

Halmai Péter

# Középpontban a reziliencia. A Gazdasági és Monetáris Unió mélyülésének egyes mechanizmusai

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A gazdasági reziliencia, a gazdaság rugalmassága, illetve sokkokkal szembeni ellenállóképessége az európai reformfolyamatok egyik centrális kategóriája. Proaktív, illetve adaptív dimenziót, az új környezet feltételeihez történő alkalmazkodás szükségességét is tartalmazza. A tanulmány a reziliencia alapidimenzióit: a sebezhetőség tényezőit, a sokkabszorpciót és a kilábalási képességet vizsgálva megállapítja, hogy a mélyintegráció rendszerének kölcsönhatásai, szinergiái hatásfokát a konvergencia és a reziliencia egymással is összefonódó hatásmechanizmusai határozzák meg. A reziliencia megközelítése új iránytűt nyújthat a nemzeti gazdaságpolitikák számára is. Az egyes tagállamok gazdasági rezilienciájának növelése révén a nemzeti szinten megvalósuló strukturális reformok is csökkenthetik az anticiklikus (nemzeti fiskális vagy közös monetáris) politikák terheit az euróövezeti gazdaságok stabilizálásában.

**KULCSSZAVAK:** Gazdasági és Monetáris Unió, reziliencia, sokkabszorpció, kilábalási képesség, strukturális reform

**JEL-KÓDOK:** E61, E63, F02, F36, F45, O43

**DOI:** [https://doi.org/10.35551/PSZ\\_2021\\_1\\_1](https://doi.org/10.35551/PSZ_2021_1_1)

A gazdasági reziliencia, a gazdaság rugalmassága, illetve sokkokkal szembeni ellenállóképessége az európai reformfolyamatok egyik centrális kategóriája. A mélyintegráció rendszerének kölcsönhatásai, szinergiái hatásfokát a konvergencia és a reziliencia egymással is összefonódó hatásmechanizmusai határozzák meg (Halmai, 2020). A reziliencia megközelítése új iránytűt nyújthat a nemzeti gazdaságpolitikák számára is.

A következőkben a reziliencia három alapidimenzióját, a sérülékenységet, a sokkelnyelő-

és a kilábalási képességet az euróövezeti tagállamokra alkalmazva tekintjük át. Előbbieket alapvetően érinti az európai integráció mélyülési folyamata. Mindezek alapján fontos következtetések kínálkoznak a tagállami strukturális reformok irányai tekintetében is.

## GAZDASÁGI REZILIENCIA

A gazdasági reziliencia<sup>1</sup> a gazdaság rugalmassága, illetve sokkokkal szembeni ellenállóképessége. Valamely ország, illetve integráció sokk elkerülésére, az azzal szemben történő ellenállás, illet-

Levelezési e-cím: [halmai.peter@uni-nke.hu](mailto:halmai.peter@uni-nke.hu)

ve a recessió után a potenciális kibocsátás szintjére történő helyreállítás iránti képessége. [Lásd például Canton et al. (2016); Giudice, Hanson (2018); Jolles, Meyermans, Kostolemis (2018)]

A reziliencia megközelítése a 2008–2009. évi nagy pénzügyi és gazdasági válság után került előtérbe. A gazdasági sokkok leküzdésének képessége kivételes jelentőségű a Covid-19-járvány, illetve a poszt-Covid-időszakban egyaránt. A reziliencia nemcsak statikus dimenzióban lényeges (mint valamely rendszer funkcióinak fenntartása krízis esetén), hanem adaptív dimenziót, az új környezet feltételeihez történő alkalmazkodás szükségességét is tartalmazza.

Az OECD és az EU számára a reziliencia a közgazdasági kutatások kontextusában alapvető megközelítésnek minősül. 2015-ben az öt elnök jelentése az euróövezet jövőjéről a következőképpen fogalmazott: a tagállamok „erősebben reziliens gazdasági struktúrákhoz” konvergálnak (Juncker et al., 2015, 9. oldal). A német szövetségi kormány a G20 hamburgi csúcstalálkozójára összeállított prioritási jegyzéke a reziliencia kiépítése kérdését a lista élére helyezte (Bundesregierung, 2017).<sup>2</sup>

Európa politikai és gazdasági környezetét a legutóbbi évtizedben különösen hirtelen változások jellemzik. Alapvető kérdés: rendelkezésre áll-e a sokkok kezeléséhez és leküzdéséhez szükséges kapacitás? A reziliencia megközelítésének eljött az ideje a szakpolitikai vitákban (Martin, Sunley 2004, 2. oldal). Lényeges követelmény a konceptuális tisztázás. A reziliencia megközelítése pótlólagos szempontokat nyújthat. Normatív szerepet tölthet be a gazdaságpolitikai stratégiák meghatározásában. Aláhúzást igényel:

- a reziliencia nemcsak statikus dimenzióban lényeges (mint valamely rendszer funkcióinak fenntartása krízis esetén), hanem adaptív dimenziót, az új környezet feltételeihez történő alkalmazkodás szükségességét is tartalmazza;

- figyelmet igényel a makroökonómiai szint kölcsönhatása a mikroökonómiai szinttel (a vállalatok és a dolgozók magatartása), továbbá a gazdaságpolitikai döntéshozatallal;
- tisztázást igényel, hogy a konzisztens és átfogó stratégia alapján a gazdasági reziliencia növelése érdekében *mely dimenziók* igényelnek kezelést.

Az adaptív reziliencia tekintetében lényeges a potenciálisan új, ám a megelőzőnél nem kevésbé kielégítő állapot elérésére alkalmas kapacitás.

Az EKB által alkalmazott definíció szerint: „A reziliencia kapacitás a kibocsátási veszteségek minimalizálására, amikor hátrányos sokkok érik a gazdaságot.” (Sondermann, 2016). E megközelítés a növekedési és foglalkoztatási következményeket állítja középpontba. Ám egyidejűleg figyelmen kívül marad a dinamikus, adaptív dimenzió.

Az OECD definíciója szerint: „A gazdasági reziliencia úgy definiálható, mint valamely gazdaság sebezhetőségek csökkentése, a sokkokkal szembeni ellenállás és a gyors helyreállítás iránti kapacitása. E képesség a komoly válság kockázatait és következményeit enyhíteni képes gazdaságpolitikák szerepének feltárása révén erősíthető.” (Caldera Sánchez et al., 2016, 6. oldal).<sup>3</sup>

Az adaptív dimenzió különösen a gazdasági rendszerekre érvényes: azok az innovációk és a növekedés tényezőinek dinamikája következtében folyamatos változásokra kényszerülnek. Technikai vagy ökológiai rendszer esetében még ésszerű lehet elsősorban a régi normál állapotba történő visszatérést hangsúlyozni. Ám ez nem érvényes a gazdasági rendszerre. Utóbbi esetben legfeljebb a krízis előtti fejlődéshez és növekedési pályához történő visszatérés tekinthető referenciapontnak.

A makrogazdasági rendszerben nagyszámú aktor működik, bonyolult kölcsönhatások hálójában. Lényegesek az egyéni (vállalkozói, fogyasztói, választói stb.) döntések és a kölcsönös

társadalmi függőségek. Közgazdaság-tudományi értelmezésben a reziliencia valamely gazdaság krízismegelőző, illetve sokkelnyelő, a változó körülményekhez történő alkalmazkodó képességét fejezi ki. A reziliencia fokát jelzi: a politikai, gazdasági és társadalmi szférák mechanizmusai, akciói és kölcsönhatásai milyen mértékben képesek megőrizni a gazdaság teljesítményét. Lényeges a reziliencia proaktív, illetve alkalmazkodási dimenziója. (Az átfogó reziliencia-stratégia dimenzióit az 1. ábra foglalja össze.) A gazdasági rezilienciát jelentős mértékben a különböző szintek kölcsönhatásai határozzák meg.

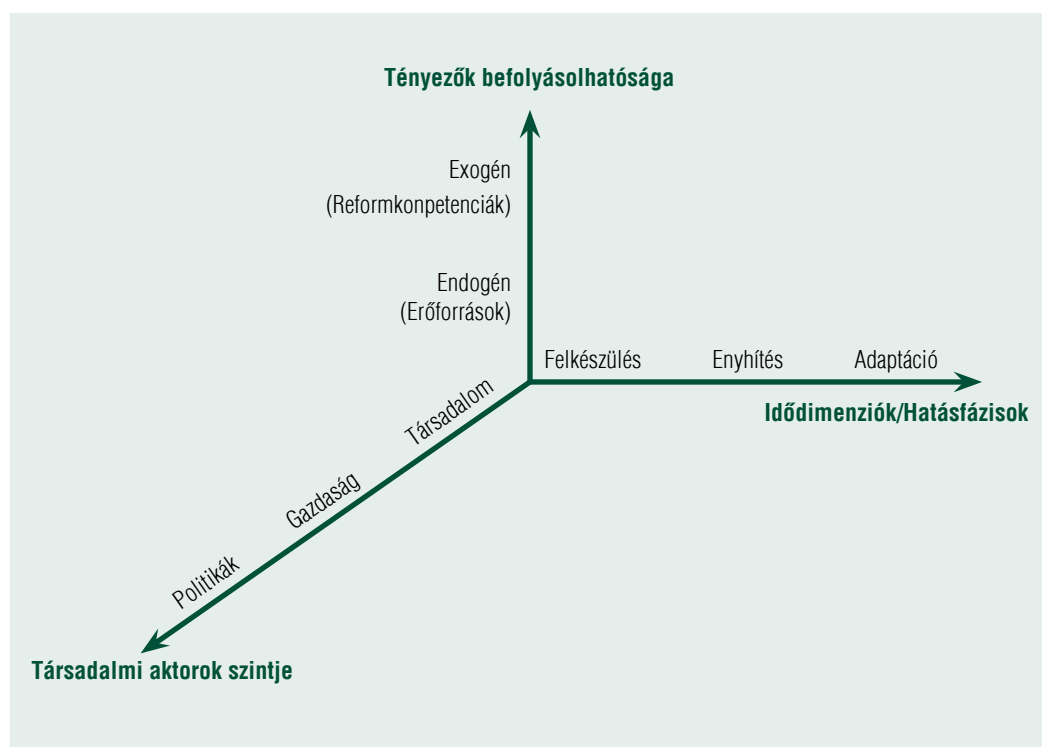
Exogén és endogén típusú krízismentesedéskapacitások különböztethetők meg (Rose, 2016). Az előbbiek a rövid távon hoz-

záférhető erőforrásokat tartalmazzák. Utóbbiak – szorosan kapcsolódva a reziliencia adaptív dimenziójához – a gazdaság reformkapacitását is magukban foglalják. Az endogén tényezők körébe rugalmas aktorok, intézmények, továbbá a társadalmi tőke (kölcsönös bizalom, hálózatépítés stb.) magas szintje tartoznak.

Az átfogó reziliencia stratégiája valamely krízis alatt és után pozitívan befolyásolja a gazdaság és társadalom teljesítményét. Az állandósult teljesítménycsökkenés elkerülése alapvető igény. A sokk következményei folyamatos semlegesítést igényelnek. Optimális esetben pedig a krízis mélyreható reform, magasabb makrogazdasági teljesítmény lehetőségét teremtheti meg. (Lásd a 2. ábrán a különböző pályákat.)

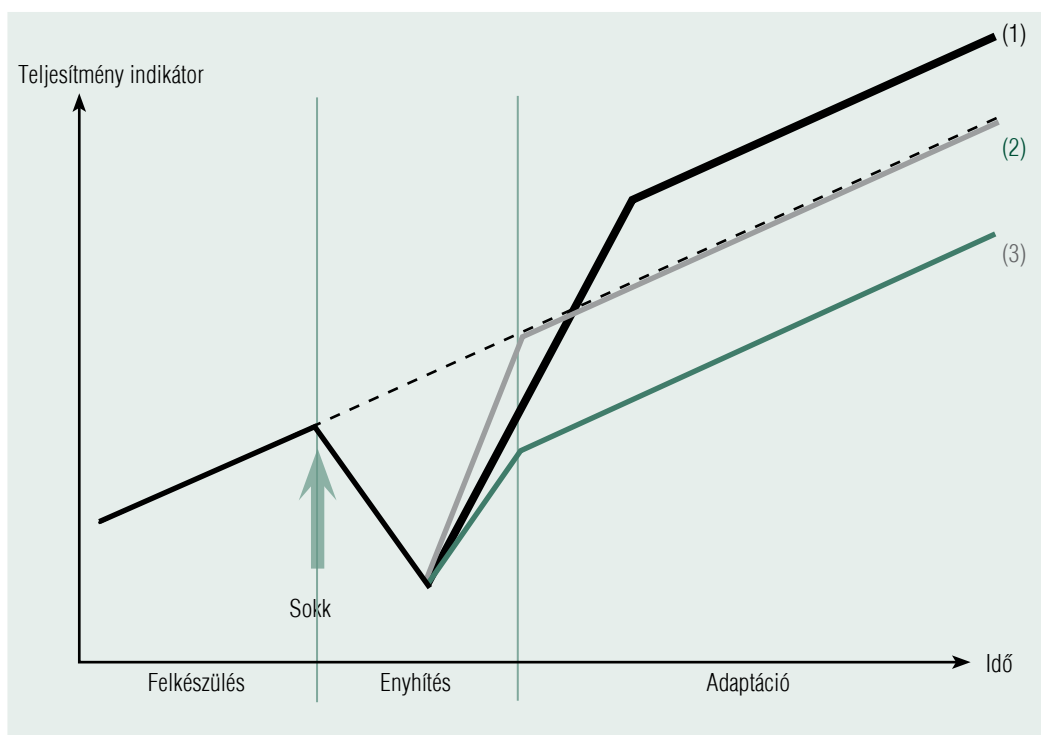
1. ábra

### A REZILIENCIA-STRATÉGIA DIMENZIÓI



Forrás: Brinkmann et al. (2017)

**TELJESÍTMÉNY KRÍZISFELTÉTELEK KÖZÖTT**



Forrás: Brinkmann et al. (2017)

A reziliencia megközelítése új irányítót nyújthat a gazdaságpolitika számára [Lásd például Halmai (2019); Pulay, Simon (2019)]. Mértéke a társadalmi részfunkciók (növekedés, elosztás stb.) mértékében állapítható meg. A reziliencia előtérbe kerülésével egyidejűleg fokozott figyelmet kapott az inkluzív növekedés igénye. Utóbbi a gazdasági dinamizmus eredményeit a népesség széles csoportjai számára teszi elérhetővé. Valamely krízis következményei potenciálisan a társadalom leggyengébb csoportjai számára a legerősebbek. E csoportoknak csekély lehetőségük van a jövedelemingadozás kivédésére. Másrészt a gazdasági krízisek gyakran együtt járnak a kormányzat szociális újraelosztás iránti kapacitásának a csökkenésével. Alapvető gazdaságpolitikai igény, hogy az inkluzív gazda-

sági növekedés fő céljai a krízismenedzsment időszakában is érvényesüljenek.

**REZILIENCIA ÉS EURÓPAI INTEGRÁCIÓ**

A reziliencia a mélyintegráció fundamentális jelentőségű jellemzője. A mélyintegráció rendszerének kölcsönhatásai, szinergiái hatásfokát a konvergencia és a reziliencia egymással is összefonódó hatásmechanizmusai határozzák meg (Halmai, 2020). Valamely tagállam rezilienciájának alacsony foka vagy hiánya több csatorna révén további tagállamokra és a mélyintegráció egész rendszerére is szignifikáns és tartós hatást gyakorolhat. A tagállamokat általuk nem ellenőrizhető

közös sokkok érinthetik. Elsőrendű követelmény: a reformok a reziliens gazdasági struktúrák irányában erősítsék konvergenciájukat. A reziliens gazdasági struktúrák irányában történő konvergencia három fő eleme: a gazdaság sokkokkal szembeni sebezhetőségének a csökkenése, növekvő sokkabszorpciós kapacitás és a sokkokból történő gyorsabb helyreállás képessége. E jellemzők az európai gazdaság, illetve általánosabban a monetáris unió zavartalan működésének feltételei. Az árfolyamok valutaunióban nem használhatók fel a makroökonómiai sokkok mérséklésére. Az egyes nemzetgazdaságok kapacitása a sokkok gyors és hatékony kiigazítására meghatározó jelentőségű a valutaunió tagjai közötti fenntarthatatlan differenciák kialakulásának megelőzése tekintetében.

A gazdasági reziliencia sajátos, országspecifikus jellemzőkön nyugszik. Az EU szintjén az egységes piac, hatékony makrogazdasági stabilizációs politikák (a mélyintegráció rendszere) előmozdíthatják a rezilienciát és a növekedési potenciál erősítését. Erősebb verseny, erősebb határon átlépő kereskedelem és beruházás, a szállítók és a fogyasztók szélesebb körének könnyebb elérése, több innováció és gyorsabb technikai fejlődés válhat lehetségessé.

A tagállamok reziliens gazdaság irányában történő konvergenciája a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) működésének a kulcskérdése. Egy vagy több euróövezeti tagállam rezilienciájának hiánya több csatorna révén nem csak az érintettekre, hanem további tagállamokra és az euróövezet egészére is szignifikáns és tartós hatást gyakorolhat.

A következőkben a reziliencia három alapidimenziója:

- a sérülékenység,
- a sokkelyelő- és
- a kilábalási képesség

az euróövezeti tagállamokra összpontosítva kerül áttekintésre.

## SOKKOKKAL SZEMBENI SEBEZHETŐSÉG

A sebezhetőség arra vonatkozik: a sokk megrendíti-e a gazdaságot, illetve, ha igen milyen mértékben. A sokkokkal szembeni kitettség, a sokkok gyakorisága és intenzitása a meghatározó. Mindez számos tényezőtől függ: a gazdaság struktúrájától, a különféle politikai tényezőktől, a pénzügyi ágazattól és az eszközpiacon, a nempénzügyi szektor helyzetétől. Egyes országok nagyobb mértékben kitettek adott sokknak, mint mások.

A sebezhetőség arra a frekvenciára és intenzitásra vonatkozik, amellyel valamely gazdaságra a sokk hatást gyakorol.<sup>4</sup> A sokkok számos formát ölthetnek. Lehetségesek szimmetrikus vagy aszimmetrikus, ideiglenes vagy állandó sokkok (lásd Cochrane, 1994). A gazdaság alapját képező struktúra, a piacok és intézmények hatékonyságának szignifikáns hatása van: valamely sokk megérinti-e a gazdaságot, illetve mennyire erős hatást gyakorol, továbbá meddig tart az alkalmazkodás.

E tekintetben a jól integrált termékpiacok előnye: a termelők diverzifikáltabbá tehetik értékesítési piacaikat az országok között. A diverzifikált piac kevésbé sebezhető a keresleti sokkokkal szemben. A negatív sokkok hatása mérsékelhető, ha a gazdasági szereplők technikai vagy szabályozási akadályoktól mentes diverzifikált forrásból intermedier (közbulső) inputokat elérhetnek. E lehetőség révén a lehetséges, meghatározott beszerzési piacokra hatást gyakorló sokkokkal szemben kevésbé sebezhetőek lesznek. Ez utóbbi megfontolás húzódik meg például az energiahálózatok kölcsönös összekapcsolása igénye mögött az EU-energiaunióban.

Ugyanakkor a nemzetközi kereskedelem növekvő nyitottsága növelheti a gazdaság külső sokkokkal szembeni sebezhetőségét. Különösképpen, ha erős specifikus termelési koncentrációval jár együtt. E tekintetben is fontos

a gazdasági integráció termékspecializációra és exportösszetételre kifejtett hatása. Fontos kérdés: az ágazatok közötti vagy az ágazaton belüli kereskedelem növekszik-e?

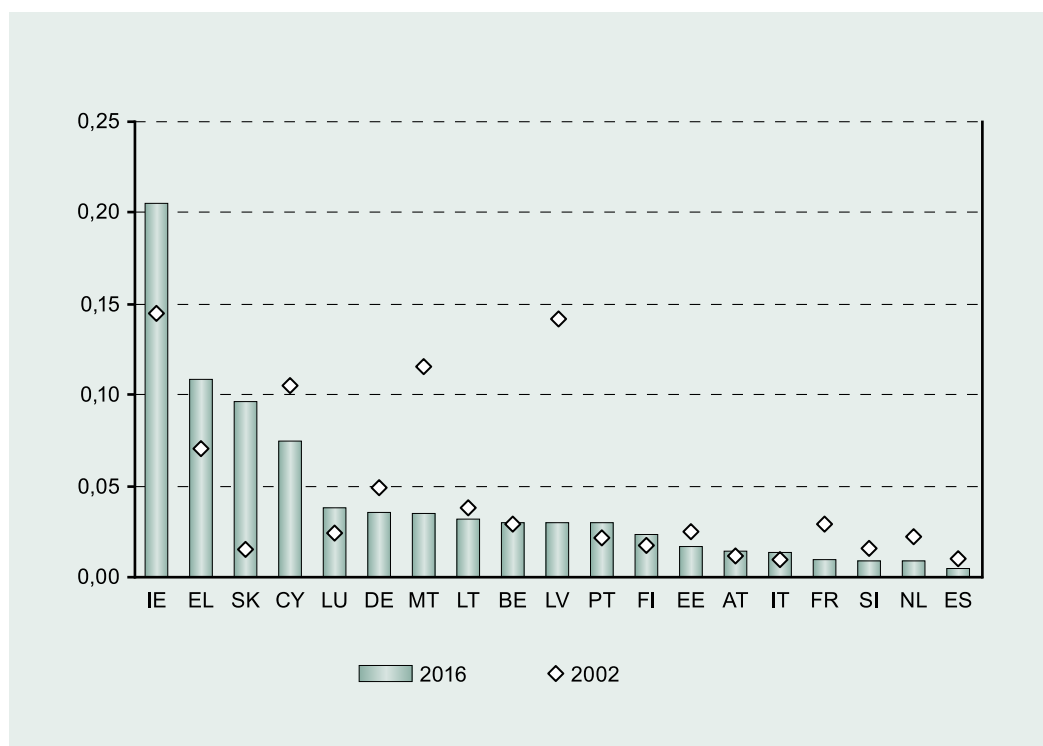
Ágazatok közötti specializáció esetében a tagállamok sebezhetőbbek az aszimmetrikus sokkokkal szemben. Ágazaton belüli specializáció esetében valószínűleg közös sokkokat tapasztalnak. A gazdaságtudomány nem nyújt egyértelmű választ: a termelési modellek hogyan fejlődnek egységes piacon, egységes valuta mellett. Egyrészt a mélyüléssel a tagállamok erősebben specializálódhatnak a komparatív előnyökkel rendelkező tevékenységekben. Ez kevesebb diverzifikációt eredményezne kíná-

lati oldalon (Krugman, Venables 1996). Másrészt, ha a specializáció ágazatokon belül történik, nem pedig különböző ágazatok között (azonos típusú termék körében megvalósuló termékdifferenciálás vagy a tökéletlen verseny következtében), a termelési struktúrák a tagállamok között hasonlóbakká, s ezért a sokkok szimmetrikusabbá válnak (Frankel, Rose 1999). Ám a hozzáférhető bizonyíték nem mindig egyértelmű e kérdésről.

Az adatok szerint a legtöbb euróövezeti tagállam esetében az exportált termékek ágazati összetétele 2002–2016 között az euróövezeti átlaghoz konvergált (lásd 3. ábra). E széles hasonlóság az ágazati exportszerkezetben vár-

3. ábra

### ÁGAZATI EXPORTÖSSZETÉTEL, ÁRUK (EURÓÖVEZETI ÁTLAGGAL ÖSSZEHASONLÍTVA)



*Megjegyzés:* Az indikátor a tagállam és az euróövezet teljes exportja ágazati arányának különbségén alapul. E termékarányok négyzetes különbségét mutatja. Minél alacsonyabb az érték, annál közelebb van a nemzeti export összetétele az euróövezeti ipari export összetételéhez. A termékeket az ENSZ sztenderd nemzetközi kereskedelmi besorolása szerint osztályozták. (SITC: Standard International Trade Classification).

*Forrás:* Jolles, Meyermans, Kostolemis (2018) 16. oldal

hatóan mérsékeli a kockázatát, hogy a külső szektorális sokkok országspecifikus sokká válnak.

A strukturális fejlődés folyamata, így az értékláncokba történő erőteljesebb integráció az euróövezetben, a digitális programok<sup>5</sup> hozzájárulhatnak az euróövezeti gazdaságokban a potenciális kibocsátás növekedéséhez (OECD, 2015). Ugyanakkor hatnak a gazdasági rezilienciára. Növelhetik a sebezhetőséget a határokon átlépő tovagyűrűző hatások révén (pl. globális értékláncokhoz történő erősebb integráció miatt). Az ármeghatározás azonban rugalmasabbá válhat (pl. a megnövekedett online verseny miatt). Az ármeghatározás rugalmasságának a növekedése erősítheti a gazdaság sokkokra történő reakció kapacitását. E strukturális fejlemények folyamatának nettó hatása változik.

Az értékláncok erős belső, euróövezeti kapcsolatokkal rendelkeznek (lásd pl. Amador, Coppariello, Stehrer, 2015). Becslések szerint a külföldi hozzáadott érték exportaránya, amelynek az EU a forrása, sokkal stabiler volt, mint más blokkokból származóké esetében. A belső euróövezeti kapcsolatokban Németország játszotta a legnagyobb szerepet: 28,8 százalékot képviselt az értékesített, illetve 23 százalékot a felhasznált hozzáadott értékből.

Az erős belső euróövezeti kapcsolatok csökkentik a tagállamok – hazai piacain belül, vagy az euróövezeten kívül kialakuló – sokkokkal szembeni sebezhetőségét. Ugyanakkor a tagállamok egyidejűleg sebezhetőbbé válnak a más euróövezeti tagállamokban kialakuló sokkokkal szemben. Mindez értéklánc-struktúrájuktól és abban saját pozíciójuktól függ. (A leggyengébb láncszem, amelyik összeszereli a más tagállamokból importált részeket, illetve a legerősebb láncszem, amelyikben a szennormenedzsment és az összeszerelés megvalósul, az értékláncban különbséget okozhat a sebezhetőség tekintetében.) *Frohm, Gunnella*

(2017) szerint az egyedi sajátosságokkal bíró (idioszinkronikus) sokkok transzmissziója erősen függ a globális hálózati központok lététől, amelyek más értékláncpartnereknek adnak el, vagy azoktól vásárolnak inputokat. Ilyen esetekben a globális központot érő sokkok kedvezőtlenül hatnak a partnerekre, akiknek nincsenek eszközeik a központot érő sokkok kiküszöbölésére.

Az értékláncokban történő részvétel viszonylag érzékenyvé teheti a nemzeti munkaerőpiacokat a partnerek munkapiaci feltételei tekintetében. Ez az érzékenység megnövekedett sebezhetőséghez és védekező reakciókhoz vezethet. Például a helyi munkaadók (a piacon árelfogadók) alkalmazottaikat szívesebben veszik fel ideiglenes szerződéssel. Utóbbi a globális értéklánc lehetséges újrastrukturálása során nagyobb lehetőséget nyújt számukra az alkalmazkodásra (Lehndorff, Voss-Dahm, 2005).

A hazai infláció is érzékenyebbé válhat a partnerek feltételei tekintetében, ha az értéklánc túlnyúlik a határokon. A termelési költségek könnyebben átvihetők a határokon. Magasan integrált és versenyképes piacok korlátozhatják e transzmissziót, amennyiben a lefelé irányuló vállalatoknak lehetőségük van a felfelé irányuló termelés helyettesítésére.

Az online kereskedelem (így az e-kereskedelem) emelkedése a jelenlegi strukturális fejlődés másik releváns irányzata. Az online kereskedelem várhatóan tovább emeli az euróövezeten belül folytatott kereskedelmet. A piac nagyobb átláthatósága és a verseny nagyobb árrugalmassághoz vezet, amely csökkenti az üzleti ciklusingadozásokat.<sup>6</sup>

A tagállamok számos hazai és külső sokkal szembesülhetnek. Azokra gyakran nem tudnak közvetlenül befolyást gyakorolni. E különféle (ideiglenes és állandó, kínálati és keresleti, politikai) sokkok az érintett tagállamokra különféle csatornák révén hatnak. Közvetett, bizalmi hatások révén is befolyást gyakorolhatnak. Valamely tagállam sokkoknak való kitettsége

a politikák és a gazdasági struktúrák fejlődése szerint változhat. A sebezhetőség különböző tényezői gyakran egymásra is hatnak és felhalmozódhatnak. Mindez megnöveli annak a valószínűségét, hogy a közös sokk a sebezhetőbb tagállamra jóval keményebben gyakorol hatást.

A nagy krízis különösképpen a pénzügyi sokkoknak történő kitettségre világított rá. A kamatláb hirtelen változásának, vagy az eszközárak változásának erőteljes gazdasági hatásai lehetnek. Az eladósodott tagállamok esetében nagy a piaci kamatlábak változásának a hatása. Mindez a fenntarthatósági kockázatokat alapvetően érinti. A túlnyomórészt rövid távú hitelek és a rugalmas kamatlábak a rövid távú változásoknak jobban kitettek. Mikroprudenciális felügyelet, illetve makroprudenciális eszközök alkalmazása korlátozhatják a pénzügyi sebezhetőséget. Csökkenthetik a divergáló (eszközár-buborékokhoz, illetve az erőforrások hibás allokációjához vezető)<sup>7</sup> reálkamatlábak kialakulásának a kockázatát. Az adósság torzítás a vállalati adóztatásban és a *tax breaks* a jelzáloghitelezésben a kamat levonhatósága miatt hozzájárulhat az adósságok felhalmozódásához a vállalati és a háztartási szektorban. A közpénzügyek (beleértve a nyugdíj- és egészségügyi finanszírozás) fenntarthatóságának a javítása nagy jelentőségű az állami szektor egyensúlyát fenyegető kockázatok mérséklésében.

## SOKKELNYELŐ KAPACITÁS

Az abszorpciós kapacitás valamely gazdaságnak a sokkok közvetlen hatásai elnyelésére, az azonnali kibocsátási és munkahelyvesztések mérséklésére irányuló képességét fejezi ki. A sokk hatásai a gazdaságban történő szétterítésük révén elnyelhetők. A kibocsátás és a foglalkoztatás súlyos visszaesésének elkerülése érdekében – egyebek mellett – az automatikus stabilizá-

torok, rugalmas bérek és árak, hitelnyújtás és pénzügyi kockázatmegosztás nyújthatnak lehetőséget a sokk hatásainak elnyelésére.

Az egységes piac és a GMU további mélyülése számos csatorna révén befolyásolhatja az euróövezeti tagállamok abszorpciós kapacitását: a kínálati, illetve a keresleti oldalon megvalósuló diverzifikáció, az árrugalmasság, a pénz- és tőkepiacok, a bankszektor és a munkapiaci intézmények révén. Lehetséges hatásuk különböző irányokba mutathat.

A diverzifikáció csökkenti a tagállamok sebezhetőségét a sokkokkal szemben. Ugyanakkor erősebben diverzifikált gazdaságban megnőhet a sokkabszorpciós kapacitás. Annak eredményeképpen az ágazati sokkoknak kisebb a gazdaság egészére gyakorolt hatásuk. Ezért a sokk kisebb terhet ró a nemzeti fiskális stabilizátorokra és kevésbé korlátozott a pénzügyi piacra lépés. Mindezek eredményeképpen a gazdaság erősebb sokkabszorpciós kapacitással rendelkezik.

A termékpiacon euróövezeti tagállamok közötti további integrációja várhatóan nagyobb lehetőséget nyújt – valamely tagállamot érő aszimmetrikus sokk esetében – az export által vezérelt kilábalásra. Mindez különösen fontos a kisebb euróövezeti tagállamok esetében. Amennyiben a sokk minden euróövezeti tagállamot sújtja, ám az alkalmazkodás mértéke eltérő, fennáll annak a lehetősége, hogy a leg súlyosabban érintett országok a sokk által legkevésbé érintett országokba még tudnak exportálni.

A teljesen rugalmas árak definitív módon folyamatosan alkalmazkodnak a kereslet és kínálat egyensúlyához. Teljesen rugalmas árak hiányában megkülönböztetést igényel: az ár „*tapadása*”, amikor az árak ritkán alkalmazkodnak, illetve az ár „*rugalmatlansága*”, amikor a piaci ár nem teljes mértékben alkalmazkodik az egyensúlyi szinthez (Dhyne et al., 2009). Az egységes piac további mélyülése – az erősebb verseny és a fogyasztók alacsonyabb



ár és jobb minőség iránti kereslete következtében – várhatóan hatást gyakorol a vállalatok közötti árrugalmasság alakulására.<sup>8</sup> Az így keletkezett nagyobb reziliencia megerősíti a gazdaság sokkabszorpciós képességét.

Az aggregált, illetve a relatív árrugalmasság eltérő csatornák révén eredményeznek makrogazdasági hatásokat.

A mélyebb egységes piac új egyensúlyi állapotában a monetáris unió makroökonómiai stabilitása a megnövekedett aggregált árrugalmasság eredményeképpen valószínűleg javul, ha az árak gyorsabban alkalmazkodnak a megváltozott gazdasági feltételekhez és hatásokhoz. A közös monetáris politika hatékonyabb transzmissziója válik lehetségessé.

A relatív árrugalmasság még fontosabb, mint az aggregált, mivel az erőforrások reallokációját indukálja. A termékek és szolgáltatások relatív árát a relatív (marginális) termelési költségek és árrepek (*mark ups*) befolyásolják.<sup>9</sup> Az integráció mélyülése mindkét tényezőre hatással lehet (Sauner-Leroy, 2003). A termelési költségek és árrepek a kereskedelmi akadályok eltávolítása és a termelési tényezők mobilitásának erősítése esetén csökkenhetnek. A termelési tényezők szabadabb mozgása előmozdíthatja az allokációs hatékonyság (amelynek révén a marginális költségek és a marginális hasznok közelebb kerülnek), illetve a termelési hatékonyság (amelynek révén alacsonyabb input mennyiséget használnak fel ugyanakkora mennyiségű vagy magasabb minőségű kibocsátáshoz), továbbá a dinamikus hatékonyság (amely az innovációt ösztönzi) nyereségét. A vállalati szintű árrugalmasságot ugyanakkor pénzügyi súrlódások korlátozhatják. Ha negatív sokk miatt jelentős mértékben romlik a belső likviditás, a vállalatok kisebb valószínűséggel csökkentik áraikat, hogy elkerüljék a költséges külső finanszírozást (Gilchrist et al., 2015).

A relatív árrugalmasság, éppen úgy, mint a helyreállítás sebessége, kettős szerepet játszik

a sokkabszorpciós kapacitás támogatásában. Egyrészt a rugalmasabb relatív ár az ágazatot érintő legkeményebb sokkok esetében segítséget nyújthat a kibocsátási (illetve a foglalkoztatási) veszteségek abszorpciójához, a relatív árak csökkenése révén ösztönözve az érintett termék keresletét. (Árrugalmasság hiányában a kereslet csökkenését – ha szabályozás nem tiltja – teljes mértékben a mennyiségi alkalmazkodás nyeli el.)

Másrészt a relatív árrugalmasság alapvető feltétele az erőforrások ágazatok közötti reallokációja támogatásának. A verseny és a relatív árrugalmasság a fellendülés időszakában túlzott (fenntarthatatlan) növekedést teljesítő ágazatokban (például az építőipar, illetve a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő javakat előállító ágazatok esetében) az erőforrások reallokációját erősítő jelzéseket és ösztönzést nyújt a fenntartható növekedési potenciállal rendelkező ágazatok irányában.<sup>10</sup> Egyes esetekben az árrugalmasság súlyosbíthatja a ciklikus kilengéseket. Ilyenkor más politikákra van szükség a túlzott egyensúlyhiány megelőzésére.

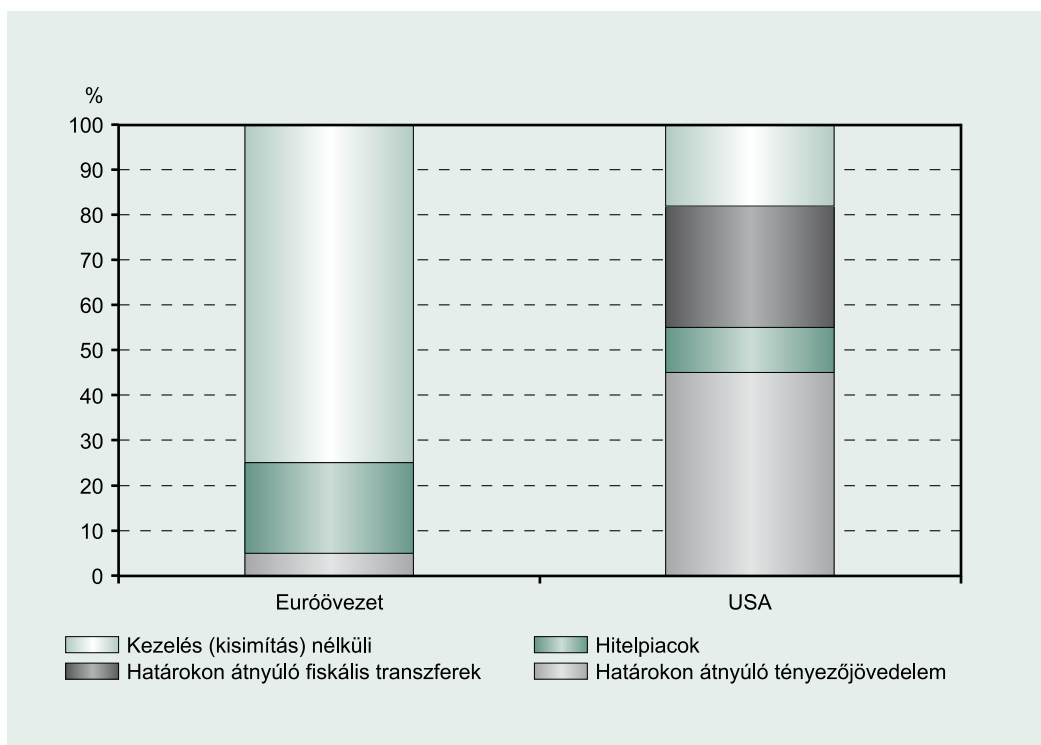
Hozzáférhető bizonyítékok szerint az árak még nem eléggé rugalmasak az euróövezeti tagállamok gazdaságának valamennyi ágazatában. Például *Dhyne et al.* (2009) szerint a szolgáltatások árai kevésbé gyakran alkalmazkodnak, mint a feldolgozóipari termékek árai. Ez a kevésbé intenzív versennyel vagy a bérek költségstruktúrában játszott szerepével magyarázható. *Vermaulen et al.* (2012) szerint az euróövezetben a termelői árváltozások észrevehetően kisebbek, mint az Egyesült Államokban. *Jolles, Meyermans, Kostolemis* (2018) empirikus vizsgálatai szerint az 1995–2017 közötti időszakban a nemzetközi versenyben erősebben érintett piaci szektorban (elsősorban a feldolgozóiparban) az árrugalmasság szorítása a legkisebb a nominális egységnyi munkaköltség változásával szemben. (A nagy válság előtt, illetve azután egyaránt.)

Az árak zavartalan alkalmazkodása fontos a versenyképesség előmozdításában. Előmozdítja, hogy a munkaköltségek változása megjelenjen a fogyasztói árak alkalmazkodásában (ECB, 2016). Az árrugalmasság alacsonyabb az euróövezetben, mint az Egyesült Államokban. Különösképpen az árak szabályozása esetében (Dhyne et al., 2009; Alvarez et al., 2005). A gyors árreakciók különösen az inflációs különbségek mérséklése tekintetében lényegesek. E differenciák a reálkamatlábra gyakorolt hatásaik miatt megnövelik a sokkok hatását. A határon átívelő tevékenységek akadályai – így az adózás különbségei vagy bizonyultsága – növelhetik a vállalatok országok közötti diverzifikációját, csökkentve az egyedi gazdaságok sokkjai iránti kitétséget.

A pénzpiacok a tőkepiaci kockázatmegosztás, illetve a fogyasztás és a termelés hitelnyújtás útján történő kisimítása révén képesek a sokk hatásainak tompítására. A 4. ábra szerint az országok közötti tulajdonmegosztás (equity holding) és a hitelpiacok révén történő sokkabszorpció az euróövezetben alacsonyabb, mint az Egyesült Államokban (EC, 2016). A 4. ábrán a „kisimítás nélküli” rész jelzi a fogyasztást érő sokk nagyságát. Az euróövezetben a GDP 1 százalékos csökkenése a fogyasztás kb. 0,8 százalékos csökkenéséhez vezet, míg ugyanez az arány az Egyesült Államokban csak 0,2 százalék. A 4. ábrán a többi sáv a hitelpiacok (határon átívelő hitelfelvétel), a fiskális transzferrek, a tőkepiacok és a munkajövedelem révén történő kockázatmegosztás hozzájárulását mu-

4. ábra

**KOCKÁZATMEGOSZTÁS AZ EURÓÖVEZETBEN ÉS AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN**



Forrás: Nikolov (2016)

tatják a sokkelnyeléshez. A tőkepiacok és hitelpiacok az aszimmetrikus sokkok 6 százalékánál kevesebbet abszorbeálnak az euróövezeti GDP-t érintő sokkokból. Az Egyesült Államokban alapvetően eltérő a helyzet e tekintetben: a tőkepiacok a fő abszorpciós csatornák.

A gyenge bankszektor prociklikus hitelszűküléshez vezethet a visszaesés időszakában (lásd 5. ábra). Az egészséges, a közös euróövezeti sokkok hatékony abszorpciójára képes pénzügyi rendszer a monetáris politika transzmissziójának fontos tényezője. A kamatok és a likviditásra vonatkozó előírások változtatása révén hatékonyan kezelheti az euróövezetre általánosan kiterjedő sokkokat. Éppen ezért fontos a jól tőkésített bankszektor kiépülé-

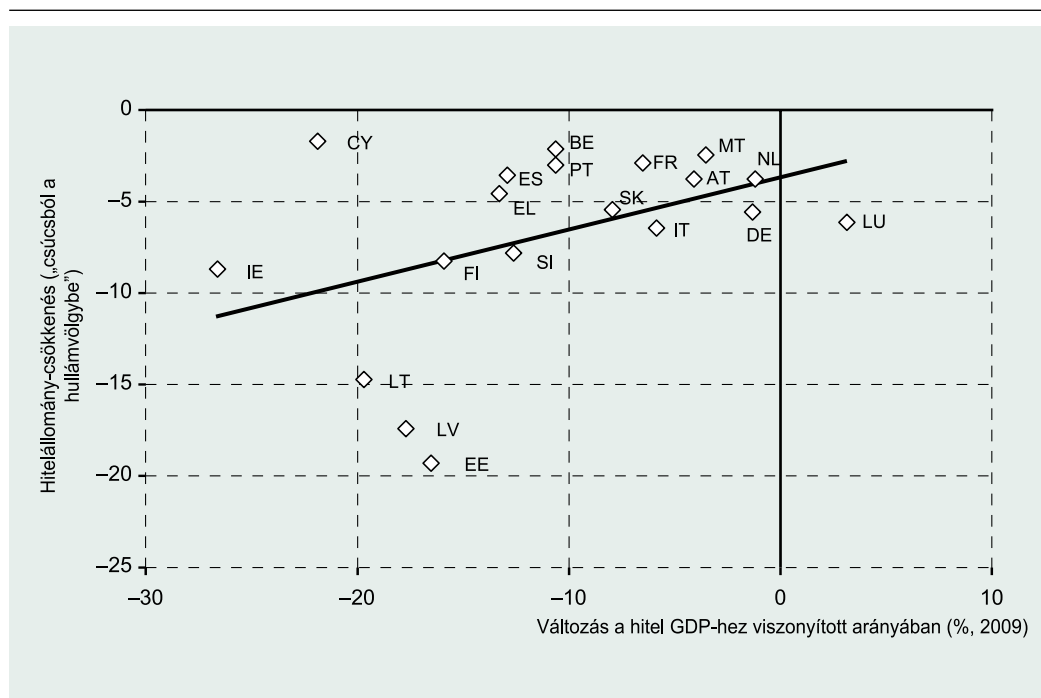
se lehetőségének a megteremtése. A bankszektor mellett a részvényfinanszírozás elterjedtebb használata is növelheti a rugalmasságot.

A határokon átívelő részvénytulajdonlás aránya az euróövezetben viszonylag kicsi, ám a krízis időszakában nem csökkent (Valiante, 2016). A tőkepiaci unió létrehozását célzó intézkedések prioritást képeznek. Azok hozzájárulhatnak, hogy az életképes vállalkozások megőrizték a recessziós időszakban a finanszírozáshoz történő hozzáférésüket és a pénzügyi eszközök határokat átívelő tulajdonlása révén erősítsék a sokkok abszorpcióját.

A jól működő munkapiaci intézmények mérsékelhetik a foglalkoztatási sokkok hatását. Fontosak a versenyképesség érvényesülése

5. ábra

### PROCIKLIKUS HITELMEGSZORÍTÁS AZ EURÓÖVEZETBEN



Megjegyzés: (1) Csúcsból a hullámvölgybe” hanyatlás: a 2007. vagy a 2008. évi reál GDP maximális szintje és a 2009. évi szintje közötti százalékos különbség. (2) A hitel GDP-hez viszonyított aránya: nem konszolidált magánszektor hitelállományának a változása. (3) A hitelállomány csökkenése a GDP arányában magasabb volt a legutóbbi válság időszakában nagyobb GDP-csökkenést elszenvedő tagállamok esetében.

Forrás: AMECO, EUROSTAT adatok

tekintetében is. A sokkal szembeni bértehetetlenség a munkanélküliség erőteljesebb növekedését okozhatja (Bakker, 2015). A sokkok hatásait tompító intézmények között kiemelt igényelnek a rugalmas munkaidőrendszerek és a rugalmas bérmegállapító mechanizmusok. Azok a foglalkoztatásra gyakorolt hatás mérséklésére képesek. (A rugalmas munkaidőrendszerek segítették az euróövezeti vállalatok alkalmazkodását és túlélését. Segítséget nyújtottak szakmunkásaik megtartásához a nagy recesszió kezdetén Ballaer et al., 2016.)

Végül a kormányzatok a sokkabszorpcióhoz az automatikus stabilizátorok révén is hozzájárulnak. Utóbbiak optimális működéséhez a költségvetési kiadásoknak megfelelő mér-

tékben érzékenynek kell lenniük a gazdasági ciklusra. A sokkok által leginkább érintettekre szükséges célozniuk. A 6. ábra szerint a költségvetési rugalmasság az egyes tagállamok között eltérő. Az automatikus stabilizátorok hatékonysága is különböző az egyes tagállamokban. A kisebb költségvetési rugalmassággal jellemezhető tagállamok is képesek lehetnek gazdaságuk stabilizálására. E mechanizmusok hatékony, a jövedelemvesztéseket mérséklő, egyúttal a keresletet támogató munkanélküli segélyrendszerekkel, valamint a fellendülési időszakban feltöltendő pufferek beépítésével tovább javíthatók. Életképes szociális biztonsági rendszerekhez is beépített pufferek szükségesek. Azok révén képe-

6. ábra

### A KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG FÉLRUGALMASSÁGA AZ EURÓÖVEZETBEN



Megjegyzés: A költségvetési egyenlegek rugalmassága tagállamonként változik, ami befolyásolja az automatikus stabilizációt.

Forrás: Mourre, Astarita, Princen (2014)

sek elnyelni a váratlan sokkokat. Rugalmatlan kiadásokat tartalmazó költségvetés a sokkabszorpcióban nagyobb teret enged a diszkrecionális politikai akcióknak.

## HELYREÁLLÁSI KÉPESSÉG

Valamely sokk után a gazdasági helyreállítás a termelési tényezők zavartalan reallokációját követeli meg a magasabb növekedési potenciállal rendelkező tevékenységekbe. A helyreállási (kilábalási) képesség lényeges mértékben befolyásolja: mennyire tartósak a sokkok gazdaságra gyakorolt hatásai. A korábbi helyzethez történő gyors visszatérés kapacitását tükrözi, ha a sokk hatásai csak ideiglenesek, illetve a produktív erőforrások – termék- és munkapiaci rugalmasságot tükröző – zavartalan reallokációja megy végbe.<sup>11</sup> A szükséges alkalmazkodás, illetve reallokáció mértéke a sokk típusától függ. Tartós sokkok az erőforrások szignifikáns reallokációját igénylik. Minél gyorsabb e folyamat, annál erőteljesebb lehet a helyreállítás is.

Az egységes piac és a GMU e reallokációt különböző módokon befolyásolhatja. Egyrészt az úgynevezett „keretfeltételek” az allokációs hatékonyságot a határokon át javítják. Az egyedi termékpiacok specifikus jellemzői (tényezőinputok, kereslet és piaci struktúra) is közvetlen hatást gyakorolnak a rövid távú reallokációra.

A termelési tényezők reallokációját befolyásoló keretfeltételek két fő csoportra bonthatók. Egyrészt a vállalatok belépésére, növekedésére, hanyatlására és megszűnésére, másrészt a vállalati működés üzleti környezetére ható tényezőkre (infrastruktúra minősége, beszerzési szabályok, korrupció stb.).

Lényeges feltételt képeznek az új cégek piacra lépésének a feltételei. Az új vállalkozások megindításához szükséges eljárások hosszúsága (a szükséges napok száma) 2008 és 2016 kö-

zött számos tagállamban jelentősen csökkent. (Spanyolország esetében 33 nappal, Litvánia esetében 22,5, Szlovákiánál pedig 13 nappal.) Ugyanakkor a vállalkozás megkezdéséhez szükséges napok száma jelenleg is lényegesen eltér egyes tagállamok között. (Máltán 28 nap, Ausztriában 22 nap, Portugália esetében 2,5 nap, Észtországban és Litvániában pedig 3,5 nap, WEF Versenyképességi Adatbázis, 2017.)

Az üzleti környezet javítása nagymértékben megkönnyítette a vállalatok belépését (EC, 2017). Az egységes piaci reformok – egyebek között – a befektetési akadályok megszüntetését, a közigazgatás minőségének emelését, a szabályozás kiszámíthatóságát, továbbá a mélyebb és jobban integrált tőkepiacok erősítését tartalmazzák. Ugyanakkor még mindig jelentős különbségek maradtak fenn az üzleti szabályozás és a közigazgatás minősége területén (Canton, Petrucci 2017).

Lényeges a fizetéseképtelenséget kezelő rendszerek (*insolvency frameworks*) hatékony és eredményes működése, továbbá a vállalkozás újraindításának (ez az úgynevezett második esély, *second chance*) lehetősége a vállalkozók számára az erőforrások átstrukturálásához. A hatékony fizetéseképtelenségi rendszerek különösen erősíthetik a sokkok utáni helyreállást. A startup-ok fellendülhetnek, például amikor a tőkejavak (pl. az ingatlanok) a csődbe jutott vállalatoktól alacsony áron megszerezhetőek (különösen csökkenő irányzat időszakában). Az új vállalkozások növelhetik a szolgáltatásokra és közbülső termékekre irányuló keresletet. Utóbbi új startupokat támogathat.

Lényeges különbségek tapasztalhatók a fizetéseképtelenség rendezéséhez szükséges idő nagyságában: az írországi fél évtől a szlovákiai négy évig. A sikertelen vállalkozók is erős preferenciát mutatnak a további vállalkozási tevékenység iránt. Ugyanakkor azt gyakran a szabályozási keretrendszer komplexitása korlátozza. Mindez integrált megközelítést igényel a szabályozó rendszer javítása, a vállalko-

zói képességek élethosszig tartó tanulás révén történő erősítése, továbbá a jó-, illetve a rossz-hiszemű vállalkozók rendszerszintű felismerése tekintetében. A második lehetőség kiemelkedő feltétele a finanszírozáshoz történő hozzájárulás (Lásd Expert Group, 2015; EC, 2016).

A termelési tényezők széles körű hatékony reallokációját előmozdító szabályozási minőség jól működő jogrendszer, hatékony közigazgatást, a korrupció alacsony fokát (beleértve a közbeszerzést), magas minőségű infrastruktúrát és hatékony szellemi tulajdonjogi rendszert feltételez (Lásd Sondermann, 2016).

A jelzett területek reformjai komplexitást, további pénzügyi integrációt igényelnek. A jól működő pénzpiacok különösen fontosak az erőforrások reallokációja és újrendezése tekintetében (például erős innovációs potenciállal rendelkező új vállalkozások, kis- és középvállalkozások finanszírozása). A pénzügyi súrlódások pedig gátolhatják – főképp kis vállalkozások esetében – a reallokációt. Mindez a bank- és tőkepiaci unió fejlesztésének, illetve a nemteljesítő hitelek aránya további csökkentésének az igényét húzhatja alá.

A jól működő munkapiacok, szociális és ellátó rendszerek az aktív munkapiaci politikákkal együtt a zavartalan alkalmazkodáshoz szükséges, jól képzett munkaerő biztosításához járulhatnak hozzá. Fontos követelmény a munkafeltételekben történő verseny elkerülése. A szociális dömping a tisztességes versenyt és az erőforrások hatékony allokációját veszélyeztetné.

Ágazatspecifikus feltételek is hozzájárulhatnak az erőforrások reallokációja lehetőségéhez, befolyásolva a vállalatok belépési döntését az érintett konkrét ágazatba. A reallokációs akadályok gazdasági hatásai az egyes ágazatokban a szektor nagyságától és a multiplikációs lehetőségektől függenek. A mélyülés a hálózati iparágak számára sokk után erős gazdasági helyreállást előmozdító potenciált eredményezhet. (Adottnak tekintve a becsült, viszonylag erős multiplikátorhatást.<sup>12)</sup>

Az ágazatspecifikus szabályozások monitorizálása<sup>13</sup> a piaci struktúrát és a vállalati magatartást befolyásoló szektorspecifikus tényezők azonosítását segítheti. Az előbbiekről lévén végezett áttekintés szerint néhány ágazat (így a telekommunikáció és a légi közlekedés), nagyrészt az EU-ban elért, messze ható liberalizálás eredményeképpen nyitott a verseny iránt. Ugyanakkor a nyitottság és a verseny más ágazatokban (pl. a szakmai szolgáltatásokban) erősítésre szorul (Pelkmans, 2016).

A versenyt erősítő és üzletbarát környezetet nyújtó termékpiacon intézmények új aktorok gyors belépését és a nem hatékony vállalatok kilépését teszik lehetővé. Ezek az intézmények a reallokáció erősítése tekintetében a kilábalási folyamat során különösen lényegesek. A termékpiacon szabályozások és a rugalmatlan gazdasági intézmények a sokkokkal szembeni rugalmasságot csökkenthetik (Pelkmans et al., 2008; Canova et al., 2012; Sondermann, 2016). A kevésbé korlátozó termékpiacon szabályozást, jó üzleti klímát fenntartó tagállamok normális esetben erősebb helyreállást tapasztalnak (Ciuluc, Kyobe (2017)). A piacralépés és a verseny hiánya a gazdasági fellendülés idején védi a profitrészt. Ezáltal egyensúlyhiányok kiépülését mozdíthatja elő és akadályozza a produktívabb ágazatok reallokációját (Praet, 2014). Számos intézkedés szolgálja a belépés könnyítését és az új vállalatok bővülését. Lényeges a közigazgatás minőségének erősítése és az ágazati szabályozás (pl. a kiskereskedelem és a szakmai szolgáltatások területén) korlátozása. A hatékony jogrendszer támogatja az üzleti dinamikát. Előmozdítva a szerződéses teljesítést, illetve a hatékony inszolvenciarendszerek kiépítését. Utóbbiak lehetővé teszik az életképtelen vállalatok megszűnését és az erőforrások gyors piaci átcsoportosítását.

A munkapiac alkalmazkodás is alapvető a munkavállalók új lehetőségekhez történő zavartalan átsegítése tekintetében. A túlzottan védett munkapiaccal rendelkező

tagállamok a foglalkoztatási szintek lassabb helyreállását tapasztalhatják (ECB, 2015). A korlátozó foglalkoztatottvédelmi szabályok növelik a felmondási költségeket, akadályozhatják a hatékonyabb vállalatokat az új munkavállalók felvételében. Ez munkapiaci dualizmushoz vezethet. Többszörösen negatív következményekkel, beleértve az emberi tőke felhalmozására irányuló ösztönzést. A rugalmas foglalkoztatottvédelmi szabályok megkönnyítik a foglalkoztatottnak történő felmondást rossz kilátások esetén, s magasabb minőségű szerződéseket nyújtanak mindenki számára fellendülés esetén. Mindezt megfelelő szociális biztonsági hálóval és aktív munkapiaci politikával egészíthető ki a termelékenyebb tevékenységek körében megjelenő új lehetőségek megragadása érdekében. A munkamobilitás a GMU-ban az alkalmazkodás releváns, növekvő fontosságú csatornája (Arpaia, Kiss, Pálvölgyi, Turrini 2016). A társadalombiztosítási ellátások mobilitása előmozdíthatja a munka mobilitását. Az oktatás és a továbbképzés is fontos szerepet töltenek be a munka reallokációs folyamatában.

A pénzügyi piacok szignifikáns szerepet játszhatnak a helyreállítás támogatásában. A finanszírozás hozzáférést biztosíthatják a legtermelékenyebb és pénzügyileg életképes vállalatok számára a reallokációs folyamatban. A magas államadósság és a magánadóssági szintek nemcsak sebezhetőséget jelentenek, hanem általában alacsonyabb ütemű helyreállással járnak együtt. A nem teljesítő hitelek helyzetének gyors rendezése erőforrásokat szabadíthat fel termelékeny célokra. A diverzifikált pénzügyi környezet, beleértve a fejlett kötvénypiacokat és a vállalkozói tőkeberuházásokat, a dinamikus vállalatok finanszírozását és növekedését támogatja.

A gazdasági helyreállítás előmozdításához visszaesés esetén elkerülendő a termelékeny kapacitások elvesztése. A növekedésbarát közkiadások, közöttük az állami beruházások és az

aktív munkapiaci politikák a ciklus során megőrzendők. A kiadások áttekintése és felülvizsgálata elősegítheti a hatékony allokációt és a növekedésbarát költségvetési döntéseket.

Az empirikus elemzés szerint jelentős különbségek vannak az euróövezeti tagállamok abszorpció, illetve helyreállási kapacitása tekintetében. E két kapacitás tekintetében nyújtott teljesítmény nincs szükségképpen teljes szinkronban egymással. Például panel regressziós eredmények szerint közös sokk esetén az erős kereskedelmi nyitottság gyengíti az abszorpció kapacitást, mivel a közös sokk az exportpiacokat is hátrányosan érinti. Ugyanakkor a nemzetközi kereskedelem iránti erősebb nyitottság gyorsabb helyreállást indukálhat (Jolles et al., 2018).

A nemzetközi kereskedelem tekintetében a nyitottabb gazdaságoknál különösen lényeges az abszorpció kapacitást erősítő politikák és reformok továbbvitele és elmélyítése. A prudens fiskális politikák, a jobban működő automatikus fiskális stabilizátorok, a jól működő bankunió és a kockázat megosztását növelő tőkepiaci unió egyaránt kiemelt igényeknek.

## MÉLYÜLÉS, REZILIENCIA, STRUKTURÁLIS REFORMOK (NÉHÁNY KÖVETKEZTETÉS)

A gazdasági reziliencia három dimenzióban (sebezhetőség, abszorpció, helyreállítás) történő értelmezése segítséget nyújthat a ható tényezők, illetve lehetséges támogató politikai területek azonosítására.

Az integráció további mélyülése a termékek és a szolgáltatások piaci esetében – a diverzifikált exportpiacok és intermedier erőforrások révén – a tagállamok sokkokkal szembeni sebezhetőségének a csökkenéséhez vezethet. A mélyülő gazdasági integráció erősíti a relatív árak rugalmasságát. Fékezheti az üzleti ciklus ingadozását a kibocsátásban és a foglalkoz-

tatásban. Ezért a tagállamok sokkabszorpciós kapacitása növekedhet.

A sokk az erőforrások reallokációját igényli a fenntarthatatlan növekedést megvalósító területek felől a fenntarthatóbb növekedési potenciált képező területek irányában. A további mélyülés az erőforrások gyorsabb reallokációja révén várhatóan a gazdaság sokk utáni gyors helyreállási kapacitását is erősítheti.

A termékek és szolgáltatások belső piaca mélyítését a további részpiacoknak (tőke- és munkapiacok) szükségképpen követniük szükséges. Különösen lényeges a bankunió teljes kiépítése és a tőkepiaci unióban történő jelentős előrehaladás. A munkapiac és a szociális politika további erősítése a flexicurity (rugalmas biztonság) elvek mentén szintén alapvető jelentőségű. Egyidejűleg segítheti a változások társadalmi elfogadhatóságát.

A sebezhetőség minimalizálása érdekében a sokkoknak történő kitettséget mérséklő preventív politikák szükségesek. Azok előmozdítása is alapvető cél a makrogazdasági egyensúlyhiány-eljárás (MIP) és a fiskális szabályok preventív ága esetében. Az abszorpció javításához a sokkok hatását minimalizáló azonnali reakció szükséges (az állam, a pénzügyi és a nem-pénzügyi ágazatok révén). Aláhúzást igényelnek az automatikus stabilizátorok, illetve a fogyasztásmegtakarítások és hitelfelvétel révén történő kisimítása. Lényegesek továbbá az alkalmazkodást, illetve a reallokációs folyamatokat tartósabb sokkok esetében előmozdító politikák. A legutóbb említett folyamatok azonban nagymértékben összefüggenek az érintett tagállamok intézményi struktúrájával is.

Az 1. táblázat a gazdasági rezilienciát annak három fő dimenziójában, a befolyásoló pénz-, termék- és munkapiaci, illetve a közszektoron belüli feltételekkel<sup>14</sup> együtt tekinti át.

Az euróövezeti tagállamok között a reziliencia tekintetében jelentős különbségek állnak fenn. Nem lehet alkalmazható az „egyetlen méret jó mindenkire” (*one size fits all*) meg-

közelítés. Az országspecifikus szakpolitikai megoldások kialakítása és a legjobb gyakorlatok megosztása széles tartományban lehetséges.

A legutóbbi pénzügyi és gazdasági válság világosan megmutatta az euróövezet sebezhetőségét. A tagállamok sokkabszorpciós, illetve alkalmazkodási képességének hiányai szembe tűnők voltak. A visszaesés mértéke döntően e kapacitások, illetve a fizetési mérleg és az ingatlanpiaci buborékokkal összefüggő problémák alapján alakult. Súlyos, komplex sokk után nagy és tartós kibocsátáscsökkenés következett be. A kialakuló egyensúlyhiányok kezelése jellemzően növelte az államadósságokat. E folyamat az állam és a bankok közötti visszaesetolási hurkon keresztül a tagállamok között tovagyrúzó hatásokat eredményezett. Mindez az euróövezet egészének a stabilitását veszélyeztette. A tagállamok között több dimenziót tekintve is *divergencia* kezdődött.

A pénzügyi és gazdasági – éppen úgy, mint a Covid-19 – válság rávilágított a GMU-ban a gazdasági reziliencia erősítésének jelentőségére. A reziliens gazdasági struktúrák megakadályozhatják, hogy a gazdasági sokkok szignifikáns és tartós hatást gyakoroljanak a jövedelmi és foglalkoztatási szintekre, ezzel csökkenthetik a gazdasági hullámzást.

Mindez különösen fontos a monetáris unióban, ahol korlátozottan állnak rendelkezésre a szignifikáns gazdasági események hatásai kezelésére alkalmas gazdaságpolitikai eszközök. Az egyes tagállamok között az inflációs különbségek fokozhatják a reálkamat-különbségeket. E differenciák a gazdasági fellendülés túlfűtése révén megnövelhetik a sokkokat.

A reziliens gazdaságok képesek a veszélyes sebezhetőségek elkerülésére. Hatékonyabban tudják kezelni a sokkokat. Mindez hozzájárulhat a fenntarthatatlan fellendülések megelőzéséhez és a recesszió mélységének a csökkentéséhez. Hatékony módon mérsékelheti a legutóbbi krízis során az euróövezetben is tapasztalt erős tovagyrúzásokat.



**A REZILIENCIÁRA HATÓ TÉNYEZŐK RENDSZEREZÉSE**

	<b>Sebezhetőség</b>	<b>Abszorpció</b>	<b>Helyreállítás</b>
Pénzügyi szektor	Mérlegalkalmazkodás és kockázatvállalás	Jól működő monetáris transzmisszió	Az életképes bankok hatékony megmentése
	Háztartások adóssága, jelzáloghitele	Egészséges bankágazat, ami lehetővé teszi a háztartások és vállalatok számára a jövedelem kismítást	Eljárás a nem teljesítő hitelek (NPL-ek) gyors leépítésére
	Vállalati adósság Bank – állam közötti rossz visszacsatolás kezelése	Mély, a diverzifikáció és a tulajdonosi kockázatmegosztás lehetőségét nyújtó tőkepiacok	
Termékpiacok / üzleti környezet	A gazdaság diverzifikációja	Árrugalmasság	Üzleti szabályozás
		Jól működő belső piac, ahol a vállalatok diverzifikálhatják a kockázatot (pl. az export növelésével, ha a hazai kereslet gyengül)	Verseny – belső piac Inszolvencaeljárás Jogszolgáltatás
Munkaerőpiac		Reagáló bérek	Jól működő (szerződéses) alkumechanizmus
		Jól működő (szerződéses) alkumechanizmusok	Emberi tőke
		Rugalmas munkaidőrendszerek	A munka reallokációja a termelékenyebb vállalatokhoz, ágazatokhoz, amelyek lehetőleg aktív munkapiaci politikát támogatnak  Munkaerő-mobilitás/nyugdíj tagállamok közötti átvitelének jogi lehetősége, hordozhatósága
Közszektor	Államadósság és szolvencia kockázat	Megfelelő automatikus stabilizátorok, költségvetési mozgástér azok alkalmazásához	Növekedésbarát közkiadások a ciklus során
	A közpénzügyek hosszú távú fenntarthatósága	Fenntartható és jól célzott szociális biztonsági rendszerek	
Adózás	Adósságtorzulás az adóztatásban, a vállalati és a háztartási adósságnak kedvező adóssájtósságok  Adóváltozások bevezetése a háztartások magas ingatlanpiaci hitelfelvételi szintje csökkentése érdekében	Különbségek és komplexitások a vállalati adózásban bonyolulttá teszik a vállalatok számára a kockázatok diverzifikálását a határokon átvitelő tevékenységek során	Munkakinálat-barát adórendszer

Forrás: Giudice, Hanson (2018)

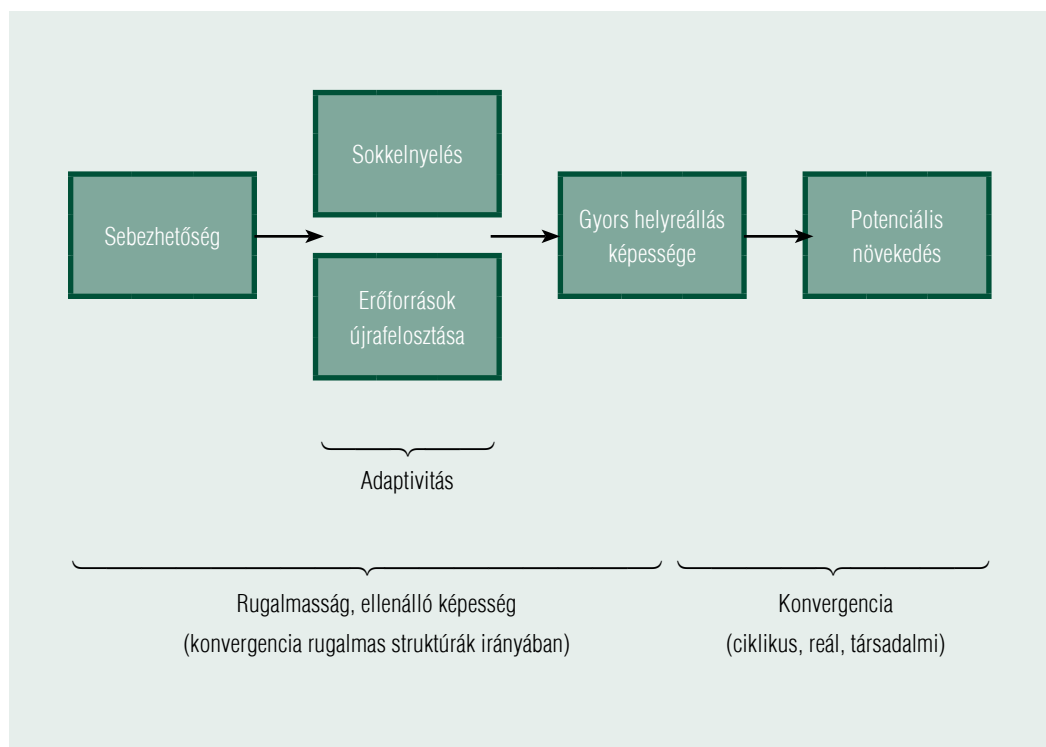
A gazdasági reziliencia a GMU rendszerében a (ciklikus, reál, illetve szociális) konvergencia szükséges, de nem elégséges feltétele (lásd 7. ábra). A 8. ábra a gazdasági reziliencia koncepciójának lényegét tükrözi. Adott sokk esetében a reziliens gazdaságban a potenciálistól kisebb eltérés hatása tapasztalható a kevésbé rugalmas gazdasághoz képest, s gyorsabban állhat helyre potenciáljának szintjére. A reziliens gazdasági struktúrák konvergenciája a két gazdaság között közeledést kíván meg a sokkokkal szembeni sebezhetőséget, illetve a reakcióképességet illetően, függetlenül a két gazdaság között egyébként fennálló strukturális különbségektől. A reziliencia révén az érintett tagállamok csak viszonylag rövid ideig süllyednek recesszióba, s hosszabb távon po-

tenciális pályájuk mentén tovább növekednek (8. ábra). A reálkonvergencia rövid távon a gazdaságok rugalmasságától és alkalmazkodóképességétől függ. A reziliens gazdasági struktúrák erősítése tekintetében kulcsfontosságú területeken, így a munkapiacok, a versenyképes termékek és szolgáltatások piaca területén különféle politikák egyaránt hasonlóan jó teljesítményhez vezethetnek. Fontosak lehetnek az országspecifikus megoldások (Berti, Meyermans 2017).

Közép- és hosszú távon a növekedési potenciált meghatározó tényezők (munka, fizikai és emberi tőke stb.) döntő jelentőségűek (lásd 7. ábra). Minél kevésbé szakítják meg a trendnövekedést sokkok, annál gyorsabban növekednek és zárkóznak fel a gazdasági partnereikhez.

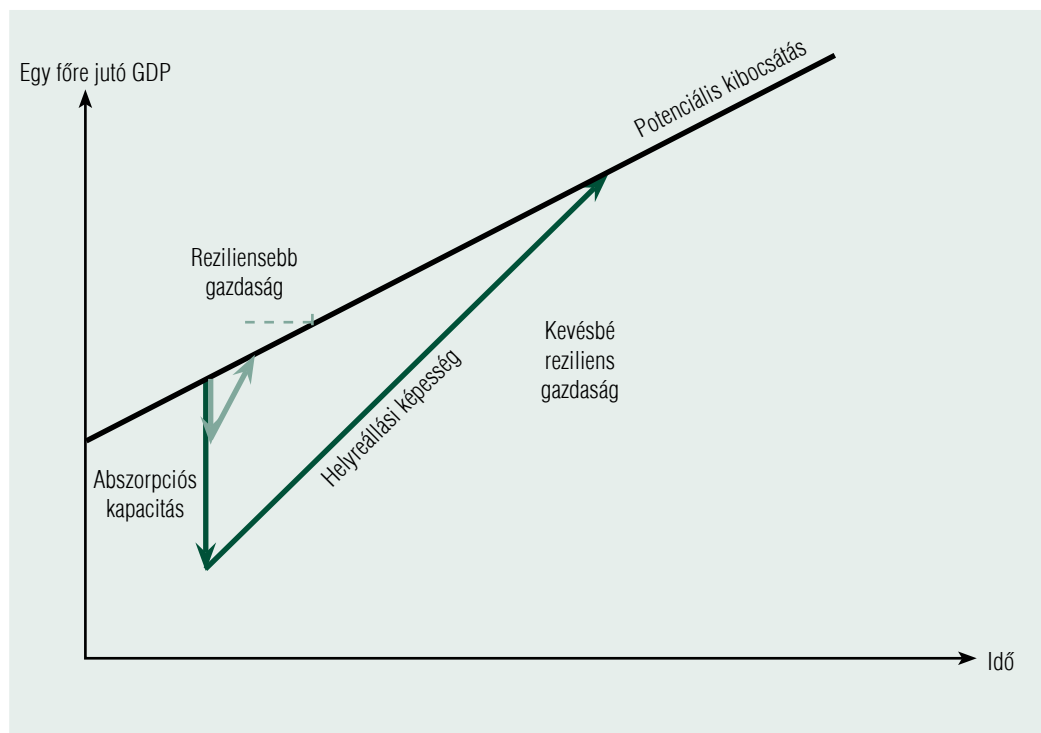
7. ábra

### A GAZDASÁGI REZILIENCIA ÉS A KONVERGENCIA RENDSZERE



Forrás: DG ECFIN, idézi: Giudice, Hanson, Kontolemis (2018)

**GAZDASÁGI REZILIENCIA ÉS A KILÁBALÁS SEBESSÉGE**



Forrás: Halmai (2019)

E konvergencia folyamat fenntarthatóságának fontos feltétele a társadalmilag elfogadható jövedelemeloszlás.

A reziliencia erősíti a ciklikus konvergenciát és az egységes monetáris politika hatékonyságát. A fenntarthatatlan fellendülések és az azokat követő mély, tartós recessziók megakadályozása segítheti a tagállamokban az üzleti ciklusok szinkronizálását. Az egységes monetáris politika a monetáris unióban kevésbé hatékony, ha a tagállamok a gazdasági ciklus különböző szakaszaiban helyezkednek el, vagy – összefüggésben egyes tagállamok korlátozóbb magatartásával – szignifikánsan eltérő inflációs rátájuk. Egyes országok a krízist megelőzően erős fellendülést tapasztaltak, amelyet utóbb mély recesszió követett. Mind-

azonáltal az üzleti ciklus az euróövezetben növekvő mértékben szinkronizálttá vált. Az egyes tagállamok a politikai konvergencia és a reál-gazdasági integráció következtében a korábbinál gyakrabban helyezkednek el a ciklus azonos szakaszában.

A reziliens gazdaságok kedvezőbb hosszú távú növekedési teljesítményre képesek. A kelő rezilienciával nem rendelkező tagállamok a hosszú távú növekedés és a társadalmi kohézió területén egyaránt tartósan kedvezőtlen irányzatokkal szembesülhetnek (lásd 8. ábra). Az euróövezetben a reálkonvergencia legutóbbi években tapasztalt hiánya egyértelműen jelezheti: a kialakuló hatások nemcsak az egyes tagállamokon belüli, hanem az euróövezeti tagállamok közötti konvergencia tekinteté-

ben is lényegesek. A reziliens gazdasági struktúrák hozzájárulhatnak a mély recessziók szociális következményeinek mérsékléséhez. A hatékony munka- és termékpiacok pozitív foglalkoztatási hatásai és az aktív munkapiaci politikák kombinációja, új lehetőségek, például az élethosszig tartó tanulás és a hatékony szociális biztonsági háló lehetősége egyaránt pozitív szociális eredményeket segíthetnek elő.

A reziliens gazdaságok képesek ideiglenes sokkok (hitelválság, a kínálat megrendülése) elviselésére. Ugyanakkor permanens sokkok (pl. a hazai ágazatok külső versenyképessége tartós gyengülése) bekövetkezésekor a gyors alkalmazkodáshoz mozgósítható erőforrásokra (munkaerőre és tőkére) van szükség.

A munka- és termékpiaci szabályozás mindkét dimenzió tekintetében lényeges. Az IMF-ben folytatott kutatások eredményei szerint az elmúlt négy évtizedben a mély recessziók kisebb és kevésbé tartós kibocsátási veszteséget eredményeztek a munka- és termékpiaci szabályozásukat megreformáló gazdaságokban, mint ahol e reformokra nem került sor (Aiyar et al., 2019). A rugalmas *nemzeti* munkapiaci politikák, termékpiaci szabályozások és a vállalati fizetésektelenséget kezelő (inszolvencia) rendszerek az euróövezeti gazdasági rezilienciát erősíthetik. A rugalmasabb szabályozás gyorsabb munkaerőpiaci alkalmazkodást tehet lehetővé. Ugyanakkor a jól tervezett munkanélküliségi biztosítási rendszerek álláskeresési támogatással kiegészítve biztonságot nyújthatnak a munkavállalóknak. Éppen így a termékpiacok tekintetében az alacsonyabb adminisztratív akadályok és startup-költségek gyorsabb alkalmazkodás lehetőségét teremtik meg. A munka- és termékpiacok rugalmas szabályozása nagyobb szerepet játszik a gazdasági rezilienciában, mint az önálló nemzeti monetáris politika és a nominális árfolyam hiánya a monetáris unió tagállamaiban.

Németország jó példa lehet a 2008. évi pénzügyi és gazdasági krízis után. A nagy recesszió

ellenére a munkanélküliség alig növekedett. A vállalatok képesek voltak a munkaköltségek kiigazítására a bérek, illetve elsősorban a ledolgozott munkaórák, továbbá a kollektív alku és jóléti rendszerek változásai révén. A német gazdaság a jelzett reformok nyomán gyorsabban kilábal, mint több hasonló európai gazdaság.

Ugyanakkor a portugál és spanyol vállalatok jóval kevésbé voltak rugalmasak. Ezért számos ideiglenes álláshelyet kellett megszüntetniük, részben a szigorú foglalkoztatottvédelmi szabályok által védett állásokkal összefüggésben. Előbbiek miatt a munkanélküliség 2009-től drámai mértékben nőtt, tovább növelve a krízis hatását.

A hatékonyabb munkapiaci politikák nem jelentenek szükségképpen általános deregulációt és alacsonyabb védelmet mindenki számára. Az egyes tagállamok különféle, szociális preferenciáikat kifejező csomagokat tervezhetnek. Például az angolszász vagy a skandináv munkapiaci intézményi megközelítés egyaránt a szükséges rezilienciát nyújthatja. Mindkettőt korlátozott álláshelyvédelem jellemzi. Ám különböző szintű foglalkoztatottvédelmet és fiskális költségeket eredményeznek. A skandináv rendszer nagyvonalúbb munkanélküli támogatásra támaszkodik erőteljes munkakeresési segítséggel. Az erőforrások allokációja a globális pénzügyi és gazdasági krízis után kedvezőtlenebbül alakult a kevésbé hatékony és reziliens nemzeti inszolvenciarendszerekben, mint a magasabb minőségű rezsimek esetében.

Az egyes tagállamok gazdasági rezilienciájának növelésével a nemzeti szinten megvalósuló strukturális reformok is csökkenthetik az anticiklikus (nemzeti fiskális vagy közös monetáris) politikák terheit az euróövezeti gazdaságok stabilizálásában. A nagyobb nominális és reál rugalmatlanságok önmagukban érzékenyebbé teszik az érintett gazdaságokat a sokkokkal szemben. Mindez növeli az anticiklikus politikák iránti igényt. Ugyanakkor, ha valamely tagállamnak – például magas adósságte-

her következtében – korlátozott a fiskális mozgástere, a fiskális expanzió igénye gyengítheti a bizalmat. Utóbbi pedig akár meg is szüntetheti a fiskális ösztönzés várható expanzív hatásait, az adósságteher további növekedésével egyidejűleg. Mindez az euróövezeti gazdaságokban a további strukturális reformok igénye mellett a fiskális mozgástér megteremtésének igényét is aláhúzza.

A strukturális reformok további erősítése kulcsfontosságú az európai gazdaságban. E reformok egyrészt javíthatják a termelékenységet, a növekedési potenciált, a gazdasági konvergenciát. Másrészt – előbbiekkal is összefüggésben – makrogazdasági rezilienciát építe-

nek a jövőbeli lehetséges negatív irányzatokkal szemben. Utóbbi ugyancsak alapvető cél a növekvő bizonytalanságok, a növekvő globális és hazai kockázatok időszakában.

Az euróövezeti tagállamok sokkabszorpció, illetve sokkból történő helyreállítás területén nyújtott hasonló teljesítménye előmozdítja a közös politikák, így a monetáris politika hatékonyabbá válását. E strukturális konvergencia nem csak a jövedelem és a foglalkoztatás stabilitását növeli, hanem a hosszú távú növekedési potenciált is erősíti. Korlátozza a hiszterézis hatásokat, amelyek például a tartós munkanélküliséghez, a tőke korlátozottabb felhasználásához vagy akkumulációjához kapcsolódnak.

#### JEGYZETEK

- <sup>1</sup> A reziliencia a latin *resilire* (visszaugrik, visszazapattan) igéből származik. Az angol *resilience* szó jelentése rugalmasság, mozgékonyság, ellenállóképesség. Eredeti értelmében a kifejezés valamely tárgy tulajdonságára vonatkozik valamely aktív erőhöz viszonyítva. A reziliens tárgy tartósan nem deformálódik külső erő hatására. Ha a jelzőt emberre alkalmazzák, akkor reziliens az a személy, aki súlyos betegségekkel, sorscapásokkal és életkrízisekkel szembenézve is mindig újra feláll, bátran fogadja az életet, és rövid időn belül újabb perspektívákat dolgoz ki. Micheline Rampe német pszichoterapeuta és író e belső erő titkát R (azaz reziliencia) -faktornak nevezi.
- <sup>2</sup> A Google keresési gyakoriságában pedig az elmúlt években annak gyors emelkedését mutatja. 2016-tól hasonló szintű e kategória keresése, mint a fenntarthatóság fogalmáé (Brinkmann et al., 2017).
- <sup>3</sup> Az OECD elemzései szerint a sokkok tartóssabbnak bizonyultak a merev termék- és munkapiacokat fenntartó országokban. Lásd Duval,

Vogel (2008); Caldera-Sanchez, et al. (2016); Sutherland, Hoellen (2014).

- <sup>4</sup> A gazdaság szigorú sokkokkal szembeni sebezhetőségének a csökkentése az előzetes reziliencia, míg a sokk abszorpciójának és leküzdésének kapacitása az utólagos reziliencia formája.
- <sup>5</sup> Digitális gazdasági programok vonatkoznak az előállítók és a felhasználók közötti, termékekre és szolgáltatásokra irányuló, web-alapú közvetítők révén megvalósuló tranzakciókra. Lásd Tirole (2017).
- <sup>6</sup> A neokenesiánus modellekben a menüköltségek (azaz az árak megváltoztatásának a költségei) az árak rugalmatlanságának, következképpen az üzleti ciklusoknak is fontos tényezői (Mankiw, 1985). Ha az e-kereskedelem csökkenti az árak kiigazításának a költségeit, az üzleti ingadozások mérséklődnek. Az online árak a hagyományos bolti áraknál rugalmasabbak, ám még súrlódásokat mutatnak, lásd Gorodnichenko, Talavera, Sheremirov (2005).

- <sup>7</sup> Például túlzott beruházás az építőiparban.
- <sup>8</sup> A belső piac mélyülése előmozdítja a vállalatok közötti versenyt. Lehetővé teszi a tagállamok számára a komparatív előnyök teljesebb kihasználását. Mindez az erőforrások vállalatok és ágazatok közötti reallokációját igényli.
- <sup>9</sup> További tényezők lehetnek az árszabályozás, illetve a hozzáadottérték-adó.
- <sup>10</sup> Ha a gazdaságot állandó sokk éri, új egyensúlyhoz elvezető átmenet szükséges. Az a relatív árak változását és a termelési tényezők reallokációját követeli meg.
- <sup>11</sup> Az egységes piac rezilienciára gyakorolt hatásáról lásd Jolles, Meyermans (2018).
- <sup>12</sup> A világ input-output adatbázisa alapján az autonóm beruházások e szektorokban növelik az aggregált kibocsátást, ami a kezdeti beruházást közel kétszerese fölé emelheti.
- <sup>13</sup> Az OECD a szakmai szolgáltatások, a kiskereskedelem és a hálózati iparágak esetében a szektorális szabályozásokat kifejező indikátorok alkalmazását ajánlja.
- <sup>14</sup> Ez utóbbiak e tanulmányban nem kerülhettek elemzésre.

#### IRODALOM

- AIYAR, S., BLUEDORN, J., DUVAL, R., FURCERI, D., GARCIA-MACIA, D., JI, Y., MALACRINO, D., QU, H., SIMINITZ, J., ZDZIENICKA, A. (2019). Strengthening the Euro Area: The Role of National Structural Policies in Building Resilience. *IMF Staff Discussion Notes*, SDN/19/05, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-DiscussionNotes/Issues/2019/06/13/Strengthening-the-Euro-Area-The-Role-of-National-Structural-Reforms-in-Building-Resilience-46234>
- ÁLVAREZ, L. J., DHYNE, E., HOEBERICHTS, M. M., KWAPIL, C., LE BIHAN, H., LÜNNEMANN, P., MARTINS, F., SABBATINI, R., STAHL, H., VERMEULEN, PH., VILMUNEN, J. (2005). Sticky Prices in the Euro Area: A Summary of New Micro Evidence. *ECB Working Paper*, No. 563, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp563.pdf>
- AMADOR, J., CAPPARIELLO, R., STEHRER, R. (2015). Global Value Chains: A View from the Euro Area. *ECB Working Paper* No. 1761, <https://doi.org/10.2866/129062>
- ARPAIA, A., KISS Á., PALVOLGYI, B., TURRINI, A. (2015). Labour Mobility as an Adjustment Mechanism. *Quarterly Report on the Euro Area*, 14(1), pp. 19–25, [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/2015/pdf/qrea1\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2015/pdf/qrea1_en.pdf)
- BAKKER, B. B. (2015). Employment and the Great Recession: The Role of Real Wages. *IMF Working Paper* 15/229, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15229.pdf>
- BALLEER, A., GEHRKE, B., LECHTHALER, W., MERKL, C. (2016). Does Short-Term Work Save Jobs? A Business Cycle Analysis. *European Economic Review*, 84, pp. 99–122, <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2015.05.007>
- BERTI, K., MEYERMANS, E. (2017). Sustainable Convergence in the Euro Area: A Multi-Dimensional Process. *Quarterly Report on the Euro Area*, 17(3), <https://doi.org/10.2765/563455>
- BRINKMANN, H., HARENDT, CH., HEINEMANN, E., NOVE, J. (2017). *Economic Resilience. A New Concept For Policy Making? Inclusive Growth for*

- Germany. 11, Bertelsmann Stiftung, [https://www.bertelsmannstiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW\\_Economic\\_Resilience.pdf](https://www.bertelsmannstiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW_Economic_Resilience.pdf)
- CALDERA SÁNCHEZ, A., DE SERRES, A., GORI, F., HERMANSEN, M., RÖHN, O. (2016). Strengthening Economic Resilience: Insights from The Post-1970 Record of Severe Recessions and Financial Crises. *OECD Economic Policy Paper*, No. 20, <https://www.oecd.org/economy/growth/Strengthening-economic-resilience-insights-from-the-post-1970-record-of-severe-recessions-and-financial-crises-policy-paper-december-2016.pdf>
- CANOVA, F., COUTINHO, L., KONTOLEMIS, Z. (2012). Measuring the Macroeconomic Resilience of Industrial Sectors in the EU and Assessing the Role of Product Market Regulations. *European Economy Occasional Papers*, No. 112, [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp112\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp112_en.pdf)
- CANTON, E., MOHL, P., REUT, A., WARD-WARMEDINGER, M. (2016). How to Make The Economic and Monetary Union More Resilient? *Quarterly Report on the Euro Area*, 15(3), pp. 7–18, <https://doi.org/10.2765/548414> (print)
- CANTON, E., PETRUCCI, M. (2017). Ease of Doing Business in the Euro Area. *Quarterly Report on the Euro Area*, 16(2), pp. 21–29, <https://doi.org/10.2765/654421> (online)
- CULIUC, A., KYOBE, A. (2017). Structural Reforms and External Rebalancing, *IMF Working Paper*, WP/17/182, Washington, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/08/04/Structural-Reforms-and-External-Rebalancing-45155>
- COCHRANE, J. (1994). Shocks. *NBER Working Paper*, No. 4698, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w4698/w4698.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w4698/w4698.pdf)
- DHYNE, E., KONIECZNY, J., RUMLER, F., SEVESTR, P. (2009). Price Rigidity in the Euro Area – An Assessment. *European Economy Economic Papers*, No. 380, <https://doi.org/10.2765/38763>
- FRANKEL, J., ROSE, A. (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108(449), pp. 1009–1025, <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00327>
- FROHM, E., GUNNELLA, V. (2017). Sectoral Interlinkages in Global Value Chains: Spillovers and Network Effects. *ECB Working Paper*, No. 2064, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2064.en.pdf>
- GILCHRIST, S., SCHOENLE, R., SIM, J., ZAKRAJSEK, E. (2015). Inflation Dynamics During the Financial Crisis. *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, No. 2015–2012, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.012>.
- GIUDICE, G., HANSON, J., KONTOLEMIS, Z. (2018). Economic Resilience in EMU. *Quarterly Report on the Euro Area*, 17(2), pp. 9–15, <https://doi.org/10.2765/779042>
- GORODNICHENKO, Y., TALAVERA, O., SHEREMIROV, V. (2015). Wille-Commerce Make Prices More Flexible? *VoxEU*, <https://voxeu.org/article/e-commerce-and-price-flexibility-new-evidence>
- HALMAI P. (2019). Konvergencia és felzárkózás az euróövezetben. *Közgazdasági Szemle*, 66(6), 687–712. oldal, <https://doi.org/10.18414/KSZ.2019.6.687>
- HALMAI P. (2020). *Mélyintegráció. A Gazdasági és Monetáris Unió ökonómiaja*. Akadémiai Kiadó, Budapest
- JOLLES, M., MEYERMANS, E., KONTOLEMIS, Z. (2018). Economic Resilience, the Single Market

- and EMU: A Self-Reinforcing Interaction. *Quarterly Report on the Euro Area*, 17(1), pp. 7–22, <https://doi.org/10.2765/574193>
- JUNCKER, J.-C., TUSK, D., DIJSSSELBLOEM, J., DRAGHI, M., SCHULZ, M. (2015). The Five President's Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union. *Background Documents on Economic and Monetary Union*, [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf)
- KRUGMAN, P., VENABLES, A. (1996). Integration, specialization, and Adjustment. *European Economic Review*, 40, pp. 959–967, [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00104-2](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00104-2)
- LEHNDORFF, S., VOSS-DAHM, D. (2005). The Delegation Of Uncertainty: Flexibility and the Role of the Market in Service Work. In Bosch, G., Lehndorff, St. (eds) *Working in the Service Sector – a Tale from Different Worlds*. Routledge, London and New York, pp. 289–315, <https://0-library-oopen-org.catalogue.libraries.london.ac.uk/bitstream/handle/20.500.12657/24051/1006081.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- MANKIW, N. (1985). Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly. *Quarterly Journal of Economics*, 100(2), pp. 529–539, <https://doi.org/10.2307/1885395>
- MARTIN, R., SUNLEY, P. (2014). On the Notion of Regional Economic Resilience: Conceptualization and Explanation. *Journal of Economic Geography*, 15(1), pp. 1–42, <https://doi.org/10.1093/jeg/lbu015>
- MEYERMANS, E., UREGIAN, C., VAN CAMPENHOUT, G., VALIANTE, D. (2018). Completing the Capital Markets Union and its Impact on Economic Resilience in the Euro Area. *Quarterly Report on the Euro Area*, 17(4), pp. 27–39, EC DG ECFIN, Brussels, <https://doi.org/10.2765/862807>
- PELKMANS, J., ACEDO, L., MARAVALLE, A. (2008). How Product Market Reforms Lubricate Shock Adjustment in the Euro Area. *European Economy Economic Papers*, No. 341, <https://doi.org/10.2765/95969>
- PELKMANS, J. (2016). What Strategy for a Genuine Single Market? *CEPS Special Report*, No. 126, [https://www.ceps.eu/download/publication/?id=9231&pdf=CEPS\\_SR%20No%20126%20JP%20Genuine%20Single%20Market.pdf](https://www.ceps.eu/download/publication/?id=9231&pdf=CEPS_SR%20No%20126%20JP%20Genuine%20Single%20Market.pdf)
- PRAET, P. (2014). The Financial Cycle and Real Convergence in the Euro Area. *Speech at the Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies*. Washington DC., <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140410.en.html>
- PULAY GY. Z., SIMON J. (szerk.) (2019). A költségvetési előirányzatok rugalmasabb tervezésének és végrehajtásának lehetséges eszközei. Állami Számvevőszék Budapest, EL-1101-011/201, [https://www.asz.hu/storage/files/files/elemzesek/2019/rte\\_20190313.pdf?download=true](https://www.asz.hu/storage/files/files/elemzesek/2019/rte_20190313.pdf?download=true)
- ROSE, A. (2016). Measuring Economic Resilience to Disasters: an Overview. In *IRGC Resource Guide on Resilience*, Edited by EPFL International Risk Governance Center, Lausanne, v29-07-2016, <https://beta.irgc.org/wp-content/uploads/2018/09/Rose-Measuring-Economic-Resilience-to-Disasters.pdf>
- SAUNER-LEROY, J.-B. (2003). The Impact of the Implementation of the Single Market Programme on Productive Efficiency and on Mark-Ups in the European Union Manufacturing Industry. *European Economy Economic Papers*, No. 193, [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication845\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication845_en.pdf)
- SONDERMANN, D. (2016). Towards More Resilient Economies: The Role of Well-Functioning Economic



Structures. *ECB Working Paper*, 1984, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1984.en.pdf>

SUTHERLAND, D., HOELLER, P. (2013). Growth-Promoting Policies and Macroeconomic Stability. *OECD Economics Department Working Papers*, No 1091, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2362204>

TIROLE, J. (2017). *Economics for the Common Good*. Princeton, University Press

VALIANTE, D. (2016). Europe's Untapped Capital Market: Rethinking Financial Integration After the Crisis. *CEPS Paperback*, London: Rowman & Littlefield International, [https://www.ceps.eu/download/publication/?id=9283&pdf=Capital%20Markets%20Union\\_1.pdf](https://www.ceps.eu/download/publication/?id=9283&pdf=Capital%20Markets%20Union_1.pdf)

VERMEULEN, PH., DIAS, D. A., DOSSCHE, M., GAUTIER, E., HERNANDO, I., SABBATINI, R., STAHL, H. (2012). Price Setting in the Euro Area: Some Stylized Facts from Individual Producer Price Data. *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(8), pp. 1631–1650, <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00547.x>

Bundesregierung (2017). *Priorities of the 2017 G20 Summit*. Berlin, 1 December 2016 <http://www.g20.utoronto.ca/2017/2016-g20-praesidentschaftspapier-en.pdf>

ECB (2015). Comparisons and Contrasts of the Impact of the Crisis on Euro Area Labour Markets. *ECB Occasional Paper Series*, 159, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop159.en.pdf>

EC (2016). Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Preventive Restructuring Frameworks, Second Chance and Measures to Increase the Efficiency of Restructuring, Insolvency and Discharge Procedures and Amending Directive 2012/30/EU, COM(2016) 723 final, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15556-2018-INIT/en/pdf>

EC (2017). *Economic Forecasting. Autumn*, Brussels, DG ECFIN <https://doi.org/10.2765/786061> (online)

IMF (2017). Euro Area Policies, Selected Issues, Real Income Convergence in the Euro Area, pp. 4–14, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/25/Euro-Area-Policies-Selected-Issues-45122>