

**POLIKRÍZIS ÉS KILÁBALÁS AZ EURÓÖVEZETBEN A POSZT-COVID
IDŐSZAKBAN⁵³⁵⁴**
POLYCRISIS AND RECOVERY IN THE EURO AREA DURING THE POST-
COVID PERIOD

HALMAI PÉTER⁵⁵

Absztrakt

A legutóbbi évek súlyos sokkjai tartós és növekvő divergenciák veszélyét hordozzák, veszélyeztetve a monetáris unió működését. A magas energiaárak és emelkedő egységmunka-költségek továbbra is nyomást gyakorolnak az euróövezeti export versenyképességére, s gazdaságpolitikai figyelmet igényelnek. Hatékony gazdaságpolitikai mixre van szükség a zökkenőmentes dezinfláció, a fiskális konszolidáció előmozdítása és a gazdasági növekedés beindítása érdekében. Ugyanakkor több befektetés és innováció szükséges a hosszú távú növekedés ösztönzéséhez, valamint a termelékenység és a versenyképesség javításához a zöld és digitális átmenet során. Jelentős kínálati oldali reformok és az euróövezeti integráció elmélyítése kritikus fontosságúak e tekintetben. Különösen az egységes piac további elmélyítése és a tőkepiaci unió erős potenciált nyújthat az euróövezeti gazdaság számára. E tanulságok nemcsak jelenlegi euróövezeti tagállamok számára lehetnek megfontolandók.

Abstract

The severe shocks of recent years pose the risk of persistent and growing divergences, threatening the functioning of the monetary union. High energy prices and rising unit labor costs continue to exert pressure on the competitiveness of euro area exports, demanding economic policy attention. An effective economic policy mix is needed to ensure smooth disinflation, promote fiscal consolidation, and stimulate economic growth. At the same time, greater investment and innovation are required to foster long-term growth and improve productivity and competitiveness during the green and digital transitions. Significant supply-side reforms and deeper euro area integration are critically important in this regard. In particular, further deepening of the single market and advancing the capital markets union could offer strong potential for the euro area economy. These lessons could be worth considering not only for current euro area member states but also beyond.

Kulcsszavak: monetáris unió, divergencia, versenyképesség, gazdaságpolitikai mix, fiskális konszolidáció, gazdasági növekedés, kínálati oldali reformok

Keywords: monetary union, divergence, competitiveness, economic policy mix, fiscal consolidation, economic growth, supply-side reforms

JEL codes: E6, F43, F45, O4

⁵³ A tanulmány az MTA Post-COVID kutatási programja keretében készült.

⁵⁴ <https://doi.org/10.3311/DINAMIKA2024-009>

⁵⁵ Professzor emeritus, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar.

Középpontban az egyensúly és a kínálati oldal

A legutóbbi évek súlyos sokkjai tartós és növekvő divergenciák veszélyét hordozzák, veszélyeztetve a monetáris unió működését. A magas energiaárak és emelkedő egységmunka-költségek továbbra is nyomást gyakorolnak az euróövezeti export versenyképességére, s gazdaságpolitikai figyelmet igényelnek. Hatékony gazdaságpolitikai mixre van szükség a zökkenőmentes dezinfláció, a fiskális konszolidáció előmozdítása és a gazdasági növekedés beindítása érdekében. Ugyanakkor több befektetés és innováció szükséges a hosszú távú növekedés ösztönzéséhez, valamint a termelékenység és a versenyképesség javításához a zöld és digitális átmenet során. Jelentős kínálati oldali reformok és az euróövezeti integráció elmélyítése kritikus fontosságúak e tekintetben. Különösen az egységes piac további elmélyítése és a tőkepiaci unió erős potenciált nyújthat az euróövezeti gazdaság számára. E tanulságok nemcsak jelenlegi euróövezeti tagállamok számára lehetnek megfontolandók.

Polikrízis: atipikus sokkok sorozata

Az egyre összetettebbé váló gazdasági, környezeti és geopolitikai válságok egymásba fonódó *polikrízist* alkotnak. Egyben alapvető kihívást képeznek a gazdaságpolitikák számára a világban.⁵⁶

Az euróövezet gazdasága a Nagy Recesszió óta folyamatosan változatos, nagy erejű, nagyjából külső, részben belső sokkokkal szembesül. Az elmúlt négy évben pedig *szokatlan, részben egyidejű sokkokkal (polikrízis)* kellett szembenéznie.

A tagállamok között differenciált kilábalást megtörte a *COVID-19 sokk*. A keresleti és a kínálati oldalt egyaránt érintő sokkok kezelése érdekében széles körű monetáris és fiskális politikai beavatkozásokra került sor. Az EKB erőteljes monetáris impulzusokat alkalmazott. Széles körű fiskális intervenciók valósultak meg nemzeti és uniós szinten egyaránt. A határozott kríziskezelés (előbbieken túl a hatékony egészségügyi intézkedések) hozzásegítették az euróövezet gazdaságát a példa nélküli visszaesés utáni gyors kilábaláshoz. Ugyanakkor az erőteljes keresletbővüléssel párhuzamosan *globális kínálati oldali zavarok* léptek fel. Számos globális nyersanyag, különösen az energia és az élelmiszerek ára megemelkedett. 2022 februárjától Oroszország agresszív háborúja Ukrajna ellen tovább növelte a gázárak emelkedését, ami kihatott az áramárakra is. Az *energiaár-sokk* megfékezése jelentős alkalmazkodási és diverzifikációs erőfeszítéseket igényelt, egyúttal összehangolt uniós szintű intézkedéseknek adott lendületet.

Az Ukrajna elleni orosz agresszióból eredő, ám újabb tényezők által is indukált *geopolitikai sokk* súlyos nehézségeket okozott, s további fenyegetéseket hordoz a jövőbeli világgazdasági feltételek tekintetében. Immár reális veszélyként merül fel a világkereskedelem esetleges fragmentációja, annak szélesen tovagyűrűző hatásaival együtt. (Ld. Halmai (2023))

⁵⁶ A polikrízis fogalmát az 1990-es években Edgar Morin francia filozófus alkotta meg. (Morin (1999)) A 2010-es években Jean-Claude Juncker, az Európai Bizottság elnöke vette át. A Covid időszakában pedig Adam Tooze történész révén lett igen elterjedt. (James (2024)) A polikrízist választotta a Financial Times a 2022-es év kifejezésének.

A energiaár-sokk – a COVID utáni gazdasági újrainyitásból és a politikai támogatásból eredő erőteljes növekedési impulzus után – az EU gazdasága recessziójával fenyegetett. Az energiaárakból eredő inflációs nyomások a fogyasztási kosár más összetevőire is kiterjedtek. A HICP infláció 2022 októberében rekord magasságra emelkedett. A monetáris hatóságok érélyes politikai választ adtak. Az euróövezetben az EKB rekordidő alatt emelte az irányadó kamatlábat. A magánszektorba irányuló hiteláramlás – elsősorban a kereslet csökkenése miatt – jelentősen lelassult.

Ugyanakkor az EU és euróövezet gazdasága e sokkokkal szemben figyelemre méltó *rezilienciát* mutatott. 2022 végén az EU kibocsátása - köszönhetően a 2021-2022-es lendületes kilábalásnak - 3,3%-kal magasabb volt, mint a járvány előtti szint. Az energiasokk és a vele járó rekordszintű infláció ellenére az európai gazdaság lassulása enyhébbnek bizonyult, mint korábban várták. Ugyanakkor 2023-ban a reál GDP alig nőtt. Néhány tagállamban pedig az egész év negatív növekedést hozott.

Különösen a belső kereslet (elsősorban a fogyasztás, de kisebb részben a magánberuházás is) mérséklődött. A nominálberek növekedése továbbra is elmaradt az inflációtól, a reálberek csökkentek. Ugyanakkor a külső kereslet is visszaesett. Kína lassú növekedése és a folyamatos geopolitikai feszültségek kombinációja súlyosbította a globális árukereskedelem 2022 eleje óta fennálló visszaesését. Az EU áruk exportpiacai 2023-ban szűkültek, az első ilyen visszaesést mutatva a COVID-19 járvány és a Nagy Pénzügyi Válság óta. Másrészt az energiaárak továbbra is jelentősen meghaladják a válság előtti szintet. Kedvezőtlenül alakult az EU globális versenytársaival (különösen az Egyesült Államokkal) szembeni versenyképessége. Hosszú távú strukturális kihívások terhelik a feldolgozóiparban (pl. autóipar) az EU versenyképességét.

A tartósan magas infláció és a szigorodó pénzügyi feltételek érzékelhetően csökkentik a bizalmat. Erőteljesen ránehezednek a fogyasztásra (különösen a termékek esetében) és az építési beruházásokra. Ugyanakkor a vásárlóerőben bekövetkezett veszteségek ellenére a háztartások, különösen a magasabb jövedelműek, magasabb arányban takarékoskodnak jövedelmükkel.

Az euróövezeti gazdaság még mindig nem hagyta el a veszélyzónát. 2022. őszi csúcspontjától kezdve a headline infláció folyamatosan csökkent az energiaárak csökkenése, az irányadó kamatlábak gyors emelkedése és a pénzügyi feltételek rendezett szigorítása következtében (IMF 2023). Az euróövezeti infláció 2025-re várhatóan megközelítheti a célértéket. Ugyanakkor a foglalkoztatottság továbbra is erős. Az erős munkaerőpiac a makrogazdasági reziliencia kulcsfontosságú eleme, támogatva ezzel az aggregált keresletet. A pénzügyi piacok jelentős zavarok nélkül fogadták az irányadó kamatlábak fordulatát.

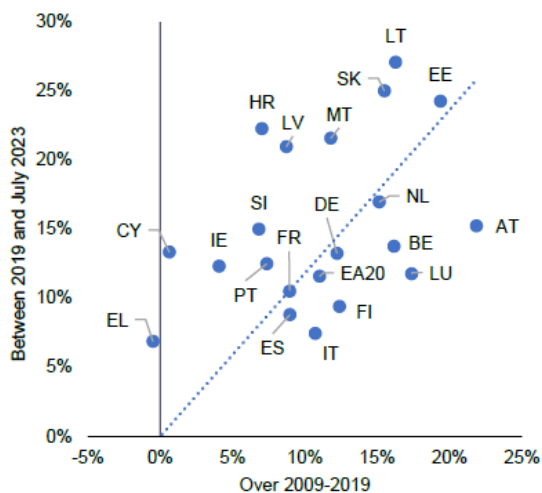
Mindazonáltal a növekedés lendülete meggyengült. A maginfláció továbbra is magas. Továbbra is inflációs különbségek állnak fenn az euróövezeti tagállamok között. A magas energiaárak és az emelkedő egységmunka-költségek továbbra is nyomást gyakorolnak az export versenyképességére, s gazdaságpolitikai figyelmet igényelnek. Régi és új szerkezeti erők nehezednek a versenyképességre, a termelékenység növekedésére a jövőben. A demográfiai változások mellett a mérsékelt beruházások és innovációk, az elengedhetetlen zöld átmenet és a fragmentálódó geopolitikai környezet fenyegetéseket jelentenek a termelékenység és a potenciális növekedés szempontjából.

Törékeny egyensúly

Az infláció enyhülése és az erős munkaerőpiac alapot nyújthatnak a növekedés erősödéséhez. 2024-ben a még mindig magas infláció és a szoros pénzügyi feltételek várhatóan visszafogják a gazdasági teljesítményt. A nominálbérek emelkedése csak fokozatosan vezet a reáljövedelmek, egyidejűleg a fogyasztási kiadások mérsékelt bővüléséhez. Az euróövezet gazdaságának növekedését főként a hazai kereslet hajtja majd, mivel az export - a nehezebb globális környezet miatt - várhatóan csak mérsékelt ütemben növekszik.

Az energiaárak csökkentek, míg az energia és élelmiszer kizárásával számolt infláció magas maradt, bár fokozatosan csökken. A szigorodó monetáris politika és a szűkítő fiskális politikák hozzájárultak az inflációs nyomás enyhítéséhez.

Az energiaárak 2023-ban történő csökkenése részben csökkentette az euróövezeti országok inflációs rátái közötti különbségeket. 2022-ben az euróövezeti inflációs szórás nagyrészt az energiainflációban mutatkozott meg, ami az energiamix és az importált energiaforrások különbségeire, valamint az egyes tagállamokban bevezetett támogatási intézkedésekre vezethető vissza. Az energiaárak 2023-ban a legtöbb tagállamban csökkentek. A *maginfláció* az országok többségében továbbra is magas maradt, különösen a magas energiaárak késleltetett hatása következtében. Az euróövezetben a 2019 óta mért maginfláció a korábbi 10 év alatt bekövetkezett teljes áremelkedéshez hasonlítható. (Ld. 1. ábra) Számos országban, beleértve a Baltikumot, Horvátországot és Szlovákiát, a sokk még erősebb.



1. ábra: Az inflációs alapfolyamatok konvergenciája, euróövezet

Forrás: EC (2023e)

Az euróövezeti *államadósság* magas szintet ért el, noha a GDP arányában 2023-ban és 2024-ben csökken. Ugyanakkor 2024-ben hat tagállamban az adósság/GDP arány várhatóan továbbra is meghaladja a 100%-ot, ami korlátozott költségvetési mozgásteret eredményez. A

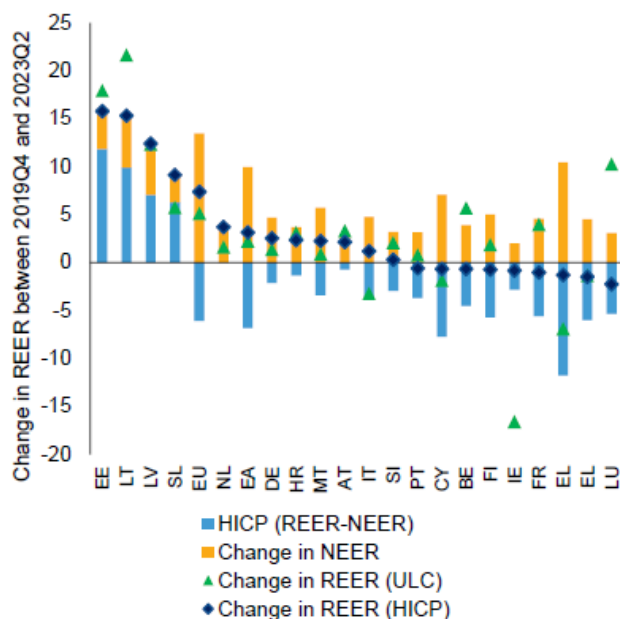
makrogazdasági környezet, benne a korábbiaknál magasabb kamatlábak a következő években várhatóan jelentős hatással lehetnek a kamatfizetésekre és a közadósság dinamikájára.

A munkaerőpiac közel van a teljes foglalkoztatáshoz. A bérek vásárlóereje fokozatosan elérheti a legutóbbi krízis előtti szintet. Az elmúlt két év során az euróövezet teljes területén a munkanélküliségi ráta rekordalacsony szinteken stabilizálódott. Ugyanakkor a foglalkoztatás továbbra is csaknem minden tagállamban nő. (Kivéve Olaszországot, Lettországot, Horvátországot és Észtországot.) A foglalkoztatás növekedése különösen erős az alacsony energiafüggőségű ágazatokban, főleg egyes szolgáltatások területén.

Az euróövezet egész területén bekövetkező gyors kamatemelkedés és *a pénzügyi feltételek együttes szigorodása* gátat szabtak a hitelkihelyezés növekedésének. A lassabb gazdasági növekedés és a magasabb kamatlábak kihatással voltak az ingatlanpiacra, különösen azokban az országokban, ahol az árak túlértékelték és a háztartási adósság magas (EC, 2023a). Több tagállamban 2023-ban csökkentek az ingatlanárak, hatást gyakorolva a háztartások vagyongazdálkodására és a kereskedelmi ingatlanvállalatokra. Az euróövezeti bankok mérlegének növekvő stabilitása felkészítette azokat az eszközminőség esetleges romlására. Ugyanakkor kockázatok merülhetnek fel a nem banki pénzügyi közvetítők (pl. biztosítók és befektetési alapok) tekintetében. További kockázatot képeznek a lehetséges eszközár-korrekciók, a változékony piacok és a megforduló ingatlanpiaci ciklus.

A magas energiaárak és az infláció, a geopolitikai fejlemények kihívást jelentenek *az euróövezet versenyképessége* tekintetében. Az euróövezetben tartósan magasabb energiaárak, összehasonlítva a globális partnerekkel, a növekvő munkaerőköltségekkel együtt, veszélyeztethetik az euróövezeti gazdaságok költségversenyképességét. Különösen kedvezőtlenül érintették az energiaigényes ágazatok kereskedelmi teljesítményét.

Az euró reál effektív árfolyama 2023-ban emelkedett, mérsékelve ezzel a költségversenyképességet. 2019 és 2022 között az euró leértékelődése a fő kereskedelmi partnerek devizáihoz képest támogatta az euróövezet költségversenyképességét. Ám azóta az infláció emelkedése, illetve az euró felértékelődése a költségversenyképesség általános romlásához vezetett. Az euróövezeten belül az árdinamikákban mutatkozó eltérések miatt némely tagállam (különösen a balti államok és Szlovákia) relatív versenyképessége romlott. (Ld. 2. ábra) E differenciált hatás makrogazdasági egyensúlytalanságokat is okozhat. (EC, 2023a)



2. ábra: A reálegatív árfolyam változásának dekompozíciója (2019 december - 2023. június)
 Forrás: EC (2023e)

A 2022. évi erőteljes romlás után a folyó fizetési mérleg egyenlegek gyors ütemben javultak, enyhítve a rövid távú kockázatokkal kapcsolatos aggodalmakat. Az euróövezet energiámérlegének jelentős romlása negatív külkereskedelmi sokkhoz vezetett, ami élesen csökkentette az euróövezet folyó fizetési mérleg többletét. A már korábban is deficittel rendelkező országokban a folyó fizetési mérleg romlása aggodalmakat keltett a lehetséges egyensúlytalanságok miatt. Több országban az energiaegyenleg romlását részben ellensúlyozta a szolgáltatások (különösen az utazási szolgáltatások) terén nyújtott többletteljesítmény. Utóbbi a külkereskedelmi egyensúlytalanságokat is csökkentette. Az euróövezeti folyó fizetési mérleg egyenleg többlete a következő években várhatóan növekedhet, bár valószínűleg nem éri el a pandémia előtti szintet. Ugyanakkor a költségversenyképesség tagállamok közötti különbségei aggodalomra adhatnak okot, mivel új sebezhetőségek kialakulásához vezethetnek. (EC, 2023a).

Geopolitikai kockázatok, szerkezeti kihívások

A gazdasági kilátásokat továbbra is jelentős kockázatok jellemzik, különösen a geopolitikai feszültségekhez kapcsolódóan. Az energiatermelés forrásai diverzifikációját és az energiaigény csökkentését célzó intézkedések előmozdítják az euróövezet rezilienciáját. Ám a geopolitikai feszültségek középtávon továbbra is az energiaárak relatíve magas szintjét valószínűsítik. A magas nem élelmiszer- és energiaárak tartóssága kulcsfontosságú felmerülő kockázat. Alapvető kérdés: ledolgozhatják-e a bérek az euróövezetben a vásárlóerő-veszteségeket az inflációt erősítő hatások nélkül. A dezinflációt célzó erősebb monetáris reakció hátrányos hatást gyakorolna a növekedésre.

Ugyanakkor hosszú távon az euróövezeti gazdaság jelentős *szerkezeti kihívásokkal* néz szembe. A változó globális geopolitikai környezet hosszú távú kockázatokkal jár, ideértve a tartós kereskedelmi fragmentációt és az euróövezet globális szereplőinek és kulcskereskedelmi partnereinek gazdaságpolitikai különbségeit is. Emellett az euróövezet demográfiai kilátása zsugorodó és idősödő népesség lehetősége. (Az euróövezeti lakosság várhatóan 4,5%-kal csökkenhet 2022 és 2100 között.) Ugyanakkor a legutóbbi három évtizedben, különösen 2008 után lelassult a termelékenység-növekedés dinamikája. Az innováció tartósan elmarad a fő világgazdasági versenytársakétól.

Mindez hosszú távú korlátokat jelent a potenciális növekedésben és kockázatokat a közfinanszírozás fenntarthatóságában. Ráadásul a klímaváltozás erősödő hatása, amint azt a nyári szélsőséges időjárási körülmények és az eddigi legnagyobb tűzvészek és árvizek is mutatják, a jövőben növekvő hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre is. Hatékony intézkedések szükségesek a zöld átmenet felgyorsítása és a klímatervek elérése érdekében.

Gazdaságpolitikai következtetések: folyamatos dezinfláció, fiskális konszolidáció és a versenyképesség helyreállítása rövid távon

A reziliencia előmozdíthatja a növekedés fokozatos újraindítását. A munkaerőpiac a fellendülés hajtóereje lehet. Az álláskeresés és a dinamikus béremelkedés, valamint az infláció további csökkenése révén a munkavállalók fokozatosan kiegyenlíthetik béreik vásárlóerőben elszenvedett veszteségeit, elősegítve ezzel az erőteljesebb fogyasztás-növekedést. A szigorú pénzügyi feltételek ellenére az erős vállalati mérlegek teret teremtenek a vállalatok restruktúrálásához, a digitalizáció, az energia-megtakarítás és az alacsony kibocsátású termelésre történő átmenet előmozdítása érdekében. Az Újjáépítési és Rezilienciaépítési Eszköz (RRF) keretében tervezett reformok és beruházások teljes körű végrehajtása is támogathatja a zöld és digitális átmenetet, valamint az infrastruktúra beruházásokat. Az EU külső környezetének javulása is hozzájárulhat a fellendüléshez. Az európai áruk iránti kereslet a kereskedelmi reziliencia normalizálódásával, a kínálati szűk keresztmetszetek és a globális monetáris szigorodás hatásainak elhalványulásával új lendületet nyerhet.

Mindezek kibontakozásának *előfeltétele a törékeny makrogazdasági egyensúly megszilárdítása*. A gazdasági növekedés újraindításának döntő tényezője a stabil környezet, ahol az infláció csökken, a gazdasági bizalom erősödik. A belső és külső egyensúly hiányában nem érhető el fenntartható növekedés az euróövezetben. A magas nyomású (high pressure) gazdaság kivételes körülmények között érvényes feltételei a jelenlegi időszakban bizonyosan nem állnak fenn az euróövezetben. Ilyen irányú javaslatok sem fogalmazódtak meg. Feltehetően nem véletlenül.

Az infláció visszaszorítása az Európai Központi Bank céljához rövid távú, központi prioritást képez. Meghatározó jelentőségű a *következetes monetáris és fiskális politikai mix* elérése. A mérsékeltbb növekedés a tartós inflációs nyomásokkal egyidejűleg a monetáris és fiskális politika szinergiájának igényét húzza alá. Az infláció csökkentése érdekében az Európai Központi Bank (EKB) a politikai kamatlábakat magas szintekre emelte. Ugyanakkor a fiskális politikai koordináció támogatása kulcsfontosságú a monetáris politika számára a középtávú dezinflációs célok megvalósítása tekintetében. A tagállamok összehangolt és óvatos

költségvetési politikák révén mozdíthatják elő, hogy az adósság prudens szinten maradjon, illetve aránya hitelesen lefelé irányuló pályára kerüljön. A magas bizonytalanságra tekintettel központi jelentőségű a reziliencia megőrzése és erősítése. A *fiskális konszolidáció* hozzájárulhat a költségvetési mozgástér idővel történő helyreállításához, javítva az államadósság fenntarthatóságát egyes tagállamokban. E stratégiával egyidejűleg kiemelt figyelmet érdemelnek a produktív közkiadások, a hosszú távú növekedés és a zöld átmenet előmozdítása érdekében. A népesség idősödése korlátozza a potenciális növekedést, miközben egyidejűleg növeli a közkiadásokat. A növekedés újraindítása a szükséges beruházásokon és strukturális reformokon túl felelős költségvetési politikákat követel meg.

Az energia-támogatási intézkedések kivezetése támogathatja a költségvetési konszolidációs erőfeszítéseket. Az euróövezeten belüli tartós divergenciák elkerülése érdekében nagy erőfeszítések szükségesek a nagyobb inflációs nyomás által érintett tagállamokban.

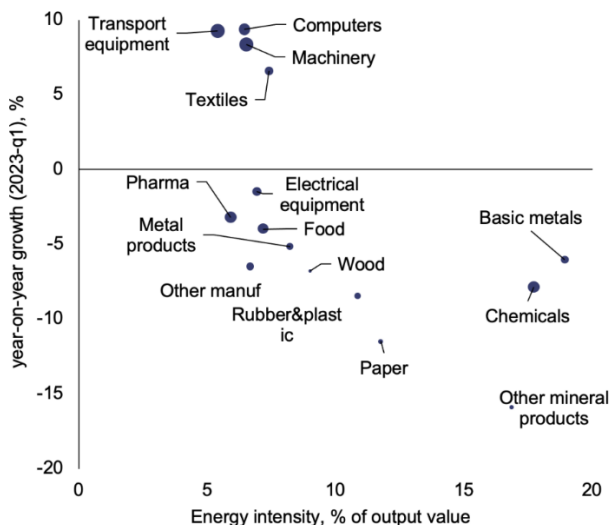
Az inflációs különbségek az euróövezeti tagállamok között csökkentek, ám még mindig jelentősek. Azok veszélyeket is jeleznek az euróövezeten belüli és kívüli kereskedelmi partnerekkel szembeni költségversenyképesség tekintetében. Az egyes országok gazdaságainak energia-intenzitásában mutatkozó különbségek magyarázhatják a 2022. évi energiaár-sokk országspecifikus inflációs hatásának nagy részét (Coutinho és Licchetta 2023). Bár az energiaárak mérséklődtek, a maginfláció és az egységmunka-költségek (ULC) közötti különbségek továbbra is aggodalomra adnak okot. Az egységmunka-költségek növekedése erőteljesen felgyorsult, különösen a balti államokban és Szlovákiában, a jelentős nominálbéremelkedések és a stagnáló vagy csökkenő termelékenységi növekedés hatására. Ugyanakkor a munkaköltségek növekedése mérsékeltebb volt Görögországban, Olaszországban és Spanyolországban, ahol a költségversenyképesség korábbi hiányosságai mérséklődött. Az egységmunka-költségek relatív alakulása egyre fontosabb abban a tekintetben, hogy a relatív költségelőnyök ne rögzüljenek. Lényeges követelmény: a további béremelések a termelékenység és a versenyképesség alakulására figyelemmel valósuljanak meg. (Utóbbival összhangban folytatódhat az elveszett vásárlóerő helyreállítása.)

A munkaerőpiac eddig is reziliensnek bizonyult. A bérek eddig csak mérsékelten reagáltak az inflációs robbanásra, ám dinamikájuk felgyorsulhat. A COVID-19 utáni időszakot rendkívül magas foglalkoztatottság és csökkenő munkanélküliség jellemezte. Az erős munkaerőigény, együtt a munkaerő-kínálatot korlátozó tényezőkkel, munkaerőhiányhoz vezettek, amely széles körben elterjedt különböző foglalkozások és készség szintek között. Az aktív munkaerőpiaci politikák előmozdíthatják a munkakínálat növekedését. A feszes munkaerőpiac ellenére a bérek 2022-2023-ban kevésbé nőttek, mint az infláció. A munkavállalók vásárlóereje csökkent. A jövőben várhatóan a reálbérek fokozatosan helyreállhatnak. Finom egyensúly elérése szükséges a munkavállalók elvesztett vásárlóerejének visszaszerzése, a bérnövekedés inflatorikus hatásainak korlátozása és az esetleges tartós versenyképesség-csökkenés elkerülése között néhány országban.

Több beruházás és innováció a versenyképesség erősítéséhez

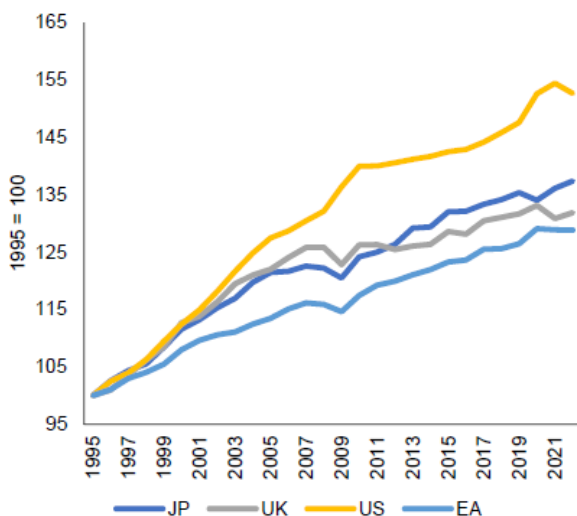
A versenyképesség és a növekedés szerkezeti akadályainak tartós megoldása *széles körű kínálatoldali politikákat* igényel. Az energiaárak csúcsértékükhöz képest jelentősen

csökkentek, de várhatóan strukturálisan magasabbak maradnak, mint az orosz intervenció előtti időszakban. Amíg a megújuló energiaforrások terén nem történik jelentős előrelépés, az energia az euróövezetben drágább marad, mint az Egyesült Államokban és versenytársaknál. Az euró relatív leértékelődése 2021-ben és 2022-ben csak ideiglenes megkönnyebbülést nyújtott. Nem meglepő, hogy az energaintenzív ágazatok, mint például a vegyipar, külkereskedelmi teljesítménye romlott. (3. ábra) Az euróövezeti vállalatok általánosságban véve versenyképességüket kedvezőtlenül értékelik. (Európai Bizottság 2023b)



3. ábra: Energiaintenzitás és az euróövezeti export változása ágazonként
 Forrás: Felke et al. (2024)

Az energiaárak közelmúltbeli emelkedése mellett az euróövezet hosszú ideje a termelékenység növekedése tartós gyengeségétől és az innováció hiányától szenved. A munkatermelékenység dinamikája az euróövezetben az 2000-es évek eleje óta fokozatosan csökkent. (Lopez-Garcia et al., 2021 és Andrews et al., 2015). Más fejlett gazdaságok is tapasztalták ezt a lassulást. Ám az Európában hangsúlyosabb volt például az Egyesült Államokhoz képest. Ez az eltérés nőtt a két régió között. (4. ábra) Az euróövezeti tagállamok között jelentős gazdasági heterogenitás tapasztalható. Fennáll annak a kockázata, hogy a gazdasági eltérések tovább bővíthetnek, s nehezíthetik az egységes monetáris politika végrehajtását.



4. ábra: A munka termelékenységének alakulása (Index 1995=100)

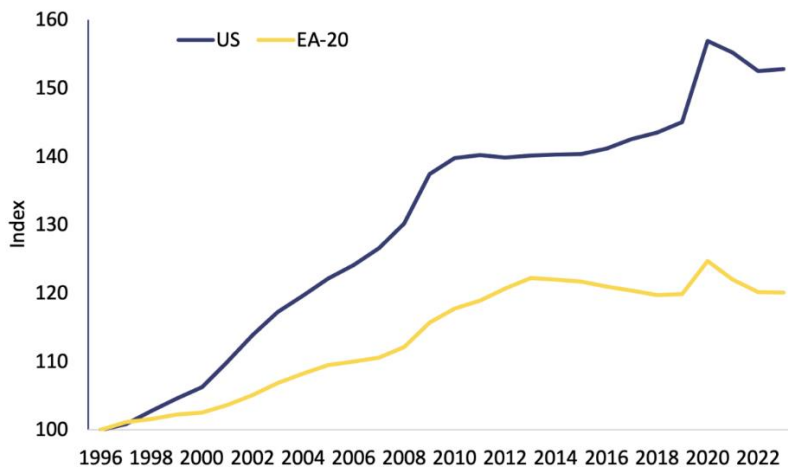
Forrás: EC (2023e)

A munkatermelékenység dinamikájának mérséklődését a *beruházások és a technológiai haladás relatív lassulása* magyarázhatják. A döntő tényező az amerikaiánál kedvezőtlenebb dinamikában a *teljes tényezőtermelékenység (TFP)* alakulása. (Halmai (2021), Licchetta et al., 2022b)). Az euróövezet innovációs teljesítménye elmarad az Egyesült Államok és Japán mögött. 2021-ben az euróövezeti tagállamok átlagosan GDP-jük 2,3%-át költötték innovációra (K+F), szemben az Egyesült Államok körülbelül 3,4%-os arányával. (EC (2023e))

A termelékenység elmaradása különösképpen a növekedés tekintetében kulcsfontosságú ágazatokban (pl. ICT: számítógépek és elektronika gyártása, IT szolgáltatások) jellemző. Az aktív népesség csökkenése az euróövezetben fokozottan igényli a munkaerőt megtakarító technológiai fejlődést. Ám az európai innováció - akár a kutatási erőfeszítések mérete vagy kimenete a szabadalmak tekintetében - továbbra is mérsékelt. Ráadásul az innováció, ideértve a zöld technológiákat is, egyenlőtlenül alakul az euróövezetben. Az innováció vezetői és leginkább erős innovátorai északon és nyugaton találhatóak, míg a mérsékelt és feltörekvő innovátorok többsége délen és keleten helyezkedik el, ami nehezíti a termelékenységi konvergenciát. Jelentős különbségek vannak a termelékenység növekedési ütemében régiószinten is. A zöld és digitális átmenet miatt bekövetkező mély gazdasági átalakulás időszaka az euróövezetben lényegesen több, a termelékenységet előmozdító beruházást igényel. (McMorrow 2010).

Az euróövezeti munkatermelékenység lassulásának fontos tényezője a 2008-as pénzügyi válság utáni *viszonylag mérsékelt tőkeakkumuláció*. (Az amerikaiánál mérsékeltőbb tőkemélyülés, amely a potenciális növekedés egyik alapvető tényezője. Ld. Licchetta et al., 2022a, Halmai (2021), 5. ábra.). Az eszköz- és infrastruktúra-beruházások a stabil vállalati mérlegeknek is köszönhetően az euróövezetben fennmaradtak. Ám a szakképzett munkaerő hiánya és az emelkedő energiaárak mellett a beruházások is jelentős kihívásokkal szembesülnek. Az adminisztratív akadályok (pl. az engedélyezés) megnehezítik a zöld

átmenetbe történő befektetést. A magasabb kamatlábak pedig különösen a hosszú távú projekteket (pl. K+F) foghatják vissza. A befektetések előmozdítása érdekében proaktív intézkedések is szükségesek, az euróövezeti köz- és magánszférában egyaránt. A közkiadások jelentős lökést kaptak az EU-tól a Pénzügyi Stabilitási és Újjáépítési Alap (RRF), az REPowerEU és a kohéziós politikai alapok révén.



5. ábra: Tőkeintenzitás az euróövezetben és az Egyesült Államokban

Megjegyzés: Nettó tőkeállomány egy foglalkoztatottra vetítve 2015. évi árakon ; teljes gazdaság. Forrás: AMECO.

Forrás: Felke et al. (2024)

A valódi Tőkepiaci Unió felé tett konkrét előrelépések előmozdítanak a magánbefektetéseket és az innovációt. Az európai tőkepiacok továbbra is fennmaradó fragmentációja nemzetközi szinten gátolja a finanszírozáshoz való hozzáférést, ezáltal az innovációt és a versenyképességet is. (EC, 2023c) A fragmentált tőkepiacok a pénzintézetek között alacsonyabb intenzitású versenyt eredményeznek. Magasak a likviditási prémiumok, s magasabbak a finanszírozási költségek. Erős és likvid tőkepiacok alternatívát képezhetnek a banki finanszírozás számára, különösen az innovatív vállalatok és induló vállalkozások tekintetében. Következésképpen a mélyebb Tőkepiaci Unió támogatná a magánbefektetéseket, miközben minimalizálná a kormányzati támogatás szükségességét. Általánosságban véve az Egységes Piac mélyítése lehetőségeket teremtene a növekedés felgyorsítására és a versenyképesség megerősítésére. Több mint 30 évvel az Egységes Piac létrehozása után az EU-nak továbbra is teljes mértékben ki kellene használnia hatalmas méretét - 450 millió lakos, nagyobb, mint az Egyesült Államok 330 milliós lakossága - és lehetőségét a magánbefektetések és az innováció növelésére (EC, 2023d).

Az EU integrációjának fokozása és a belső piacon fennmaradó akadályok csökkentése jelentős jóléti nyereségeket eredményezne az euróövezet és az EU számára (Baba et al. 2023). A geopolitikai fragmentáció kockázatai (Gaal et al. 2023) időszakában az Egységes Piac mélyítése az euróövezet rezilienciáját is fokozná. Az euróövezet – magas kereskedelmi

nyitottságára is tekintettel - sokat veszítene a globális integráció visszafordulásával. Az EU nagy és változatos lehetőséget és léptéket biztosít kínálati láncok kiépítésére. A tagállamok iparpolitikáinak az EU eszközein alapuló erőteljesebb koordinációja segítené a piaci szereplőket az Egységes Piac előnyeinek kiaknázásában.

A COVID-19 és az energia válságra válaszul a tagállamok fokozták a vállalatok támogatását. Azonban a nemzeti rendszerek szaporodása veszélyeztetheti az Egységes Piacon belüli egyenlő versenyfeltételeket. Az iparstratégiai koordináció hiánya esetén a nagyobb és gazdagabb tagállamok nagyobb mozgástérrel rendelkezhetnek a vállalatok támogatása terén, részben más euróövezeti országok és az Egységes Piac integritása rovására. (Gopinath 2023) Az EU-szintű méretgazdaságosság teljes kihasználásának hiánya is elszalasztott lehetőség. EU-szinten az üzleti befektetésekre vonatkozó pénzügyi támogatások koordinálása, például a Bizottság által javasolt Európai Stratégiai Technológiák Platformja (STEP) révén, koherensebb iparpolitika kialakítását tenné lehetővé az euróövezetben.

Rövid távon a zavartalan dezinflációs folyamat további előmozdítása és az euróövezeti gazdaság fokozatos helyreállási feltételeinek fenntartása központi jelentőségű. Ugyanakkor megfontolást érdemel ambiciózus, a versenyképesség helyreállítását és a hosszú távú növekedés ösztönzését célzó euróövezeti gazdasági terv kidolgozása. A beruházások növelése és az innováció előmozdítása alapvető fontosságú a termelékenység támogatásához, a sikeres digitális és zöld átmenethez. Az integrációból származó előnyök, mindeneleképp az egységes piac potenciáljának erőteljesebb kihasználása és a koordinált iparpolitikák lényeges lehetőségeket kínálhatnak az euróövezeti gazdasági növekedés felgyorsításához és a versenyképesség növeléséhez.

Hivatkozások

Baba, C. T. L., Mineshima, A., Misch, F., Pinat, M., Shahmoradi, A., Yao, J. & R van Elkan (2023). Geoeconomic fragmentation: What's at stake for the EU, *IMF Working Paper 23/245*.

Coutinho, L. & Licchetta, M. (2023). Inflation differentials in the euro area at the time of high energy prices, *Economy Discussion Paper 197*.

European Commission (EC) (2022a). Science, research and innovation performance of the EU 2022 –Building a sustainable future in uncertain times, *Chapter 2* <https://data.europa.eu/doi/10.2777/78826>

EC (2023b). *Annual report on intra-EU labour mobility 2022*. <https://doi.org/10.2767/560178>

EC (2023c). *Communication on Demographic change in Europe: a toolbox for action* (COM/2023/577 final). <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX:52023DC0577>

EC (2023d). Labour market and wage developments in Europe: *Annual Review 2023*.

EC (2023e). *Euro area report, European Economy Institutional Paper 259*, DG ECFIN,

Felke, R., Licchetta, M., Philipponnet, N. & Verwey, M. (2024). *Aim far, act now: Strengthening investment and economic integration to revitalise growth in the euro area*, *VoxEU*, 24 Jan 2024 <https://cepr.org/voxeu/columns/aim-far-act-now-strengthening-investment-and-economic-integration-revitalise-growth>

Gaal, N., Nilsson, L., Perea, J. R., Tucci, A. & Velazquez, B. (2023). Global trade fragmentation. *An EU perspective, EC DG ECFIN Economic Brief 075*, September 2023.

Gopinath, G. (2023). *Europe in a fragmented world*, IMF First Deputy Managing Director Remarks for the Bernhard Harms Prize.

Halmaj, P. (2021). *Covid-Crisis and Economic Growth: Tendencies on potential growth in the European Union*, *Acta Oeconomica* 71 : S1 pp. 165-186.

Halmaj, P. (2023). Globalizáció versus deglobalizáció. *Hitelintézet Szemle* 22. évf. 2. szám, 2023. június, 5–24. o.

IMF (2023). *Regional economic outlook Europe*, November.

James, H. (2024). Is the Polycrisis So Bad? *Project Syndicate*, Jul 31, 2024 <https://www.project-syndicate.org/commentary/polycrisis-climate-pandemic-geopolitical-tensions-could-generate-new-innovations-by-harold-james-2024-07>

Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R. & Willis, R. (2022a). Economic Adjustment in the Euro Area and the United States during the COVID-19 Crisis, *EC Discussion Paper 160*.

Licchetta, M. & Meyermans, E. (2022b). Gross Fixed Capital Formation in the Euro Area During the COVID-19 Pandemic. *In Intereconomics* (Vol. 57, Issue 4, pp. 238–246). Walter de Gruyter GmbH. <https://doi.org/10.1007/s10272-022-1058-1>

Lopez-Garcia, P. & Szörfi, B. (2021). *Key factors behind productivity trends in Euro area countries*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202107_02~c95a8477e1.en.htm

McMorrow, K., Roeger, W. & Turrini, A. (2010). Determinants of TFP growth: A close look at industries driving the EU-US TFP gap, *Structural Change and Economic Dynamics* 21: 165–80

Morin, E. K. & Anne, B. (1999). *Homeland Earth: A Manifesto for the New Millenium*, Hampton Press https://books.google.ca/books/about/Homeland_Earth.html?id=66B-AAAAMAAJ&redir_esc=y