

A Gazdasági és Monetáris Unió elmélyítése: lehetőségek és kilátások¹

1. A gazdasági kormányzás hiányosságai a monetáris unió tizedik évfordulója küszöbén

A 2008-ban Európában is kirobbanó gazdaság és pénzügyi válság fájdalmasan feltárta a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) számos hiányosságát.

- *Makrogazdasági egyensúlytalanságok.* A valutaövezet első évtizedében a GMU tagállamai között hangsúlyos eltérések mutatkoztak a folyófizetésimérleg-egyenlegük terén, a tagállamok versenyképességének eltérő alakulását tükrözve (BELKE–DREGER 2011). Ennek, mint bebizonyosodott, jelentősége van a GMU-ban részt vevő tagállamok estén is, mivel a tagállamoknak nem áll rendelkezésére az árfo-lyam-kiigazítás eszköze a versenyképességük helyreállítására, és így kétségessé válhat képességük a külső adósság szolgálatára.
- *Fenntarthatatlan nemzetközi tőkeáramlás.* A makrogazdasági egyensúlytalanságok fontos dimenzióját a tőkepiaci folyamatok jelentették. A GMU első évtizedében az euróövezet periferiája nagyarányú pénzügyitőke-beáramlást tapasztalt, amelyben a globális pénzügyi piacokkal szemben a központ bankszektora játszott közvetítő szerepet (EICHENGREEN 2010; ACHARYA–STEFFEN 2015). Ezen folyamatok korábbi megengedő megítélésében jogos volt azon megfontolás, amely szerint a periféria fel-zárkózása természetes módon tőkeimportot igényel. Ugyanakkor a közös monetáris politikának köszönhető negatív reálkammat a periféria országaiban döntő szerepet játszott azok magas hitelkeresletében, ami jórészt az ingatlanszektorban csapódott le (EICHENGREEN 2010). A válságban nyilvánvalóvá vált, hogy a monetáris unióban is kockázatot jelent a tőkeáramlás esetleges gyors fordulata, azaz a tőkemozgások fenntarthatatlansága (MERLER – PISANI-FERRY 2012; LANE 2013).
- *Kockázatok a pénzügyi szektorban.* A GMU tagállamai sebezhetőségének egyik jelentős dimenziója a pénzügyi szektoraikban rejlő kockázatokhoz fűződött, amelyek a nemzeti bankrendszerekkel szemben vállalt implicit vagy explicit garanciák formájában súlyos kötelezettségeket jelentettek a közpénzügyekre, aminek nehézségei – ördögi kört létrehozva – visszahathattak a bankrendszerre. Továbbá a bankfelügyelet és bankrendezés a tagállamok feladatkörében maradt,

¹ A szerző az Európai Bizottság tisztviselője. A tanulmány kizárólag a szerző véleményét tükrözi, amely nem feltétlenül esik egybe az Európai Bizottság és szolgálati hivatalos álláspontjával. A szerző köszönet-tel tartozik Gyenes Zoltánnak és Székely Istvánnak a tanulmányhoz fűzött javaslataikért. A fennmaradó hibákért a felelősség kizárólag a szerzőt terheli.

míg a végső hitelező funkció az Európai Központi Bankhoz került, ami morális kockázatokat vetett fel.

- *Hasonló gazdaság szerkezet vagy rugalmasság hiánya.* A monetáris unió megalakítása folyamán, valamint az azt követő években is a Bretton Woods-i rendszer idejében megfogalmazott optimális valutaövezetek elmélete (MUNDELL 1961; MCKINNON 1963; KENEN 1969) nyújtott gyakori hivatkozási alapot. Ezen elmélet értelmében akkor érdemes több államnak monetáris uniót alkotni, azaz közös monetáris politikát folytatni, ha gazdaság szerkezetük hasonló vagy pedig kellően rugalmas ahhoz, hogy az őket aszimmetrikusan érintő gazdasági megrázkódtatások esetén effektív reálgazdasági, ár- vagy mennyiségbeli kiigazítást tegyen lehetővé. A GMU megalakulásakor ezen körülmények egyike sem valósult meg, de az elmélet továbbfejlesztett, úgynevezett endogén optimális valutaövezet-változata sem igazolódott be a válságot megelőző évtizedben (MONGELLI 2008; MATTHES–IARA 2016), amely szerint a valutaövezet létrejötte növelheti a tagállamok reálgazdasági alkalmazkodóképességét.²
- *Költségvetési fenntarthatóság kérdésessége.* Bár az EU szabályrendszere összességében már a válság előtt pozitív hatással volt az állami költségvetési fegyelemre (European Commission 2008, 252f.), mégsem tudta megakadályozni minden esetben a prociklikus költségvetési politikát, illetve a tartósan magas költségvetési hiányt egyes tagországokban (például Görögországban és Portugáliában).³ Az euróövezet periferiájának tagországaiban a magas költségvetési hiány finanszírozásában a központi tagállamok bankrendszerei ismét csak döntő szerepet játszottak, amelyet az euróövezet államkötvényeire érvényes 0% kockázati súlyú tőkekövetelmény segített elő (ACHARYA–STEFFEN 2015).
- *Költségvetési védőháló hiánya illikvid államoknak és bankoknak.* A válságkezelés első időszaka, amelyben az euróövezet több tagállama szembesült fizetési nehézségekkel, fényt vetett a GMU egy további intézményes hiányosságára: a független monetáris politikát és a saját pénzt feladó államok nem rendelkeztek többé olyan eszközzel, amivel az állami vagy banki illikviditást garantáltan megelőzhették volna.
- *A versenyképességet javító koordinált reformok hiánya.* A versenyképességet javító reformokat nemcsak az egyes tagállamokra jellemző magas és tartós fizetési mérleg hiánya tette volna indokolttá: koordinált meghozataluk a pozitív hatások felerősödését is jelenthette volna (European Commission 2008). A maastrichti keret a reformok koordinálására az átfogó gazdasági iránymutatás eszközét nyújtotta, a Tanács ezen keretben megfogalmazott, jogilag nem kötelező erejű, éves javaslatai – a tagállamokhoz és az EU egészére – viszont kevés valós hatással voltak.

² Ugyanakkor időközben, ha magas áron is, az endogén optimális valutaövezet elmélete mégis beigazolódni látszik a GMU-ban: a válság éveiben az euróövezet periferiájához tartozó tagállamokban jelentős munkaerő- és termékpiazi reformokra került sor, amelyek ezek rugalmasságát jelentősen növelték (MATTHES–IARA 2016).

³ E két tagállam költségvetési hiánya euróövezeti tagságuk kezdetétől 2015-ig minden évben túllépte a GDP 3%-át, azaz a maastrichti referenciaértéket.

E kihívások mindegyike összefügg a Maastrichti Szerződésben meghatározott intézményes rendszer hiányosságaival. Ezek többnyire ismertek voltak korábban is (European Commission 2008, 2010), ám a GMU intézményes szerkezetének továbbfejlesztését a válság kényszerítette ki.

A GMU kezdeti szerkezete hiányosságainak fenti számbavétele után, jelen cikk a válság óta megvalósított reformokat (2. rész), valamint a Bizottság a GMU kiteljesítésére tett további (3. rész) és legutóbbi (4. rész)⁴ javaslatait tekinti át, végül pedig értékelést ad a GMU stabilitására, tartósságára vonatkozóan (5. rész).

2. A GMU első reformhulláma a gazdasági válság éveiben⁵

A gazdasági kormányzás válság alatt megnyilvánult hiányosságait orvosolandó az Európai Bizottság 2010 szeptemberében tette közzé első reformjavaslatát, a 6 jogszabályból álló úgynevezett ‘sixpack’ csomagot, amely – a társjogalkotók jóváhagyása után – 2011 decemberében lépett érvénybe. A hatos csomag két módosító és egy új rendeletben, valamint egy új irányelvben erősíti meg a költségvetési felügyeletet és irányítást, valamint két rendeletben vezeti be a makrogazdasági egyensúly-hiányok megelőzésének és kiigazításának eszközeit. Ezen reformok a makrogazdasági egyensúlyt, beleértve a tőkemozgások fenntarthatóságát, valamint a költségvetési fenntarthatóságot hivatottak előmozdítani. A költségvetési keretszabályozásnak a kormányközi, 2012 márciusában aláírt, 2013. januárban érvénybe lépett úgynevezett költségvetési paktum jelentett további erősítést. A gazdasági kormányzás reformjának e hullámát a 2013 májusában elfogadott „kettes csomag” (‘Two-pack’) két rendelete egészíti ki, amelyek tovább erősítik az euróövezet tagjainak gazdasági és fiskális felügyeletét.

Külön reformintézkedések fektették le a GMU-ban a bankunió alapjait a nemzeti bankrendszerekben rejlő, az egész valutaövezetre veszélyt jelentő kockázatok megelőzésére (valamint a pénzügyi integráció további elősegítésére). A bankunió intézményes alapkeretét a Bizottság által 2012 szeptemberében javasolt, 2014-ben érvénybe lépett egységes felügyeleti, illetve bankszanálási mechanizmus alkotja, amely az EKB szerepének növelésével, a bankszektor rendszerszintű jellemzőinek figyelembevételével, valamint egy egységes szabálykönyv által erősíti a bankfelügyeletet és -szanálást az euróövezetben.

A bankunió intézményrendszere eszköz arra, hogy megtörje a nemzeti pénzügyi rendszerek és a nemzeti költségvetések közti, a kockázatokat felerősítő visszacsatolást, amely a válság alatt több tagállamban, az egész valutaövezet stabilitását (sőt fennmaradását) fenyegető módon jelentkezett. E célt szolgáló további fontos új eszköz a kormányközi intézményként működő ideiglenes Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz, illetve az Európai Pénzügyi Stabilizációs Mechanizmus tartós utódként 2012 szeptemberében létrehozott

⁴ A GMU kiteljesítését célzó politikai vita napjainkban is folyamatban van. A cikk e folyamatot 2018. június végéig követi.

⁵ A válságra válaszként meghozott, a Gazdasági és Monetáris Unió különböző dimenzióit érintő reformintézkedések részletes áttekintésére lásd MATTHES–IARA 2016.

Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM), amely az euróövezet fizetési nehézségekbe került tagállamait hivatott megsegíteni. Az ESM megalkotását megelőzően az euróövezet tagállamainak a végső hitelező szerepét Mario Draghi, az Európai Központi Bank elnöke 2012. július 26-án tett kijelentése biztosította, miszerint „a mandátumunk keretében az EKB készen áll megtenni, bármi szükséges az euró megőrzéséért. És higgyék el, elegendő lesz” (DRAGHI 2012).

A válság alatt meghozott tagállami és az euróövezet egészére vonatkozó újítások végül a versenyképességet elősegítő strukturális reformokra is kiterjedtek. Elsősorban a nemzetközi pénzügyi segélyt igénylő tagállamok hoztak, a támogatással járó feltételrendszer részeként, a munkaerő- és termékpiacon alkalmazkodóképességét javító, ezáltal a gazdasági növekedést és munkahelyteremtést segítő reformintézkedéseket. Ezen reformok eredményeképpen csökkent a különbség a szabályozás szintjében a GMU tagállamai között (MATTHES–IARA 2016). Másfelől mind a GMU, mind a tagállamok szintjén megerősítették a reformok előmozdítását szolgáló intézményes keretet. A GMU szintjén a maastrichti átfogó gazdasági iránymutatás eszközt foglalták össze a makrogazdasági és pénzügyi felügyelettel, az úgynevezett európai szemeszter egységes elemzési és időrendi keretében.⁶ 2016-ban pedig a nemzetállami reformok további előmozdítására a Tanács a Bizottság javaslata alapján az euróövezet tagjainak nemzeti szintű (*versenyképességi tanácsnak* is nevezett) termelékenységégi testületek létrehozását ajánlotta.

3. Az első reformhullám után: tervek a GMU kiteljesítésére

A tűzoltó jellegű intézkedések mellett további, mélyebb átalakításokra vonatkozó javaslatok is napvilágra kerültek a GMU kiteljesítésére. Legtöbbjük fő felvetése a monetáris unió közös fiskális eszközzel való kiegészítése, amely a mély aszimmetrikus sokkhatások által sújtott tagállamokban lett volna hivatott enyhíteni a recessziót, különösen a nullához közelítő kamat által korlátozott hatású monetáris politika idején.

Az Európai Bizottság – Barroso elnök alatt – 2012. november 28-án tette közzé az első átfogó – *A valódi, szoros gazdasági és monetáris unió tervezete* címet viselő – vita-indító anyagot (Európai Bizottság 2012), amelyben rövid, közép- és hosszú (öt éven túli) távlatban vázolta a GMU továbbfejlesztésére javasolt lépéseket. Ezek magukban foglalták a bankunió kiépítésének különböző stációit, mint ahogy saját fiskális eszközt az euróövezet részére, közös adósságtörlesztési alap létrehozását, valamint kincstárjegyek közös kibocsátását. Utóbbiakat 1,5–5 éves időhorizonton belül javasolta a vitaanyag megvalósítani, kiemelve, hogy szerződésmódosítást igényelnek. A vitaanyag a GMU továbbfejlesztésének teljes folyamata mentén az unió politikai dimenziójának kiépítését, vagyis a demokratikus legitimáció és elszámolhatóság terén történő előrelépést is célba

⁶ Az európai szemeszter az *Európa 2020 stratégiának* nevezett középtávú növekedési stratégia eleme, amelyet a Bizottság javaslatára az Európai Tanács 2010-ben fogadott el az azt megelőző lisszaboni stratégia utódjaként. Az *Európa 2020 stratégia* nem tartalmazott jelentős újítást a reformjavaslatok végrehajtásának előmozdítására, ám a felügyeleti és koordinációs keretet jobban összehangolta.

vette. A Bizottság által javasolt új eszközöket a GMU stabilitásának és integritásának biztosítására a 2012 decemberében *Towards a genuine Economic and Monetary Union (Egy valódi Gazdasági és Monetáris Unió felé)* címen közzétett – van Rompuy, az Európai Tanács elnöke, Barroso, a Bizottság elnöke, Draghi EKB-elnök, valamint Juncker Eurócsoport-elnök közreműködésével készített – dokumentum (ROMPUY et al. 2012) is alátámasztotta.

E terveket a 2015. június 22-én, Jean-Claude Juncker (aki ekkor már a Bizottság elnöke) által közzétett *Öt elnök jelentése* aktualizálta, amelyben az Európai Tanács, az Eurócsoport, az EKB, valamint az Európai Parlament elnökei is szorosan közreműködtek (JUNCKER et al. 2015). A 2012-es tervektől eltérően, kincstárjegyek közös kibocsátása nem szerepel a javaslatok között.

4. A legújabb javaslatok a GMU reformjára

A 2015 óta eltelt időszakban a korábban javasolt intézkedések egy része megvalósult, különösen a bankunió megalkotásához szükséges első lépések: az egységes bankfelügyelet és bankszanálás, valamint a sajáttőke-szabályozás szigorítása terén. Míg az új szabály- és eszközrendszer már használatban van, a Tanács 2018. május 25-én jutott megállapodásra a Bizottság – 2016 novemberében előterjesztett, a bankok sokktűrő képességének javítását célzó – reformcsomagja ügyében, amely megnyitja az utat az Európai Parlamenttel folytatandó tárgyalások és a reformoknak a társjogalkotók általi elfogadása előtt.

Más területeken viszont, például a nagyobb reformok koordinációját és a nemzetállami reformok előmozdítását illetően, alig történt előrelépés. Mindeddig a közös költségvetési alap sem valósult meg, valamint a közös adósságtörlesztés és euróövezeti állampapírok kibocsátása sem. Végül pedig a bankunió területén a közös betétgarancia-rendszerről sem jutottak a tagállamok egységes álláspontra.

Kérdés, hogy a már végrehajtott reformok elégségesek-e ahhoz, hogy az euróövezet jelenlegi szerkezetét stabilnak lehessen tekinteni. E kérdés annak alapján tanulmányozható, beváltotta-e a valutaövezet a hozzá fűződő elvárásokat: az árak és pénzügyi rendszerek stabilitásának biztosítását, valamint a tagállamok közti, felfelé mutató gazdasági és társadalmi konvergencia előmozdítását.

E tekintetben az euróövezet helyzetét a „félíg üres, félíg tele pohár” hasonlattal lehet jellemezni. Az inflációs ráták 2011 óta az euróövezet tagállamai között konvergálnak, ám ezt megelőzően divergencia volt tapasztalható. A fizetésimérleg-többlettel rendelkező országokban az árszínvonal emelkedése nem támasztja alá az euróövezeten belüli külgazdasági egyensúlytalanságok erősebb ütemű kiigazítását. A pénzügyi rendszerek stabilitása az elmúlt években jelentősen javult, amelyet általánosságban a nem teljesítő hitelek arányának erős visszaszorulása is alátámaszt, ám e stabilitást – mint magát az euróövezet integritását – a nemzetközi hitelcsomagok súlyos beavatkozásai árán lehetett csak elérni. Emellett egyes nemzeti bankrendszerekben napjainkig magas a nem teljesítő hitelek aránya, ami visszafogja a hitelezést, és így a gazdasági növekedést.

Továbbá a válság következményeképpen az euróövezeti tagállamokban az államadósság szintje is jelentősen megnövekedett, hozzájárulva az érintett gazdaságok sebezhetőségéhez. Összességében a gazdasági és szociális mutatók (például az egy főre jutó GDP és a munkanélküliségi ráta) az egyes tagországokban érdemben divergáltak a válság során, és ez csak az utóbbi években kezdett mérséklődni. Azt is érdemes kiemelni, hogy sok szakértő szerint az euróövezet gazdasági és költségvetési kormányzása, intézményrendszere túlzottan komplex, az átláthatóság növelése a demokratikus legitimáció erősítéséért is kívánatos.

Ezen megfigyelésekre alapozva, a Juncker-Bizottság mandátuma második felében a GMU elmélyítését ismét napirendre tűzte: javaslatait az Európa jövőjét vizsgáló, a Római Szerződés 60. évfordulója előestéjén előterjesztett *Fehér könyv* által indított reflexiós folyamat részeként – a 2017. május 31-én publikált vitaanyagban – vázolta (Európai Bizottság 2017). A nagyobb átláthatóság, a gazdasági és társadalmi konvergencia, valamint a jövőbeli sokkokkal szembeni nagyobb ellenálló képesség elősegítése érdekében a pénzügyi piacok szabályozása (bankunió és tőkepiaci unió), közpénzügyek (költségvetési unió), gazdaságpolitikai reformok (gazdasági unió), valamint a demokratikus elszámoltathatóság és intézményrendszer területén bocsát javaslatokat szakmai és politikai vitára. Külön figyelmet érdemel, hogy a Bizottság első ízben javasolja „európai biztonságos eszköz” létrehozását, amely az európai pénzügyi piacokon az amerikai kincstárjegyhez hasonló funkciót töltene be, korrigálva a jelenlegi hasonló eszközök szűkös és a nemzetállamok között gazdasági súlyukat tekintve is aszimmetrikus kínálatát. Ugyancsak új elemként foglalkozik a vitaanyag, bár csak érintőlegesen, az állampapír-kitettség szabályozásával, a bankok és székhelyük országai közötti összefonódások tekintetében. Ahogy arról már fent volt szó, ez az összefonódás táplálja az államok és a nemzeti bankrendszerek kölcsönös, egymást felerősítő sebezhetőségét, amit csökkenthetne a banki mérlegek diverzifikációja, illetve a nagyobb magánszektorbeli kockázatvállalás. Ennek elősegítésére a vitaanyag elsőképpen úgynevezett államkötvény-fedezettű értékpapírok (sovereign bond-backed securities – SBBS) létrehozását javasolja, amelyek nem járnának kölcsönösségi alapú adósságkezeléssel, és nem igényelnék az államkötvények szabályozásának módosítását. Alternatívaként viszont, illetve hosszú távú lehetőségként, az állampapírok szabályozásának módosítását is felveti.

A vitaanyag további fontos javaslata a költségvetési stabilizációs funkció létrehozása, amelynek többféle változatát is megfontolásra ajánlja. E funkcióval összekapcsolva javasolja az úgynevezett konvergenciastandardok bevezetését is, a normákon alapuló, erőteljesebb konvergenciafolyamatot elősegítendő, összhangban az *Öt elnök jelentésével*, egyidejűleg az Európai Unió pénzügyi támogatását és a nemzeti reformok szorosabb összekapcsolását is felvetve. Végül pedig a demokratikus elszámoltathatóság és az euróövezet intézményes keretének erősítése tekintetében Európai Kincstár és Európai Valuta-alap létrehozását bocsátja vitára.

A Bizottság e javaslatokat vitaanyagként tette közzé, hangsúlyozva a széles konszenzus szükségességét a további lépésekről. A vitaanyag publikációját, illetve az ahhoz kapcsolódó politikai és szakmai vitát követően a Bizottság 2017. december 6-án tette közzé a konkrét jogalkotási javaslatcsomagot és ütemtervet.

A 2017. december 6-i csomag – három közlemény és négy törvényjavaslat – a GMU mélyítésének négy dimenziója mindegyikét érinti. Az ütemterv a következő 18 hónapban, még a jelen Bizottság ideje alatt létrehozandó intézkedések között a következőket javasolja. A pénzügyi unió kiteljesítésére a végső hitelező szerepét ellátó védőhálót javasol az Egységes Szanálási Alap (Single Resolution Mechanism – SRM) részére, az euróövezet számára létrehozandó új, külön költségvetési funkciók egyikeként. A további új költségvetési eszközök a gazdasági uniót és a fiskális uniót szolgálnák: először is stabilizációs eszköz, amely nagyobb aszimmetrikus megrázkódtatások esetén segítené a beruházások fenntartását, másodsorú eszköz az euróövezethez csatlakozó tagállamok felkészültségének elősegítésére, harmadrészt a szerkezeti reformok végrehajtását segítő költségvetési támogatás.

A javaslatcsomag az átláthatóság és a demokratikus elszámoltathatóság javítására, illetve az intézményrendszer komplexitásának csökkentésére az európai gazdasági és pénzügyminiszteri tisztség létrehozását veti fel, aki egyben a Bizottság alelnöke és az Euróacsoport elnöke is lenne. Mindezekon felül a részletes javaslatok között szerepel a jelenleg kormányközi intézményként működő Európai Stabilitási Mechanizmus uniós intézményként működő Európai Valutaalappá alakítása, valamint a 2012-ben kormányközi szerződésként létrehozott, Stabilitásról, Koordinációról és Kormányzásról szóló „Költségvetési Paktum” legfontosabb elemeinek uniós jogrendbe emelése is.

Ahogy arról már volt szó, hogy a 2017. december 6-i csomag javaslatainak egy része az uniós pénzügyi eszközeihez kötődik. Ezek megvalósításának döntő része már az új, a 2021–2027-es évekről szóló többéves pénzügyi keretet érinti. A Bizottság javaslatát az új, többéves pénzügyi keretre 2018. május 2-án tette közzé. A GMU reformjára vonatkozó kiadások az összesen 1135 milliárd eurós,⁷ a 27 maradó uniós tagállam közös bruttó nemzeti jövedelmének körülbelül 1,11%-át kitevő teljes költségvetés körülbelül harmadát képviselő *Kohézió és értékek* című fejezetében szerepelnek. Itt – a javaslatot megelőző reflexiós folyamattal összhangban – a 2017. december 6-i csomagot konkretizálva két új eszközt vet fel a Bizottság: 25 milliárd eurós reformtámogató programot, amelynek egyik komponense a nemzetállami szintű reformok végrehajtását segítené, a másik pedig az euróövezethez csatlakozó államok konvergenciáját támogató keret. E mellé társulna – az uniós költségvetés keretében, ám a többéves költségvetési kereten kívül – európai beruházásstabilizáló funkció, amely legfeljebb 30 milliárd eurót kitevő hiteleket, valamint kamattámogatást nyújtana az euróövezet tagjainak nagy aszimmetrikus sokkok esetén. Mindkét új eszköz a gazdasági és szociális konvergenciát és a makrogazdasági stabilitást hivatott szolgálni, a nemzeti gazdaságok ellenálló képességének növelésével, azaz nagy aszimmetrikus megrázkódtatások esetén a beruházási aktivitás fenntartásához adott segítséggel. Ezekhez, hatásukat növelve, további, más fejezetekhez rendelt pénzügyi eszközök társulnának: az európai strukturális és beruházási alapok (ezek nagyrészt a hagyományos kohéziós és szociális alapnak felelnek meg), valamint az ugyancsak új eszközként javasolt InvestEU Alap. A pénzügyi eszközök együttesen megerősítenék az európai szemeszter hatékonyságát.

⁷ Összes kötelezettségvállalási előirányzat, 2018-as árakon. Lásd Európai Bizottság 2018.

A többéves pénzügyi keret a pénzügyi eszközöknek csak a sarokpontjait határozza meg, a Bizottság a szektorális eszközökre vonatkozó, részletesen kidolgozott javaslatait május 31-én tette közzé.⁸

Az euróövezeti beruházásstabilizációs eszközre tett javaslat hosszú szakmai vita végére tesz pontot. A még a válság első időszakában szárnyra kapó vita különböző mechanizmusokat tárgyalt, beleértve olyan megoldásokat, mint a nemzeti költségvetések közötti elszámolómechanizmus vagy az európai kiegészítő munkanélküliségi biztosítás.⁹ A Bizottság a 2017. december 6-i GMU-csomagja részét alkotó közlemény a május 31-i reflexiós papír három lehetőségét vette fontolóra: beruházásvédelmi rendszert, munkanélküliségi viszontbiztosítási rendszert, végül pedig az úgynevezett *rainy day fundot*, azaz a *rossz napokra szóló alapot*, amely a nemzetállamok európai alapba irányuló előtakarékosságát jelentené. Ezek közül a május 2-i javaslat a hangsúlyt a beruházásokra helyezi, illetve a december 6-i csomag azon felvetésére rímel, miszerint a gazdasági stabilizációhoz a segítség (vissza nem térítendő támogatás) jellegű komponens különösen fontos. A Bizottság javaslata szerint a beruházásstabilizációs eszköz az euróövezet és az ERM-II Európai Árfolyammechanizmusban részt vevő tagállamai számára lenne hozzáférhető: (dupla munkanélküliségirata-alapú indikátorral mért) nagy aszimmetrikus sokk esetén az állami beruházások fenntartására irányul, feltéve, hogy a kérelmet megelőző két évben a tagállam megfelelt a makrogazdasági és költségvetési felügyelet előírásainak. Az EU költségvetése az igénybe vett kölcsönök garanciáját fedné le, az igénylő tagállamok számára nyújtott kamattámogatást a részt vevő tagállamok seignorage jövedelméből fedeznék.¹⁰

Az új pénzügyi eszközök kidolgozásával párhuzamosan a Bizottság május 24-én javaslatot terjesztett elő, hogy államkötvény-fedezetű értékpapírok piaci kibocsátását és ezáltal az állampapírokhoz fűződő kockázatok piaci alapú megosztását előmozdítsa, történetesen az ilyenfajta piaci termékek meghatározása és olyan szabályozási paraméterek előírása által, amelyek konzisztensek az alapjukul szolgáló államkötvényekéivel (European Commission 2018).

Az új költségvetési keretre, a szektorális programokra, illetve az államkötvény-alapú értékpapírokra vonatkozó törvényjavaslatok a következőkben a Tanács és Európai Parlament fogja megvitatni. Kedvező forgatókönyv szerint a javaslatok legfontosabb részét, a többéves pénzügyi keretet, akár még a jelenlegi Parlament mandátuma alatt elfogadják.¹¹

⁸ Lásd http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3972_hu.htm (A letöltés dátuma: 2018. 12. 10.)

⁹ Iara (2016) áttekintést nyújt a nevesebb javaslatokról, mind az eszközt magát, mind pedig a finanszírozását illetően.

¹⁰ Konkrétan a Bizottság az előző év seignorage jövedelmének 6%-át javasolja e célra.

¹¹ Az Egyesült Királyság kilépése fémjelezte helyzetben azonban nem kicsi a valószínűsége annak, hogy e forgatókönyv túlságosan ambiciózusnak bizonyul.

5. A GMU kiteljesítése: lehetőségek és kilátások – személyes értékelés

A vita az EU közös valutájának jellegéről a következő hónapokban lép intenzív politikai szakaszba, amikor a Bizottság, illetve a Parlament mandátuma végső szakaszában a GMU mélyítését megcélzó törvényjavaslatokat megvitatják. Az előterjesztett törvényjavaslatok, ha azokat elfogadják, az eddigiekben megszokott módon további kis lépésekben mélyítenék a Gazdasági és Monetáris Uniót.

- A beruházásstabilizációs eszköz a közös valuta szerkezetének gyakran kifogásolt hiányosságát hivatott orvosolni, miszerint – sarkosan fogalmazva – a nemzetállamok kezéből az EKB kivette a monetáris politikát, a Stabilitási és Növekedési Paktum pedig a fiskális politika stabilizációs eszközét. E tekintetben a javasolt, beruházásokat célzó konstrukció célszerű megközelítést választ. Ugyanakkor a beruházásstabilizációs eszköztől nagyobb tagállamok esetén nem várható, hogy súlyos makrogazdasági megrázkódtatás alatt gyökeres változást jelentsen. Mindazonáltal viszont az új eszköz az európai szolidaritás kézzelfogható, továbbfejleszthető eszközévé válhat, az EU költségvetését a makrogazdasági biztosítás új funkciója előtt megnyitva és a közös valuta és intézményrendszere elfogadottságát is növelve. A Bizottság maga is felveti az új eszköz nyújtotta támogatásnak további, például az Európai Stabilitási Mechanizmus nyújtotta források általi kiegészítését.
- A „biztonságos eszköz” kérdésére a Bizottság még nem terjesztett elő konkrét javaslatot; ám az állampapír-portfóliók diverzifikálására szánt szabályozásmódosítás javasolt paraméterei (senior SBBS 70%-os aránya, SBBS az EKB tőkekulcs szerinti összetétele) megfelelnek az Európai Rendszerkockázati Testület ezen eszközöket vizsgáló Magas Szintű Munkacsoportja javaslatainak (lásd ESRB High-level task force on safe assets, 2018). A javasolt szabályozásmódosítás elfogadása után az effajta eszközök piaci bevezetése¹² hozzásegíthetne a nemzetállamok és pénzügyi rendszerek egymást felerősítő sebezhetőségének csökkentéséhez, és ezáltal a pénzügyi stabilitás fokozásához a monetáris unióban.
- Az új költségvetési eszközök közt javasolt reformtámogató programtól, illetve konvergenciatámogató eszköztől, azaz az európai szemeszter és az Európai Unió kohéziós eszköztára szorosabb összekapcsolásától várható némi impulzus, hogy – az EU-tól pénzügyi ösztönzöt, illetve a Bizottságtól konkrét technikai útmutatást kapva – a reformokra leginkább rászoruló tagállamok belevágjanak a reál- és szociális konvergenciát segítő reformokba, nem utolsósorban a közigazgatás terén is.

Ugyanakkor az elmúlt évek tapasztalatai és szakmai vitája alapján a következő területeken tovább váratnak a GMU kiteljesítéséhez szükséges eszközök magukra.

¹² A létrejött eszköz megfelelne a Markus Brunnermeier (princetoni kutató) vezette közgazdász csoport ‘ESBies’ néven ismert javaslatának. Lásd BRUNNERMEIER et al. 2017.

- Az euróövezet bankrendszere számára közös betétbiztosítási alap elengedhetetlen a bankunió megvalósításához. A Bizottság erre a javaslatát 2015 novemberében tette közzé. Az eszköz konkretizálása és törvénybe iktatása viszont a szilárdabb alapokkal rendelkező nemzeti bankrendszerek tagállamai, elsősorban Németország fenntartásai miatt várat magára, akik nem hajlandók társaik esetleges bankfelügyeleti és gazdaságpolitikai hiányosságai miatt fellépő kiadásokat állni. Míg egyes tagállamokban a nem teljesítő hitelek állományának leépítése továbbra is lassú, nem utolsósorban a csőd/felszámolási eljárásaik hiányosságai miatt, a közös betétbiztosítási alap mindenképp szükséges az államok és bankok közti végzetes visszacsatolás kiiktatásához.
- Az „európai biztonságos eszköz” kérdése továbbra sincs teljességgel megoldva. Egy biztonságos eszköz szükséges a pénzügyi piacok zavartalan működése és (többek közt) az intézményes befektetők ilyen eszközök iránti legitim kereslete miatt. E szerepet az euróövezetben növekvő módon a német államkötvények látták el, ami aránytalanul csökkentette hozamukat. A Bizottság javaslata az európai állampapír-alapú értékpapírok kialakításának elősegítésére hasznos lépés, hogy az európai értékpapírpiacon a biztonságos eszköz iránti keresletet részben kielégítse. Ám kérdéses, hogy szerkezete alapján az új értékpapír képes lesz-e a biztonságos eszköz iránti kereslet teljes kielégítésére, illetve milyen hatással lesz a jobban eladósodott tagállamok teljes hitelköltségére. Másfelől valódi európai biztonságos állampapír nemigen képzelhető el a tagállamok együttes és egyetemleges felelőssége nélkül. Ennek viszont nincs politikai realitása mindaddig, amíg a gazdaság- és költségvetési politika lényegében nemzeti hatáskörben marad. Azaz végső soron addig, ameddig a választópolgárok preferenciái és a tagállamok intézményes konvergenciája a mélyebb integrációt nem teszik lehetővé.¹³
- Bár vannak hangok, amelyek szerint a euróövezeti költségvetési keretszabályozás túlságosan is rugalmassá vált, a kívánatos anticiklikus politika elérésében az euróövezet tagjainak mindkét szélsőséges „típusa” esetén maradtak kihívások: 1. a fiskális mozgástérrel rendelkező tagállamok nem feltétlenül döntenek a közkiadások, mindenekelőtt a beruházások optimális szintje mellett; 2. míg a nagyobb költségvetési ösztönzőket igénylő tagállamoknak hiányzik a mozgástere. Ennek eredményeképp az euróövezet költségvetési irányvonala egészében nem feltétlenül megfelelő a gazdasági növekedés tekintetében. A beruházásstabilizációs eszköz ebből a szempontból kedvező új irányt jelent, de mértéke nem elegendő. A költségvetési mozgástér visszanyeréséért szükséges a válság örökségeként hagyott adósságteher csökkentése. Míg az elmúlt években a politikai döntéshozók ez ügyben a növekedésre és a költségvetési fegyelemre helyezték a hangsúlyt, hosszú távon felmerül a kérdése egy államadósság-átütemezési mechanizmusnak. Ezzel egyidejűleg a beruházások növelése például Németországban nem csupán fiskális szempontból lényeges kérdés: az euróövezet gazdaságában egyfajta fejlődési pólus

¹³ Utóbbi azért is kívánatos lenne, mert a reálkonvergenca elősegítésével javítaná az euróövezet tulajdonságait az „optimális valutaövezet” elméletének értelmében.

szerepet tölt be, ezért gazdasági modernizációja és az infrastruktúra fejlesztése miatt is lényeges szempont.

- További, hosszú távon megoldatlan kérdés a piaci ösztönzők helyreállítása a költségvetési fegyelem fenntartásában. Az euróövezet kötvényeinek nemteljesítési kockázata nem játszik szerepet a bankok sajáttőke-előírásaiban. Emiatt – azzal együtt, hogy a piaci szereplők a bajba került államok esetén az euróövezet nyújtotta mentőövre számíthatnak – nem teljesen hatékony a kockázatprémium fegyelmező szerepe az államok hitelfelvételében. Kidolgozott államadósság-átütemezési mechanizmus, hasonlóan az államkötvények előnyeinek megszüntetése a sajáttőke-előírások terén a szabályozók által, a piac nyújtotta költségvetési korlátot erősítené. Bár a Bizottság az utóbbit a 2017. májusi reflexiók tanulmányban említette, rövid távon egyik kérdést illetően sem várható változás mindaddig, míg az euróövezet tagállamai közt magasabb a sebezhetőség az effajta reformok lehetséges hatásai által. Ugyanakkor egyre inkább felmerül a kérdés: mikor jön el a magasabb állampapírkamatok helyreállításának ideje.

A fenti lépések megvalósulása csak hosszabb távon várható. Ugyanakkor rövid távon továbbra is szükség van a megfelelő strukturális reformok megvalósítására, ügyelve arra, hogy az ezekkel járó terhek méltányosan legyenek elosztva.

Összefoglalóan megállapítható, hogy az euró intézményes szerkezete sokat fejlődött bevezetése óta, különösen az elmúlt évtizedben. Hiányosságai azonban jelenleg is vannak. A részt vevő gazdaságok olyan paraméterekben különböznek egymástól, amelyek nemcsak növekedési potenciáljukat határozzák meg, de ellenálló képességüket is a makrogazdasági megrázkódtatások esetén. A tovább mélyített GMU hatékony működése a főbb gazdaságpolitikai célok és eszközök tekintetében egyetértést igényel, amely még nem teljesen valósult meg. Az euróövezet nem tud bármilyen érdekkonfliktust komoly feszültség nélkül semlegesíteni; ugyanakkor az átláthatóság és elszámoltathatóság növelésére nincs kilátásban a helyzetet gyökeresen megváltoztató javaslat. E helyzetben nem várható nagyszabású, radikális reform új intézményes struktúrák bevezetése érdekében. Ám az erősebb és gyengébb gazdasági mutatókkal rendelkező euróövezeti tagok által egyaránt meghozandó lépések, ha el is maradnának az ideálistól, segítenék a reál- és intézményes konvergenciát és az euróövezet szerkezetének továbbfejlesztését – és hosszabb távon talán a gazdaságpolitikai szemlélet konvergenciáját is.

Felhasznált irodalom

- ACHARYA, Viral V. – STEFFEN, Sascha (2015): The ‘greatest’ carry trade ever? Understanding eurozone bank risks. *Journal of Financial Economics*, Vol. 115, No. 2. 215–236. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.004>
- BELKE, Ansgar Hubertus – DREGER, Christian (2011): Current Account Imbalances in the Euro Area: Catching up or Competitiveness? *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 1106. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1776984>

- BRUNNERMEIER, Markus K. – LANGFIELD, Sam – PAGANO, Marco – REIS, Ricardo – NIEUWERBURGH, Stijn van – VAYANOS, Dimitri (2017): ESBies: Safety in the tranches. *Economic Policy*, Vol. 32, No. 90. 175–219. DOI: <https://doi.org/10.1093/epolic/eix004>
- DRAGHI, Mario (2012): *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*. (Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012.) Elérhető: www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html (A letöltés dátuma: 2018. 07. 04.)
- EICHENGREEN, Barry (2010): *Imbalances in the euro area*. Berkely, University of California.
- Európai Bizottság (2012). *A Bizottság közleménye: A valódi, szoros gazdasági és monetáris unió tervezete. Európai vitaindító*. Brüsszel, 2012. november 28. COM/2012/0777 final.
- Európai Bizottság (2017). *Vitaanyag a Gazdasági és Monetáris Unió elmélyítéséről*. Brüsszel, 2017. május 31. COM(2017) 291.
- Európai Bizottság (2018). *Unió költségvetés: a Bizottság modern költségvetést javasol egy olyan Unió számára, amely védelmet, biztonságot és lehetőségeket nyújt polgárainak*. Elérhető: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3570_hu.htm (A letöltés dátuma: 2018. 07. 03.)
- European Commission (2008). EMU@10 Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union. *European Economy*, No. 2. Elérhető: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12682_en.pdf (A letöltés dátuma: 2019. 09. 25.)
- European Commission (2010). Surveillance of intra-euro-area competitiveness and imbalances. *European Economy*, No. 1. DOI: <https://doi.org/10.2765/35373>
- European Commission (2018). *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on sovereign bond-backed securities*. COM(2018) 339 final, Brussels, 24. 05. 2018.
- ESRB High-Level Task Force on Safe Assets (2018). *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study. Volume I: main findings*. Frankfurt am Main, European Systemic Risk Board.
- IARA, Anna (2016): Revenue for EMU: a contribution to the debate on Fiscal Union. *CESifo Economic Studies*, Vol. 62, No. 2. 301–331. DOI: <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifw012>
- JUNCKER, Jean-Claude – TUSK, Donald – DIJSSELBLOEM, Jeroen – DRAGHI, Mario – SCHULZ, Martin (2015): *Az európai gazdasági és monetáris unió megvalósítása*. Brüsszel, Európai Bizottság.
- KENEN, Peter (1969): The optimal currency area: an eclectic view. In MUNDELL, Robert – SWOBODA, Alexander K. eds.: *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago, University of Chicago Press.
- KORNAI János – MASKIN, Eric – ROLAND, Gérard (2003): Understanding the Soft Budget Constraint. *Journal of Economic Literature*, Vol. 41, No. 4. 1095–1136. DOI: <https://doi.org/10.1257/002205103771799999>
- LANE, Philip R. (2013): Capital flows in the Euro Area. *European Economy, Economic Papers*, No. 497. Elérhető: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp497_en.pdf (A letöltés dátuma: 2019. 09. 25.)
- MATTHES, Jürgen – IARA, Anna (2016): *On the Future of EMU: Targeted reforms instead of more fiscal integration, IW-Report*. No. 17. Köln, Cologne Institute for Economic Research. DOI: <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.3007.1286>
- McKINNON, Ronald I. (1963): Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4. 717–725.
- MERLER, Silvia – PISANI-FERRY, Jean (2012): Sudden stops in the euro area. *Bruegel Policy Contribution*, No. 06.

- MONGELLI, Francesco Paolo (2008): European economic and monetary integration and the Optimum Currency Area theory. *European Economy, Economic Papers*, No. 302.
- MUNDELL, Robert A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4. 657–665.
- ROMPUY, Herman van et al. (2012): *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Brussels, Eurogroup and European Central Bank.