

BOTOS KATALIN

## A monetáris integráció működésben

**Az integrációs gazdaságpolitikának arra kell törekednie, hogy ösztönözze az inflációmentes gazdasági növekedést, fokozza a régió ellenálló képességét a gazdasági sokkokkal szemben, erősítse a belső kohéziót s a közpénzügyek konszolidációját. Más szóval: javítsa a régió versenyképességét. A monetáris politika számlájára írják, hogy túlzottan infláció-, s kevésbé növekedésorientált. A tanulmány jelzi, hogy a viszonylag lassú növekedésnek számos mélyebb oka van. Rámutat a fiskális politikával való kapcsolatra, s arra is, hogy a demográfiai folyamatok mind a fiskális, mind a monetáris politikára erőteljes hatást gyakorolnak. Európának szembe kell néznie a nagy rendszerek reformjával, ha versenyben akar maradni.**

### 1. MONETÁRIS POLITIKA AZ EURÓ BEVEZETÉSE UTÁN

Az a tény, hogy 13 ország elfogadta az euro bevezetését, jelentős eredmény az európai integráció menetében. Fejlődött a pénzügyi piac, élénkült a verseny. Az üzleti ciklusok harmonizáltabbakká váltak, s csökkent a régióban a strukturális munkanélküliség. Az azonban tény, hogy az integráció növekedése nem gyorsult a kívánt mértékben. A 2001–2005 közötti alacsony növekedési ráták azt jelzik, hogy a régió a termelési kapacitásait messze nem használta ki. Ennek eredményeként, ha csökkent is, viszonylag magas a munkanélküliség.

Az egy főre jutó GDP az EU-ban alaposan elmarad az elmúlt öt évben is az USA szintjétől, s a különbség növekvő. A régió rosszabbul reagál a különböző gazdasági sokkokra is, mint az USA – holott az amerikai kontinensre esett a kisebb-nagyobb válságok epicentruma. Az IT-ágazat „buborékának” kipukkadása, a könyvelési botrányok, amelyek Amerikában több mint 8000 milliárd(!) dollár elvesztését „eredményezték” a nyugdíjalapokban; a járványok és terrorista akciók, a geopolitikai feszültségek szinte mind az USA-t sújtották elsődlegesen – mégis Európa heveri ki nehezebben. Jellemző a két térség reagálási különbségére, hogy az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés, amely 2000-ben 2%-ot ért el, 2002-re visszaesett –2%-ra. Európában a hatás fékezett volt, 1%-ról –1%-ra esett csupán vissza, de míg az USA-ban 2004-re fölzárkóztak, az európai gazdaságban 2004-re a lemaradás csak nőtt. Alacsony a régióban a munkaerő mobilitása, s így az integráción belül jelentősek maradtak a regionális különbségek. Általában a bérek merevek, lefelé rugalmatlanok, nem igazodnak a változó konjunkturális helyzethez. Ha az USA-val hasonlítjuk össze az európai integrációt, megállapíthatjuk, hogy az ottani munkaerőpiac sokkal integráltabb, egységet alkot. Európában a különbségek országonként nagyok, s a nemzeti piacok erősen

elkülönülnek egymástól. A bérek alakulását befolyásoló alkufolyamat, a szervezetségnek köszönhetően, szektorális szinteken erősen centralizált. A regionális különbségek tartósan megmaradnak, mint például a kelet-és nyugat-német, észak- és dél-olasz térségek között.

Az Európai Központi Bank (EKB) egyetlen célt követő monetáris politikája mindig *kettős pilléren*: a gazdasági és a monetáris elemzésen nyugodott. Kezdetben a monetáris elemzés állt az első helyen. A közelmúltban ez *felcserélődött*. Bár mind a mai napig nem kétséges, hogy az infláció monetáris jelenség, de az EKB vezetése szempontjából a *gazdasági elemzés* vált az utóbbi években meghatározóvá. Ennek során modelljeivel megpróbálja közelíteni, hogy a különböző tényezők miként hatnak az árszínvonalra. Vizsgálja az importköltségek emelkedését – különös tekintettel az energiaár-alakulásra –, az euro felértékelődésének tendenciáját, amely folyamatosan leszorítja az importált inflációt, de gondot jelent az euróövezeten kívülre irányuló export vonatkozásában. Figyelemmel kíséri, hogyan épülnek be a bérkövetelésekbe az árváltozások, miként hatnak az árszínvonalra az emelkedő közterhek.

A monetáris elemzés szerepe az, hogy *kontrollálja* a gazdasági elemzésből levont következtetéseket, beleértve azok adott korrekcióját is. Noha például a gazdasági elemzés adott esetben nem jelez inflációs veszélyt, előfordulhat, hogy a monetáris aggregátumok mértékének alakulása mégis erre int. Az ilyen ellentmondásos jelzések esetén a kormányzótanácsnak döntenie kell, s azt meg kell indokolnia. *Lámfalussy Sándor* véleménye szerint<sup>1</sup> ezt az eklektikus stratégiát a közgazdászok nem nagyon kedvelik, hiszen sok bizonytalanságot rejt magában. Mégis szükségszerű, mert egy igen bizonytalan környezetben tevékenykedő intézményről van szó. S itt nem is elsődlegesen azokat a külső sokkokat kell bizonytalanságon érteni, amelyek az olajár-emelkedésből, terrorista akciókból, geopolitikai „meglepetésekből” fakadnak, hanem az olyan tényezőket, mint az innovációs hullámok, a globalizáció felgyorsulása miatt a befektetők magatartásában bekövetkező változások, vagy a fogyasztói szokások gyors megváltozása. Ezek a tényezők az amerikai gazdaságban elsődleges fontosságúak, s a Fednek jelentenek különösen nagy kihívást. Szerencsére – vagy inkább szerencsétlenségünkre? – itt Európában nem oly mértékben hatnak. Van viszont az európai gazdaság- és pénzügypolitikusok előtt számos más kihívás: az alacsony növekedési ráták, a tartósan alacsony foglalkoztatás, a kínálati oldal lassú válaszai a reformintézkedésekre, a kereslet vérszegény reagálása az alacsony kamatlábakra, a pénz transzmissziós mechanizmusának változása a pénzügyi integráció előrehaladásával, s legfőképpen a *túlzott likviditás*, ami a világgazdaságban tapasztalható. Miként fog ez hatni majd az inflációra? Sajnos, a monetáris politika döntéshozását nem tudja egyetlen, bármennyire is komplex modell sem megalapozni, így el kell fogadni, hogy szakértő testületek hoznak döntést – s olykor gyors döntést – az igen gyorsan változó, és bizonytalanságokkal terhelt gazdasági körülmények közepette.

Ezt a differenciáltságot a bővítés csak szélesítette. Az integráció áldásos hatásai így nem terjednek szét arányosan. Az egyik legnagyobb gond az, hogy a pénzügyi egyensúlyhiányok költségvetésekben makacsnak bizonyulnak, továbbra is fennmaradnak, s a lakosság demográfiai összetétele alapján ez a helyzet még rosszabbodni látszik. A problémákat e téren is elmélyítette a tíz új ország EU-csatlakozása. Noha ezen országok gazdasági súlya csekély, az unión belüli különbségek fokozódásához mégis nagyban hozzájárulnak.

1 The Eurosystem, the Union and Beyond. ECB, 2005. 13. o.

*A világméretű egyensúlyhiányok, a túlzott likviditás, amit a nagy megtakarítással rendelkező országok táplálnak, s az USA külső-belső hiánya, amely ezt fölszippantja, éppen az euro születése utáni időben váltak nagyon markánsná.*

A világgazdaság egyes országait – így mindenekelőtt a stagnálással hosszú ideje küszködő Japánt – a harmadik évezred elején furcsa veszély fenyegette: a *defláció lehetősége*. Az *alacsony növekedés és a túl bő külső pénzkínálat*, a visszafogott belső kereslet és a nem túl dinamikus külpiaci helyzet ezt a veszélyt az EU-ban is „felvetette”. A tartós stagnálás ezért az EKB-t is a meghirdetett monetáris politikai stratégiájának változtatására készítette. A változás nem eléggé markáns, de azért érzékelhető. 2003-ban a bank áttekintette stratégiáját, és némileg módosította, hogy mit is ért árstabilitáson.

Eredetileg az EKB a 2% alatti árszintemelkedést tartotta elfogadhatónak. Az idézett felülvizsgálat nem hozott hatalmas változást, mindössze azt rögzítette, hogy a 2% körüli érték *átmenetileg* nagyobb is lehet, mint a határ. Látni fogjuk, a kilengések valójában a 3%-hoz is közelítettek az elmúlt években.

A második ezredforduló utáni időszakban, amikor a világgazdaságot számos válságjelenség jellemezte, a befektetők biztosabb eszközöket kerestek. Ez az M3, azaz az ún. széles monetáris aggregátum gyors növekedéséhez vezetett. Az EKB, noha nem követ merev pénzmennyiségi politikát, azért megad referenciaértéket az M3 kívánatos növekedési ütemére. 2001–2003 között a tényleges érték 7,5% volt évi átlagban, ami a következő időszakban 6,25%-ra mérséklődött. De még ekkor is jelentősen fölötté volt a 4,5%-os referenciaértéknek... Feltehetően a befektetők nem akartak kockáztatni, mert megegyeztek magukat a részvénytőzsdéken az előző években, a pénztartás alternatív költsége is alacsony volt. Történelmi mélypontra voltak a kamatok, a kereslet azonban – *Lámfalussy* szerint – mégsem reagált erre elég gyorsan.

2003–2005 között a meginduló gazdasági fellendülést az áraknak a korábbinál kissé gyorsabb emelkedése kísérte. Ez olajárak magas szintje elhúzódoó hatást gyakorolt az árindekekre, így 2005 vége felé közelebb volt a 3%-hoz az áremelkedés, mint a 2%-hoz. Beigazolódott, hogy nem tartható az árstabilitás a 2%-os szint alatt. Az euroövezetben, ha nem is jelentős, de mindenesetre a szükségesnél nagyobb likviditástöbblet volt. Az M3-nak különösen a likvid elemei bővültek, amit az alacsony kamatok tettek lehetővé. A lakosság jelzáloghitel-felvétele növekedett, ami nem maradt hatástalan a lakáspiaci ingatlanárakra. Ezért, noha a gazdasági fellendülés megakadályozása távolról sem célja az Európai Központi Banknak, szerény mértékű kamatemeléssel adott jelzést a hosszú távú inflációs aggodalmairól. Ez idő alatt *a Fed kisebb lépésekben sokszoros kamatemelést hajtott végre*, amit természetesen az amerikai külső-belső egyensúlyi helyzet alakulása indokolt. Az euroövezet fizetési mérlege általában egyensúly körüli, a belső megtakarítás számottevő. Jelentős az euro iránti kereslet a portfólió-diverzifikálás miatt. Az euro-kamatemelést mindenekelőtt a hosszú távú inflációs veszély indokolta. Ugyanakkor a Fed nagyon markáns emeléseinek volt azért hatása az euroövezetre.

2005 vége felé sorozatos nettó tőkekiáramlás volt tapasztalható, gyakorlatilag az USA javára.

Ha a legfrissebb statisztikai adatokat nézzük,<sup>2</sup> látható, hogy az euroövezet napjainkban is csak egy hajszállal tér el az egyensúlyi helyzettől: a GDP 0,1%-át teszi ki a folyó fizetési mérleg hiánya. Az USA hiánya azonban igen jelentős: 6,4% a GDP-hez viszonyítva. Ez

Bretton Woods óta csúcs. De minden igényt kielégít a hatalmas kínai megtakarítás, amely Kína exporttöbbletéből fakad. Ezek az eszközök teszik lehetővé az amerikai túlköltekezést, sőt általában túl bő likviditást eredményeznek a nemzetközi piacokon. Az ECB vezetői éppen emiatt nem teljesen nyugodtak. A hosszabb távú inflációs veszély, ha rejtve is, de jelen van „Eurolandben”.

### ***1.1. Kitérő: történeti párhuzam***

Nemegyszer vetődik fel a szakmai közvéleményben: vajon helyes-e, hogy az EKB ennyire csak az árstabilitásra, a pénzürték megőrzésére koncentrál? Nem lenne-e helyesebb követni a Fed gyakorlatát, ahol a gazdasági növekedés és az infláció egyformán fontos elem?

A két nagy versenytárs, az EU és az USA összehasonlításakor számos tényező játszik szerepet. Mindenekelőtt nem szabad megfeledkezni a fontos intézményrendszerbeli különbségekről. Számos vonatkozásban kedvezőbb az amerikai intézményi környezet. Fejlettebb a tőkepiaci közvetítés – egyáltalán, sokkal mélyebb a pénz és tőkepiac, vagyis integráltabb, egységesebb. Más az amerikai vállalkozói mentalitás is, továbbá kisebb a társadalombiztosítás szerepe. Többen és tovább dolgoznak az amerikaiak, kisebb a szakszervezetek befolyása a bérekre. Az egyik legfontosabb kérdés azonban a monetáris rendszer és monetáris politika különbsége.

Érdekes történetileg áttekinteni a két intézmény működésének analógiáit és eltéréseit.<sup>3</sup>

A „zöldhasú” dollár a 19. századi polgárháború szülte volt. 1860 után a kongresszus felhatalmazta az államokat, hogy nemzeti bankokat hozzanak létre, amelyek az államkötvények fedezete mellett bankjegyeket bocsáthattak ki. Ezek külsőre már hasonlítottak egymáshoz, s széles körben elfogadottak voltak, de számuk még nehezen igazodott a változó körülmények miatti változó kereslethez. Vagyis, létrejött a nemzeti valuta központi bank nélkül, amelynek a menedzselés lenne a feladata.

Az euro ezzel szemben mint számos valutából összegyúrt, egységes valuta jött létre. Nemhogy hiányzott volna a menedzselő központi bank, de tizenkettő is volt az induláskor, mindegyik a saját valutájáért felelős felhatalmazással. Ezt kellett harmonizálni, először az árfolyam-mechanizmussal, majd az arányok végleges rögzítésével. S az eurobankjegyek megjelenését megelőzően már létre is jött a rendszer központi intézménye: az Európai Központi Bank.

A Federal Reserve 12 tagbankjának bankjegyei 1914-ben kerültek forgalomba. Kezdetben az egy-egy Federal Reserve Bank által kibocsátott bankjegyeket nem bocsáthatta más vissza a forgalomba, csak az azt eredetileg kibocsátó Fed-bank. Egy személy utazhatott New Yorkba Bostonból, s fizethetett is bankjegyeivel, de a New-York-i bankhoz kerülő mennyiségeket visszaszármaztatták a kibocsátóhoz. Ma már nem ez a gyakorlat, bár ma is látható a bankjegyeken, ki a kibocsátója. Különbségtétel azonban nincs bankjegy és bankjegy között. Az eurorendszerben is visszaengedhet a forgalomba bankjegyet bármely tagbank, az eredeti kibocsátótól függetlenül. Noha szuverén nemzetek központi bankjai bocsátják ki, egységes a bankjegyek kezelése. A dollár együtt született a nemzeti gazdaság kialakulásával, az eu-

<sup>3</sup> FERGUSON, JR. R. W.: The evolution of central banking in the United States In: The Eurosystem, the Union and Beyond, 17–24. o.

rónak viszont katalizáló szerep jutott a kontinentális gazdaság integrációjában. 1913-ban vitatott kérdés volt az USA-ban egy központi bank létrehozása. A Fedről szóló törvény kompromisszum eredménye volt: a regionális bankok létrehozták Washingtonban közös felügyeleti szervüket. A kezdeti években még voltak bizonyos regionális kamatkülönbségek, ha nem is nagyok. Az egységesülés megindult. A leszámítolás helyét egyre inkább a nyílt piaci műveletek vették át, amit a háború alatt megnövekedett államkötvény-mennyiség is ösztönzött. Egyre fokozódott a koordináció igénye, hogy ne bocsásson ki egyik bank többletlikviditást, amikor a másik éppen szűkíti azt. 1935-ben a banktörvény létrehozta a FOMC-t, a Federal Open Market Committee-t, amelyben az igazgatótanácsnak volt többségi szavazata. Igaz, csak öt tagbank vett benne részt, rotációs alapon oszlottak meg a posztok, 2, illetve 3-3 tagbank jelölt – rotációs alapon – egy-egy képviselőt. Ez a rendszer 1942 óta gyakorlatilag változatlanul működik. New Yorknak „stabil széke” van, ugyanis itt valósítják meg koncentráltan a nyílt piaci beavatkozásokat. Ekkor és így vált a Federal Reserve System valódi központi bankká.

Az EKB-ben még formálódik a régió-központ viszony, abban az értelemben, hogy a kormányzótanács és az igazgatóság viszonyában az alapító jegybankok – régiók – vannak túlsúlyban az igazgatóság – a központ – tagjaival szemben. Ennek eddig nem volt túl nagy jelentősége, mert konszenzusos döntések születtek. A bővüléssel kapcsolatosan azonban leszögezték, hogy a kormányzótanács létszáma nem haladhatja meg a 15 főt. Ez gyakorlatilag az amerikai rendszerhez közelíti a működés intézményi feltételeit. A lényegi különbség azonban megmarad: itt 15:6 lesz az arány az országok javára, míg a Fed esetében fordítva van: 7% az arány a központ javára...

A monetáris politikát illetően a Fed kettős célt követ. Amerikában a szövetségi állam a nagy válság után foglalkozott a makrogazdaság irányításának kérdéseivel. Konkrét gazdaságpolitikai feladatot azonban az 1946-os, ún. foglalkoztatási törvény sem tűzött a Fed elé, csupán általánosságokban fogalmazott. Gyakorlatilag csak a hetvenes években – 1977-ben – egészítették ki a Fed alapszabályát. Ez már határozottan megfogalmazza a feladatot: maximális foglalkoztatás, stabil árak, mérsékelt hosszú távú kamatok. Ezt kell célul kitűznie a monetáris aggregátumok és hitelaggregátumok alakításánál. Mivel a harmadik feladat gyakorlatilag az előzőből levezethető, ezért mondjuk azt, hogy a Fed kettős feladattal rendelkezik. Az EKB elsődleges célja a maastrichti egyezmény szerint az árstabilitás. A gazdasági növekedés serkentését is kell szolgálnia, *de csak az elsődleges cél keretén belül*. Igaz, a középtávon értelmezett célok azért adnak némi manőverezési lehetőséget az intézménynek.

Az Európai Központi Bank monetáris politikájának középpontjában kezdetektől fogva az infláció elleni küzdelem állott. Ha nemzetközi pénzügyi szakemberek, bankárok véleményét olvassuk erről, mindig azt találjuk, hogy a jelenséget alapvetően pszichológiai okokra vezetik vissza. Azt hangsúlyozzák, hogy a múlt nagy inflációs folyamatai máig ható bélyeget nyomtak az európai gazdaságpolitikusok szemléletére. Az európai hiperinflációk, háborúk Németországban és Magyarországon is nagy vagyoni pusztítások után alakultak ki. Az európai gazdaságok vezetői ezért semmitől sem félnek jobban, mint a mindent felforgató, a jövedelmi és vagyoni viszonyokat átrendező, a gazdálkodást ellehetetlenítő inflációtól. Azt gondolom, ez a vélemény túlzó: nem a pszichológiai hatások a döntőek. Inkább azt mondanám, hogy meghatározó a már-már fundamentalista ragaszkodás a szabadpiac „ordo-liberális” elméletéhez, vagyis ahhoz, hogy a liberális piacgazdaság csak megfelelő intézményi

keretek mellett működhet, s ezek alapköve a valuta értékállandósága. Tehát éppen hogy a liberális piacgazdaság érdekében ragaszkodnak mereven a valuta értékállandóságához. Ne feledjük: az ötvenes-hatvanas években nem az angolszászok, különösképpen nem a britek voltak a liberális piacgazdaság élenjáró képviselői, hanem éppen a német szociális piacgazdaság sikerei alapozódtak *Ludwig Erhart* nagyon is szabadpiaci elveire.

A Fed viszont kétségtelenül nagyobb hangsúlyt helyez a gazdasági növekedésre. De ne felejtünk el: ezt könnyebben meg is teheti. A túlfűtött kereslet fizetésimérleg-hiányban csapódik is le már évek óta. A helyzet mégis fenntartható, mert *finanszírozható*. Az amerikai dollár *a világvaluta*. Ez akkor is igaz, ha az euro szerepe is növekszik a nemzetközi piacokon. Az USA belső egyensúlyhiányainak külső fedezése – a dollár szerepéből fakadóan – már a Bretton Woods-i rendszer létrejötte óta mindig lényegesen könnyebb. A nemzetközi likviditás bőséges, s a kamatok alacsonyak. A túlköltekezés tehát finanszírozható, különösen, ha a hiány az adott világvalutában áll fenn. Így még árfolyamkockázattal sem kell számolnia a hitelezőnek.

Az amerikai gyakorlat mindezek miatt nem másolható olyan egyszerűen az eurotérsgben.

Az integrációs szintre emelt monetáris politika tehát a kifejtettek szerint különösebb gazdasági növekedést nem generált az eurotérsgben. Nemegyszer olvashatunk olyan megállapítást a szakirodalomban, hogy az ázsiai szabad tőke finanszírozza az USA-t – de mit is finanszírozna Európában, ha itt nincs növekedés?!

## 2. AZ EURO NEMZETKÖZI SZEREPBEN

Hasonló lehetőségekkel, mint az USA, akkor élhetne az euro, ha felzárkózna világvalutaként a dollár mellé. Az nyilvánvaló tény, hogy a dollár vezető szerepére nézve kihívást Bretton Woods óta először az euro létrejötte jelent. „Euroland” immáron potenciálisan a világvaluta-szerep megosztására készítheti a dollárt.

Világvaluta-szerepre – amiből számos előny származhat a kibocsátó gazdaságra nézve – csak megfelelő méretek esetén törekedhet egy gazdaság. *Helmut Schmidt* kancellárként gyakran emlékeztetett arra a tényre, hogy a NSZK nem nagyobb gazdaság, mint Oregon állam. S valóban: az egyébként irigylésre méltó teljesítményt felmutató, és az amerikai színvonalat számos vonatkozásban elérő német gazdaság valutája sosem ért el nagyobb arányt Bretton Woods óta a nemzetközi fizetési forgalomban vagy a tartalékok között, mint a dollárárány egynegyede – nagyjából összhangban azzal, hogy a GDP-je is körülbelül ilyen nagyságrendet tett ki.<sup>4</sup>

Ökonometriai vizsgálatok eredményei – amelyeket módszertani szempontból itt nem vizsgálunk – alátámasztják, hogy egy valuta nemzetközi szerepvállalása összefügg a kibocsátó gazdaság növekedésével. Ha egy valuta szerepe a globális tartalékokban 1%-kal nő, akkor a kibocsátó gazdaság részesedése a vásárlóerő-paritás alapon számított világ-GDP-ből 0,9%-kal emelkedik. Vagy egy más mérési mód szerint: kimutatták, hogy egy kulcsva-

4 BERGSTEN, FRED: The Euro and the Dollar: Toward a Finance G/2?, in: POSEN, ADAM [szerk.]: The Euro at Five: Ready for a Global Role? IIE Washington, 2005. április.

lutát kibocsátó ország GDP-jének 1%-os növekedése a jegybanki tartalékokban 1,33%-os növekedéssel jár együtt.<sup>5</sup>

Természetesen, ennek még számos feltétele van. A bővülés kapcsán mindenesetre a méretek megnövekednek. Ha nem is jelentősen, de nő a GDP, s távlatilag mindenképpen előny, hogy nagyobb piacon fogják – ha majd fogják – alkalmazni ezt a fizetőeszközt. Egyelőre azonban az eurorégió külső helyzete viszonylag kiegyensúlyozott, saját belső megtakarításai is jelentősek, természetesen országonként különböző mértékben, de összességében nem szorul külső finanszírozásra. Növekedési üteme viszont nem túl dinamikus. Ezen, mint látuk, nem változtatott a monetáris integráció létrejötte sem.

Érdemes elgondolkodni azon, mi az oka az integrációban tapasztalt, viszonylag lassú keresletnövekedésnek. Egyrészt Európa nyitottabb, mint az USA, jobban függ a külkereskedelemtől, beleértve az energiahordozó-importot. Ezek következtében fogékonyabb a kedvezőtlen külső hatásokra. Az olajár-emelkedéssel együtt járó költségemelkedés visszafogja az egyéb keresletet, s megcsapolva a vállalatok jövedelmét, átmenetileg visszafogottabbá teszi e szektort is. Másrészt egy fokkal előregedettebb a népessége, s lakossága óvatosabb a jövőt illetően: inkább megtakarít, mint költekezik. A bizonytalanság, ami körüllengi napjainkban a nyugdíjrendszerek jövőjét, arra ösztönzi az idősebb korosztályt, hogy félretegyen, felhalmozzon, idős napjairól maga is igyekezzék gondoskodni. Ezért lelassult a belső kereslet növekedése. A költségvetések adott egyensúlyi helyzetében nagyobb lélegzetű stimuláló programokat nem indítanak, pedig tudnának. Így is az egyik fő gond a költségvetési hiányok kialakulása és makacs fennmaradása. Mindezek eredményeképpen a térség a *külső piacok* növekedésére van utalva. A nemzetközi verseny azonban éles. A viszonylag magas bérek és közterhek mellett nehezen maradnak talpon a világpiacon az EU-s vállalkozók. Ezért is vált fontossá az Európai Unió vállalatai, tőketulajdonosai, befektetői számára a bővítés. A kelet-európai országok alacsonyabb bérköltségei jótékonyan csökkentik egy-egy több telephelyű termelés költség szintjét. Ezek a gazdaságok képesek a modern technika követelményeinek megfelelő színvonalú humán tőke biztosítására, ugyanakkor földrajzilag közel vannak, aránylag biztonságosak, s olcsók, ha nem is annyira, mint – mondjuk – az indiaiak. Emellett a tőkebevonásért folyó verseny is kedvező közteherkönnyítésekkel jár (noha az elemzések azt mutatják, hogy a tőkeáramlásban nem az adóverseny a meghatározó). Hazai tapasztalatok alapján azonban ismert, hogy számos konkrét esetben mégis szerepet játszott a beruházási döntéseknél, milyen előkészített terepet ad át egy-egy önkormányzat, vagy milyen más formában támogatja befektetők megjelenését, pl. elengedi-e a helyi adókat.

Az európai versenyképesség szempontjából „jól jött” az EU bővítése! Nem csoda, ha az EKB egyik vezetője, *Jürgen Stark* egy konferencián arról beszélt, hogy *paradigma-váltás történt az EU-ban*. Mit értett ezen? Azt, hogy az integráció *kettős feladatából* a hangsúly a *másodikra* került. *Mélyítés és bővítés*: ez az integráció előtt álló két kihívás. Ha a belső kapcsolatokat szorosabbra fűzzük, például fejlesztjük a pénzügyi intézményrendszer integrációját, a fiskális harmonizációt, akkor jobban kibontakoznak a gazdasági integráció előnyei. Magyarán: az alapító, helyesebben az integrációt alkotó országok egy főre eső jövedelme növekszik. Ez a tankönyvszerű magyarázat arra, hogy miért igyekeznek az integrációt alko-

5 EICHENGREEN, B.: Comment on Bergsten, in: MASSON, KRUEGERAND and TUTELBOOM: EMU and the International Monetary System, IMF Washington, 1997. 49–57. o.

tó országok több területen is mélyíteni, a lehető legnagyobb mértékben harmonizálttá tenni együttműködésük intézményrendszerét.

A mélyítés, noha ennek egyik lépése, az euro bevezetése eredményes volt, a továbbiakban nehéz feladatnak bizonyult. Maga az a tény, hogy 1999–2004-ig a növekedés nem mutatott csúcspontot, jelzi ezt. Pedig az integrációba tömörült nyugat-európai országoknak, vállalatoknak és központi pénzügyi kasszáiknak egyaránt nagy szüksége volt egy kis frissítő jövedeleminjekcióra. Példának okáért a demográfiai folyamatok alakulásából eredő, pótlólagos terhek erőteljesen igényelték volna a többletjövedelmeket, nem azért, hogy a szociális juttatások bővíthetők legyenek, hanem azért, hogy az adott jövedelmi szint megtartható maradjon.

Aligha kétséges, hogy a 15-ök döntéséhez, amely szerint a csatlakozó 10 országot egyszerre befogadták, hozzájárult, hogy a csatlakozástól saját jövedelempozícióik javulását remélték. Az a jövedelemtöbblet, amelyre az így kibővült piacokon tettek szert a már integrált *magországek*, nem kis mértékben segítette őket abban, hogy kilábaljanak az euro bevezetése utáni helyzetből – mondjuk ki: stagnálásból...

Az euroövezet országai 1995 és 2000 között már jelentős mértékben érzékelték azt a fellendülést, amit a Kelet-Európában megnyíló piac jelentett. Gondolunk itt mindenekelőtt a privatizációs „bevásárlási” lehetőségekre. A vállalkozások terjeszkedése a nyugat-európai munkavállalóknak ugyan nem volt örvendetes, de a tőketulajdonosoknak jó profitot ígért. A harmadik olajárrobbanást követő visszaesésből viszont 2000–2004 között nehezen tudtak az EU-országok kiemelkedni. Ekkor még fontosabbá vált számukra a bővítés által kínált lehetőség. Nyilvánvalóan ez adott pozitív lökést az újabb csatlakozási hullámnak. A közelmúltban tapasztalhatunk is bizonyos fellendülést. Azt azonban nem mondhatnánk, hogy az euroövezet – de akár a kibővült EU – a világgazdaság motorjának szerepét átvenni képes lenne.

Azt, hogy növekedés nélkül nőjön az euro nemzetközi szerepe, ne kívánja senki... Ez azt jelentené, hogy mondjuk az amerikai gazdaság lassulásával a dollártulajdonosok aggodalommal tekintenek a portfóliójukban lévő valutára, s megpróbálnák azt euróra konvertálni. Mondani sem kell, hogy az ily módon a tartalékokban megnövekvő euro nem jelentene nagy előnyt az euroövezet országainak, hiszen valószínűleg az euro felértékelődéséhez, sőt, felülértékelődéséhez vezethetne. Ez pedig az erősen a külfiaoktól függő régió növekedési kilátásait tovább rontaná.

### 3. FISKÁLIS POLITIKA – MONETÁRIS POLITIKA

Egy mondás szerint egyetlen dolog van, ami a monetáris politika felelőseit igazán foglalkoztatja: *a fiskális politika*. Vajon ennek a ténynek az lenne a magyarázata, hogy a másik rétte mindig zöldebb? A monetáris politika nehezen megoldható kérdései miatt egyszerűbb a felelősséget áthárítani a fiskális politikára?

Az euro létrehozásakor annyira nyilvánvaló volt a két kérdéskör kapcsolata, hogy nem is igényel hosszas magyarázkodást, miért beszélünk a fiskális politikáról a monetáris politika elemzésekor. A maastrichti követelmények közül kettő egyenes összefüggésben van a közpénzügyek állapotával, hiszen kimondja a csatlakozás feltételeként az ominózus 3%-os, illetve 60%-os határértékek<sup>6</sup> elérésének és tartásának a követelményét. A monetizálódó ál-

6 A költségvetési hiány nem haladhatja meg a GDP 3%-át, illetve az államadósság nem haladhatja meg a GDP 60%-át.



lamháztartási hiány egyenes összefüggésben lehet az árszínvonallal, avagy a fizetési mérleg helyzetével, amiből viszont előbb-utóbb egy másik kritériumelem változása következhet, tehát mindenképpen bezárul a kör. Az államháztartási deficittek kordában tartása tehát valóban monetáris politikai jelentőségű.

Mint ismeretes, az euro elfogadásakor sem felelt meg minden ország a maastrichti adósságkritériumoknak. A jóval 100% fölötti GDP-hez viszonyított adósságállománnyal rendelkező országoknak „mindössze” arra kellett ígéretet tenniük, hogy „ledolgozzák” azt. Az éves deficittek azonban ekkor még nem voltak jelentősek. A költségvetési pozíciók 2000 után kezdtek el romlani – részben a rosszabbodó gazdasági feltételek következtében. Így nőni kezdett az adósságállomány. A növekedés megállításának értelemszerűen az a feltétele, hogy az éves költségvetések ne zárjanak negatív értékkel. A kiadások megfékezésében volt annak bizonyos szerepe, hogy a kamatok – mint idéztük – történelmileg alacsony szinten vannak. Ez áldásosan csökkenti az államadósság kamatfizetési terheit, amelyeket a folyó évi költségvetésekben az adófizetőknek kell előteremteniük. Ez azonban nemigen elegendő az egyensúly helyreállításához. A stabilitási és növekedési paktum ezért korrekcióra szorult 2004-ben. El kellett ismerni, hogy éppen az integrációt alkotó legnagyobb gazdaságok esetében nem képes a nemzeti keretekben maradó költségvetési politika a túlzott deficiteket felszámolni. Az se tartható, hogy Brüsszel kettős mércével mérjen: amit megkövetelt a legutóbb csatlakozott országoktól, azt éppen Németország, Olaszország, Portugália és Görögország nem képes betartani? 2005-ben a németek harmadik éve a 3% fölött voltak, a görögökről a felülvizsgálat során derült ki, hogy adataik nem voltak reálisak, 4,3%-ot tett ki a hiány, s ugyanekkorát az olaszok is. Portugália pedig az előző évhez képest megduplázta a hiányát, a referenciaérték kétszerese fölé került.

Nem állíthatjuk, hogy ezen idő alatt ne törekedett volna a régió némi fiskális szigorításra, összességében ezt mutatja a kép. Lehet továbbá takarózni a gazdasági élénkülés lassúságával, ami ellentmondásos ösztönzők kialakítására sarkallta az egyes államok politikusait. Az éles nemzetközi versenyben való helytállás a közelmúltban megfordította a tendenciát: a korábban fokozatosan emelkedő adó- és szociális terhek *csökkentését* váltotta ki, hogy ezzel is segítsék a legfőbb gondnak tekintett foglalkoztatás élénkítését. Az EU 15-ök 2000–2003 között a vállalati jövedelmek adóját (a társasági adót) 3.4 százalékponttal csökkentették. Sajnos, ez nem lendítette fel oly mértékben a gazdasági aktivitást, hogy a költségvetésben pótolja a kiesést, s a kiadási oldalon sem következett be érdemi visszafogás. A strukturális konszolidáció terén elért eredmények lehangolóak. Az átmeneti intézkedések csak homályosítják a képet, óhatatlanul a kapkodás látszatát keltik. A közelmúltban Németország kénytelen volt forgalmi adót emelni, mondván, elbírja az infláció. Csak megjegyezzük, hogy az USA az egyetlen OECD-ország, ahol nincs általános forgalmi adó (value added tax). Nem kell talán esetelni, hogy ez a tény is javítja az amerikai termékek versenyképességét... Világosan érzékelhető azonban, hogy a tartósan magas olajárak, a ragadós bérek mellett nem lehet Európában sem a vállalkozóknak költséget jelentő bevételek oldaláról kezelni az egyensúly kérdését. Hozzá kell nyúlni – elkerülhetetlenül – a kiadásokhoz, de ezt nagyon átgondoltan kell tenni.

Ezzel valójában eljutottunk a határterületig. Itt már nem a monetáris politikáról, de még nem is az azzal szorosan összefüggő fiskális kérdésekről beszélünk. Elkerülhetetlenül fel kell vetni a kérdést: a rendszerben van-e a hiba, vagy *maga a rendszer a hiba*? Fenntartható-e az

a jóléti állam, amely a kontinens nyugati felén számos országban jelentős költségvetési, államháztartási kiadásokra alapozódva működött napjainkig? Különös tekintettel azokra a tendenciákra, amelyek a demográfiai folyamatokból fakadnak.

#### 4. DEMOGRÁFIA ÉS PÉNZÜGYI POLITIKA

Az európai társadalom rohamosan előregszik. Az adatok riasztóak: csökken a termékenységi ráta, a polgárok nem vállalnak gyereket, viszont – hála az egészségügyi gondoskodásnak és a jobb gazdasági körülményeknek – tovább élnek. Ezzel a dolgozó lakosságnak egy jelentős inaktív réteget kell eltartania – hajszára annyit egyébként, mint Amerikának, de az eltartottak nagyobb része nem fiatalok. Ez pedig azt jelenti, hogy a belátható jövőben sem lesz kellő számban olyan fiatal, aki munkavállalóként megtermeli a szükséges jövedelmeket a társadalombiztosítás fenntartható finanszírozásához – hacsak nem rendezkedünk be tartós migrációra. *Európa tehát semmiképpen nem kerülheti el a radikális strukturális reformokat*, ha meg akarja őrizni a fenntartható költségvetési politikáját. Ha a nagy rendszerek belátható időn belül nem teszik lehetővé kiadásaik fedezését a bevételekből, akkor elkerülhetlenné válna az adók emelése, ami a nemzetközi versenyképességet rendkívüli mértékben rontaná, s könnyen inflációs hatású lenne. Azaz, a fiskális politikában megjelenő demográfiának a monetáris politikára közvetett hatása van.

Szakértők figyelmeztetnek azonban arra, hogy az előregedésnek *a monetáris politikával kapcsolatosan közvetlen hatásai is lesznek*. Az egyes országokban, ahol a tőkefedezeti nyugdíjrendszereknek tágabb terük van, nagy szerepet kapnak a nyugdíjalapok a befektetési tendenciák alakulásában.

Ahogy előregszik a lakosság, úgy elkerülhetlenül változik az alapok kockázatkezelési politikája is. Minél közelebb áll ugyanis a nyugdíjastömeg a kifizetésekhez, annál óvatosabbá válik az alapok politikája. Még ha megengedi is adott esetben a szabályozás a nagyobb hozamú, ámbár éppen ezért kockázatosabb befektetéseket a nyugdíjalapoknak, érthető módon a kockázatvállalási hajlandóság csökkenni fog. Az eszközárak „elolvadnak”. Ha kisebb létszámú a következő generáció, *nincs kinek eladni az eszközöket*, azok veszíteni fognak értékükből. Pusztán a tőkefedezeti rendszerekre való áttérés sem hoz megoldást arra az alapvető problémára, amit az előregedés jelent. A nyugdíjalapoknak alapvetően két formája van: a garantált járadékok, illetve a kötött befizetéseken alapuló forma. Az első megoldásnál egyre nehezebb teljesíteni az ígéreteket, hiszen az eszközárak „elolvadása” esetén pótlólagos befizetések válnának szükségessé. Terjedőben vannak ezért a fix befizetéseken alapuló nyugdíjkonstrukciók.

Ebből fakad, hogy az alapoknak mind nagyobb figyelmet kell fordítaniuk a kockázatkezelésre. Nagyobbat, mint a befizetők érdekeinek védelmére, a pénztártagok jogainak biztosítására, amirer a korábbi időszakban elsődlegesen – és nagyon helyesen – koncentráltak a nyugdíjkonstrukciók létrehozói. A pénzügyi derivatívák képesek számos probléma megoldására, a kamat- vagy inflációs kockázat „terítésére”. Nehéz helyzetben van azonban a pénztárszektor, ha a rendszer egésze keresi az ún. „longevity risk” megoldását. A menedzserek ugyanis nem tudják meghatározni és lefedni az életkor meghosszabbodásából eredő kockázatokat, mert nincs piaci partner a kockázatok felvállalásához.

Vannak ugyan piaci szereplők, amelyek profitálnak az öregedésből – ilyen például a gyógyszeripar. Ez a piaci szegmens azonban elenyészően kicsi a felmerülő kockázatnagyságokhoz képest. Itt a piaci megoldások egyelőre még váratnak magukra. Annyit mindenesetre rögzíthetünk, hogy az európai országok többségében működő, felosztó-kirovó rendszerű társadalombiztosítások megváltoztatása tőkefedezeti rendszerre nem jelent végleges gyógyírt az előregedés okozta pénzügyi problémákra. Ráadásul az átállás még tovább terheli az explicit államháztartási hiányokat, hiszen a kieső bevételeket a költségvetésből pótolni kell – azok pedig, mint láttuk, többnyire már így is hiánnyal küzdenek. A demográfiai változások tehát nem csupán azért fontosak, mert felborítják az államháztartás egyenlegét, de azért is, mert a monetáris politikára közvetlen hatással lehetnek a megtakarítások értékállandósága, az eszközárak stabilitása szempontjából.

Ahhoz, hogy ebben változás történjék – ha nem is máról holnapra –, szükség lenne a társadalombiztosítási rendszerek érdemi reformjára, a járadékok nagyvonalúságának csökkentésére, a gyermekvállalási terhek figyelembe vételére, az idő előtti munkából kiválás ösztönzésének csökkentésére.

A társadalombiztosítás finanszírozhatóságához általánosságban javítani kellene a munkavállalási készségen. Sokkal több a nem dolgozók aránya a munkaképes korúakon belül Európában, mint Amerikában. Felvetődik, hogy mi ennek az oka: a kényelmesség, vagy az, hogy nincs a gazdasági növekedésnek olyan lendülete, amely felszívna a munkát keresőket? Több mint 20 millió ember van munka nélkül Európában. Ennek intézményi okai is vannak. Említettük, hogy a társadalombiztosítás sem ösztönöz a továbbdolgozásra, de a nagyvonalú szociális ellátások sem készítetnek a munka keresésére.

## 5. KÖVETKEZTETÉSEK

Aligha állíthatjuk, hogy Európa közelmúltbeli növekedési gondjainak oka az euro bevezetése lenne. Azt sem mondhatjuk viszont, hogy a monetáris integráció magas szintre emelése, az integráció mélyítése megoldotta volna a gazdaságok dinamizálását. Nem vonhatjuk le azt a következtetést sem, hogy az USA jegybankjának monetáris politikai módszereit kellene követnünk ahhoz, hogy ez a régió is épp oly dinamikus legyen, mint az Újvilág. Eltérő feltételeink, mindenekelőtt a két valuta világgazdasági szerepének különbözősége aligha tenné ezt lehetővé.

A problémák gyökere a globalizmus viszonyai közepette a társadalmi rendszerek versenye és a demográfiai tényezők alakulása.

Európának szembe kell néznie a nemzetközi verseny és a demográfiai problémák miatt saját kényelmességével. Valószínű, hogy bizonyos modellváltásra van szükség – de lehet, hogy ennek a modellnek épp úgy kellene átvennie elemeket az amerikai gazdaságból, mint az ázsiai példákban. Ha Európa fenn akarja tartani a nyitott világgazdaság koncepcióját, lehetséges, hogy el kell egyet és más tanulnia a társadalmat nem kizárólag az individualizmus, de a közösségi-civil értékek alapján is megszervező *ázsiai civilizációktól*. Ez azonban messzire mutató kérdés, amit ma még nem tudunk megválaszolni.