1996-ban a GDP 3,3%-át tette ki, megközelíti az EU-átlagot.

Az államháztartási hiány nagy részét a magas adósságállomány és a magas kamatterhek miatti kötelezettségek teszik ki. A *bruttó adósságállomány* a GDP-hez viszonyítva csökkenő tendenciát mutat<sup>43</sup>, azonban a leértékelés miatt a külföldi devizában fennálló adósságállomány tovább nő.

1996-ban az *infláció* csökkenése a vártnál lassabban következett be, az éves átlagos infláció 23,5% volt. A kilátások szerint 1997-ben éves átlagban kb. 18%-os árszínvonal-növekedést várnak<sup>44</sup>.

A *hosszú lejáratú kamatlábakra* vonatkozó konvergencia teljesülése Magyarország esetében nehezen mérhető. Míg az EU-tagállamokban rendszeresen bocsátanak ki 10 éves futamidejű fix kamatozású államkötvényeket, addig Magyarországon ez nem valósult meg ez idáig<sup>45</sup>. A magas infláció miatt ez csak magas kockázati prémium mellett lenne lehetséges<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> 1996. CXXIX. törvény.

<sup>43</sup> 1994-ben ez az arány még 87,6%-ot tett ki, 1996-ra 75,2%-ra csökkent.

<sup>44</sup> Előző évekről áthúzódó hatás 6,5%, központi árintézkedések hatása 4%, piaci tényezők hatása kb. 7%.

<sup>45</sup> Bár 1995. augusztusában bocsátottak ki 10 éves 2005/C megnevezésű állampapírt, de ennek kamatozása változó.

<sup>46</sup> Tervek között szerepel három évesnél hosszabb futamidejű, fix kamatozású állampapírok kibocsátása. Ezáltal a költségvetés hiány finanszírozását biztonságosabbá teyék, valamint a finanszírozási költségeket csökkentésük.

1995. március 16-ától a korábban eseti jelleggel végrehajtott *árfolyam*-kiigazítást a forint előre bejelentett csúszó leértékelése váltotta fel<sup>47</sup>.

A forint árfolyamát a valutakosár segítségével állapítják meg. A kosárban szereplő valuták számát és súlyát a külkereskedelmi forgalom devizaszerkezete alapján változtatják<sup>48</sup>.

A *Gazdaság Kutató Intézet* (GKI) által készített tanulmányban a konvergencia kritériumok 2000-ig várható alakulására több *prognózt* dolgozott ki, amelyek közül kettőt valószínűsít [22].

Az *első prognózis* igen kedvező belgazdasági és nemzetközi helyzetet feltételez. A tanulmány a GDP gyors növekedését várja (1998-ban 4-5 százalékos, 2000 körül pedig el fogja érni az 5 százalékot). Jelentős strukturális változásokat remél, ami kiterjed a pénz- és tőkepiacok további liberalizálására, az államháztartási reform megvalósítására, a deregulációra, a megtakarítások és a beruházási hajlandóság növelését célzó intézkedésekre. A nominális konvergencia területén 2000-ig számottevő előrehaladás fog megvalósulni. Az infláció és a hosszú lejáratú kamatlábak mértéke 2000-re egy számjegyű lesz<sup>49</sup>. A csúszó leértékelés üteme tovább csökken. Az államháztartás deficitje nem növekszik tovább, nagyon lassú csökkenése várható. Ennek oka, hogy 1997-től nem lehet számítani jelentős privatizációs bevételre, ami csökkenthetné a költségvetési deficitet. Továbbá feltételezi az államháztartási reform megvalósítását, az inflációs és a költségvetési hiány csökkenése miatt 1998-tól az államadósság kamatterheinek (a GDP-hez viszonyítva) mérséklődését. Ezen prognózis alapján Magyarország várhatóan 2000-2005-re meg fog felelni a maastrichti kritériumoknak.

### A Gazdaság Kutató Intézet középtávú előrejelzése "A" változat szerint

Megnevezés	1997	1998	1999	2000
	volumenindex előző év = 100%			
GDP alakulása	102-103	104-105	105	105
Fogyasztói árindex	118-120	115	110	107
Államháztartás konszolidált deficitje a GDP %-ában, a privatizációs bevételeket figyelembe véve	4	3,5	3,5	3-3,5
Konzolidált bruttó államadósság				

<sup>47</sup> A csúszó leértékelés csökkenti az inflációs és leértékelési várakozásokat, ezáltal csökken a kockázati prémium, a bizonytalanság. Az árfolyam-politika kiszámíthatóvá válik, a gazdaságpolitika hihetősége nő. Ennek mértéke 1997. április elsejétől havi 1,1%-ra csökkent.

<sup>48</sup> 1997. január elsejétől összetétele 70%-ban német márka, 30%-ban amerikai dollár.

<sup>49</sup> Az infláció valamivel gyorsabb ütemű csökkenését 1998-tól várják, ugyanis nem számítanak az energiaárakhoz hasonló árkiigazításokhoz.

alakulása a GDP %-ában	75	73	72	70
------------------------	----	----	----	----

Forrás: GKI RT.

A *második változat* szerint 1997-ben illetve 1998-ban a nemzetközi és a belgazdasági helyzet átmeneti romlása fog bekövetkezni. Emellett a pénzügypolitika fellazulását is feltételezi a tanulmány. A magyar gazdaság várhatóan csak szerény eredményeket ér el. A választások után újabb megszorító intézkedésekre lesz szükség. 1999-re a GDP növekedésének további lassulására számít a GKI. Az infláció 1998 után növekszik, és csak 2000 után várható annak ismételt csökkenése. A kedvezőtlenebb gazdasági helyzet miatt az infláció csak 2003 körül lesz egyszámjegyű. 1997-ben és 1998-ban a költségvetési deficit emelkedni fog, aminek csökkenése csak 2000 után várható. A csúszó-leértékelést 2000 után is fenn kell tartani. 1998-ban a kedvezőtlen külső egyensúlyi helyzet miatt előfordulhat, hogy a leértékelés ütemét növelni kell és esetleg az importot drágító intézkedések ( például vámpótlék) ismételt bevezetése szükséges. Az államháztartási hiány kedvezőtlen alakulása miatt a hosszú lejáratú kamatok növekedésére számít a GKI.

A magyar gazdaság a kritériumokat 2005 után tudja teljesíteni.

### A Gazdaság Kutató Intézet középtávú előrejelzése "B" változat alapján

Megnevezés	1997	1998	1999	2000
	volumenindex előző év = 1005			
GDP alakulása	102-103	102	100	103
Fogyasztói árindex	118	118	125	120
Államháztartás konszolidált deficitje a GDP %-ában, a privatizációs bevételeket figyelembe véve	4,5	6	4,5	4
Konzolidált bruttó államadósság alakulása a GDP %-ában	77	79	78	74

Forrás: GKI RT.

Az *ING Bank prognózisa* alapján [23] Magyarország várhatóan 10-15 év múlva tudja teljesíteni a konvergencia kritériumokat. Magyarország és az EU között fennálló számos strukturális különbség miatt az ország gazdasági érdekei miatt meg kell teremteni a maastrichti kritériumok teljesítése és a szükséges gazdasági fejlődés közötti egyensúlyt.

Magyarország számára a legnagyobb problémát a túlzott mértékű államadósság és a magas inflációs ráta jelenti. Az ING modelljében feltételezik, hogy Magyarország elfogadható mértékig csökkenteni tudja az államadósságot és a

költségvetési deficitet 2000-re, az inflációs rátát és a hosszú lejáratú kamatlábakat 2005-re, s a forint csúszó-leértékelése 1999-2002-ig fennmarad, valamint előreláthatólag a politikai környezet kedvező lesz.

Magyarország a konvergencia kritériumokat azonban legkorábban 2007-ben tudja teljesíteni.

### **Az ING Bank előrejelzése a konvergencia kritériumok teljesítésére vonatkozóan Magyarország esetében**

<b>Megnevezés</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2003</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>
<b>Költségvetési hiány/ GDP</b>	3	2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Államadósság/GDP</b>	64,6	61,3	58,3	55,6	50,5	45,9	44,1
<b>Infláció</b>	15	12	8	4,5	4,0	3,25	3,0
<b>Hosszúlejáratú kamatlábak</b>	18	15	13	11	11	10	9

*Forrás:* ING Bank - Policy Discussion Paper October 1996

Véleményem szerint, ha Magyarország teljesíteni akarja a maastrichti kritériumokat, alapvető feltétel a gazdasági növekedés és stabilitás megteremtése. Tartós gazdasági növekedés eléréséhez alapvetően az infrastruktúra megfelelő kiépítése és magas megtérülést biztosító beruházások létrehozása szükséges. Ilyen beruházások megvalósításához, a vállalkozások fejlesztési kockázatának mérsékléséhez elengedhetetlen az inflációs várakozások megtörése és az infláció ütemének lényeges csökkentése is. Ez megköveteli a csúszó árfolyam-politika fenntartását, lehetőleg a leértékelés mérséklését. Fontos feltétel, hogy az államháztartási deficit finanszírozása miatti kiszorító hatás mérséklődjön.

Itt szeretnék utalni arra, hogy egyetértek az ING Bank azon véleményével, hogy biztosítani kell a szükséges gazdasági növekedés és a maastrichti kritériumok közötti egyensúlyt. Például: a gazdasági növekedéshez alapvető beruházások megvalósítását az állam is biztosíthatja a kormányzati kiadások növekedésével. Ez a multiplikátor hatás révén a GDP emelkedéséhez vezethet. Ha figyelembe vesszük a maastrichti kritériumok korlátait, akkor ez három kritérium nem teljesülését vonja maga után: a megnövekedett kormányzati kiadás átmenetileg megnöveli a költségvetési deficitet, ami az államadósság növekedését is maga után von(hat)ja, valamint a megnövekedett GDP miatt emelkedik a tranzakciós pénzkereslet, ami adott pénzkínálat mellett megemeli a kamatlábakat. Ha a kormányzat a beruházások előmozdítását az adók csökkentése által kívánja elérni, hasonló hatást ér el. A kormány állampapírok kibocsátásával is megszerezheti a szükséges forrást a beruházásokhoz, azonban ebben az esetben az állami kiadások növekedése a magán kiadások csökkenéséhez vezet, tehát a kiszorító hatás érvényesül.

A beruházások növekedése elérhető a kamatlábak csökkentésével is. Ez azonban az infláció növekedésével járhat, aminek ugyan csak korlátott szab az egyik kritérium.

A szükséges beruházások mellett fontos a meghirdetett monetáris politika hitelességének megőrzése. Ennek esetleges nem teljesítése mind belföldön, mind külföldön bizalmatlanságot válthat ki, ami megnehezíti az elkezdett stabilizációs folyamatot. További feltétel a fiskális és monetáris politika összehangolása. Véleményem szerint Magyarország stratégiai feladata hosszú távon a gazdaságnak tartós növekedésének biztosítása. Magyarországnak a kritériumok teljesítésére reális esélye 2010 körül lesz.

## IRODALOM

- [1] *Lehment, Harmen* "Wie sollen die Wechselkurse in der Europäischen Währungsunion festgelegt werden?", *Weltwirtschaft* 1996/3.
- [2] "A piaci árfolyam lehet az átváltási arány", *Világgazdaság* 1997. április 2.
- [3] *European Monetary Institute* "Der Übergang zur einheitlichen Währung", November 1995 Frankfurt.
- [4] *Commission of the European Communities* "Stability Pact for Ensuring Budgetary Discipline in Stage Three of EMU", 16. 10. 1996, Brussels.
- [5] *Nahrendorf, Rainer* "Eine Selbstverpflichtung zu einer überzeugenden Haushaltsdisziplin", *Hanselsblatt* 31. 12. 1996./Nr. 252.
- [6] *Wisdorff, Eberhard* "Waigels Stabilitätspakt hängt vom politischen Konsens in Europa ab", *Hanselsblatt* 17. 12. 1996/Nr. 244.
- [7] "Eine Selbstverpflichtung zu einer überzeugenden Haushaltsdisziplin", *Handelsblatt* 31. 12. 1996/Nr. 252.
- [8] *Welter, Patrick* "Ein schwieriger Weg zu Sanktionen", *Hanselsblatt* 30. 10. 1996/Nr. 210.
- [9] "Waigel sieht Euro als Hartwährung", *Handelsblatt* 16. 12. 1996/Nr. 243.
- [10] "Issing kritisiert Stabilitätspakt", *Handelsblatt* 18. 12. 1996/Nr. 245.
- [11] *European Monetary Institute* "Jahresbericht", April 1996 Frankfurt.
- [12] *Knappe, Karl* "Instrumente für eine europäische Geldpolitik", *Die Bank* 6/1996.
- [13] "EWI-Konzept für den Euro-Währungsraum", *Handelsblatt* 13. 1. 1997/Nr. 8.
- [14] "Rahmenbedingungen für einheitliche Geldpolitik nehmen Gestalt an", *Handelsblatt* 13. 1. 1997/Nr. 8.
- [15] *Horváth Ágnes - Szalai Zoltán* "Gazdasági és Monetáris Unió", 1997.

---

január.

- [16] *Benkhoff, Werner* "Geldmenge als Strategie?", *Hanselsblatt* 26/27. 1. 1996/Nr. 19.
- [17] *Csermely Ágnes* "Az inflációs célkitűzés rendszere", *MNB Füzetek* 1997/1.
- [18] *Lőrincné Istvánffy Hajna* "Pénzügyek Európában - múlt, jelen, jövő", *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó* 1996.
- [19] *Gottfried Péter* "Az EU-hoz való csatlakozás követelményeinek koordinációja", *PénzPiac* 1996. december 17.
- [20] *Szapáry György* "A magyar monetáris politika és az Európai Unió", *PénzPiac* 1996. december 3.
- [21] *Tétényi Tamás, dr.* "Az Európai-Unió-tagság fiskális összefüggései", *PénzPiac* 1996. december 17.
- [22] *GKI Gazdaságkutató Rt.* "A magyar gazdaság stratégiai lehetőségei 1996-2000-ben, különös tekintettel a maastrichti szerződés konvergencia kritériumainak teljesítésére", *Tanulmány*, Budapest, 1996. július.
- [23] *ING Bank* "Hungary's Progress Towards European Monetary Union", *Policy Discussion Paper*, October 1996.