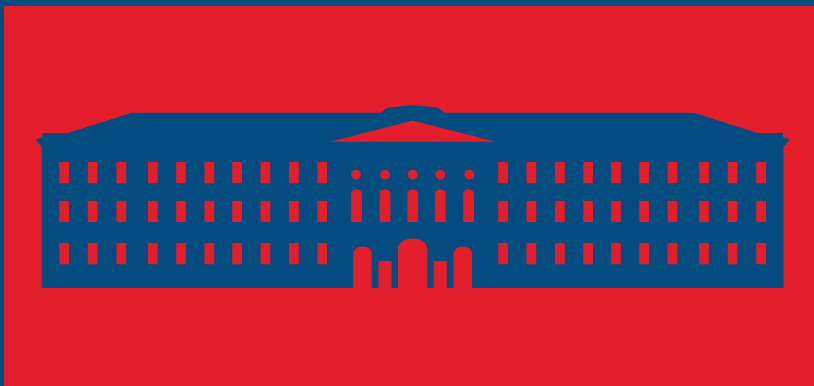


Halmai Péter

A Gazdasági és Monetáris Unió fejlődése, teljes kiépítése



Dialóg Campus



Halmai Péter

A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS
UNIÓ FEJLŐDÉSE,
TELJES KIÉPÍTÉSE

A kiadvány a KÖFOP-2.1.1-VEKOP-15-2016-00001 „A közszolgáltatás komplex kompetencia, életpálya-program és oktatás technológiai fejlesztése” című projekt keretében jelent meg.

Szerző:
Halmai Péter

© Dialóg Campus Kiadó, 2018
© A szerző, 2018

A mű szerzői jogilag védett. Minden jog, így különösen a sokszorosítás, terjesztés és fordítás joga fenntartva. A mű a kiadó írásbeli hozzájárulása nélkül részeiben sem reprodukálható, elektronikus rendszerek felhasználásával nem dolgozható fel, azokban nem tárolható, azokkal nem sokszorosítható és nem terjeszthető.

Tartalom

| | |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) az integrációs formák rendszerében | 5 |
| 2. A Gazdasági és Monetáris Unió kiépítése | 5 |
| 2.1 A maastrichti szerződés és a GMU | 6 |
| 2.2. Az egységes valuta, az euró bevezetése | 8 |
| 3. A Gazdasági és Monetáris Unió egyes alapvető sajátosságai | 8 |
| 3.1. Az optimális valutaövezet feltételei | 9 |
| 3.2. Az egységes valuta előnyei | 9 |
| 3.3. A Gazdasági és Monetáris Unió fő sajátosságai | 10 |
| 4. Az eurórendszer működése | 10 |
| 4.1. A szabályozás mechanizmusa | 10 |
| 4.3. Egységes pénz – egységes monetáris politika | 11 |
| 4.4. Függetlenség és beszámoltathatóság | 12 |
| 4.5. A rendszer működési tapasztalatai | 12 |
| 5. Mennyiségi lazítás az EKB gyakorlatában | 14 |
| 5.1. Negatív betéti kamatláb | 14 |
| 5.2. Mennyiségi lazítás az Egyesült Államokban és Európában | 15 |
| 6. Gazdaságpolitikai koordináció a recesszió előtt | 16 |
| 6.1. Átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások | 17 |
| 6.2. Túlzott költségvetési hiány-eljárás | 17 |
| 6.3. Stabilitási és Növekedési Egyezmény (paktum) | 17 |
| 6.4. Gazdasági kormányzás a GMU-ban | 18 |
| 7. A Gazdasági és Monetáris Unió szerkezeti problémái | 19 |
| 7.1. Az euróadaptáció és a konvergencia dimenziói | 19 |
| 7.2 Gazdasági és Monetáris Unió 1.0: konstrukció és következmények | 20 |
| 8. Válság és a Gazdasági és Monetáris Unió 2.0 | 22 |
| 8.1. Válságkezelés és reform | 22 |
| 8.2. Rendszerszintű reform: GMU 2.0 | 23 |

1. A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) az integrációs formák rendszerében

Az európai integráció eddigi több mint hat évtizednyi fejlődésének kiemelkedő lépcsőfoka a gazdasági unió kiépítése. A gazdasági unió az egységes piac vívmányain túl egységes valuta megteremtését, illetve a gazdaságpolitikák koordinációját feltételezi.

A gazdasági unió lényeges új mozzanata, hogy a tagországoknak vagy az érdekelteknek *bonyolult és komplex feltételeknek kell megfelelniük*, s így már a legfejlettebb országok részvétele sem lehet automatikus. A gazdasági unióval közvetlenül és megkerülhetetlenül merül fel az *integrációérettség és az integrációkészség* kérdése.

Az európai integráció folyamatában e magas fokozatot (*Gazdasági és Monetáris Unió*, GMU elnevezéssel) a maastrichti szerződés intézményesítette 1992-ben. A GMU kiépítésére három szakaszban került sor. A rendszer emblematisz alapeleme, az euró 1999. január 1-től létezik, mint számlapénz, s 2002. január 1-től bankjegy formájában. (Az euróövezet tagállamaiban 2002. március 1-től egyedi fizetőeszközként.) A GMU eddigi működési tapasztalatainak értékelése, illetve továbbgondolása a legutóbbi (2008-tól kitört), különösen súlyos pénzügyi és gazdasági válság nyomán elkerülhetlenné vált. Egyre inkább felismerték: a GMU valójában csak részlegesen jött létre. Megfogalmazódott a gazdasági és monetáris unió *teljes kiépítésének igénye* önálló integrációs lépcsőfokként. A felülvizsgálat, a koncepció és konstrukció újragondolása során megkerülhetetlen a gazdasági integráció intézményi és szabályozási összefüggéseinek, az európai gazdasági kormányzás témakörének újragondolása.

2. A Gazdasági és Monetáris Unió kiépítése

Az 1969-ben Hágában tartott csúcstalálkozón az állam- és kormányfők új európai integrációs célkitűzést határoztak meg: a gazdasági és monetáris uniót (GMU). Az akkori luxemburgi miniszterelnök, Pierre Werner által vezetett csoport jelentést állított össze, amely egy több szakaszból álló terv szerint tíz éven belül teljes gazdasági és monetáris unió megvalósítását tűzte ki célul. A végső cél a tőke mozgások teljes liberalizációja, a tagállamok valutájának teljes konvertibilitása és az árfolyamok visszavonhatatlan rögzítése volt. A Bretton Woods-i rendszer összeomlása és az Egyesült Államok kormányának 1971 során hozott azon döntése, hogy lebegteti a dollár árfolyamát, az árfolyamok instabilitási hullámát indította el, ami nagymértékben kétségbe vonta az európai pénznemek közötti paritásokat. A GMU megvalósítására irányuló folyamat hirtelen megtorpant.

1972-ben a párizsi csúcstalálkozón a Közösség kísérletet tett arra, hogy friss lendületet adjon a monetáris integrációnak a „valutakígyó az alagútban” elnevezésű mechanizmus létrehozásával, amelynek célja, hogy a nemzeti valuták változását (a kígyó) a dollár változása által meghatározott szűk határok (az alagút) között tartsák. A kőolajválság, a dollár gyengülése és gazdasági politikák különbözőségei azonban közbeszóltak, és a „kígyót” alkotó tagállamok többsége két éven belül kilépett. Mindezek következtében e rendszer végül a Németországból, Benelux-államokból és Dániából álló „német márka övezetére” zsugorodott.

1978-ban a brüsszeli csúcstalálkozón a rögzített, de kiigazítható árfolyamok elképzelésén alapuló Európai Monetáris Rendszer (EMS) létrehozásával a monetáris stabilitási övezet kialakítására irányuló erőfeszítések megújultak. Az ERM I néven ismert árfolyam-mechanizmusban az Egyesült Királyság kivételével az összes akkori tagállam részt vett. Az árfolyamokat az európai valutaegység vagy ECU (európai elszámolási egység) vonatkozásában meghatározott középárfolyam alapján adták meg, ami a részt vevő valuták árfolyamainak súlyozott átlaga volt. Az ECU-ban megadott középárfolyamok

alapján bilaterális árfolyam táblázatot alakítottak ki, és az árfolyam-ingadozásoknak a bilaterális árfolyamtól számított 2,25%-os sávon belül kellett maradniuk (az olasz líra kivételével, amely esetében 6%-os ingadozást engedélyeztek). Egy évtized alatt az EMS sokat tett az árfolyam változékonyságának csökkentéséért: a rendszer rugalmassága és a gazdasági konvergenciára törekedő politikai akarat együttesen elérték a fenntartható árfolyam-stabilitást.

Az *egységes piacra* irányuló program elfogadásával 1985-ben még egyértelműbbé vált: a belső piacon rejlő lehetőségeket addig nem lehet teljes mértékben kihasználni, amíg az árfolyamváltáshoz kapcsolódó magas tranzakciós költségek és az árfolyam-ingadozáshoz kapcsolódó bizonytalanságok – még ha azok alacsonyok is – vannak érvényben. Ezen kívül számos közgazdász a „lehetetlen háromszög” ellen emelt hangot, mivel szerintük hosszú távon a tőke szabad mozgása, az árfolyam-stabilitás és a független monetáris politikák hármasa nem működőképes konstrukció.

1988-ban az Európai Tanács Hannoverben tartott ülésén a GMU kérdésének megvizsgálására bizottságot állított fel, amelynek az Európai Bizottság akkori elnöke, Jacques Delors lett az elnöke. Az 1989-ban benyújtott Delors-jelentés konkrét intézkedésekre tett javaslatot a GMU három szakaszban történő bevezetésére. Különösen kiemelte a gazdasági politikák, a nemzeti költségvetési hiányra vonatkozó szabályok jobb összehangolásának és új, az Európai Unió monetáris politikájáért felelős, teljes mértékben független intézmény, az **Európai Központi Bank (EKB)** létrehozásának szükségességét. A Delors-jelentés alapján az Európai Tanács 1989-ben Madridban tartott ülésén úgy határozott, hogy 1990. július 1-ig elindítja a GMU első szakaszát, azaz a **tőkemozgás** teljes liberalizációját.

1989 decemberében a strasbourgi Európai Tanács kormányközi konferencia összehívására szólított fel, amelynek keretében meghatározták, hogy milyen módosításokat kell végrehajtani a szerződésen ahhoz, hogy megvalósítható legyen a GMU. E kormányközi konferencia munkája vezetett az **Európai Unióról szóló szerződéshez**, amelyet az állam- és kormányfők hivatalosan 1991 decemberében, a maastrichti Európai Tanácson hagytak jóvá és 1992. február 7-én írtak alá.

2.1 A maastrichti szerződés és a GMU

A monetáris unió koncepciójának kidolgozásával megbízott munkacsoport 1989-ben dolgozta ki a Delors-tervet. E dokumentumban a gazdasági és monetáris unió (angolul: Economic and Monetary Union – EMU) programjának alapjait fektette le. A Delors-terv – a korábbi Werner-terv céljai mentén – a monetáris unió megvalósítását a tőkeforgalom teljes körű liberalizációjával, a valuták korlátlan és visszafordíthatatlan konvertibilitásával, az árfolyam-lebegtetési sávok megszüntetésével, a valutaparítások visszavonhatatlan rögzítésével kívánta megvalósítani. A rendszer központi elemeként egységes valuta bevezetését javasolták.

A Delors-tervet – némileg módosított formában – az 1992. február 7-én aláírt maastrichti szerződés intézményesítette, és tette a tagállamok szerződéses kötelezettségévé. Az Egyesült Királyság és Dánia a szerződésben rögzített ún. „opt-out”-tal (kimaradási klauzulával) rendelkeznek, azaz önállóan dönthetnek arról, hogy csatlakozni kívánnak-e az egységes pénzhez vagy kívül maradnak.

A maastrichti szerződés a gazdasági és monetáris unió végső céljául – legkésőbb 1999. január elsejéig – az egységes pénz bevezetését tűzte ki. A szerződés rendelkezett a monetáris unió intézményi feltételeiről is, s határozott az európai jegybank, az Európai Központi Bank (**EKB**), valamint a Központi Bankok Európai Rendszerének (**KBER**) majdani felállításáról.

A maastrichti szerződés a GMU koncepcióját *három szakaszban* tervezte megvalósítani.

Az *első szakasz* 1994. január 1-jéig tartott, fő célja a tőkemozgások szabaddá tétele, liberalizálása, a központi bankok függetlenségének megteremtése, valamint a tagállami gazdaságpolitikák közötti első harmonizációs lépések megtétele volt, amit sikerült is elérni.

A *második szakasz* 1994. január 1-jén kezdődött az Európai Monetáris Intézet (EMI), az Európai Központi Bank elődintézménye felállításával. Az EMI feladata az egységes monetáris politika eszközeinek és rendszerének kidolgozása, a nemzeti jegybankok közötti együttműködés kialakítása, az Európai Monetáris Rendszer és a pénzügyi rendszer felügyelete, valamint az ECU használati körének bővítése volt.

A maastrichti szerződés rendelkezése szerint a második szakasz legkésőbb 1999. január 1-jéig tarthatott. Eddig az időpontig meg kellett határozni a monetáris unió *harmadik szakaszában* résztvevő tagállamok körét, s meg kellett hozni az egységes valuta bevezetésével kapcsolatos technikai és gyakorlati döntéseket. A szerződés értelmében a GMU harmadik, végső szakaszának – az egységes valuta életre hívásával – legkésőbb 1999. január 1-jéig meg kellett kezdődnie. A szerződés nem engedélyezett kibúvót a harmadik szakasz bevezetése, azaz az egységes pénz létrehozása alól. Előírta: amennyiben nem születne döntés 1997 végéig a harmadik szakasz indulásának időpontjára vonatkozóan, akkor az 1999. január 1-jén automatikusan megkezdődik.

A maastrichti szerződés döntései szerint az egységes pénz övezetéhez csak azok a tagállamok csatlakozhatnak, amelyek teljesítenek bizonyos, a monetáris unió létrehozása tekintetében kiemelkedően fontos feltételeket. E feltételek teljesítése többek között a gazdaság stabilitását és a valutaunió iránti érettséget bizonyítják. Az előírt követelmények teljesítésével az érintett gazdaságok a legjobb monetáris eredményeket felmutató tagállamok teljesítményéhez közelítenek. A tagállamok határozottan stabil, inflációmentes, a gazdaság kiszámíthatóságát biztosító, az árstabilitást hosszú távon is megőrző, egységes valuta mellett kívánták elkötelezni magukat. A kitézött feltételek kifejezetten e kiemelt cél teljesítését hivatottak biztosítani.

A *harmadik szakasz* (1999. január 1. óta folyamatosan) lényege az eurónak a tagállamok egységes valutájaként történő fokozatos bevezetése és a közös monetáris politika végrehajtása az EKB égisze alatt. A harmadik szakasz megkezdésének feltétele volt a tartós, magas fokú konvergencia megvalósítása, amelyet a szerződésben foglalt **kritériumok** alapján mértek. A **költségvetési szabályokat** kötelezővé tették. Az azokat nem teljesítő tagállamnak **szankciókkal** kellett szembenéznie. Egységes monetáris politikát vezettek be, amelyet a nemzeti központi bankokból és az EKB-ből álló Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) határoz meg.

A GMU első két szakasza befejeződött. A **harmadik** szakasz teljesítése még folyamatban van. *Elvileg az EU valamennyi tagállamának* csatlakoznia szükséges e végső szakasz végrehajtásához, tehát **be kell vezetniük az eurót** (az EUMSZ 119. cikke). Mindazonáltal néhány tagállam még nem teljesítette a konvergenciakritériumokat. E tagállamok ezért átmeneti eltérés lehetőségében részesülnek addig, amíg nem képesek csatlakozni a harmadik szakaszhoz. Továbbá az Egyesült Királyság és Dánia jelezte, hogy nem kívánnak részt venni a GMU harmadik szakaszában, tehát nem szándékoznak bevezetni az eurót. E két tagállam tehát mentességet kapott a GMU-ban történő részvétel tekintetében. A mentességi rendelkezések részleteit a két tagállammal kapcsolatban az EU alapszerződéséhez csatolt jegyzőkönyvek tartalmazzák. Azonban az Egyesült Királyság és Dánia fenntartották annak lehetőségét, hogy megszüntetik a mentességet, és kérelmet nyújtanak be a GMU harmadik szakaszához való csatlakozás tekintetében. A jelenlegi helyzet szerint a 28 tagállamból 19 vesz részt a GMU harmadik szakaszában, és vezeti be az eurót, mint egységes valutát.

A meglehetősen szigorú, az egységes valuta egyes tagállamokban történő bevezetéséhez szükséges feltételek, a *maastrichti konvergenciakritériumok* a következők:

- **Árstabilitás:** A fogyasztói árszint (infláció) emelkedése a vizsgált évben 1,5%-nál jobban nem haladhatja meg a három legalacsonyabb inflációs rátájú tagállam átlagindexét.
- **Kamatok konvergenciája:** A hosszú lejáratú kamatláb a vizsgált évben 2%-nál többel nem haladhatja meg a három legalacsonyabb inflációval rendelkező tagállam átlagát- **Stabil kormányzati pénzügyek:** A vizsgált évben a költségvetési hiány a GDP 3%-át, az államadósság pedig a GDP 60%-át nem haladhatja meg (utóbbi esetben elvileg elfogadhatónak tekintik a 60%-nál magasabb szintet is, ha az adósságállomány folyamatosan csökkenő tendenciát mutat). *Árfolyamok*

stabilitása: az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusán (ERM) belül a nemzeti valutát a legutolsó két évben nem értékeli le.

A tagállamok számára – az Egyesült Királyság és Dánia kivételével – a konvergenciakritériumok teljesítése a szerződésből adódó kötelezettség. Valamely tagállamnak a monetáris unió harmadik szakaszában való részvételéről az EU állam- és kormányfői a konvergenciakritériumok teljesítése alapján határoznak.

2.2. Az egységes valuta, az euró bevezetése

1999. január 1-jével az euróövezetbe bekerülő tagállamok valutáinak átváltási arányát egymáshoz, illetve az európai valutaegységhez (ECU) képest végérvényesen rögzítették. (Utóbbi 1:1 arányban került átszámításra euróban.) Az eurót hároméves átmeneti időszakban csak bankszámlapénz formájában hozták forgalomba. A nemzeti valuták forgalomban maradtak. 2002. január 1-jén forgalomba hozták az euró bankjegyeiket és a pénzerméket is. A nemzeti valutákat 2002. február 28-ig minden érintett tagállamban kivonták a forgalomból. 2002. március 1-jétől az euróövezet országaiban az euró az egyetlen törvényes fizetőeszköz.

Az 1990-es évek közepén, a konvergenciakritériumok teljesítését mérő időszakban erőteljes költségvetési megszorításra, az inflációs ráták és az államadósság csökkentésére került sor az EU-országokban. Részben az ismét megindult gazdasági növekedésnek, részben a restriktív gazdaságpolitikáknak köszönhetően 1997-ben a tagállamok jól hajrázva – Görögország kivételével – lényegében mind megfeleltek a Maastrichtban meghatározott követelményeknek. (A svédek és a britek nem vettek részt a közös árfolyam-mechanizmusban, az ERM-ben.)

A bizottság ajánlásait figyelembe véve az EU állam- és kormányfői 1998. május 2-i brüsszeli ülésükön úgy döntöttek, hogy a gazdasági és monetáris unió harmadik szakasza 1999. január 1-jén a következő 11 ország részvételével indul: Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália és Spanyolország. A döntéssel egy időben meghatározták az euróövezetben részt vevő valuták rögzítését, az ehhez szükséges árfolyamokat. Az állam- és kormányfők Brüsszelben kijelölték az Európai Központi Bank vezetőtestületeinek tagjait is, akiket a tanács – az Európai Parlamenttel konzultálva – még májusban ki is nevezett. Így mind az EKB, mind a KBER 1998. június 1-jén megkezdhette működését.

Az euró beindításában részt vevő 11 országhoz 12.-ként 2001. január 1-jén végül csatlakozott Görögország is, miután a konvergenciakritériumok teljesítésével elhárult belépésének akadálya. Az euró készpénzformában való bevezetése így 2002. január 1-jén 12 ország részvételével valósulhatott meg. Az elképzeléseknek megfelelően 2002. február 28-ig mind a 12 tagországban kivonták a forgalomból a régi nemzeti valutákat. *A 12 államban 2002. március 1-jével az euró vált az egyetlen törvényes fizetőeszközzé.* Az európai integráció talán legnagyobb vállalkozása ezzel sikeresen és zökkenőmentesen lezajlott.

3. A Gazdasági és Monetáris Unió egyes alapvető sajátosságai

A gazdasági unió lényeges, új mozzanata, hogy a tagországoknak vagy az érdekelteknek *bonyolult és komplex feltételeknek kell megfelelniük*, s így már a legfejlettebb országok részvétele sem lehet automatikus. A gazdasági unióval közvetlenül és megkerülhetetlenül merül fel *az integrációérettség és az integrációkészség kérdése*.

3.1. Az optimális valutaövezet feltételei

Az optimális valutaövezetet – a vonatkozó nemzetközi szakirodalomra támaszkodva – az alábbiak szerint értelmezhetjük:

- *Rugalmas és jól funkcionáló tényezőpiacok* működnek, vagyis a tőke és a munkaerő mobilitása mellett a tényezőárak is képesek a külső árváltozásokhoz igazodni.
- A régió olyan belső homogenitást ér el, hogy *nem fenyegetik aszimmetrikus külső sokkok*.
- A gazdasági zavarok elhárításához megfelelő *költségvetési transzferekre* van lehetőség.

A monetáris integráció ugyan nem feltételezi a fejlettségi színvonalak azonosságát, de a strukturális konvergencia hozzájárul az aszimmetrikus okok elkerüléséhez. A hivatalosan elfogadott *tagsági kritériumok* az EU-ban ennél szűkebbek, gyakorlatilag *csak a monetáris konvergencia számonkérésére* (maastrichti kritériumok) korlátozódnak. A tagsági kritériumok konkrét meghatározása az *intézményi kérdésekre* is kiterjed.

3.2. Az egységes valuta előnyei

Az egységes valuta bevezetéséhez az *egységes piac programja* teremtett reális alapot. Az árfolyamkülönbségekből származó akadályok felszámolása révén az egységes valuta maga is az egységes piac korlátozásmentes megvalósításának egyik fontos elemét képezi. A nyolcvanas-kilencvenes évek fordulóján azonban a közös pénzt e szerepénél már sokkal szélesebb dimenzióban vizsgálták. Bevezetésétől az egységes piac egészséges működésén túl kiterjedtebb gazdasági és politikai előnyöket vártak.

Az egységes valuta bevezetésének lényeges előnye az árfolyam-bizonytalanság és az *árfolyamkockázatok teljes kiküszöbölése*. Mindezek révén kiszámíthatóbbá, tervezhetőbbé válnak a tagállamok közötti kereskedelmi ügyletek, gazdasági folyamatok. Bővíthetnek a határon átnyúló gazdasági tranzakciók, amelyek ösztönzőleg hatnak a gazdasági növekedésre és a foglalkoztatásra. Az árfolyamstabilitásból származó gazdasági növekedés mellett azonban számos további előnnyel is számoltak.

Az árfolyamkockázatok megszűnése *nagyfokú árstabilitást, alacsony inflációt, továbbá alacsony kamatlábakat* von maga után. Az utóbbi révén könnyebbé válhat az államadósságok finanszírozása, és a beruházási kedv növekedése is várható. Mindezek ugyancsak a gazdasági növekedés gyorsulását eredményezhetik.

A stabil árfolyamok fenntartása tekintetében az egyik legnagyobb veszélyt a *pénzpiaci spekuláció* jelenti, amely különösen a kisebb gazdaságú államokat érintheti súlyosabban nagy volumenű valutaspekulációs műveletek (eladások vagy vásárlások) esetén. Az egységes pénz bevezetése révén kialakuló valutaövezet csak az amerikai dollárhoz hasonlítható, amely ellen nehezen képzelhető el pénzpiaci spekuláció.

Az egységes pénz bevezetése révén az átváltásokkal kapcsolatos *tranzakciós költségek* is megszűnnek a tagállamok között. Az árak az egyes tagállamokban egyszerűen összehasonlíthatóvá, *a piacok átláthatóbbá*, a piaci lehetőségek könnyebben felismerhetőbbé válnak. Mindez lendületet adhat az egységes piac fejlődésének, ösztönzőleg hat a versenyre, s pozitív hatást gyakorol a növekedésre és a foglalkoztatásra.

A közös jegybank révén jelentős *tartalékok* szabadulnak fel. A tagállami központi bankok számára kisebb mértékű tartalékok is elegendőek, mivel azok nem folytatnak önálló monetáris politikát. Mindezek nyomán csökkenhet a kamatrés, nő a likviditás, olcsóbbakká válnak a hitelek.

Az Európai Unió jövőjét, világgazdasági, világpolitikai szerepét illetően kiemelkedő jelentőségű, hogy az európai egységes valuta a nemzetközi piacokon a dollár és a jen egyenrangú partnere. A monetáris autonómia és stabilitás nagyobb lendületet adhat a növekedésnek és javíthatja a foglalkoztatási szintet is. A valutaunió létrehozása döntő lépés a politikai unió megteremtésének irányában is. Sokan – mindenekelőtt a föderalisták – éppen ezért az egységes pénz legnagyobb előnyének

az ún. átcsoportulási (angolul: spillover) folyamatot tartják. A monetáris unió következtében ugyanis a tagállamok közötti integráció más területeken is lendületesen mélyül, egyre szorosabbá válik.

3.3. A Gazdasági és Monetáris Unió fő sajátosságai

Gyakorlati szempontból a GMU elsősorban a következőket jelenti:

- a tagállamok összehangolják egymással gazdaságpolitikájukat;
- a tagállamok összehangolják egymással költségvetési politikájukat, főképp azáltal, hogy bizonyos szint alatt tartják államadósságukat és költségvetési hiányukat;
- az Európai Központi Bank (EKB) független monetáris politikát folytat;
- egységes pénzgazdálkodási és felügyeleti szabályok vonatkoznak az euróövezetben működő pénzintézetekre;
- az euróövezet országai közös fizetőeszközt használnak.

4. Az eurórendszer működése

Az Európai Központi Banknak és az euróövezet nemzeti bankjainak (a továbbiakban: *Eurosystem*) fő célja a maastrichti szerződés 105. cikkelye szerint az *árstabilitás fenntartása*. Az Eurosystem értelmezése szerint az árstabilitás úgy definiálható, hogy az euróövezetben 2% alatti a fogyasztói árak harmonizált indexe (Harmonized Index of Consumer Prices, HICP). Az árstabilitást középtávon is fenn kell tartani.

A szerződés szerint az Eurosystem primer célja az árstabilitás fenntartása. További másodlagos célok – a szerződés 2. fejezetére hivatkozva – a gazdasági és társadalmi haladás, valamint a magas szintű foglalkoztatás előmozdítása. Az Eurosystem működése során a *primer célt* tekintette és tekinti meghatározónak.

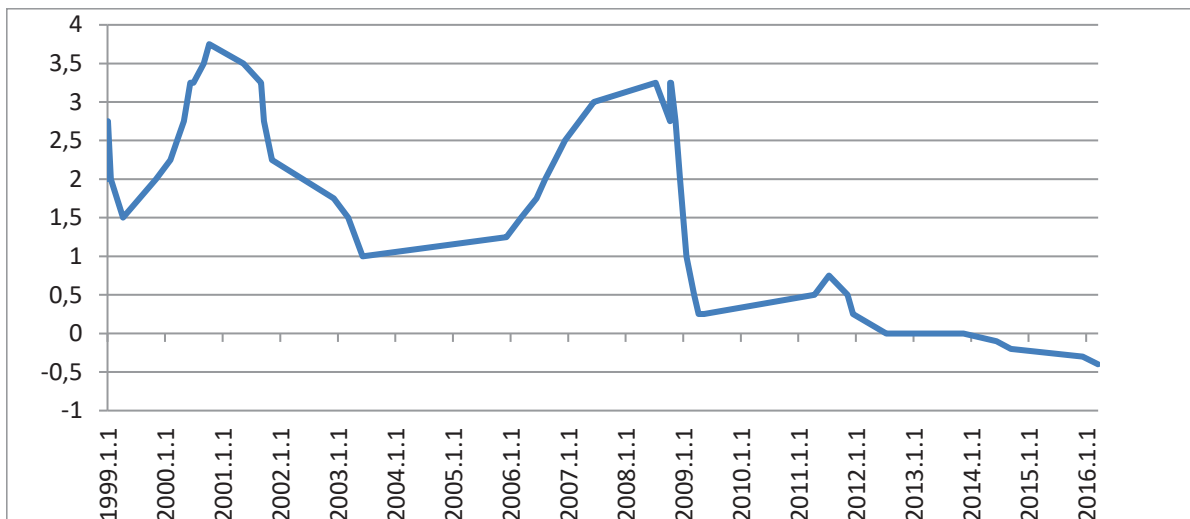
4.1. A szabályozás mechanizmusa

A többi központi bankhoz hasonlóan az Eurosystem is a *rövid távú kamatot* alkalmazza a monetáris politikában. Ugyanakkor a gazdaságra jelentős hatással vannak a hosszú távú kamatok, mivel a vállalatok és a háztartások általában 1–20 évre vagy még távolabbi lejáratra vesznek fel hitelt. A hosszabb távú kamatokra hatást gyakorolnak az inflációs várakozások, továbbá a jövőbeni politikai akciókkal kapcsolatos várakozások. Az értékpapírárok és árfolyamok szintén tartalmaznak hosszabb távú várakozásokat. A központi bankok közvetve tudnak hatást kifejteni a hosszú távú kamatra: a jövőbeni rövid távú kamatok, illetve az infláció befolyásolása révén.

Az Eurosystem szabályozásának alapvető tényezője az euróövezet bankközi piacán lezajló *rövid távú* („egyéjszakás”) tranzakciók súlyozott *kamatátlaga* (European Over Night Index Average, *EONIA*). Az EONIA két úton *befolyásolható*:

Az Eurosystem szabályozza az EONIA *alsó és felső határát*. A kereskedelmi bankok mindig kaphatnak meghatározott kamatra közvetlenül hitelt a központi banktól (marginális hitellehetőség), annál magasabb kamatot az „egyéjszakás” hitel után sem fizetnek. Ugyanakkor mivel a bankok a készpénzt mindig az EKB betéti kamata ellenében helyezik el, e kamat az általuk kihelyezett hitelek kamatának alsó határértéke. Az EONIA valójában e két határérték közötti sávban mozog.

Az Eurosystem általában *heti árveréseket* tart: *meghatározott* (kiválasztott) *kamat mellett nyújt refinanszírozást a bankrendszer számára*. E kamat fontos iránymutatás az EONIA számára.



1. ábra

Irányadó kamatok az eurórendszerben (százalék)

Forrás: Európai Központi Bank adatbázisa

Hogyan áramlik a likviditás az Eurosystemből az eurózóna kereskedelmi bankjaiba? Az árverések során mindegyik nemzeti bank összegyűjti a kereskedelmi bankok ajánlatait és továbbítja azokat az EKB-hoz. Az EKB dönt, hogy az ajánlatok milyen arányát fogadja el, majd annak megfelelően utasítja a nemzeti bankokat. A kereskedelmi bankok ezután megosztják a likviditást a bankközi piacon. Mindegy, hogy hol történik a refinanszírozás: mivel az eurózónában egységes a kamat, a teljes övezetet átfogó bankközi piac biztosítja, hogy a pénz hozzáférhető legyen.

Az Eurosystem a kitűzött célokat a következő három fő elemre támaszkodva valósítja meg: az *árstabilitás meghatározása*, továbbá két *pillér* révén az árstabilitás kockázatának meghatározása.

Az *első pillér* a „gazdasági elemzés”, amely a legutóbbi fejlődésnek és a gazdasági feltételek valószínű kilátásainak (növekedés, foglalkoztatás, árak, árfolyamok, nemzetközi feltételek) széleskörű áttekintését tartalmazza. A *második pillér* a monetáris elemzés: a monetáris aggregátumok (különösen M3) és a hitelnyújtás változásait tartalmazza, amelyek közép- és hosszú távon hatással vannak az inflációra. Az Eurosystem szerint „ez a két kilátás egymást kiegészítő analitikai keretet képez a Kormányzótanács támogatására az árstabilitás kockázatának általános megállapításához. E tekintetben a monetáris elemzés leginkább a keresztellenőrzés eszköze, a középtávútól a hosszú távú perspektíváig, a rövid távútól a hosszú távú jelzésekig, amelyek a gazdasági elemzésből származhatnak.”

4.3. Egységes pénz – egységes monetáris politika

Egységes pénz esetén csak egyetlen központi bank, s *egyetlen monetáris politika* létezhet. Az Eurosystem csak az euróövezet egészét szabályozhatja. Az egységes valutaövezet következménye, hogy a monetáris unióhoz történő csatlakozás magában foglalja annak elfogadását, hogy esetenként olyan költségek merülnek fel, amelyeket a tagországoknak kell viselniük.

A kamat azonos mértékű változása *különböző hatást* fejthet ki az egyes tagországokra. Ez hazai tényezők, különösen a pénzügyi szektor szerkezete és a gazdasági struktúra következménye. Például azokban az országokban, ahol a vállalatok a tőkepiacokról szereznek pénzt, nem pedig bankkölcsönként, a monetáris politikának korlátozottabb a hatása. Ugyanakkor a kisvállalatok ritkán jelennek meg a tőkepiacokon, s ezért teljes mértékben a bankkölcsönöktől függenek. E különbségek idővel mérséklődnek, és akár teljesen el is tűnhetnek.

4.4. Függetlenség és beszámoltathatóság

Demokratikus piacgazdaságban, így az Európai Unióban is alapvető követelmény a jegybank függetlenségének, így a politikai erőktől való függetlenségének *intézményes biztosítása*. Az Eurosystemet a függetlenség magas foka jellemzi mind az EKB, mind a nemzeti bankok tekintetében.

Az Eurosystem függetlensége a politikai célok és az eszközök kiválasztására is érvényes. Pénzügyileg is független, a végrehajtó testületek tagjai pedig különleges pozíciót élveznek.

Ugyanakkor a monetáris politika a monetáris unió polgárait számos módon gyakorol hatást. A kamat közvetlenül hat a hitelfelvétel költségére és a megtakarításból eredő jövedelemre. Az árfolyam hatással van a vállalatok versenyképességére és a polgárok vásárlóerejére, mindezek folytán pedig jólétére. Az euróövezet polgárai a központi bank függetlensége révén fontos feladatot adnak át a ki-nevezett (nem pedig választott), lényegében megbízatásuk lejárta előtt el nem mozdítható jegybanki vezetőknek. Demokratikus társadalomban, így az Európai Unióban a nem választott tisztviselők delegálását *demokratikus beszámoltatással* szükséges ellensúlyozni. Az Eurosystem egyrészt pontosan meghatározott szabályok szerint beszámol az Európai Unió vezetőintézményeinek. Másrészt működésének átláthatósága biztosítja beszámoltathatóságát.

4.5. A rendszer működési tapasztalatai

Az euró bevezetését (1999) követően számos nehézség jelentkezett a világgazdaságban. 2000-ben olajsokk következett be. A háromszorosukra emelkedő kőolajárak nagyobb inflációhoz és alacsonyabb növekedéshez vezettek. 2001-ben világszerte jelentősen estek a részvényárak, közöttük az új technológiák részvényindexei, majd recesszió alakult ki. (Mindezt a 2001. szeptember 11-ei terrorakció következményei tetőzték be.) Mindezek nyomán nőtt az inflációs nyomás az euróövezetben.

Ugyanakkor 1999. elejétől az amerikai dollár erősödni kezdett a többi valutával, közöttük az euróval szemben is. Az Eurosystem nem kívánta nyíltan erősíteni az euró árfolyamát. 2002 végétől a dollár árfolyama esni kezdett. A 2004–2007. években jellemzően 1,2–1,4 USD tett ki egy eurót. A krízis kitörését (2008) követően az euró tovább erősödött: 1,6 USD-t is elért, majd évekig ismét 1,2–1,4 között ingadozott. A kritikák szerint az erős euró hátrányos az európai exportőrök számára, és meghosszabbítja a ciklikus lassulást. *Az Európai Központi Bank világosan kijelentette, hogy nem vállal felelősséget az árfolyamért.* Ugyanakkor a 2014-től követett mennyiségi lazítás nyomán az euró árfolyama csökkent az USD-hez képest, amely egyúttal az európai export növekvő versenyképességét eredményezte.



2. ábra
Az euró árfolyama dollárban

Forrás: Európai központi Bank adatbázis

A kormányzótanács áttekinti a széles körű elemzést, azon belül az inflációs és a növekedési előrejelzést. A monetáris feltételek elemzése alapján következtet a várható infláció mértékére. Ezt követően döntenek a kamatpolitikáról. Az infláción kívül vizsgálják a növekedés, a foglalkoztatás, az árfolyam és az értékpapírpiacon összefüggéseit is. Meghatározó a primer cél (az árstabilitás) szolgálata, de az Eurosystem a további tényezőket is figyelembe veheti. Ugyanakkor aláhúzást igényel: *nem felelős az euró árfolyamáért, amely szabadon ingadozik.*

Az infláció kézbe tartását megcélzó stratégiát számos központi bank tekinti céljának. Ez általában a következőket jelenti: a cél bejelentését meghatározott időszakra, továbbá a kamat kiigazítását az előrejelezhető folyamatok és a kitűzött cél közötti eltérés esetén. (Például ha az előrejelezhető inflációs ráta meghaladja a meghirdetett célt, a monetáris politika restriktív irányban változik, azaz a kamatot növelik.)

Ám az Eurosystem ellenállt ennek a megközelítésnek, akár csak az US Federal Reserve vagy a Bank of Japan. Egyrészt ezzel az Eurosystem a német Bundesbank korábbi hagyományait követi. Másrészt implicit célként létezik az árstabilitás igénye (maximum 2% infláció), évi két alkalommal pedig inflációs előrejelzést tesznek közzé. Az Eurosystem a mechanikus működés látszatát utasítja el.

Az euró bevezetése utáni sokkok próbára tették a rendszert. Ám az Eurosystem alapvetően határozottan reagált a kihívásokra. Az átlagos inflációs ráta 2% körüli volt a rendszer működésének első éveiben.

Az optimális valutaövezet működését az aszimmetrikus sokkok veszélyeztetik. Valójában a Maastricht utáni években, s különösen az euró bevezetése után az inflációs különbségek és a növekedési ütem eltérései az euróövezet országai között csökkentek. A 2000. évi olajsokk után jelentkezett némi divergencia, ám azt megfékeztek. Az euróövezetben a 2008-ban kezdődött pénzügyi és gazdasági válságig („nagy recesszió”) nem volt példa drámai aszimmetrikus sokkra.

5. Mennyiségi lazítás az EKB gyakorlatában

A forgalomban lévő pénzmennyiség szabályozását a jegybank normális körülmények között a már bemutatott konvencionális eszközökkel végzi. Súlyos recesszió esetén általában lecsökken az infláció veszélye, sőt esetleg defláció fenyeget. E helyzetben a jegybank monetáris impulzusokkal, az irányadó kamatláb csökkentésével is hozzájárulhat az aggregált kereslet stabilizálásához. A nullához közeli kamatszint esetén ezek az eszközök már nem hatásosak.

Ebben az esetben a forgalomban lévő pénzmennyiség (vagyis az aggregált kereslet) lényeges növelését célozza az úgynevezett *mennyiségi lazítás* (quantitative easing, röviden: QE.) A monetáris politika e nem hagyományos eszközét a legutóbbi gazdasági és pénzügyi válság (a 2008-ban elkezdődött „nagy recesszió”) után először az Egyesült Államokban alkalmazták.

A mai fejlett jegybanki világban szinte már általánosan elfogadott módszer: ha a nullára vágott kamatszint gátat szab az élénkítésnek, akkor a jegybank államkötvényeket vásárol, hogy a piacon fellelhető kamatok minél szélesebb körben szorítsa le. Ezt a módszert nevezik mennyiségi lazításnak. (Jegyezzük meg: a mennyiségi lazítás célja nem a költségvetési hiány jegybanki finanszírozása!) E konstrukció alkalmazása az USA-nak, Angliának és Japánnak is segített a legutóbbi gazdasági és pénzügyi válság után gyengélkedő gazdaságán. Jelentősen csillapította a pénz- és a tőkepiacokon látott volatilitást válságos időszakokban. Magától értetődő a kérdés, hogy ha az USA-nak bejött a mennyiségi lazítás, akkor miért nem csinálta/csinálja ezt az EKB is, amikor jól láthatóan gyengélkednek a régió gazdaságai.

Az EKB a jelenlegi jogértelmezés szerint a másodlagos piacon vásárolhat a tagállamok kötvényeiből. Ezt a szuverén adósságkrízis mélypontja idején meg is tette. A cél akkor az egyes tagállamok kötvénypiacainak az életben tartása volt, nem pedig az általános élénkítés.

Az eurózónában – a fenti példában említett országokhoz képest – technikailag jóval nagyobb problémákkal jár a kötvényvásárlások megszervezése. 19 különböző országban szükséges a piacra lépnie. (Különböző mértékű vásárlásokkal.) A kritikusok véleménye szerint egyes (déli) országokban a kötvényhozamok leszorítása a kormányok felelőtlen költekezését hozná el, és így újabb problémákat okozna.

5.1. Negatív betéti kamatláb

2012 után nulla százalékon állt a betéti kamatláb az eurózónában, pontosabban az EKB-nál. Negatív betéti kamatrátá esetén a bankok az EKB-nál elhelyezett fölös pénzeket veszteséget szenvednek.

A negatív betéti ráta az elméleti összefüggés szerint a piaci kamatszintet is mérsékeli. Vagyis még olcsóbbá teszi a hitelfelvételt a vállalkozásoknak és a háztartásoknak. Csakhogy mindennek vannak árnyoldalai is. Dániában például a bankok nem merték áthárítani a betéteseikre a negatív rátát. Attól tartottak, hogy ezzel ügyfeleket veszítenének el. Szűkülhet a hitel- és betétkamatok közötti különbség, vagyis a bankrendszer profitabilitása romlik. A romló jövedelmezőség pedig éppen ellenkező irányba mozdíthatja el a bankokat a hitelezésben.

Pontosan az ehhez hasonló anomáliákra hívta fel korábban a figyelmet Janet Yellen, a Fed elnöke. Véleménye szerint minél közelebb kerül a betéti ráta a nullához, annál nagyobb a valószínűsége a piaci zavaroknak. Ezzel talán azt is próbálta indokolni, hogy a Fed az EKB-val ellentétben 0,25 százalékos kamatot fizet a nála elhelyezett pénzek után.

Az EKB volt az első a világ nagyobb jegybankjai közül, amely még 2014-ben belépett a negatív kamatok korába. A jegybanknál elhelyezett tartalékokra adott egynapos betéti kamat mínusz 0,4%. Tehát a pénzügyintézeteknek kell fizetniük azért, hogy ott parkoltathassák a pénzüket. Az EKB lépését később a svájci, a svéd és a dán jegybank is követte.

2014. szeptemberben indította el az EKB a célzott hosszú távú refinanszírozási programot. Azaz a bankoknak négy évre szinte ingyenpénzt biztosító kölcsönöket nyújt a reálgazdaság növekedésének támogatása és a deflációs veszély elhárítása végett.

2015 márciusában további erőteljes mennyiségi enyhítést hirdettek meg: a legalább 2016 szeptemberéig tartó, havi 60 milliárd eurós, összességében 1100 milliárd eurós program keretében elsősorban 2–30 év lejáratú befektetési minősítésű államkötvényeket, továbbá az EU intézményei és magánvállalatok által kibocsátott papírokat vásárolnak euróövezeti központi bankok az EKB megbízásából.

Az EKB 2016. márciusi kamatdöntő ülésén 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó kamatát, havi 60 milliárd eurós kötvényvásárlási programját 80 milliárd euróra bővítette, mínusz 0,3 százalékról mínusz 0,4 százalékra módosította az EKB-nál elhelyezett, egynapos kereskedelmi banki betétekre felszámított kamatot, újabb négy hosszú távú refinanszírozási programot indított, továbbá kiterjesztette kötvényvásárlási programját az euróövezetben bejegyzett bankszektoron kívüli vállalatok euróban denominált, befektetésre ajánlott besorolású kötvényeire.

Az euróövezet legtöbb országának kötvénypiacán a hozamok az EKB 2016. márciusi ülését követő kisebb emelkedés után újra történelmi mélypontjaik felé menetelnek. A német 10 éves állampapír másodpiaci referenciahozama ismét megközelítette a 0,1%-ot.

A tartósan alacsony hozamok hatással lehetnek a bankok pénzügyi stabilitására, ugyanakkor az EKB figyel a negatív kamatok bankrendszeri kockázataira. A jelenlegi kamatok az EKB álláspontja szerint még nem érték el a fizikai alsó határt. Ugyanakkor a laza pénzpolitika összességében élénkíti a hitelkeresletet. Annak révén támogatja a banküzletet. Ám az alacsony hozamkörnyezet nagy problémákat okoz a nyugdíjalapok és a biztosítók, illetve a tőkegaranciát nyújtó megtakarítási termékek esetében.

A pénzügyi óvatosságról ismert Németországban azonban sokan azzal érvelnek, hogy a negatív kamatok aláássák a pénzügyi stabilitást, apasztják a háztartások megtakarításait, destabilizálják a bankokat és megjutalmazzák a pénzügyeket rosszul irányító euróövezeti kormányokat. Kétségtelen, a negatív kamatok hatásosságát egyre többen vitatják a világban.

5.2. Mennyiségi lazítás az Egyesült Államokban és Európában

A Federal Reserve Board (Fed, az amerikai jegybank) azután vezette be a – hosszú távú kötvények jelentős mennyiségű vásárlásából és a rövid távú kamatok alacsonyan tartására vonatkozó ígéretéből álló – mennyiségi lazítást, miután felismerte, hogy az amerikai gazdaság nem megfelelően reagált a hagyományos monetáris politikára és a 2009. évi fiskális élénkítő csomagra. A Fed akkori elnöke, **Ben Bernanke** úgy gondolta, hogy a nem hagyományos monetáris politika csökkenti majd a hosszú távú kamatokot. Ezért a befektetők a kötvényekről a részvényekre és más kockázatos értékpapírokra térnek át. Ez aztán majd felhajtja ezeknek az eszközöknek az árát. Így növekszik a háztartások vagyona, ami pedig a fogyasztást élénkíti.

A QE az Egyesült Államokban bevált. 2013-ban a részvényárak 30 százalékkal, míg az ingatlanárak 13 százalékkal emelkedtek. Ennek eredményeképpen abban az évben a háztartások nettó vagyoni értéke tízezer milliárd dollárral nőtt. A háztartások vagyonának gyarapodása kiadásaik növekedését eredményezte. Az expanzív multiplikációs folyamatok működtek: a GDP 2013-ban 2,5 százalékkal nőtt, míg a munkanélküliségi ráta 8-ról 6,7 százalékra csökkent. Az expanzió az azt követő években is folytatódott. A munkanélküliségi ráta 5 százalékra csökkent (a felsőfokú végzettségűek körében pedig az állástalanok aránya csak 2,5 százalék).

Az EKB később kezdte a mennyiségi lazítást, mint a Fed. Késéssel ugyan, de hasonló stratégiát (kiterjedt eszközvásárlások és igen alacsony – valójában negatív – rövid távú kamatok) követett. Bár az EKB ugyanolyan politikát alkalmazott, mint a Fed, céljai teljesen mások voltak. Miután Európában a részvények vásárlása nem olyan elterjedt, mint az Egyesült Államokban, a mennyiségi lazítás révén nem lehet a háztartások vagyonának növekedését és így a fogyasztás élénkítését kiváltani. Ehelyett

az EKB alacsonykamatt-politikájának egyik ki nem mondott fő célja a nettó export élénkítése az euró gyengítésével. Az EKB ebben a tekintetben sikeres volt, miután az euró dollárral szembeni árfolyama 2014 nyaráról 2015 őszére mintegy 25 százalékkal csökkent (1,40-es szintről 1,06-ra).

Az euró árfolyamának csökkenése élénkítette az euróövezet nettó exportját. Ám e hatás a tagországok exportjára és a GDP-re vonatkozóan igen korlátozottan érvényesült.

Az egyik oka ennek az, hogy az eurózóna-tagállamok kereskedelmének jó része az ugyanazt a valutát használó más eurózóna-tagállamokkal zajlik. Továbbá az euró/dollár árfolyam alig kedvez az USA-ba irányuló exportnak. Az európai exportőrök ugyanis általában dollárban számlázzák exportjukat, és csak nagyon lassan igazítják dolláráraikat.

Az EKB kötvényvásárlásának másik motivációja az volt, hogy növelje azt a forrást, amelyet a bankok hitelként folyósíthatnak a cégeknek és a háztartásoknak. Eddig azonban csak korlátozott mértékben nőtt a hitelezés.

Végül, az EKB arra törekszik, hogy az euróövezet inflációját a célul kitűzött szintre, valamivel 2 százalék alá növelje. Az Egyesült Államokban a mennyiségi lazítás stratégiája 2015-ben 2,1 százalékra emelte a (csökkenő energia- és élelmiszerárak közvetlen hatását kiszűrő) maginflációt az elmúlt 12 hónapban. Ez a reálkereslet növekedésének mellékterméke, amely úgy jött létre, hogy a munkanélküliség olyan szintre csökkent, amelynél az emelkedő bérek hozzájárulnak az árak gyorsabb növekedéséhez.

Ez a stratégia valószínűleg nem működik az euróövezetben. A munkanélküliségi ráta meghaladja a 10 százalékot. Ez 5 százalékkal magasabb a válság kezdete előtt mért szintnél. Az EKB mennyiségi lazítási politikája talán csak az euró gyengüléséből eredő importár-emelkedés révén érheti el a magasabb inflációt. Ez az igen korlátozott folyamat azonban az euróövezet maginflációját továbbra is 1 százalék alatt tartja.

Az euróövezet gyengeségei és az igen alacsony infláció miatt az EKB tovább lazította a monetáris kondíciókat. A már negatív rövid távú kamatok tovább csökkentek és a kötvényvásárlási programot kiterjesztették.

Az euróövezet pénzpiacai a várt módon reagáltak erre. A hosszú távú kamatok estek, a tőzsdeindexek emelkedtek, és az euró dollárral szembeni árfolyama csökkent. Az eddigi tapasztalatok és a fent kifejtett érvek azt mutatják, hogy ezek az intézkedések az eurózónában alig tudják elősegíteni a gazdasági teljesítmény növekedését és az infláció emelkedését. Ahhoz, hogy az euróövezet gazdasági fellendítésének terén valódi előrelépést lehessen elérni, az egyes tagállamoknak kisebb mértékben kellene függniük az EKB mennyiségi lazításától. Erőteljesen a strukturális reformokra és a fiskális élénkítésre kellene fókuszálniuk.

Az EKB elnöke 2016. szeptemberben egy konferencián arról beszélt, hogy az EKB még nem látja át teljes egészében minden lépésének következményeit, tekintettel arra, hogy szokatlan, eddig nem tesztelt (nem konvencionális) eszközöket alkalmaz. „Sok esetben ismeretlen vizeken hajóznak, de a fontos az, hogy minden esetben hatékony monetáris politikát tudunk felvázolni”, hangoztatta Mario Draghi. Hangsúlyozta: a kedvezőtlen mellékhatások minimalizálásának érdekében szorosabban össze kell hangolni a fiskális és a monetáris politikát.

A mennyiségi lazítás tehát nem tartható fenn a végtelenségig. A Fed után várhatóan a nem túl távoli jövőben az EKB is leállíthatja kötvényvásárlási programját, illetve további intézkedéseket hozhat.

6. Gazdaságpolitikai koordináció a recesszió előtt

A gazdasági unió kialakítása keretében a tagállamok összehangolják a gazdaságpolitikájukat annak érdekében, hogy hozzájáruljanak az unió célkitűzéseinek a megvalósításához, ezen belül is a gazdasági tevékenységek harmonikus, kiegyensúlyozott és fenntartható fejlődéséhez, a foglalkoztatottság és a szociális védelem magas szintjéhez, a fenntartható és inflációt nem gerjesztő növekedéshez, valamint a gazdasági teljesítmények versenyképességéhez az unió egész területén.

6.1. Átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások

A gazdaságpolitikai koordináció keretében az Európai Tanács a tagállamok gazdaságpolitikájára vonatkozó ún. *átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokat* (angolul: Broad Economic Policy Guidelines – BEPGs) határozott meg. Azokat korábban évente, 2003 óta viszont három évre előre fogadják el. Az amszterdami szerződés óta a tanács foglalkoztatáspolitikai iránymutatásokat is jóváhagyott. 2005-től integrált iránymutatásokat és nemzeti reformprogramokat fogadtak el.

Az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások megvalósítása teljes egészében a tagállamok kompetenciájába tartozik. Ugyanakkor a tanács az ún. *többoldalú felügyeleti eljárás* keretében figyelemmel kíséri a tagállamok – mind az euróövezethez tartozó, mind az azon kívül lévő tagállamok – tevékenységét gazdaságpolitikájuk szorosabb összehangolása és egymáshoz közelítése érdekében, amelyről rendszeres jelleggel átfogó értékelést készít.

6.2. Túlzott költségvetési hiány-eljárás

A közös pénz működése szempontjából alapvető, hogy a tagállamok olyan gazdaságpolitikát folytassanak, amelyek nem veszélyeztetik a monetáris unió, illetve azon keresztül a többi tagállam gazdasági stabilitását. Minden tagállamnak a többi tagállam érdekeit figyelembe véve, felelősen kell kialakítania gazdaságpolitikáját és – az annak központi elemét megtestesítő – költségvetését. Egy-egy tagállam esetleg felelőtlen költségvetési politikája révén más tagállamokat, a monetáris uniót, illetve a monetáris stabilitást is veszélyeztetné. A konvergenciakritériumok teljesítése ezért a GMU harmadik szakaszának beindulása után is kötelező érvényű az abban részvevő tagállamokra.

A legfontosabb követelmény a *túlzott költségvetési hiány elkerülése*. Az Európai Unióról szóló szerződés szabályozza, hogy milyen eljárást kell követni, ha valamely tagállamban mégis túlzott költségvetési hiány alakulna ki. Az Európai Bizottság figyelemmel kíséri a tagállamok költségvetési helyzetének és államadóságának alakulását. Ha valamely tagállam nem felel meg az egyik vagy mindkét kritériummal kapcsolatos követelményeknek, a bizottság erről jelentést készít. Amennyiben a bizottság úgy ítéli meg, hogy valamely tagállamban túlzott hiány áll fenn vagy következhet be, akkor erről véleményt küld a tanácsnak. Az a bizottság ajánlása alapján és az érintett tagállam esetleges észrevételeit figyelembe véve, egy általános értékelést követően minősített többséggel határoz. Ha a tanács megállapítja a túlzott hiányt, akkor ajánlást tesz a tagállamnak a hiány kiigazítására. („*Túlzottdeficit-eljárás.*”) Amennyiben a tanács ajánlásait meghatározott időn belül nem követi megfelelő intézkedés, a tanács felszólítja a tagállamot, hogy meghatározott időn belül meghatározott mértékben csökkentse költségvetési hiányát. Amennyiben ez nem következik be, a tagállam pénzügyi szankcióval is sújtható.

A túlzott hiány esetén követendő eljárás során a szerződés különbséget tesz az euróövezethez tartozó országok, illetve a többi, ún. *eltéréssel rendelkező tagállam* között, amelyek nem tartoznak az euróövezethez. Ezekre az országokra nem alkalmazhatóak a vonatkozó cikk pénzügyi szankciói.

A hosszú távú stabil költségvetési fegyelem biztosítása érdekében fogadták el a tagállamok – elsősorban Németország nyomására – az 1997. júniusi amszterdami csúcson az ún. Stabilitási és Növekedési Egyezményt (másként: paktumot, angolul: Stability and Growth Pact). Ez (egyebek mellett) a harmadik szakaszban részt vevő, a költségvetési hiányra vonatkozó kritériumot nem teljesítő tagállammal szemben lefolytatott eljárás szabályait tartalmazza.

6.3. Stabilitási és Növekedési Egyezmény (paktum)

A Stabilitási és Növekedési Egyezmény szerint a GDP 3%-át meghaladó költségvetési hiány túlzottnak minősül. Az automatikus stabilizátorok működési terének biztosítása érdekében a monetáris

unió résztvevői olyan középtávú költségvetési pozíció mellett kötelezték el magukat, amely „közel áll az egyensúlyhoz vagy többletet mutat fel”. A középtáv általában három évet jelent.

Súlyos recesszió esetén az egyezmény előírásai automatikusan felfüggesztésre kerülnek. A GDP 3%-át meghaladó költségvetési hiány kivételesnek minősül, ha az ország GDP-je az adott évben legalább 2%-kal csökken. (Közbülső helyzetnek tekintik, ha a GDP 2%-nál kisebb, ám 0,75%-nál nagyobb mértékben csökken.) Ha a GDP 0,75%-nál kisebb mértékben csökken, nem áll fenn kivételes helyzet.

Ha valamely tagország túllépi a költségvetési hiányra megszabott felső határt, a bizottság jelentést tesz az ECOFIN-nek (a gazdasági és pénzügyminiszterekből álló tanácsnak.) Ha a tanács a hiánykritérium túllépését állapítja meg, ajánlást tesz és határidőt tűz ki az érintett tagország számára. Az előírt határt túllépő ország „a kilábalás után a lehető leghamarabb” *kiigazító intézkedések* teljesítésére kötelezett. A folyamatot monitorozó bizottság jelentésételének, illetve a politikai döntések meghozatalának időzítése alapján valamely tagország az előírt határt meghaladó költségvetési hiányt két egymás utáni évben szankciók nélkül fenntarthatja.

Ha a tagország nem hajt végre kiigazítást és nem csökkenti a hiányt a tanács által kitűzött határidőre a GDP 3%-a alá, *szankcióra* kerül sor: az érintett tagországnak *pénzben meghatározott letétet kell befizetnie*. A letét mindaddig évenként befizetendő, ameddig a hiányt nem szüntetik meg. Ha a túlzott hiányt két éven belül nem küzdik le, *a letét végleges pénzbüntetéssé válik*. (Sikeres kiigazítás esetén a letétet visszaadják az érintett tagországnak.)

A Stabilitási és Növekedési Egyezmény nem szünteti meg a fiskális politika szuverenitását, azaz a fiskális politika a tagországok kormányainak felelőssége, ám ha túllépik a hiány előírt mértékét, annak következményei vannak. A túlzott deficit megállapítása és a letét elhelyezése között viszonylag hosszú idő telik el. További két év alatt alakulhat át a letét végleges büntetéssé. A döntés joga a tanácsé, amely a kivételes körülményeket is mérlegelni tudja. *A rendszer tehát a megelőzésre irányul, fiskális fegyelemre szorítja a tagországokat.*

6.4. Gazdasági kormányzás a GMU-ban

A gazdasági és monetáris unióban nem egyetlen intézmény felel a gazdaságpolitikáért. Az ezzel kapcsolatos feladatok megoszlanak a tagállamok és az EU-intézmények között. Ezen a téren a legfontosabb szereplők a következők:

- az *Európai Tanács*, amely kijelöli a fő szakpolitikai irányvonalakat;
- az *Európai Unió Tanácsa* (a *tanács*), amely összehangolja a gazdaságpolitikai döntéshozatalt és dönt arról, hogy az euróövezetbe felvételt kérő tagállam teljesíti-e annak a feltételeit, hogy hivatalos fizetőeszközként bevezesse az eurót;
- az ún. *eurócsoport*, amely összehangolja az euróövezeti tagállamok mindegyikét érintő szakpolitikai intézkedéseket;
- a *tagállamok*, amelyek az elfogadott hiány- és adósságkorlátokon belül kialakítják nemzeti költségvetéseiket, és döntenek saját strukturális politikáikról, ideértve a munkaerőpiacokra, a nyugdíjrendszerekre és a tőkepiacokra vonatkozó intézkedéseket;
- az *Európai Bizottság*, amely ellenőrzi, hogyan teljesítenek a tagállamok, illetve hogy betartják-e a közös szabályokat;
- az *Európai Központi Bank*, amely meghatározza az euróövezet monetáris politikáját, legfontosabb célként az árstabilitást tartva szem előtt, és központi felügyeletet gyakorol az euróövezetben működő pénzintézetek felett;
- az *Európai Parlament*, amely a Tanáccsal együtt társjogalkotói feladatokat lát el, továbbá – elsősorban az új gazdasági párbeszédén keresztül – demokratikus kontrollt gyakorol a gazdaságirányítás felett.

7. A Gazdasági és Monetáris Unió szerkezeti problémái

7.1. Az euróadaptáció és a konvergencia dimenziói

A monetáris integráció alapvető feltételei, szakaszai (ERM II.,¹ a nominális konvergenciakritériumok teljesítése, az euró bevezetése) egyértelműen meghatározottak. Az euró átvételéhez az érintett EU-tagállamoknak teljesíteniük kell az inflációra, a kamatlábra, az államadósságra, a költségvetési egyensúlyra és az árfolyam stabilitásra vonatkozó *maastrichti (nominális konvergencia) kritériumokat*.

A *nominális konvergencia kritériumainak a logikája* a következő. A monetáris unió rendszerében az egyes tagországoknak nagyon hasonló inflációs rátával kell rendelkezniük. Az euróövezeti tagjelölt országnak még az euró átvétele előtt bizonyítania kell, hogy *inflációs rátája* nem fog túlzottan eltérni az euróövezet többi tagjának inflációjától. A hosszú távú kamatláb kritériuma az alacsony inflációs ráta fenntarthatóságát méri. Az *állami pénzügyek stabilitásának* kettős kritériuma (azaz a folyó hiány, illetve a felhalmozott államadósság aránya a GDP-hez viszonyítva) a potyautas és a túlcsoordulási hatások megakadályozását célozza. A jelzett kritériumok teljesítése esetén az adott országnak nem kell adóemeléshez folyamodnia ahhoz, hogy a magas adósságszintet fenntarthassa, mert az adóemelés torzító hatású lehet és visszavetheti a növekedést. Az *árfolyam-stabilitás* kritériuma pedig átfogó próbaként szolgál: bizonyítja, hogy az adott ország gazdasága árfolyam-stabilitás mellett is kiegyensúlyozottan működik. Ez természetesen csak akkor lehetséges, ha az adott ország stabilitásorientált költségvetési és pénzügyi politikát folytat. A nominális konvergenciakritériumok nemcsak próbaként szolgálnak, illetve nemcsak az eurózóna csatlakozás feltételét s egyben költségét képezik, hanem a *stabilitásorientált gazdaságpolitika* elveinek elfogadását jelentik. Ugyanakkor az egyes tagországok jelentős mozgástérrel rendelkeznek a fenntartható nominális konvergencia időpontjának megválasztását illetően.

Az integráció egyúttal az új tagországok gazdaságának előrehaladó *strukturális beilleszkedését* eredményezi. A strukturális beilleszkedést, amely egyebek mellett az ágazati arányok közeledésével is jár, strukturális konvergenciának is nevezik. Az egységes fizetőeszköz a gazdasági struktúrák konvergenciáját feltételezi. A *strukturális konvergencia* előrehaladásától is függ, hogy az euróövezetben keletkező sokkok milyen mértékben és milyen mechanizmus révén terjednek tovább az egyes tagállamokban, illetve az érintett gazdaságok miképpen reagálnak e sokkokra. A strukturális konvergencia alacsonyabb fokán könnyebb az aszimmetrikus, azaz csak egyes tagállamokra kiterjedő sokkok kialakulása. A strukturális konvergencia a GMU modelljében képesség. Az segít a rövid távú sokkokból történő gyors kilábalást, az egységes piacon belüli komparatív előnyök kihasználását és a tőkevonzást mozdíthatja elő. Annak révén hozzájárul a növekedés és a foglalkoztatás magas szintjének fenntartásához. Mindez hatékony munkaerő- és termékpiacon és erősebb közintézményeket, hatékony nemzeti és uniós politikákat feltételez.

A *fenntartható konvergencia fogalma a fizetési mérlegre is kiterjed*. Felzárkózó országok esetében a folyó fizetési mérleg hiányának tartósan fenntartható finanszírozását feltételezi. Abban kiemelkedő jelentőségű a külföldi működő tőke beáramlása. A folyó fizetési mérleg hiánya fenntarthatatlannak bizonyulhat, ha a magánadósságok túlzottan nőnek. A pénzügyi és gazdasági válság kezdetétől az országok *sérülékenysége* közötti különbségek nagy jelentőségűvé váltak.

A közgazdaságtudomány a monetáris integráció elméleti alapjait és feltételeit az *optimális valutaövezet* (Optimal Currency Area – OCA) *kritériumaiként* írja le. Robert Mundell, az euró névadója Nobel-emlékdíjban részesült ez irányú munkásságáért. Az optimális valutaövezet kritériumai a következők: rugalmas és jól működő erőforráspiacok (tőke- és munkapiacok); viszonylagos gazdasági homogenitás, az aszimmetrikus sokkok hiánya; végezetül fiskális transzferek lehetősége a rendszer zavarai esetén. Némileg meglepő módon a GMU meghirdetett konvergenciakritériumai között az optimális

¹ Az 1979–1998. között működő Európai Monetáris Rendszer (EMS) alapvető alkotórésze volt az árfolyammechanizmus (ERM). 1999-től az euró megjelenésével az EMS megszűnt. Ám az euróövezetbe be nem került tagállamok részére – az árfolyamingadozások csökkentése, illetve az árfolyamstabilitás, mint konvergencia kritérium teljesítésének a mérésére – létrehozták az *Árfolyammechanizmus 2* (ERM2) rendszerét.

valutaövezet feltételei nem szerepelnek. A maastrichti konvergencia feltételei kizárólag nominális, a gazdaság pénzügyi egyensúlyának egyes dimenzióit kifejező mutatókat tartalmaznak. Az implicit konvergenciakritériumok közül a *strukturális konvergencia* előfeltétele a rugalmas és jól működő tényezőpiacok működése, s az egyúttal az aszimmetrikus sokkokat mérsékeli, a reálkonvergenciát pedig előmozdítja. (Az euróövezetet a fejlett magországok és – nagyrészt mediterrán – periféria kettőssége jellemzi. Utóbbiak heterogenitása szembeűnő: akár az aszimmetrikus sokkok, akár a strukturális me-revségek tekintetében.) A *stabilizációt célzó fiskális transferek* az EU közös költségvetésében nem állnak rendelkezésre. Azt megakadályozza annak az EU GDP-jéhez viszonyított alacsony aránya, a fiskális föderalizmus hiánya, illetve a deficit technikai értelemben is kizárt volta. Nem véletlenül nevezte Ben Bernanke, az Egyesült Államok jegybankjának funkcióját betöltő Fed korábbi elnöke az euró bevezetését „merész projekt”-nek.

7.2 Gazdasági és Monetáris Unió 1.0: konstrukció és következmények

A következőkben a Gazdasági és Monetáris Unió, azaz a GMU eredeti, a maastrichti szerződésben kialakított, s mindmáig működő konstrukcióját tekintjük át. (Ezt *GMU 1.0*-nak, másként: Maastricht 1.0-nak is nevezik.)

Valutaunió. A rendszer alapvető eleme az euróövezet országaiban az egységes (egyetlen) fizető-eszköz, az euró használata. Ez szükségképpen a nemzeti monetáris politika megszűnését, a nemzetek feletti monetáris politika intézményesítését feltételezi. A tagországok az egységes, hiteles és stabil valuta használatából származó előnyöket élvezhetik az egységes piacon (a piaci transzparencia növekedését, az árfolyamkockázat és az átváltási költségek kiiktatását, mindezek miatt a hatékonyság növekedését, a rendszer dezinflációs hatását, a likviditás bővítését stb., s a mindezekből lehetséges tovagyrűzéseket). Megszűnik a nemzeti valutaárfolyam, mint sokkelnyelésre (abszorpcióra) alkalmas mechanizmus.² A nemzeti fizetőeszköz árfolyamának megszűnése után alternatív mechanizmusok töltik be a makrogazdasági stabilizáló funkciót: az egyes nemzetgazdaságok és régiók rugalmas alkalmazkodása, a termelési tényezők mobilitása, azon belül a rugalmas bérmechanizmus; illetve a fiskális (költségvetési) stabilizációs funkció működése révén. Mindezeknek feltétele a strukturális konvergencia előrehaladása.

Fiskális szuverenitás és fegyelem. A rendszer stabilitásának előfeltétele a fiskális fegyelem, az euró övezetbe tartozó országok közpénzügyeinek stabilitása. Minthogy a költségvetési (fiskális) politika területén különösen nagy lehet a nemzeti preferenciák eltérése, illetve a demokratikus versengésben az egyes tagállamok mérvadó politikai tömörülései gazdaságpolitikai programjaik megvalósításában elsősorban a nemzeti költségvetés lehetőségeire támaszkodhatnak, ezért a rendszerben továbbra sem került napirendre a szövetségi államok konstrukcióját jellemző fiskális föderalizmus kiépítésének igénye. Éppen így nem került kiépítésre – a sokkelnyelést célzó – közös költségvetési stabilizációs funkció.³ Szupranacionális (európai) fiskális politika helyett a nemzeti fiskális szuverenitás, illetve a tagállami pénzügyi fegyelem szabályai kerültek intézményesítésre. Azok alapvető eleme a többi tagállam általi kimentés (bailout) lehetőségének deklarált hiánya. E lehetőség hiányában érvényesülhet a pénzpiacok fegyelmező funkciója. Egyidejűleg meghatározták a nemzeti fiskális fegyelem európai szabályait.

² Külső sokkok, pl. a versenyképesség csökkenése esetén a nemzeti valuták működése mellett az árfolyam leértékelődése kiegyenlítheti a versenyképesség romlását. Meghatározott feltételek (mindenekelőtt a nominálbérek egyidejű növekedésének elkerülése) esetén a leértékelődés rövidebb távon növeli az export (illetve csökkenti az import) versenyképességét, mindezek révén javíthatja a külső egyensúlyt, s esélyt adhat a belső alkalmazkodásra.

³ Ilyen funkciót tölthetnek be – a Stabilitási és Növekedési Egyezmény korlátai között – a nemzeti költségvetések a makrogazdasági sokkok (pl. a kereslet hirtelen visszaesése) esetében. A *költségvetés stabilizációs funkciójának* érvényesítése a gazdasági visszaesés (recesszió) időszakában a kiadások megnövelése miatt ideiglenesen deficithez vezethet. Súlyos válság túlterhelheti a nemzeti költségvetéseket. Ebben az esetben a nemzeti fiskális stabilizátorok nem elégségesek a sokkhatás elnyelésére és az optimális szintű gazdasági stabilizáció biztosítására. Mindez az euróövezet egészét negatívan érintheti. Az EU közös költségvetése a GDP-nek csak csekély hányadát (alig több mint évi 1%-át) osztja el újra a tagállamok között, továbbá nem lehet deficit. Ezért stabilizációs funkcióval nem rendelkezhet.

Azaz szabály alapú, mégpedig szupranacionális szinten szabályozott, de egyébként nemzeti (szuverén) fiskális politikák jellemzik a konstrukciót.

Bankfelügyelet nemzeti szinten. A továbbra is nemzeti szinten maradt bankfelügyelet a banki kockázatok mérsékelésére csak korlátozott lehetőségeket nyújtott. A magas államadósággal rendelkező, a fiskális szabályokat figyelmen kívül hagyó tagállamok esetében ördögi kör – azaz egymást erősítő mechanizmus – veszélye alakult ki a növekvő szuverén (állam-) és a magánadóságek között.

Korlátozott gazdaságpolitikai koordináció. Noha a tagállami gazdaságpolitikák koordinációja a gazdasági unió definitív feltétele, e területen csak korlátozott előrehaladás valósult meg a 2008-ig terjedő időszakban.

Az optimális valutaövezet endogenitásának feltételezése. A rendszer kimondatlanul is a következő feltételezést tartalmazta: az előzetesen nem teljesülő kritériumok utólag kielégítővé válnak, mert a GMU-tagság növekvő kereskedelmi integrációhoz és a gazdasági ciklusok erősebb szinkronjához vezet. (FRANKEL–ROSE 1998) Hogy kompenzálják a monetáris politika elvesztését mint stabilizáló eszközt, az egységes valutától erős ösztönzést reméltek a tagállami strukturális reformok és strukturális konvergencia tekintetében.

Hogyan foglalhatóak össze a rendszer tapasztalatai? Mindenekelőtt a szabályok ellenőrzésére, még inkább a szabályok megsértésének szankcionálására a legutóbbi időkhöz csak csekély lehetőséget nyílt. Mindez megnövelte a rendszerben rejlő *erkölcsi kockázatot*, a potyautas magatartás lehetőségét.

E körülmények között a szabályok működése is elhalványulhat. A túlzott költségvetési deficit egyes euróövezeti tagállamok esetében 2008 előtt jellemzővé vált. Ám a szabályok folyamatos megsértése többnyire következmények nélkül maradt. 1999–2007. között például Görögországban 9, Portugália esetében 6, Olaszország esetében pedig 5 évben nem teljesültek e – közös szabályok által előírt – követelmények. (Görögországban a vizsgált időszak egyetlen esztendejében sem.)

Az egyes tagállamok kimentési lehetőségének feltételezésére utalhat *a hosszú lejáratú állampapírok hozamainak kiegyenlítődése az euró bevezetését követő időszakban.* Míg 1999 (az euró bevezetése) előtt e hozamok jelentősen eltértek, valamint eltérő, országonként más kockázatokat áraztak be, addig 1999 után (illetve az euróövezeti tag Görögországban 2002-től) egészen 2008-ig e hozamok (lényegében az országkockázatok) kiegyenlítődték. Egyidejűleg az egyes érintett országok teljesítménye s az előírt fiskális szabályok teljesítése nagyon eltérő szinten alakult. A hosszú lejáratú állampapírok hozamai ebben az időszakban nem tükrözték e különbségeket. *Azaz sem az előírt szabályok, sem a pénzpiacok fegyelmező ereje nem érvényesült.* (A jelzett időszakban az EKB refinanszírozási műveletei során az euróövezet szuverén kötvényeit nulla kockázati súllyal kezelték.)

Az európai pénzpiacok liberalizálását és az euró bevezetését az országkockázati prémiumok, következképpen a tőkeköltségek drasztikus csökkenése kísérte. Azaz – már az 1990-es évek közepétől – nagymértékben mérséklődtek a magán- és az állami hitelfelvétel terhei. E lehetőségeket egyes, az euróövezet periferiáján elhelyezkedő országokban (pl. Görögországban) a költségvetési deficit növelésére használták fel. Más tagállamokban (pl. Spanyolországban, illetve Írországban) a jobb finanszírozási feltételek a magánhitelek állományának drasztikus növekedéséhez vezettek. Mindez *a gazdaság túlfűtöttségéhez*, s az eszközárak mesterséges növekedéséhez, „buborékok” kialakulásához vezetett például az ingatlan szektorban. Ugyanakkor az euróövezet periferiájának növekedési teljesítménye látszólag kielégítőnek tűnt. Ez pedig „reformérzékenység”-hez vezetett. (BUTI–TURRINI 2015) A lényeges, a monetáris unióban a hatékony kiigazítást lehetővé tevő reformokat késleltették, mivel azok nem tűntek sürgősnek. Egyidejűleg a *strukturális divergencia* vált jellemzővé *a magországok és a periféria között.* Míg a centrum gazdasági dinamikája az exportszektorokra támaszkodott, a periférián a belső keresletre alapozott ágazatokban valósult meg a gazdasági növekedés.

Az általános eladósodottság – akármelyik okból alakult is ki – hasonló hatásokhoz, pl. a makrogazdasági sebezhetőség kialakulásához vezetett. A hitelexpanzió által finanszírozott fellendülés a nagy bérnövekedés és a magas infláció miatt az árversenyképesség⁴ romlásához vezetett: az exportálni kívánt

⁴ Azt tükrözi az egységnyi munkaköltség (ULC), illetve a reáeffektív árfolyam alakulása.

árak a versenytársakhoz képest túl drágává váltak. Az exporttermékeket előállító vállalkozások versenyhátrányba kerültek és visszaesett teljesítményük. A versenyképesség elvesztése, a hitelexpanzió alapján növekvő belső kereslet és az egyidejűleg megnövekvő import a folyó fizetési mérleg magas és növekvő hiányához vezetett az érintett országokban. (Például Görögország és Portugália esetében 2000 és 2007 között a folyó fizetési mérleg hiánya meghaladta az évi 10%-ot.)

A 2008 őszen kitört pénzügyi krízis során e helyzet nem maradhatott fenn. A növekvő bizonytalanságok nyomán a kockázati felárak a sebezhető helyzetbe került tagállamokban élesen megnöttek. A versenyképességi veszteségek, a bankrendszerért ért veszteségek, továbbá egyes tagállamok esetében a kialakuló állam- (szuverén) adósságválság az átfogó pénzügyi és gazdasági krízis alapvető tényezői.⁵ Mindezek egyúttal a *GMU 1.0 konstrukciós hiányosságainak* is kifejezői.

8. Válság és a Gazdasági és Monetáris Unió 2.0

8.1. Válságkezelés és reform

A legutóbbi *pénzügyi és gazdasági válság* meggyőzően bizonyította a tagállamok nagyfokú egymásra utaltságát. Az egész Európai Unióban, de különösképpen az egységes monetáris politikát folytató euróövezetben alapvető követelmény, hogy az egyes tagállamok felelős gazdaságpolitikát, azon belül költségvetési politikát folytassanak, ne fenyegetse a rendszer stabilitását.

Az euróövezet országainak szorosabb, kölcsönös függősége és a közös valutát használó országok közötti továbbgyűrűző hatások lehetősége a költségvetési eljárások és gazdaságpolitikák fokozottabb összehangolását és erősebb felügyeletét igényli az euróövezet valamennyi tagállamában. A válság kettős tanulsággal szolgált: egyrészt a nem megfelelő nemzeti költségvetési és gazdaságpolitika, pénzügyi felügyelet súlyos gazdasági és társadalmi nehézségeket okozhat; másrészt az euróövezet sem védett a nagy horderejű és destabilizáló hatású gazdasági és pénzügyi sokkok veszélyével szemben. Következésképpen az euróövezet egészének együttes költségvetési, gazdasági és szociális helyzetének szoros nyomon követése és elemzése szükséges. Azt figyelembe kell venni a nemzeti szakpolitikák kidolgozása során is.

Egyrészt jelentős, *rövid távú válságkezelést* célzó intézkedések történtek. 2010-ben a tagállamok támogatását célzó, ideiglenes mechanizmust hoztak létre, amelyet 2013-tól az *állandó európai stabilitási mechanizmus (ESM)* váltott fel. A Nemzetközi Valutaalappal szoros együttműködésben kidolgozott támogatási intézkedések feltétele a szigorú költségvetési konszolidáció és reformok megvalósítása.

A *külgazítás* bér- és árváltozásokat, fiskális konszolidációt és strukturális reformokat igényelt a versenyképesség növeléséhez. E lépések fájdalmas, az érintett országok lakosságát terhelő megszorításokkal járhatnak együtt.⁶

Ugyanakkor egyidejűleg jelentős *átfogó (rendszerszintű) reformok igénye és lehetősége* teremtődött meg. A válság kitörése után elfogadott szabályozás (egyebek mellett) a nemzeti költségvetések szorosabb felügyeletét, könnyebben alkalmazható szankciókat, illetve a bajba jutott tagállamok megsegítését célzó új mechanizmusokat tartalmaz. A 2011-ben elfogadott, hat jogszabályból álló csomag megszigorította a Stabilitási és Növekedési Paktumot, így például megkönnyítették a tagállamokkal szembeni szankciók alkalmazásának a lehetőségét.

A gazdasági és pénzügyi válság nyomán a gazdaságirányítási keret jelentősen megerősödött a hatos csomag, a kettős csomag és a gazdasági és monetáris unióbeli stabilitásról, koordinációról

⁵ Írország esetében pl. a 2009-2011. évi bankmentési műveletek önmagukban az államadósság GDP-hez viszonyított arányának 42%-os növekedéséhez vezettek.

⁶ Azok hatásai azonban már érzékelhetőek az érintett tagállamok makrogazdasági mutatói, nemzetközi versenyképessége, illetve pénzügyi megítélése tekintetében.

és kormányzásról szóló szerződés bevezetésének köszönhetően⁷. A megerősített költségvetési szabályok, valamint a közelmúltban létrehozott, a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás együtt jelentősen elmélyítették és kiterjesztették az uniós fellépések alkalmazási körét és lehetséges hatékonyságát.

A gazdasági és pénzügyi válság időszakában jelentősen megerősödött a *gazdaságpolitikai koordináció* a GMU-n belül. A válságot megelőző egyensúlyhiányok, strukturális hiányosságok és válság utóhatásainak leküzdése érdekében, valamint a beruházások élénkítése és a középtávú növekedési potenciál újjáépítése céljából ezek az uniós szintű közös szabályok, eljárások és intézmények központi szerepet játszanak. A válság idején számos kormányközi megállapodás született. Ezt a GMU 1.0 felépítésének hiányosságai magyarázzák. Ám pl. az ESM irányítási és döntéshozatali eljárásai – főként a kormányközi struktúra következtében – bonyolultak és hosszadalmasak. Középtávon (a második szakaszban) ezért annak irányítását teljes mértékben integrálni kellene az Európai Unió szerződéseibe.

Az *európai szemeszter* – amely a gazdaságpolitikák uniós szintű összehangolására 2011-ben bevezetett éves jelentéstételi és felügyeleti ciklus – nemzeti és uniós szinten egyaránt a reformok végrehajtásának fontos eszközévé vált.⁸ A *makrogazdasági egyensúlyhiány* kezelésére szolgáló eljárás az európai szemeszterbe illeszkedik. Célja, hogy megelőzze az egyensúlyhiányt, illetve még kezelhetlenné válása előtt kiigazítsa azt. Az eljárás kulcsfontosságú eszközzé vált az európai makrogazdasági felügyelet számára, többek között az ingatlanbuborékok megelőzése, valamint a versenyképesség csökkenésének, a magán- és államadósság növekedésének és a beruházások hiányának korai felismerése terén. Mindazonáltal a tagállamoknak még több előrelépést kellene elérniük az országspecifikus ajánlások végrehajtása terén, mivel a végrehajtás eddig egyenlőtlen és gyakran csupán korlátozott mértékű volt.

2011 tavaszán elfogadták az Euró Plusz Paktumot (Euro Plus Pact) is. E versenyképességi megállapodás keretében a részt vevő tagállamok kötelezettséget vállaltak kulcsfontosságú, nemzeti hatáskörbe tartozó területeken a gazdaságpolitikai koordináció magasabb szintre emelésére a versenyképesség növelése és a makrogazdasági stabilitás megőrzése érdekében. Eddig tabunak tekintett területeken (pl. bérek, nyugdíjak, egészségügyi és szociális ellátórendszerek reformja, a társasági adóalap harmonizációja stb.) is együttműködnek az érintett tagállamok. Az elfogadott további intézkedések, illetve az európai szemeszter keretében kialakuló koordináció *valódi uniós gazdasági kormányzás kiépülése irányába mutatnak*.

Ugyanakkor a kormányközi megállapodásokon és a tagállamok önkéntes részvételén alapuló konstrukciók korlátai szembetűnőek.⁹ A tartós konstrukciók az EU jogrendszerében igényelnének szabályozást, beleértve az alapító szerződések megfelelő irányú módosításait is.

8.2. Rendszerszintű reform: GMU 2.0

A reformfolyamatok kereteit a „*valódi*” (*másként „teljes”, illetve „mély”*) *Gazdasági és Monetáris Unió* megteremtésének igénye képezi. Olly Rehn korábbi főbiztos 2012 nyarán hirdette meg – a Maastricht 1.0 bírálatának bázisán – a *Maastricht 2.0* kiépítésének az igényét. Az Európai Bizottság 2012. november 28-án tette közzé vitaindító dokumentumát (blueprint) „a valódi, szoros gazdasági és monetáris unió” tervzetéről. Az elérendő célként megjelölt *teljes gazdasági unióban* fokozottabban összehangolnák a tagállamok valamennyi nagyobb gazdaságpolitikai (köztük költségvetési politikai) döntését, amelyeket európai szinten hagynának jóvá és felügyelnének. 2013. március 20-án hozták nyilvánosságra

⁷ A gazdasági és monetáris uniós stabilitásról, koordinációról és kormányzásról szóló szerződés költségvetési részére „Költségvetési paktum”-ként is hivatkoznak.

A makrogazdasági feltételrendszer elve szerint biztosítani kell, hogy az európai strukturális és beruházási alapokat a tagállamok szociális és gazdasági teljesítménye szempontjából kulcsfontosságúként azonosított reformok támogatására használják fel, és az európai strukturális és beruházási alapok hatékonyságát nem akadályozzák ingatag alapokon nyugvó makrogazdasági szakpolitikák.

Pl. az európai szemeszter nagymértékben megerősítette a gazdaságpolitikai koordinációt; a számos csomag, paktum, eljárás és jelentéstételi követelmény azonban elhomályosította logikáját és aláasta eredményességét.

az Európai Bizottság közleményét *Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union címmel*. E folyamatban némi megtorpanás után a következő mérföldkő az „öt elnök”¹⁰ jelentése volt 2015. június 22-én a GMU megerősítésének programjáról és ütemtervéről.

A GMU szorosabbra fűzésének nagyratörő, egyidejűleg pragmatikus tervei három szakaszban végrehajtandó, konkrét intézkedésekre irányuló javaslatokat tartalmaznak. Azok megvalósítása révén *2025-re lenne elérhető a „teljes” GMU víziója*. E jövőképben – a GMU szilárd és átlátható szerkezete biztosítása érdekében – a szabályok mellett az intézményeket kívánják a középpontba helyezni.

A három szakasz a következő:

1. *Elmélyítés* (2017. június 30-ig). A versenyképesség és a strukturális konvergencia fokozása, felelős nemzeti és euróövezeti költségvetési politikák előmozdítása, a pénzügyi unió megvalósítása, valamint a demokratikus elszámoltathatóság javítása a meglévő eszközök és a hatályos Szerződések felhasználásával.
2. *„A GMU megvalósítása”*: alapvető konkrét intézkedések elfogadása a GMU gazdasági és intézményi felépítésének befejezéséhez. Ezután az euróövezeti országok megújított, felfelé irányuló konvergenciájára vonatkozó referenciaértékek alapján elmozdulva az új növekedési kilátásokkal kapcsolatos közép- és hosszú távú elképzelések irányába, mélyrehatóbb reformokat szükséges végrehajtani. A fő cél a kötelező (strukturális) konvergencia folyamatának előmozdítása. A közösen megállapított konvergenciamutatók irányába tett jelentős előrehaladás – elérésüket követően a betartásuk – minden tagállam esetében feltétele lenne az euróövezet sokkelenyelő mechanizmusában történő részvételnek.
3. *Végső szakasz* (legkésőbb 2025-ig). Valamennyi tervezett lépés teljes megvalósítása után a „valódi, szoros” GMU elérése.

Az első szakaszból a másodikba történő átmenet előmozdítása érdekében az Európai Bizottság 2017 tavaszán Fehér könyvet terjeszt elő. Abban felvázolja a további szükséges lépéseket, beleértve a GMU második szakaszban megvalósítandó kiteljesítéséhez szükséges jogi intézkedéseket is. (Annak mintája az egységes piac megteremtését célzó, 1985. évi Fehér könyv.)

Az Európai Bizottság 2015 októberében tette közzé elképzeléseit az *„elmélyítés” szakasza* tekintetében. Az elfogadott intézkedéscsomag része a demokratikus párbeszéd elmélyítését és a gazdasági kormányzás továbbfejlesztését célzó „európai szemeszter”¹¹ felülvizsgálata; a nemzeti versenyképességi testületek életre hívása; a tanácsadó funkciót betöltő Európai Költségvetési Tanács létrehozása. A kitűzött célok közé tartozik az euróövezet egységesebb képviselője a nemzetközi pénzügyi intézményekben. Meghatározták továbbá a bankunió kiteljesítéséhez szükséges lépéseket, közöttük az európai betétbiztosítási rendszer kialakítását és a bankrendszerrel összefüggő kockázatok további csökkentését célzó egyéb intézkedéseket. Az euróövezetben a bankok és az államháztartások még mindig szorosan kapcsolódnak egymáshoz. Nagy jelentőségű a rendszerszintű banki kockázatok további csökkentése és az egyenlő versenyfeltételek megteremtése, továbbá a bankok és az államadósságok közötti negatív visszacsatolási spirál korlátok közé szorítása. A bankunió kiteljesítése mellett kulcsfontosságú cél a tőkepiaci unió kiépítése is. A közleményben meghatározott intézkedések az euróövezet tagállamaira alkalmazandók, a GMU szorosabbra fűzésének folyamata azonban valamennyi uniós tagállam előtt nyitva áll.

A GMU gazdasági és intézményi struktúrájának kiteljesítéséhez a második szakaszban („Megvalósítás”) jóval hosszabb távú intézkedésekről kell megállapodni. Ennek részeként a szuverenitás és szolidaritás nagyobb fokú megosztására, megerősített demokratikus felügyeletre lesz szükség. A világ második legnagyobb gazdasága nem kezelhető kizárólag szabályokon alapuló együttműködés révén. Ahhoz, hogy az euróövezet fokozatosan a valódi gazdasági és monetáris unió

¹⁰ Az Európai Bizottság, az Európai Tanács, az Eurócsoport, az Európai Központi Bank (ECB), illetve az Európai Parlament elnökei.

¹¹ Az euróövezeti dimenzió fokozott figyelembe vétele érdekében az övezet egészére vonatkozó vitákra és ajánlásokra a folyamat elején, az ország-specifikus egyeztetéseket megelőzően kerül sor, hogy minden tagállam egységesen kezelhesse a közös kihívásokat.

irányába fejlődhesen, a nemzeti gazdaságpolitikai döntéshozatalra vonatkozó szabályok és iránymutatások rendszerétől olyan rendszer felé kell elmozdulnia, amely a szuverenitás megosztásán és közös intézményeken alapul. E közös intézmények többsége már létezik, és fokozatosan be is töltheti ezt a feladatkört. A gyakorlatban a tagállamoknak egyre nagyobb mértékben kell elfogadniuk a közös döntéshozatalt saját nemzeti költségvetésük és gazdaságpolitikájuk egyes elemei tekintetében. A gazdasági konvergencia és a pénzügyi integráció sikeres folyamatának lezárását követően lehetővé válna bizonyos fokú kockázatmegosztás a közszektorban. Ezt egyidejűleg erőteljesebb demokratikus részvételnek és elszámoltathatóságnak szükséges kísérnie mind nemzeti, mind európai szinten. E szakaszos megközelítés azért szükséges, mert egyes nagyobb horderejű intézkedések a hatályos uniós jogi keret (a Szerződések) – kisebb vagy nagyobb mértékű – módosítását, valamint az euróövezeti tagállamok gazdasági konvergencia és szabályozási harmonizáció terén történő jelentős előrehaladását teszik szükségessé.

Az ambiciózus reformprogram *fő céljai* az alábbiak:

Valódi gazdasági unió: az egyes nemzetgazdaságok prosperitást biztosító struktúrájának kialakítása a monetáris unión belül. A valódi gazdasági unió alappillérei közé tartozik a versenyképességi hatóságok európai rendszerének létrehozása;¹² a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szigorúbb végrehajtása; a foglalkoztatás és a szociális teljesítmény középpontba helyezése, továbbá a gazdaságpolitikák szorosabb összehangolása a módosított európai szemeszter keretében. Középtávú cél a részletesen meghatározott, közös mutatók alapján, erős kötelezettségeken alapuló konvergenciafolyamat előmozdítása az euróövezet egészében.

Pénzügyi unió: a pénzügyi stabilitás kockázatainak korlátozása és a kockázatmegosztás a magán-szektorral garantálja az egységes valuta stabilitását. Az egységes felügyeleti mechanizmus kialakítására vonatkozó célt már teljesítették. Az egységes szanálási mechanizmusról és a kapcsolódó Egységes Szanálási Alapról megállapodás született. Az „elmélyítés” szakaszában kerülhet sor az európai betétbiztosítási rendszer (EDIS) létrehozására a nemzeti betétbiztosítási rendszerek európai szintű viszontbiztosítási rendszereként. Kulcsfontosságú prioritás továbbá a tőkepiaci unió. Ennek célja a vállalkozások számára diverzifikáltabb finanszírozási források megerősítése, illetve a kötvény- és a részvényt piacok integrálása révén a határokon átnyúló kockázatmegosztás megerősítése.

Költségvetési (fiskális) unió: a költségvetés fenntarthatóságát és a költségvetési stabilizációt egyaránt biztosítja. A fenntarthatatlan költségvetési politikák nemcsak az árstabilitást, hanem a pénzügyi stabilitást is veszélyeztetnék. Az „elmélyítés” időszakában az Európai Költségvetési Tanács létrehozását tervezik tanácsadó, egyúttal a már létező nemzeti költségvetési tanácsokat kiegészítő és koordináló funkcióval. Ez európai szintű, független értékelést készíthetne: a nemzeti költségvetések milyen mértékben teljesítik az uniós költségvetési irányítási keretben meghatározott gazdasági célkitűzéseket. Hosszú távon azonban közös makrogazdasági stabilizációs funkciót¹³ kívánnak kifejleszteni a nemzeti szinten nem megoldható zavarok kezelése érdekében. Ennek révén enyhíthetőek volnának a nagy makrogazdasági sokkok hatásai, növelhető lenne a GMU egészének ellenálló képessége.

Politikai unió: demokratikus elszámoltathatóság, legitimáció, az intézményi keretek megerősítése. Az EU, illetve az euróövezet szintjén történő, növekvő felelősségvállalás, integráció fokozza a tagállamok közötti kölcsönös függőséget. Mindez egyúttal a hatáskörök hatékonyabb megosztását és fokozottabb átláthatóságot igényel. Az országspecifikus ajánlások, a nemzeti reformprogramok és az éves növekedési jelentéssel összefüggésben nemzeti és európai szinten egyaránt szélesebb körű parlamenti részvétel és ellenőrzés szükséges. Az eurócsoport szerepének megerősítése sem nélkülözhető.

A versenyképességet érintő tényezők (pl. a bér- és szociális rendszer) esetében a nemzeti preferenciák és a jogi hagyományok eltérőek. Célszerű a független szakpolitikai szakértelmet nemzeti szinten összevonni és az EU és a tagállamok közötti politikai párbeszédet megerősíteni. A nemzeti versenyképességi hatóságoknak demokratikusan elszámoltathatónak és függetlennek kell lenniük. A nemzeti szereplők (pl. a szociális partnerek) minden tagállamban továbbra is eredeti szerepüket töltik be, ám a bértárgyalások során iránymutatásként használnák e hatóságok véleményét. Pl. az euróövezet közös költségvetése esetében, amelyben rövidebb távon deficit is lehetséges, ugyanakkor középtávon nem tartalmazza a tagállamok közötti újraelosztást.

A tényleges demokratikus legitimitás és elszámoltathatóság alapvető fontosságú az elkötelezettség megerősítéséhez a GMU elmélyítésének első szakaszában, s nélkülözhetetlen a 2. szakaszban is. Ez utóbbi során a tervezett kezdeményezések a szuverenitás nagyobb fokú összevonását foglalják magukban. A jövőben létrehozni kívánt euróövezeti kincstár is közös döntéshozatali fórumként működhet.

Mindezek révén egyfelől az egyre inkább globalizálódó világban innováció- és versenyképes, sikeres gazdaságok működése, másfelől ezzel egyidejűleg nagyfokú társadalmi kohézió elérése szükséges. A megújuló konvergencia folyamatának középpontjában a korábbinál hatékonyabb munkaerőpiac és szociális teljesítmény, a növekvő alkalmazkodó- és versenyképesség állhat. A cél az európai gazdaság visszatérése az erős, fenntartható és társadalmilag kiegyensúlyozott (inkluzív) növekedés, valamint a munkahelyteremtés irányába vezető útjára.

Felhasznált irodalom

- ANGELONI, Ignazio – FLAD, Michael – MONGELLI, Francesco Paolo (2007): Monetary integration of the new EU Member States. What sets the pace of euro adoption? *Journal of Common Market Studies*, Vol. 45, No. 2.
- BALDWIN, Richard E. – WYPLOSZ, Charles (2012): *The Economics of European Integration*. McGraw Hill Education, London.
- BUTI, Marco – TURRINI, Alessandro (2015): *17 Three waves of convergence. Can Eurozone countries start growing together again?* VOX CEPR's Policy Portal, 17 April. voxeu.org/article/types-ez-convergence-nominal-real-and-structural (letöltés ideje: 2015. 12. 01.)
- DABROWSKI, Marek (2015): *Monetary Union and Fiscal and Macroeconomic Governance*.
- European Commission (2008), *EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy, 2nd issue.
- European Economy Discussion Paper 013, September, European Commission DG ECFIN, Brussels.
- FELD, Lars et al. (2015): *Divergence of liability and control as the source of over-indebtedness and moral hazard in the European monetary union*. VOX CEPR's Policy Portal, 07 September. voxeu.org/article/divergence-liability-and-control-source-over-indebtedness-and-moral-hazard-european-monetary-union (letöltés ideje: 2015. 12. 01.)
- FRANKEL, Jeffrey A. – ROSE, Andrew K. (1998) The endogeneity of the optimum currency area criteria. *Economic Journal*, No. 108, pp. 1009–1025.
- HALMAI Péter (2013): Európai integráció és szuverenitás. A gazdasági kormányzás új dimenziói. *Magyar Tudomány*, 174. évf./ 4. sz., pp. 411–422.
- JAUMOTTE, Florence – SODSRIWIBOON, Piyaporn (2010): *Current account imbalances in the southern Eurozone*. IMF Working Paper 10/139, International Monetary Fund, Washington, DC.
- LAEVEN, Luc – VALENCIA, Fabian (2012): *Systemic banking crises database: An update*. IMF Working Paper 12/163, International Monetary Fund, Washington, DC.
- WYPLOSZ, Charles (2015): *The Centralization-Decentralization Issue*. European Economy Discussion Paper 014, September, European Commission DG ECFIN.

A Nemzeti Közszolgálati Egyetem kiadványa.



Nordex Nonprofit Kft. – Dialóg Campus Kiadó • www.dialogcampus.hu • www.uni-nke.hu •
1083 Budapest, Ludovika tér 2. • Telefon: 06 (30) 426 61 16 • E-mail: kiado@uni-nke.hu • A kiadásért
felel: Petró Ildikó ügyvezető • Olvasószerkesztő: Sós Dóra • Felelős szerkesztő: Karácsony Fanni •
Tördelőszerkesztő: Stubnya Tibor

ISBN 978-615-5764-21-6 (PDF)

ISBN 978-615-5764-22-3 (EPUB)

A kiadvány a KÖFOP-2.1.1-VEKOP-15-2016-00001 „A közszolgáltatás komplex kompetencia, életpálya-program és oktatás technológiai fejlesztése” című projekt keretében jelent meg.

SZÉCHENYI 



MAGYARORSZÁG
KORMÁNYA

Európai Unió
Európai Szociális
Alap



BEFEKTETÉS A JÖVŐBE