

Rácz Margit

AZ EURÓ ELSŐ KÉT ÉVE – NÉHÁNY ÓVATOS ELŐREJELZÉS

1. Bevezető megjegyzések

1.1. 1999. január 1-én a csaknem egy évtizednyi vita után megkezdte működését a Gazdasági és Monetáris Unió (EMU, *Economic and Monetary Union*), és bankszámlapénzként bevezetésre került az EMU közös valutája az euró is. 2002 júniusáig az euró csak bankszámlapénzként működik. Készpénzfizetésekre a 11 EMU-tagország mindegyikében a saját nemzeti valutát lehet felhasználni. A nemzeti valuta és az euró árfolyamát az új pénz bevezetésekor véglegesen rögzítették. Külső árfolyama csak az eurónak van. Mindebből tehát az következik, hogy 1999 és 2002 között még az euró bevezetésének folyamata zajlik, tehát még a bevezetés átmeneti időszakáról van szó. De a nemzeti valuták már csak mint a közös valuta megjelenési formái vannak jelen. Így a Maastrichti Szerződésben elhatározott monetáris unió visszafordíthatatlanná vált.

1.2. Az euró első két éve ellentmondásos folyamatokat indított el. Ezért egyértelmű ítéleteket megfogalmazni az új pénzről az első két év tapasztalatai alapján még kockázatos lenne. A leglátványosabb ellentét az új pénzzel kapcsolatos fejlemények alapján a következő: miközben az Eurolandon belül 2% körül van mind a két évben a fogyasztói árváltozás (az egyeztetett fogyasztói árindex alapján), az euró dollár árfolyama kis volatilitással folyamatosan romlik az időszak egészében. Tehát az euró első két évével kapcsolatban e sajátosságok alapján azt a kérdést kell megválaszolni, vajon a belföldön ekkora stabilitást mutató új valuta a nemzetközi szinten miért bizonyult ilyen tartósan gyengének.

1.3. A fenti kérdés kapcsán tulajdonképpen még egy problémát fel kell vetni, ez pedig a következő: az első két év teljesítményei után a gazdasági keretfeltételekben várható-e olyan változás, ami a trend módosulását idézheti elő, a belső és a külső teljesítményben egyaránt. Mindkét területen az euró lehetséges trendváltozása alapvetően a nemzetközi olajárak alakulásától, az Euroland USA-hoz viszonyított relatív gazdasági teljesítményeitől és az Eurolandon belül a még nyitott harmonizációs feladatok megoldásának sikerességétől függ.

2. Az euró belső stabilitása – az inflációs várakozások alakulása

Az 1990-es évtized egésze úgy jellemezhető az EMU-t alapító tagországokban mint a kimagaslóan jó monetáris teljesítmények évtizede, hiszen az évtized egészében alacsony volt az inflációs ráta, és tartósan tűnő folyamatos csökkenést mutatott. Egészében azt lehet mondani, hogy a II. világháborút követő időszak legalacsonyabb inflációjú évtizede volt.

2.1. Az alacsony infláció több belső és külső tényezővel magyarázható. Ebben az évtizedben mindvégig alacsonyak voltak az olajárak. A kilencvenes évtized elején lezajlott egy olyan gazdasági recesszió, amelynek befejeződése után az érintett EU-tagországok mindegyikében a monetáris politika antiinflációs prioritást követett. Ez még akkor is érvényesült, ha ez rövid távon nem kedvezett a növekedési esélyek kibontakozásának. Ez volt az az évtized, amikor az EU-tagországokban visszafogott bér- és személyi jövedelemnövekedés jellemezte az időszak egészét.

2.1.1. Nagy valószínűséggel az antiinflációs trend kialakulását nagymértékben segítette az ebben az évtizedben kiteljesedő világméretű globalizáció is, ugyanis a gazdasági sikeresség szempontjából alapvető tényezővé vált a tőkevonzó képesség. Ez pedig kifejezetten erősíti azt az irányt, hogy tartósan alacsony legyen az infláció és a várakozások is ezt valószínűsítsék. Ezt az összefüggést példázza, hogy a kilencvenes évtizedben az USA kiugróan jó gazdasági teljesítményei is tartósan alacsony inflációval párosultak. Az alacsony infláció bizonyos EU-tagországokat jellemzett már korábban is (pl. Hollandia, Ausztria, Németország), de a kialakult keretfeltételek alapján ez a tendencia érvényesült azokban az EU-tagországokban is, ahol korábban ez nem volt jellemző (pl. Olaszország, Spanyolország).

2.1.2. Az EMU bevezetése után lényegében ugyanez a trend folytatódott. 1999-ben a fogyasztói árak változása rekordszintűen alacsony volt, hiszen az egyeztetett fogyasztói árindex alapján alig érte el a 2%-ot. A 2000-es év már nem tekinthető egyértelműen ennyire pozitívnak. Két, a korábbiakban keretfeltételként említett tényező alapvetően megváltozott, illetve megváltozik. Az egyik a nemzetközi olajárak megháromszorozódása és e magas árszint állandósulása. A másik tényező pedig az, hogy 2000-ben megindult a bérek kissé dinamikusabb növekedése.

2.2. Meg kell jegyezni, hogy az alacsony infláció a kilencvenes évtizedben eltérő GDP-növekedési trendekkel párosult az EU-tagországokban. Kis általánosítással megállapítható, hogy kialakult egy a növekedés szempontjából „betegnek” tekinthető fejlett mag és az azt körülvevő „egészségesnek” mutatkozó igen dinamikusan fejlődő relatíve fejletlen periféria. A relatíve fejletlen periférián belül külön említést érdemel Írország. Az

évi átlagos 8%-os GDP-növekedést ugyanilyen beruházási ráta és stabil pénzügyi háttér kísérte nagyjából az évtized egészében. A másik csoportból külön említést érdemel két ország: Németország és Olaszország. Mindkettőben 2% körüli, gyakran az alatti GDP-növekedés alakult ki, miközben a pénzügyi feltételeket is nehezebben teljesítették ezek az országok. Németországban az újraegyesítés komoly kihívást jelentett, főként a költségvetési deficit fékentartása szempontjából. Olaszországban pedig kialakult az úgynevezett *stop-go* mechanizmus. Ez pedig odavezetett, hogy az EMU-ba mindenképpen bekerülni akaró országban a pénzügyi szigor vált a gazdaságpolitika megkérdőjelezhetetlen prioritásává, aminek az évtized második felében áldozatul esett a növekedés.

2.2.1. A fejlett „magországokban” a kilencvenes évtizedben megerősödött egy olyan globalizációs kihívás, aminek ezen országok gazdaságpolitikája nemigen tudott megfelelni. A globalizáció hatékony, de a megtermelt tiszta jövedelem kisebb részét elvonó államot igényel. Ez azt jelenti, hogy a GDP 30%-át alig meghaladó állami redisztribúció a kívánatos a külföldi tőke betelepítése szempontjából. A legtöbb fejlett EU-tagországban a redisztribúciós mérték ennél számottevően magasabb. Mindenképpen 40% feletti, de egyes tagországban ez az érték meghaladja az 50%-ot is.

2.3. A fejlett jóléti szolgáltatásokat nyújtó állami költségvetés válságának lehtünk tanulni ezekben a „magországokban” a kilencvenes évtizedben. Ennek a válságnak **a megoldása azt követelte volna, hogy párhuzamosan három nagy gazdasági reformot valósítsanak meg.** A vállalkezási szférát sújtó adóterhek jelentős mérséklését eredményező adóreformot, valamint a költségvetés kiadási oldalát jelentősen mentesítő nyugdíj és egészségügyi reformot.

2.3.1. Ahhoz, hogy egy ilyen átfogó reformcsomagot végre lehessen hajtani, politikai bátorságra és nagyfokú politikai stabilitásra van szükség. Ez utóbbit azért kell hangsúlyozni, mert tradicionális jogokat és szolgáltatásokat negatívan érintő változásokról van szó, amelyeket az érintett társadalmi csoportoknak el kell fogadniuk. Az érintett EU-tagországokban a kilencvenes évtizedben ez **a politikai bátorság jórészt hiányzott.** Így a reformok megvalósítását is elhalasztották. A téma szempontjából ennek azért van nagyon nagy jelentősége, mert **mindaz a rizikó, ami az ilyen átfogó reformokkal jár, az EMU létrejötte után az Euroland egészére nézve rizikófaktor, és így az euró sikerességére is hatást gyakorol, mégpedig negatív irányban.**

2.4. Az alacsony infláció 2000-ben részben a nemzetközi olajárak emelkedése, részben a relatíve magasabb bérnövekedés eredményeként nehezebben prognosztizálhatóvá vált. 2000-ben a prognózisok az infláció kismértékű emelkedésével számolnak, azaz a 2%-ot néhány százalékponttal meghaladó inflációt valószínűsítene. Az igazi kérdés az az,

hogy 2001-ben ennek a lassú emelkedésnek a folytatódása várható-e, vagy pedig nem. Meg kell jegyezni, hogy a 3%-os fogyasztói áremelkedés sem tekinthető magas inflációnak. De két dolgot ezzel kapcsolatban szükséges hangsúlyozni. Az egyik az az, hogy a legfejlettebb EU-tagországokban a lakosság a legkisebb áremelkedésre is igen nyugtalanul reagál. A másik pedig az, hogy az euró nemzetközi szereplése szempontjából is romlanak az esélyek, ha a kismértékű, de folyamatos áremelkedés középtávú tendenciává válik.

2.4.1. Az inflációs várakozások mindenesetre kismértékű elmozdulással számolnak a ráta növekedése irányába. Ez pedig új helyzetet teremt az Európai Központi Bank (EKB) monetáris politikájára vonatkozóan. 1999-ben szinte egy „kegyelmi” állapot alakult ki az új szupranacionális intézmény számára, hiszen tulajdonképpen semmit sem kellett tennie azért, hogy ez az igen alacsony inflációs szint létrejöjjön. 2000 már az EKB monetáris politikájának aktivizálódását hozta magával.

2.4.2. 1999-ben az EKB alapkamatai történelmi mélypontra süllyedtek, hiszen az inflációs várakozás ezt lehetővé tette, és ezzel a kamatpolitikával a fejlett „magországok” növekedési esélyeit igyekezett a szupranacionális jegybank előmozdítani. Itt érdemes megjegyezni, hogy a „periféria” gyorsan fejlődő országai számára ez a kamatpolitika egyáltalán nem tűnt ideálisnak. 2000-ben az EKB többszöri kamatemelést hajtott végre, így lassan közeledik a kamatszint a Fed kamataihoz. Ez talán egy kis lökés az Euroland tőkevonzó képességének pozitív irányú változása érdekében. Ugyanakkor ebben a változásban az is visszatükröződik, hogy az EKB monetáris politikai eszközökkel az alapeladatoként meghatározott antiinflációs trend fennmaradását és megerősödését igyekeznek elérni.

2.4.3. Ennek kapcsán kell megemlíteni, hogy a nemzetközi olajár-emelkedés az inflációs veszély szempontjából az Eurolandot negatívabban érinti, mint az USA-t. Ez a sajátosság abból fakad, hogy energiahordozót vásárolni a világpiacon csak dollárért lehet, az euró pedig a dollárhoz viszonyított értékéből az induló szinthez képest *cca.* 37%-ot veszített. Így a leértékelés teremtette inflációs hatást is viselniük kell az energiaárakban az Euroland felhasználóinak. Ennek is köszönhető, hogy egyes, az áremelkedést nehezen toleráló csoportok komoly presszionálással költségvetési közvetett, vagy közvetlen támogatást követeltek a kormánytól. Ez a követelés nem is volt sikertelen, hiszen mind Franciaországban, mind Németországban a kisvállalkozók, a fuvarozók egyáltalán a személygépkocsit munkaeszközként használók különböző kisebb-nagyobb kedvezményeket kaptak.

2.5. A kilencvenes évek második felétől egy váratlan, igen pozitív trendváltás következett be az EMU-t alapító tagországok költségvetési politikájában. E trendváltozás eredményeként az EMU-tagországok nemcsak hogy teljesítik a maastrichti konvergencia-kritériumban meghatározott, a GDP-hez mért 3%-os folyó deficit értékét, hanem a tagországoknak csaknem felében szufficites lett a költségvetés. Az alacsony inflációs szinthez 1999-ben ez az egyensúlyorientált költségvetési politika nagymértékben hozzájárult. A 2000-es fejlemények alapján óvatos kérdésként fogalmazható meg, hogy ez a trend mennyire lesz tartós.

2.5.1. A költségvetési politika inflációs hatása szempontjából még egy kérdést meg kell jegyezni. Nevezetesen azt, hogy az az egyöntetű kép, ami a stabilitási és konszolidációs tendenciák általános értelemben vett megerősödését mutatták a kilencvenes évek második felétől a költségvetési politikát illetően az EMU-t alapító országokban, az a megváltozott nemzetközi és belső keretfeltételek miatt eltűnhet, és divergenciához vezető tendenciák bontakozhatnak ki. Azaz a keretfeltételek megváltozása az egyes EMU-tagországokat eltérő módon és mértékben érinti. Azokban a tagországokban, ahol az adó- és a nagy jóléti rendszerek halasztott reformja van napirenden, ott feltehetően a költségvetés oldaláról jelentkező inflatórikus veszély nagyobb, mint ahol ilyen problémák nincsenek.

2.5.2. Ebből a szempontból érdemes még egy tendenciát hangsúlyozni. Ez pedig a következő: nem függetleníthető módon a magas olajáraktól, de persze más tényezők eredményeként is, 2001-ben a növekedés mérséklődésére lehet számítani számos OECD-tagországban. A növekedés lassulása több szempontból az EMU-tagországokat is érinti. Az év eleji prognózisok 2001-re az Eurolandon belül átlagosan 3% feletti GDP-növekedéssel számoltak, és tartós trend kialakulását remélték 2001-től kezdődően. Ezek a növekedési kilátások romolhatnak jövőre és talán középtávon is. Mindez a költségvetés bevételeit negatívan befolyásolja, ami az inflatórikus hatás szempontjából veszélyes helyzetnek minősíthető számos EMU-tagországban. Ezzel ellentétes hatása lehet, ha nemcsak hogy nem növekednek tovább az energiahordozók nemzetközi árai, hanem lassú, de egyértelmű csökkenés kezdődik meg 2001-ben. Már vannak olyan prognózisok, amelyek az idei év végén ezt a lassú csökkenést valószínűsítik a nemzetközi olajáraként 2001 folyamán.

2.6. A keretfeltételek oldaláról összességében talán azt lehet mondani, hogy mérsékelt romlással kell szembenézni, de ez csak olyan mértékű lesz, ami kézben tartható. Így lehet arra számítani, hogy 2001-ben és az azt követő néhány évben is 2-3% között lesz az egyeztetett fogyasztói árindex alapján az Eurolandon belül az átlagos évi árváltozás mértéke.

2.7. Úgy tűnik, az idei teljesítmények alapján, hogy amikor az infláció lefelé mozdul el, akkor az egyes tagországok teljesítményei konvergálnak egymással. Amikor azonban a fogyasztói árak emelkedni kezdenek, akkor nem irányában, de mértékében a tagországok teljesítményei divergálnak. Ez újabb problémát jelenthet az EKB monetáris politikája megvalósíthatósága szempontjából.

2.7.1. Két év történése nem elegendő ahhoz, hogy a konvergencia és divergencia lehetőségeit és problémáit akár csak középtávon is megítélni lehessen az Eurolandon belül. Mindenesetre érdemes megjegyezni, hogy egy olyan nagy belső piac esetében, mint az USA, az egyes államok között rendre felfedezhetők jelentősebb különbségek akár a GDP-növekedés, akár az inflációs ráta szempontjából. Ezek a különbségek, illetve divergenciára mutató tendenciák a dollárba vetett bizalom vagy a gazdaság működőképessége szempontjából különösebb problémát nem okoztak. Ugyanakkor meg kell jegyezni azt is, hogy az USA gazdasága minden szempontból jóval integráltabb, mint az Euroland. Ez azzal a következménnyel is jár, hogy a gazdasági teljesítmények az USA esetében jóval biztonságosabban előre jelezhetők, mint az Euroland esetében. Az idő múlásával az Eurolandnak ez a hátránya természetesen csökkenni fog.

3. Az euró dollárárfolyamának alakulása és a változás okai

2000 decemberében biztonságosan megállapítható, hogy az euró bevezetése után eltelt első két évben az új valuta dollárhoz viszonyított értéke folyamatosan csökken. A kérdés tulajdonképpen az, hogy az Euroland sikeresnek tekinthető pénzügypolitikája ellenére (szigorú költségvetési politika, alacsony infláció) mi vezetett ehhez a dollárhoz képest nagymértékű elértéktelenedéshez.

3.1. Megoszlanak a vélemények arról, hogy milyen okok vannak a háttérben, illetve hogy egyáltalán fontosnak tekinthető-e a kérdés felvetése. Elsősorban a monetáris szakértők vélik úgy, hogy a legtöbb nemzetközileg is jelentős valuta esetében a II. világháború után voltak ilyen hosszabb ideig tartó leértékelődési szakaszok, és ezek egyáltalán nem hátráltatták azt, hogy az adott valuta a nemzetközi piacokon jelentős pályát fusson be. Mások azonban nyomatékkal hívják fel a figyelmet arra, hogy az euró bevezetése után minden korábbinál nyitottabbá vált az európai integrációs folyamat, és ennek hatására megnőtt a jelentőségük az USA-hoz viszonyított relatív teljesítményeknek. Ezek pedig az Euroland esetében az USA jelentős előnyét mutatták a bevezetést követő mindkét évben. A GDP növekedési üteme, a beruházások üteme, a munkanélküliség nagysága, a folyó költségvetés egyenlege szempontjából az USA teljesítményei számottevően jobbak, mint az Eurolandnak. A különbség jelentőségét csak fokozza, hogy az USA-ban a kilencvenes évek az évtized elején lejátszódott recesszió után tartós kon-

junktúrát hoztak, ami a II. világháború utáni időszakban szinte egyedülálló teljesítmény. A magas és növekvő folyó fizetési mérleghiány, illetve az egyre inkább túlértékeltnek tűnő értékpapírok számos prognózissal foglalkozó szakértőt 1998 óta minden évben arra készítetett, hogy minden következő évre kilátásba helyezze az amerikai konjunktúra lassú befejeződését. Ez a 2000. év végéig nem igazán következett be. Ezzel párhuzamosan az Euroland gazdasági teljesítményei viszont kedvezőtlenül alakultak. Nagyon valószínű, hogy az euró dollárárfolyamának mélyrepülését ez a különbség eredményezte. Az USA-ban a GDP növekedése 4-5% között mozgott, míg az Eurolandon belül 2% körül. A növekedési mutatók különbözősége azzal függ össze, hogy a 11 EMU-tagország közül a két legrosszabb növekedési teljesítmény két nagy országban, Németországban és Olaszországban alakult ki. A növekedési teljesítmények eltérését csak súlyosbította, hogy az olló szélesre tárult az USA és az Euroland között a munkanélküliségi ráták szempontjából is, természetesen az USA javára. Az Eurolandon belül 10% a munkanélküliségi ráta, míg az USA-ban 2000-ben 5% alá süllyed. Az egész évtizedre jellemző, hogy az Eurolandban magasabb a munkanélküliségi ráta, mint az USA-ban.

3.2. A reálgazdasági teljesítmények különbözősége eredményezte, hogy nem változott meg az euró bevezetése után a kilencvenes évek egészét jellemző tendencia, nevezetesen az, hogy az USA nettó tőkebevonó, az Euroland nettó tőkekihelyező. Feltételezhető, hogy az euró tartós felértékelődéséhez, illetve az euró-dollár árfolyam megszilárdításához e trend átalakulására van szükség. Azaz arra, hogy az Euroland is legalább egy középtávú időszakban az információs technológiák gyors fejlesztése érdekében nettó tőkebevonóvá váljon.

3.2.1. A nettó tőkeimportóri pozíció kialakulása azt igényli, hogy az Euroland a tőke számára vonzó telephellyé váljon. E tekintetben a sikeres pénzügypolitika folytatódására van szükség, és úgy kell megkezdődniük az adóreformoknak, hogy az a reform töretlen végrehajtását valószínűsítse a befektetők számára. Kérdéses, hogy 2001 végén ezeket a tényezőket egyértelműen pozitív irányúnak lehet-e majd tekinteni.

3.3. Van azonban egy olyan szempont, ami a befektetők számára is fokozatosan felértékelheti az Eurolandot még az USA-hoz képest is. Ez pedig az, hogy ha a bérek növekedését a GDP növekedésének függvényében vizsgáljuk, akkor az Euroland értékei a kilencvenes években tartósan pozitív tendenciát mutattak az USA-hoz képest. Ezek a mutatók ugyanis az USA esetében nagyobbak és tendenciózusan növekedők voltak, míg az Eurolandon belül alacsonyabb értéket lehetett tapasztalni, és ezek az értékek nem emelkedtek. Ez döntően azzal függött össze, hogy az USA-ban a dinamikus GDP-növekedést mértékében ezt meghaladó személyi jövedelemnövekedés kísérte. Ezzel szemben ugyanezen időszakban az Eurolandon belül ugyan alacsony volt a GDP növe-

kedési üteme, de még ennél is visszafogottabb volt a bérnövekedés. Érdekes kérdés a közeljövőre nézve, vajon nem következik be trendváltás a két nagy piacon egyidejűleg, vagy akár csak egyikük is számolhat-e trendváltással.

3.3.1. Az Eurolandon belül nem lehet kizárni a dinamikusabb személyi jövedelemnövekedés lehetőségét a most következő középtávú időszakban. Talán ez akkor következik majd be, ha önmagához és az USA-hoz képest is gyorsabb növekedés lesz az Eurolandon belül. A kilencvenes években a visszafogott bérnövekedés azzal függött össze az egész EU-ban, hogy átlagosan 10% felett volt a munkanélküliség. Ez szinte kioltotta a szakszervezetek alkuerejét. A szakszervezeteknek ezt a visszaszorulását még csak növelte az is, hogy a cégek az úgynevezett racionalizálás segítségével számos középvezetőt is elbocsátottak, a tartósan magas munkanélküliséghez ezzel is hozzájárulva.

3.3.2. Ha a cégek adóterheiket jelentősen csökkentő adóreformok esetén bizalommal viszonyulnak a gazdaságpolitikához, akkor a racionalizálással biztosított költségsökkentés lehet, hogy véget ér. Ezzel azonban csak akkor lehet számolni, ha valóban elindulnak ezek az adóreformok. Úgy tűnik, hogy 2001-ben megindul Németországban egy olyan adóreform, amely 10 év alatt felére csökkenti az üzleti szféra adóterheit. Hollandiában és Franciaországban is megkezdődött egy irányát tekintve hasonló jellegű reform.

3.4. Számítani lehet arra is, hogy 2001-től most már valóban megkezdődik a GDP növekedésének lassú mérséklődése az USA-ban. A lassulás jelei 2000 végén már mutatkoznak. Különösen figyelemre méltó, hogy éppen az információs technológiában érdekelt cégek papírjainak árfolyamai mérséklődnek. Ez a két jelenség minden korábbinál nagyobb valószínűséggel vetíti előre az USA gazdasági konjunktúrájának végét. A kérdés most már csak az, hogy ezzel párhuzamosan mi történik a növekedési kilátások szempontjából az Eurolandon belül. Ha a halasztott reformok hitelt érdemlően megkezdődnek 2001-ben, és a cégek modernizációs beruházásokba kezdenek, s ezzel felgyorsul egy beruházás alapú GDP növekedés, akkor javul az USA-hoz viszonyítva is az Euroland nemzetközi megítélése is. Ez pedig elvezethet az euró felértékelődéséhez és dollárárfolyamának stabillá válásához.

3.4.1. Számos szakértő úgy véli, hogy az euró reálértékét tekintve leértékelt a dollárhoz képest. Emiatt is sokan számolnak azzal, hogy trendváltás várható, azaz véget ér az euró leértékelődése, és megkezdődik a felértékelődés.

3.4.2. Az euró dollárárfolyamának rövid távú változását mérlegelve azt is figyelembe kell venni, hogy egy olyan valutával veszi fel a versenyt az euró a nemzetközi szinten, amelyik világpénzfunkciókat praktikusán 30 éve tölt be. A dollár nemzetközi szerepét

hosszú ideig nem fogja komolyabban veszélyeztetni az euró. A szerepvállalás kérdése másként merül fel. 2002-ben megszűnnek az Eurolandban a nemzeti valuták. Így 2002 közepéig eldől, hogy azokban a jegybankokban, ahol a márka volt a tartalékvaluta, ott euróra vagy dollárra konvertálják-e a tartalékot. Tehát az eurónak még jó egy éve van arra, hogy a nemzetközi megítélést megváltoztassa. Erre van szükség ugyanis ahhoz, hogy az euróval kapcsolatosan megjavuló nemzetközi bizalom alapján a nemzetközi tartalékokat euróban tartsák a márka megszűnése után, és ne dollárban.

3.4.3. A nemzetközi szerepvállalás kérdése még egy szempontból válik az idő múlásával egyre jelentősebbé. Középtávon hosszú időre eldől, hogy az euró regionális pénz lesz-e, vagy a dollár mellett pozíciókat szerez nemzetközileg is.

3.4.4. 2001. január 1-től Görögország az EMU tagjává lesz. Görögország kormánya 1998 óta egy a bizottsággal egyeztetett konszolidációs programot hajt végre, aminek eredményeként leépíti a folyó költségvetési deficitet, és leszorítja az inflációt. A konszolidációs program sikeresnek bizonyult, így kerül sor a belépésre. Az euróhoz fűződő bizalom kialakulásának szempontjából nem biztos, hogy a görög belépés különösebben pozitívnak tekinthető. Görögország nem tartozik azok közé az EU-tagországok közé, amelyek rendelkeznek úgynevezett stabilitási kultúrával.

3.4.5. Összességében talán óvatosan megkockáztatható egy olyan megállapítás, hogy az euró esélyei a dollárral szemben 2001 folyamán akár javulhatnak is. Talán lehet azzal számolni, hogy a leértékelődés, legalábbis a reálleértékelődés megáll, sőt megfordul. Ebben az esetben nagyobb lesz a valószínűsége annak is, hogy tartalékvalutaként szélesebb körben felhasználják.

3.5. Presztizsnyereségnek tekinthető, ha egy ilyen irányú változás elkezdődik az egész Euroland számára, de mindenekelőtt az EKB számára. Az EKB 2000-ben a belső inflációs hajlam emelkedése miatt is és az euró leértékelődése miatt is nehéz helyzetbe került. Ebben az évben már nem kerülhette el, hogy két alkalommal is interveniálnia kelljen az euró árfolyamának védelmében. 2000. szeptember végén az euró dollárárfolyama 0,82 dollárra csökkent, ami már tűrési határértéknek tűnik. Számítani lehetett arra, hogy ekkor fog elindulni a nagyarányú spekuláció az euró dollárárfolyama ellen, ami beláthatatlan következményekkel járna majd. A spekulációs veszély kialakulása elsősorban azzal magyarázható, hogy a magas olajárak inflatörikus hatása gazdaságpolitikai kényszerhelyzetet alakított ki. A kialakult helyzet olyan veszélyes volt, hogy az EKB vezetőjének Wim Duisenbergnek sikerült közös fellépésre bírnia a Fed-et és a japán jegybankot is. Az intervenció eredményeként rövid időn belül jelentősen megemelkedett az euró dollárárfolyama. Hamarosan az EKB kamatemelést is végrehajtott. Mindez azon-

ban nem volt elegendő arra, hogy novemberben ne kelljen újra interveniálni. A probléma ebben az esetben az volt, hogy a világ s ezen belül különösen az USA együttműködésre már nem volt hajlandó. Így az EKB-nak az Euroland 11 jegybankjával együtt teljes egészében saját tartalékai terhére kellett az intervenciót végrehajtania.

3.5.1. Az amerikai választási huzavona jótékony hatást gyakorolt az euró dollárárfolyamára. Így november végén, december elején némi optimizmussal lehet tekinteni az euró nemzetközi megítélésére.

3.6. A kérdés csak az, hogy az amerikai konjunktúra mérséklődése és az Euroland egyidejű fellendülése, tőkeimportórré válása bekövetkezik-e? Ha igen, akkor ez 2001-ben az euró felértékelődéséhez vezethet a dollárral szemben. Azaz, trendváltás kezdődött-e meg 2000 decemberében az euró dollárárfolyamát illetően? Egyértelmű biztonsággal egyik kérdésre sem lehet válaszolni. Tehát az euró nemzetközi szerepvállalását illetően 2000 végén még több nyitott kérdéssel kell szembenézni annál, hogy elfogadható valószínűséggel bármilyen prognózis megfogalmazható legyen.

4. Harmonizációs kihívások az Eurolandon belül

Az EMU-val kapcsolatban a Maastrichti Szerződés megszületése óta folyamatosan az a kérdés merül fel, hogy mennyire eredményez működőképes pénzügypolitikát egy olyan helyzet, ahol szupranacionális szinten van a monetáris politika és nemzeti szinten marad a fiskális politika. Ezzel kapcsolatban az első kétéves működés tapasztalata alapján egyértelmű választ adni nem lehet. De néhány problématerületet, illetve a gyakorlati élet által kikényszerített sajátosságot érdemes bemutatni, hiszen a középtávú jövő számára valószínűsíthető kilátások ezek alapján jobban megfogalmazhatók.

4.1. 1999-ben és még 2000-ben is az Euroland mind a 11 tagországában – mintegy önkorlátozó módon – szigorú költségvetési politikát folytattak. Ez nagy könnyebbség volt a monetáris politika számára, hiszen ha nem így történik, akkor a Növekedési és Stabilitási Paktumban rögzített büntetési eljárások igazán komoly fegyelmező erőt nem jelentettek volna. A kérdés ezzel kapcsolatban az, vajon a továbbiakban is fenn marad-e ez a költségvetési szigor.

4.2. A nemzeti szinten maradt költségvetési politikákkal kapcsolatban még akkor is felvethető egy probléma, ha ezek a politikák továbbra is szigorúak maradnak. Nevezetesen arról van szó, hogy az EKB monetáris politikája elsősorban a német Bundesbank gyakorlatát követve pénztömeg szabályozáson alapul. A probléma az, hogy a pénztömeg optimális nagysága az Eurolandon belül igazán nem prognosztizálható kielégítő pontossággal. Tehát inflációs célkövetésre lenne szükség. Ehhez azonban a fiskális politika és a monetáris politika folyamatos együttműködése elengedhetetlenül szükséges lenne.

Egy ilyen szoros együttműködés az EKB elnöke és 11 pénzügyminiszter között nemigen alakulhat ki. Ezért valamilyen intézményi változásra lenne szükség, például az ECOFIN keretén belül ne félévig, hanem hosszabb ideig egy pénzügyminiszter képviselje a többi tizet. Ennek a feltételei még az elképzelés szintjén sincsenek meg. Így, ha komolyabban felmerül az inflációs veszély, igencsak nehezen tudja majd a jegybank elnöke a megfelelő kapcsolatot működtetni a nemzeti költségvetési politikákkal.

4.2.1. Ezzel a koordinációval kapcsolatban érdemes még egy szempontból felvetni a kérdést. Az EKB szeptemberi intervenciója előtt a jegybank elnöke tárgyalt a francia és a német pénzügyminiszterrel, majd a különböző külföldi jegybankok elnökeivel. Tehát sürgős esetben nem törekedett arra, hogy mind a 11 ország pénzügyminiszterével megkonzultálja az intervenciót. Ezzel kapcsolatban érdekes egy, a továbbiakban a magyar EU-csatlakozás után számunkra is fontos kérdés.

4.2.2. Az EU működőképessége a tagok számának emelkedésével napjainkra problematikussá vált. Ezért különböző reformelgondolások alakultak ki a működőképesség tartós biztosítása céljából. Elsősorban német részről vetették fel, hogy létre kellene hozni egy úgynevezett megerősített együttműködést néhány tagország között. Ebben a körben születnének meg a stratégiai döntések, és ezt követően az EU hagyományos döntéshozatali eljárásaival ratifikálnák őket. Ez azt jelentheti, hogy számos EU-tagország, különösen a kis országok, a döntéshozatal szempontjából hátrányos helyzetbe kerülnének. Ezen az áron azonban maga a döntéshozatali eljárás felgyorsulhat. Francia részről elvetették ezt a felvetést, hangsúlyozva, hogy a francia-német együttműködés jelenti ezt a megerősített döntéshozatali kapcsolatot. Jól látszik, hogy a probléma ismert, de a megoldás, amely csak kompromisszumos lehet, még igen messze van.

4.3. Az EKB sikeres működése középtávon elengedhetetlenné teszi, hogy a gyakorlatilag jól működtethető kapcsolat a fiskális politikákkal létrejöjjön. Ezzel kapcsolatban azonban meg kell jegyezni, hogy furcsa paradoxonként a szupranacionális politika létrejötte után az ezt szorgalmazó tagországokban is megerősödni látszik egy olyan tendencia, ami a nemzeti keretekben meghozott gazdaságpolitikai döntések szerepét megőrizni, sőt megerősíteni kívánja. Ebből kifolyólag nem valószínű, hogy gyorsan és mélyrehatóan elindulnak a harmonizációs lépések a fiskális politika területén.

4.4. Érdemes megemlíteni, hogy tekintve a rövid távon szükségessé váló tőkeimportóri pozíciót is, elkerülhetlenné vált az Euro-landon belül az adók fokozatos harmonizálása. A kérdés csak az, hogy ez a telephelyek között kiéleződő adóversenyen keresztül, vagy a nemzeti kormányok adópolitikájának fokozatos harmonizációjával valósul-e meg. Erre ma még egyértelmű választ adni nem lehet.

Összességében talán akkor a legrealistább az EMU-ról felvázolt kép, ha a jelenlegi monetáris uniót „félkész” terméknek tekintjük. Az euró nemzetközi szerepvállalását, s így az új pénzhez fűződő nemzetközi bizalom kialakulását attól is függővé lehet tenni, hogy az Eurolandon belül az egységes piacra és a szupranacionális szintre emelt monetáris politikára mennyire épül majd rá fokozatosan az egész gazdaságpolitika harmonizációja.

* * * * *