

HORVÁTH ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN

Gazdasági és Monetáris Unió

MNB Műhelytanulmányok 12.

2004

HORVÁTH ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN

**GAZDASÁGI ÉS
MONETÁRIS UNIÓ**

A „Műhelytanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit
tartalmazzák, és nem feltétlenül tükrözik
a Magyar Nemzeti Bank vezető testületeinek, illetve
szakmailag illetékes munkatársainak álláspontját.

Írta: Horváth Ágnes és Szalai Zoltán

Első kiadás címe: Gazdasági és Monetáris Unió, 1997.

Második, átdolgozott kiadás

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

Felelős kiadó: Missura Gábor

www.mnb.hu

ISSN 1585-5651 (online)

TARTALOMJEGYZÉK

A TANULMÁNY ELEKTRONIKUS VÁLTOZATÁRÓL	5
ELŐSZÓ	8
Rövidítések	9
TARTALMI ÖSSZEFOGLALÓ	10
BEVEZETÉS	12
1. A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ TÖRTÉNETE	15
Előzmények	15
A Delors-terv és a Maastrichti Szerződés	21
Mi történik az első fázisban? (1998)	25
A második fázis (1999–2001)	26
A harmadik fázis (2002 I. félév)	27
2. KONVERGENCIA	28
Elméleti alapok	28
A GMU és a konvergencia	30
Konvergenciavita az EMR-válság előtt	30
Az EMR-válság	32
Konvergenciavita az EMR-válság után	35
A konvergenciakritériumok	37
Árstabilitás	38
A költségvetési kiadási fegyelem és az adóssághatárkorlátozás	40
A Stabilitási és Növekedési Egyezmény	43
Árfolyam-stabilitás	44
A hosszú távú kamatok	45

3. A KÖZÖS MONETÁRIS POLITIKA INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS ESZKÖZTÁRA	47
Az EKB és a nemzeti jegybankok függetlensége	48
A jegybanki függetlenség szükségessége	50
Az EKB döntéshozó testületei	51
Az EKB monetáris politikai eszköztára	53
Az eszköztár elemei	54
A műveleti partnerek köre	59
Elfogadható papírok	59
4. A MONETÁRIS POLITIKA MŰKÖDÉSE	62
A közös monetáris politika lehetséges stratégiái	62
Monetáris célaggregátum	66
Hátrányok	66
Előnyök	66
Közvetlen inflációs célkitűzés	67
Hátrányok	67
Előnyök	68
A közös monetáris politika működésének problémái	68
Finanszírozási szerkezetek és kamatátvitel	69
Kölcsönhatások a kockázatkezelés és a monetáris politika között: eltérő kultúrák	71
A közös monetáris politika differenciált hatásainak egyéb problémái	79
5. VALUTAPOLITIKA	81
Árfolyam- és nemzetközitartalék-politika	81
„In”-ek és „out”-ok, az ERM II	82
A fizetési rendszer	86
FÜGGELÉK	90
IRODALOM	103

A TANULMÁNY ELEKTRONIKUS VÁLTOZATÁRÓL

A tanulmányunk elkészülésének idején – 1997 januárjában – az MNB még nem publikálta elektronikus formában a kiadványait. Azóta azonban – mint sok minden más – ez is megváltozott. Mivel a mostani megjelenés célja az, hogy a régi publikációk is hozzáférhetőek legyenek elektronikus formában, nem volt célunk a tanulmány átdolgozása, a megjelenés óta bekövetkezett változások átvezetése. Ez egy másik, készülő tanulmányunk tárgya lesz. Mégis, ezt az alkalmat felhasználtuk arra, hogy az eredeti megjelenés idején még bizonytalan elképzelésekben született döntéseket jelezzük, és az akkor még nem létezett, de ma már széles körben használt fogalmakkal helyettesítsük a régieket. Egyes helyeken – különösen az előtörténettel foglalkozó fejezetben – a kifejtést világosabbá tettük. Ezeknek a változásoknak a célja az, hogy a mai olvasó számára megkönnyítsük a kiadvány használatát, nem az, hogy visszamenőleg megváltoztassuk az egyszer már megtörténtet, a publikált változatot. Természetesen az eredeti kiadvány nyilvánvaló sajtóhibáit is igyekeztünk kijavítani a jelen kiadás számára. Felhasználjuk ezt az alkalmat arra, hogy ebben az előszóban néhány, az 1997-es megjelenés óta bekövetkezett változásra is felhívjuk a figyelmet. Ilyen változások, hogy 1997 óta az eszköztár és a stratégia is konkretizálódott. A szerzők 1998-ban egy cikket publikáltak¹ az eszköztárról, ami azóta ismét változott.² A monetáris stratégia terén sajátos döntés született: az általunk vizsgált két, realiztikusan szóba jöhető stratégia között nem választottak, hanem a kettő kombinációja mellett döntöttek.³ Amint előre látható volt, aggregált szinten a kiválasztott monetáris aggregátum nem bizonyult elég megbízható mutatónak, ezért más mutatók mögött a stratégia felülvizsgálata következtében háttérbe szorult.⁴

Az eltérő pénzügyi szerkezetek és kockázatkezelési hagyományok ismertetésekor utaltunk rá, hogy a német lejáratú megfelelésen alapuló rendszer ma már korszerűtlennek számít a modernebb kockázatkezelési eszközökkel szemben. A német hatóságok annak ellenére, hogy fegyelmezett tagállamként átvették az európai szabályozást⁵, továbbra is megkövetelik a náluk bejegyzett bankoktól, hogy emellett teljesítsék a lejáratú megfelelési előírásokat is. Sőt arról sem tettek le, hogy más európai szabályozó hatóságokat is meggyőzzenek a rendszer előnyeiről és az alkalmazása hasznosságáról. Egy másik változást jelent a német pénzügyi struktúrában az, hogy 2000-től bevezettek egy három pillérből álló nyugdíjrendszert a korábbi tisztán felosztó-kirovó rendszer helyett. Ez a strukturális változás növelheti közép- és hosszú távon az értékpapírok iránti keresletet. Így a német értékpapírpiacon viszonylagos nagysága közelebb kerülhet azokéhoz az országokéhoz, ahol a tőkepiacok szerepe a bankokéhoz képest nagyobb, mint Németországban. Egy ilyen változás a transzmisszió terén is elősegítheti a konvergenciát.

¹ Horváth Á. et al. (1998).

² A részleteket lásd az EKB kiadványában: European Central Bank (2004b).

³ Lásd European Central Bank (2004a).

⁴ A sajtótájékoztatót és a háttér tanulmányokat lásd European Central Bank (2003), illetve (2004a).

⁵ Az ismertetését lásd Szalai (1998).

A tanulmány megjelenése óta eldöntötték, hogy a TARGET fizetési rendszeren belül az euróövezetben részt nem vevő tagországok monetáris pénzügyi intézményei is közvetlen hozzáférést kapnak a napon belüli likviditáshoz, ám mindennap a zárás előtt meghatározott biztonságos idővel le kell zárniuk az összes nyitott pozíciójukat úgy, hogy a napon belüli hitel nem válhat egynapos (overnight) hitellé. A TARGET kielégítően működött, de ma már egy centralizáltabb és költséghatékonyabb, ún. TARGET II⁶ létrehozásán dolgoznak.

Az ERM II intézményi kereteit elfogadták és bizonyos megoldásokat a választható alternatívák közül kizártak.⁷ 2004 őszén az Európai Bizottság javaslatot dolgozott ki a Stabilitási és Növekedési Egyezmény egyes végrehajtási elemeinek módosítására. Erre azért került sor, mert Franciaország és Németország nem volt hajlandó az ajánlásoknak megfelelően kiigazítani a költségvetését. Néhány más tagállam segítségével azt is megakadályozták, hogy a pénzügyi szankciókat életbe léptessék ellenük, amivel az Egyezmény hitelességét is kérdésessé tették. A hitelességet tovább rontotta, hogy Franciaország és Németország mellett a 2004 tavaszi előrejelzések szerint további négy ország is túl fogja lépni a három százalékos deficitkorlátot: Hollandia, Portugália (amellyel szemben már egyszer megszüntették a túlzott deficiteljárást), Olaszország és Görögország. Görögország esetében a helyzet annyiban rosszabb, hogy a kormányváltást követően kiderült: már 2000 óta rendszeresen a valóságosnál jóval kedvezőbb hiányadatot publikáltak és adtak át az Eurostatnak (e téren is Portugália volt az első a GMU indulása óta). Lehetséges, hogy további országokkal bővül a túlzott deficittel rendelkező országok köre, és nem csak az újonnan csatlakozók közül – amelyek közül jónéhány az EU-belépés pillanatában a túlzott deficit eljárás alá került. Az Európai Bíróság részben saját megkeresésére igazat adott a Bizottságnak, de a szankciók kiszabását továbbra is a Tanács hatáskörébe tartozónak ítélte.

A Bizottság által javasolt változtatások lényege az, hogy az elhúzódó lassú növekedés körülményei között kevésbé gyors konszolidációt várnak el az érintett tagországtól. Jobban figyelembe kívánják venni a jövőben az egyes tagállamok sajátosságait a középtávú fiskális programok megítélésében. Ilyen sajátosságnak tekinthető az adósságállomány és a fenntartható fiskális helyzet, a növekedés várható üteme, a jövőbeni nyugdíjvárományok jelenértéke stb. Hangsúlyosabbá kívánják tenni a megelőzést, mert a szankciók alkalmazásának kicsi az esélye. Ennek érdekében a nemzeti költségvetési és gazdaságpolitikának sokkal inkább szerves részévé akarják tenni az SNE keretében elfogadott ajánlásokat. Meg kívánják erősíteni továbbá a nemzeti statisztikai hivatalok státuszát a költségvetési adatokkal való további manipulációk megelőzése érdekében. Több tagállam és az EKB is attól tart, hogy a Bizottság által javasolt rugalmasabb megközelítés a gyakorlatban az SNE fellazítását fogja eredményezni. Egyelőre nem született döntés a Bizottság javaslatáról.

Mindezek előrebocsátásával reméljük, hogy tanulmányunk jelen elektronikus formájában még szélesebb olvasóközönség számára lesz hozzáférhető és hasznos segítség az olvasó munkájában, a tanulásban, illetve a tágabban vett tájékozódásában.

Budapest, 2004. április

Horváth Ágnes és Szalai Zoltán

⁶ European Central Bank (2004c).

⁷ Lásd részletesen Backé et al. (2004).

HIVATKOZÁSOK

Backé, P.– Thimann, Ch. – Arrabitel, O. – Calvo-Gonzalez, O. – Mehl, A. – Nerlich, C. (2004): The Acceeding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review, ECB Occasional Papers, No. 10., 2004. február
<http://www.ecb.int/pub/scientific/ops/date/html/index.en.html>

Deutsche Bundesbank (1998): Liquidity Principle (Principle II), (angol változat)
<http://www.bundesbank.de>

Horváth Ágnes és Szalai Zoltán (1998): „A monetáris politika eszköztára az európai Gazdasági és Monetáris Unió III. szakaszában”, in: Külgazdaság, 4–24. o.

European Central Bank (2003): The ECB's monetary strategy. Press Release, 2003. május,
<http://www.ecb.int/press/html/index.en.html>

European Central Bank (2004a): The monetary policy of the ECB (second edition),
<http://www.ecb.int/pub/pub/mopo/html/index.en.html>

European Central Bank (2004b): The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, February 2004, (update of the April 2002 edition),
<http://www.ecb.int/pub/html/index.en.html>

European Central Bank (2004c): „Future Developments in the TARGET system”, Monthly Bulletin, 59–67. o.,
<http://www.ecb.int/pub/mb/html/index.en.html>

European Commission (2004): EMU after 5 years, European Economy Special Report, No. 1/2004
<http://europa.eu.int/comm/>

Szalai Zoltán (1998): Értékpapír-befektetés az Európai Unióban (befektetési tevékenység szabályozása, tőkeemfelelési előírások), MNB Műhelytanulmányok 14. 1998. január 14.,
<http://www.mnb.hu>

ELŐSZÓ

Az európai integrációs folyamat a német újraegyesítést, illetve az európai árfolyamrendszer (EMS-ERM) 1992–1993-as válságát követően minden korábbinál nagyobb lendületet vett. Ennek az új lendületnek az egyik legkiemelkedőbb eseménye a „maastrichti egyezmény” 1992-es ratifikálása volt, amely – többek között – pontos ütemtervet szabott a teljes integráció megkoronázását jelentő monetáris unió létrehozása számára. A maastrichti „Egyezmény az Európai Unióról” emellett szigorú konvergenciakritériumokat támaszt a közös pénz létrehozásában, bevezetésében részt venni kívánó tagállamokkal szemben. A dokumentumban megfogalmazott, alig néhány oldalnyi száraz szöveg és néhány szám döntően befolyásolta az európai országok jövőbeni gazdaságpolitikáját. Ahogy közeledik az az időszak, amelyben már valóban teljesíteni kell a követelményeket a belépni kívánóknak, egyre többen érzik a saját bőrükön, hogy mit is jelentenek a valóságban ezek a számok.

Magyarország az EU-val kötött társulási szerződésében kifejezte távlati csatlakozási szándékát, és vállalta, hogy minden lényeges gazdasági döntésnél mérlegeli az unióban elfogadott ajánlásokat, szabályokat abból a szempontból, hogy vajon ezek a megoldások a mindenkor magyar körülmények között alkalmazhatók-e. Minden olyan esetben, amikor lehetséges, az uniós előírásokat ültetjük át a hazai gyakorlatba.

Magyarország számára az EU-tagság nem jelenti mindjárt a monetáris unióba való belépést is. 2004-ben a monetáris unióhoz csak kívülről csatlakozunk („out”-ország-ként), de a gazdasági unió tagjai leszünk azzal a szándékkal, hogy később a monetáris unióhoz is csatlakozzunk („pre-in ország”). Monetáris és árfolyam-politikai szempontból a leglényegesebb változás, hogy előbb-utóbb be kell majd lépni az ERM II árfolyam-mechanizmusba, ami ugyan az autonómiánk részleges feladásával jár, de egyben új jogokra tehetünk szert és intézményes segítségre tarthatunk igényt.

Az euróövezet nemcsak azért gyakorol döntő hatást Magyarország jövőbeni gazdasági fejlődésére, mert a legfontosabb külkereskedelmi partnereink a tagjai, hanem azért is, mert mi is annak tagjává kívánunk válni. A GMU 1999. január elsejei létrejötté kizárta, hogy Magyarország az első belépők között legyen, de az európai integráció új szakasza – már tagságunkat megelőzően is – hatott ránk. Ezért nagyon fontos, hogy az érdeklődő szakmai és nem szakmai közvélemény minél alaposabb tájékoztatást kapjon az európai monetáris unióval kapcsolatban. Ez a műhelytanulmány az MNB-ben folyó kutatások egyik első eredményeként készült el. Nem tudtuk a téma minden részterületét egyforma mélységben érinteni, inkább egy szélesebb képet próbáltunk nyújtani. A későbbiekben erre az alapra építve egy-egy részterület alaposabb bemutatását tűzhetjük ki célul.

Budapest, 1997. január

Horváth Ágnes és Szalai Zoltán

RÖVIDÍTÉSEK

BIS	Bank for International Settlements	Nemzetközi Fizetések Bankja
DM	Deutsche Mark	német márka
EKB	European Central Bank	Európai Központi Bank
ECOFIN	The Council of Finance Ministers	Pénzügyminiszterek Tanácsa
ECU	European Currency Unit	Európai Valutaegység
EGK	European Economic Area	Európai Gazdasági Közösség
EK	European Communities	Európai Közösségek
EMI	European Monetary Institute	Európai Monetáris Intézet
EMR	European Monetary System	Európai Monetáris Rendszer
GMU	Economic and Monetary Union	Gazdasági és Monetáris Unió
ERM	Exchange Rate Mechanism	árfolyam-mechanizmus
ERM II	Exchange Rate Mechanism II.	módosított árfolyam-mechanizmus
KBER	European System of Central Banks	Központi Bankok Európai Rendszere
ESZAK	European Coal and Steel Community	Európai Szén- és Acélközösség
EU	European Union	Európai Unió
EURATOM	European Atomic Energy Community	Európai Atomenergia Szövetség
Fed	Federal Reserve Bank of the USA	Az USA Szövetségi Bankja (jegybank)
GDP	Gross Domestic Product	bruttó hazai termék
NAFTA	North-American Free Trade Association	Észak-amerikai Szabad- kereskedelmi Társulás
NJB	National Central Bank	nemzeti jegybank
RTGS/ VIBER	Real-Time Gross Settlement	Valós Idejű Bruttó Elszámolási (fizetési) Rendszer
SNE	Stability and Growth Pact	Stabilitási és Növekedési Egyezmény
S.W.I.F.T.	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication	Nemzetközi Bankközi Pénzügyi Telekommunikációs Kapcsolatok Társasága
TARGET	Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System	Transzeurópai Automatizált Valós Idejű Bruttó Elszámolási Fizetési Rendszer
TEU	Treaty on European Union	Egyezmény az Európai Unióról (Maastricht)

TARTALMI ÖSSZEFOGLALÓ

A tanulmány bevezetésében ismertetjük a Gazdasági és Monetáris Unió (Economic and Monetary Union, a továbbiakban GMU) megvalósításának szakaszait és várható következményeit. 1999. január 1-jétől a GMU eredményeként az áruk és szolgáltatások piacainak integrálódása mellett megvalósulhat a pénzügyi piacok egységesülése is. A valutakockázat és az átváltási költségek eltűnésével egyrészt a megnövekvő verseny hatására javulni fog a hatékonyság, másrészt megszűnnek a tőkeáramlás előtt álló utolsó korlátok is a tagországok között.

Az első fejezet a GMU-hoz vezető út legfontosabb állomásait emeli ki. Az előtörténet jól mutatja, hogy a GMU létrehozásával kapcsolatos jelenlegi tervezetek nem absztrakt elgondolások átültetései a gyakorlatba, hanem több évtizedes evolúciós folyamat végkifejletei. Talán éppen a gazdasági unió elmélyülése magyarázza, hogy ma is sokan az angol EMU betűszót „európai monetáris unió”-ként fejtik meg és kizárólag annak monetáris oldalára gondolnak.

Annak ellenére, hogy a maastrichti egyezmény 1992-es elfogadása óta a monetáris unió a lapok címlapjára került a szenzációk és újdonságok mellé, maga a tervezet egyáltalán nem új törekvés. Valójában a gazdasági unió mindig is feltételezte a monetáris politikák bizonyos mértékű összehangolását. A bretton woods-i nemzetközi pénzügyi rendszer (1944–1973) résztvevőiként a tagországok a dollárral szemben folytattak közös árfolyam- és monetáris politikát. A bretton woods-i árfolyamrendszer a gyakorlatban nemcsak az Egyesült Államokkal szembeni, hanem az európai tagországok egymás közötti árfolyammozgásait is nagyon szűk sávon belülre korlátozta, ezért nem volt szükség egy európai árfolyammechanizmusra. Az árfolyamrendszer felbomlásával azonban az Európai Közösségnek új monetáris keretre volt szüksége. A Werner-jelentés már 1969–70-ben – a bretton woods-i rendszer lehetséges szétesésének jeleit korán felismerve – javaslatot tett egy közös valuta bevezetésére a nemzeti valuták helyett. Tehát a Werner-terv csakúgy, mint a GMU megvalósításának egyéb fordulópontjai, egy gyakorlati kihívásra, adott esetben válságra adott közösségi válasz. A fejezet további alfejezetei az Európai Monetáris Rendszer (EMR) létrehozását, működését, a Delors-terv előzményeit és magát a Delors-tervet ismerteti. Végül külön kitérünk a monetáris unió létrehozása részeként a pénzcseré három fázisára.

A második fejezet foglalkozik a GMU legismertebb témakörével: az úgynevezett konvergenciakritériumokkal. Itt utalunk a közgazdaságtani alapokra, majd ismertetjük a konvergenciakritériumokkal kapcsolatos elméleti vitákat. E viták bemutatásánál érzékeltetjük, hogy milyen fontos eltolódásokat okozott az 1992–93-as EMR-válság. Végül a maastrichti egyezményben rögzített konvergenciakritériumokat egyenként, kritikáikkal együtt tárgyaljuk.

A harmadik fejezetben mutatjuk be a közös európai jegybank intézményrendszerét, döntéshozó testületeit és monetáris politikai eszköztárát, az ezeket létrehozó hivatalos dokumentumok és a mögöttük meghúzódó elméleti megfontolások alapján. A legfontosabb kérdéseket illetően felhívjuk a figyelmet a választott megoldás szakértők által vitatott pontjaira. Az eszköztár már véglegesített elemeit részletesen ismertetjük és értékeljük, noha néhány elem szerepéről még – ma is – viták folynak.

A függelékben összefoglalót közlünk a tagországok nemzeti jegybankjainak 1999 előtt alkalmazott eszköztáráról. Ebből látható, hogy már a GMU előtt minden jegybank legfontosabb monetáris politikai eszközei a nyílt piaci műveletek voltak, másrészt azonban az is kitűnik, hogy gyakorlati szinten nagyok a különbségek. A harmonizált eszköztár bevezetése ezeknek a különbségeknek a megszüntetését szolgálta.

A negyedik fejezet elsősorban a közös monetáris stratégia induláskori alternatíváival foglalkozik. Először e közös stratégiával szembeni elvárásokat és az ezeknek eleget tévő, a gyakorlatban már kipróbált monetáris stratégiákat értékeljük. A fejezet további részeiben a közös monetáris politika vitelével kapcsolatos, általunk fontosnak tartott akadályok, nehézségek közül emelünk ki hármat. Ezek tárgyalása során bebizonyosodik, hogy az egyes tagországok között tapasztalható eltérések a finanszírozási szerkezetekben, a pénzügyi kockázatok kezelésében, a pénzügyi és monetáris szabályozásban azt eredményezik, hogy a közös monetáris politikára a gazdasági szereplők tagországonként jelentős eltéréssel fognak reagálni.

Az ötödik fejezet mutatja be a monetáris unió valutáris oldalát: itt ismertetjük a lehetséges közös árfolyam- és tartalékpolitika kereteit. Magyarország számára igen fontos kérdést érint az ERM II⁸ „in”-ek (GMU-tagok) és „out”-ok (vagy „pre-in”-ek, azaz az euróövezeten kívüli EU-tagok) közötti gazdasági és monetáris politikai koordináció követelményeit és intézményi kereteit ismertető alfejezet. A maastrichti szerződés értelmében a két országcsoport gazdasági és monetáris politikája „közös érdek”: azokat intézményesített együttműködés keretében kell kialakítaniuk. Az „out”-ok abban különböznek a GMU-tagoktól, hogy rendelkezésükre áll még az árfolyam-kiigazítás monetáris politikai eszköze, illetve az egyezmény szerint nem szankcionálhatók „túlzott deficit” miatt. Már itt hangsúlyozzuk azonban, hogy az árfolyam-kiigazítás mint gazdaságpolitikai eszköz csak kiegészítője, nem pedig helyettesítője a makrogazdasági kiigazításnak. Minden „out” ország külön-külön kapcsolódik az euróhoz az ERM II-n keresztül. A részvétel az ERM II-ben nem kötelező, valamint az euróövezeten kívüli országok köthetnek saját kezdeményezésükre kétoldalú árfolyam-megállapodásokat egymás között is. Az ERM II árfolyamrendszer egy középárfolyamot és országonként eltérő – de maximum $\pm 15\%$ – szélességű sávot jelent. A sávszéleken mind a közös jegybank, mind az érintett jegybankok automatikusan és korlátlanul interveniálnak, a közös európai jegybank azonban az intervenciót felfüggesztheti, ha veszélyezteti elsődleges célját: az árstabilitást az euróövezeten belül.

⁸ Az Európai Monetáris Rendszer árfolyam-mechanizmusának (ERM, Exchange Rate Mechanism) megreformált formája, amely a GMU III. szakaszának indulásával párhuzamosan lép életbe.

BEVEZETÉS⁹

Az európai integrációs folyamat legújabb mérföldköve a Gazdasági és Monetáris Unió¹⁰ 1999. január 1-jei létrehozása. A gazdasági unió megvalósításának fontos lépése a közös valuta bevezetése, amely az Unió egységes piacának (Single Market) egyfajta megkoronázása is egyben. A tagországok még 1992. február 7-én, Maastrichtban írták alá az úgynevezett maastrichti szerződést (amelynek hivatalos elnevezése „Egyezmény az Európai Unióról”¹¹, a továbbiakban TEU), ami tartalmazza a megvalósítás ütemtervét és azokat a kritériumokat, amelyeket az új pénz bevezetéséhez és stabilitása biztosításához minden országnak teljesítenie kell. Az új valutának 1995 decemberében, a madridi csúcson az euró nevet adták.

1. táblázat

A Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása

I. szakasz (1990. július 1. –)	A gazdasági unió megvalósítása a belső piac kiteljesítésével. Az átfogó csomag talán leglényegesebb eleme – az euró bevezetése szempontjából – a tagországok közötti tőkekorlátozások feloldása.
II. szakasz (1994. január 1. –)	<ul style="list-style-type: none"> • Az Európai Monetáris Intézet felállítása. • 1996-ban végső döntés a megvalósítás menetrendjéről. • 1998-ban a pénzcseré 1. fázisának végrehajtása.
III. szakasz (1999. január 1. –)	<ul style="list-style-type: none"> • A pénzcseré 2. fázisának végrehajtása. • A pénzcseré végrehajtása a 3. fázis megvalósításával.

Az egységes pénz a létrehozók szándéka szerint növelni fogja az egységes piac hatékonyságát: a termelők és a fogyasztók közvetlenül össze tudják majd hasonlítani az egymással versengő termékek árát az egyes tagállamok piacain, és az olcsóbb helyen vásárolva elősegítik az árak kiegyenlítődsét. Az egységes valuta tehát a hatékonyságot a verseny fokozásával fogja növelni, mert a fogyasztók választási lehetőségei kitágulnak. A termelőknek növelniük kell a hatékonyságukat a versenyben való talponmaradás érdekében. Az egységes valuta ennek ellenére nem tüntet el teljesen minden különbséget: kulturális, nyelvi, adózási és más tényezők a versenyt mérsékelhetik. A közös valuta azonban a megmaradó különbségeket láthatóbbá fogja tenni és ezzel ösztönöz azok csökkentésére vagy eltüntetésére.

⁹ A szerzők ezúton szeretnék megköszönni a tanulmány 1997. február 6-i vitája résztvevőinek javaslatait, bíráló megjegyzéseit, külön köszönet Szalkai Istvánnak. Az 5. fejezet fizetési rendszerről szóló szakaszát alaposan átdolgoztuk Prágay István javaslatai alapján. A két opponens, Király Júlia és Tóth G. László észrevételeit, amelyeket ezúton köszönünk, tőlünk telhetően figyelembe vettük. A tanulmányban esetlegesen előforduló hibákért, tévedésekért a szerzőket terheli a felelősség.

¹⁰ Economic and Monetary Union (EMU).

¹¹ Treaty on European Union (TEU).

Az egységes pénz továbbá egységes pénzügyi piacot is fog teremteni: a pénzügyi eszközöket – kötvények, részvények stb. –, amelyeket az egyes tagországokban nemzeti valutában bocsátottak ki, 1999. után már ugyanazon valutában denominálják. Ez azt jelenti, hogy a piaci kockázatok¹² közül a valutakockázatot kiküszöbölik, ami a nemzetközi tőkepiacokon az összes kockázat közül a legnagyobb. Nem küszöböli ki viszont a többi kockázatot, sőt egy újat is teremt: jelenleg a tagállamok nemzeti kormányai által kibocsátott papírok (kötvények, kincstárjegyek) nem hordoznak partner- (vagy hitel-) kockázatot, azaz a kibocsátó kockázatmentesnek minősül. Csak a hozam/kamat kockázatot, illetve az inflációs elértéktelenedés kockázatát hordozzák. Az egységes pénz bevezetésével a nemzetállamok papírjai maguk is kockázatosak lesznek, mert a pénzkibocsátás joga a Központi Bankok Európai Rendszeréhez (KBER) kerül és előfordulhat, hogy a nemzeti költségvetések adó- és más bevételei elégtelenek lesznek az euróban meghatározott fizetési kötelezettségek teljesítéséhez. Az egyes nemzeti kormányok által euróban kibocsátott papírok eltérő hozamokat képviselhetnek, amelyek a kibocsátó államok kockázati különbségeit fogják tükrözni.

1999 előtt minden EU-tagországnak saját pénzügyi piaca volt, amelynek főbb szegmensei a pénzpiac, a kötvények és kincstárjegyek (fixed income securities) és a részvények piaca, továbbá a határidős és az opciós piacok. Az egységes pénz bevezetésével megindul ezeknek a szegmenseknek az EU-szintű koncentrációja. A derivatív piacok – azaz a határidős és opciós piacok – is valószínűleg oda összpontosulnak, ahol az alapjukul szolgáló pénzügyi termékeket forgalmazzák, vagyis önerősítő folyamatoknak lehetünk majd tanúi. Szakértők arra számítanak, hogy ez a koncentráció egy GMU-tagországban fog bekövetkezni. Az euróövezeten kívül maradó pénzügyi központok nehézségekbe ütközhetnek, és minél tovább maradnak kívül, annál nagyobbba. E téren sokak szerint főleg a londoni piacoknak kell viszonylagos súlycsökkenéstől tartaniuk.

Ezt a tendenciát két tényező fékezheti:

1. Ha a pénzügyi piacok szabályozása költségesebbé teszi a tranzakciókat az euróövezeten belül, mint kívül, akkor a koncentráció egy GMU-n kívüli területen is megvalósulhat¹³;
2. Másrészt maga a koncentráció fogalma is megváltozik a szabályozás és a technológia következtében, ezért a pénzügyi tranzakciókat a pénzügyi piacoktól távolosó helyekről is végezni lehet majd.

A „koncentráció” egy fizikailag vagy földrajzilag körülhatárolható terület helyett több, elektronikusan összekapcsolt intézményt jelent majd, amelyek esetleg földrajzilag távol-

¹² Pénzügyi eszközök esetében piaci kockázatnak (más néven pozíciós kockázatnak) nevezzük azokat a tényezőket, amelyek az eszköz árfolyamára hatnak, és amelyeknek likvid piacuk van. A legfontosabbak ezek közül a valutaárfolyam, a kamat, a részvény és a tőzsdei tömegárak árának kockázata.

¹³ Egy ilyen forgatókönyv lehet, ha pl., az Egyesült Királyság az euróövezeten kívül marad és a KBER a monetáris politikai eszköztárba felveszi a nem kamatozó (vagy piacinál kevesebb kamatot fizető) kötelezőtartalék-előírásokat. (A kötelező tartalékokról folyó vitát l. a KBER monetáris eszköztáránál – 3. fejezet – érintjük.) Ez esetben Londonnak nagyobb esélye volna a pénzügyi piaci vezető szerepének megőrzésére.

esnek egymástól. A pénzügyi piacok jövőjét erőteljesen befolyásolják a közös monetáris politika eszközrendszerével kapcsolatos döntések, ahol sok még a nyitott kérdés.

Mivel az értékpapíroknál a valutakockázat eltűnik, a részvénybefektetőknek ezet már nem kell mérlegelniük befektetéseiknél. Így nem a vállalat nemzetiségét és annak országgkockázatát, hanem az ágazatét fogják alapul venni a befektetési kockázat mérlegelésekor. Ennek eredményeként arra számíthatunk, hogy a határokon túlnyúló befektetések az erőforrások hatékonyabb allokációját eredményezik, mert megnőhet azoknak a külföldi befektetéseknek a mennyisége, amelyek pusztán a valutakockázat miatt nem voltak vonzóak a befektetők számára. Ugyanezt a tendenciát erősítik az EU-n belüli és az EU-n kívüli törekvések a számviteli szabványok, a vállalatirányítási (corporate governance) és vállalatátvételi (take-over) szabályok, illetve az információszolgáltatás nemzetközi egységesítése, befektetői oldalról pedig az intézményi befektetők portfóliójára vonatkozó korlátok elbontása (például nyugdíjalapok, biztosítók külföldi befektetéseinek liberalizálása stb.).

Az euró – különösen ha valóban értékálló valutának fog bizonyulni¹⁴ – jelentős nemzetközi tartalékvaluta lesz. A mögötte álló, több mint háromszázmillió piac még az USA gazdaságának is versenytársa, a közös valuta pedig a dollár alternatívája lehet. Ezért sok, monetáris unió kívüli központi bank nagy mennyiségű eurót fog tartani a nemzetközi tartalékai között. Ezt némileg ellensúlyozhatja, hogy maga az Európai Központi Bank¹⁵ más valutákat, köztük dollárt fog tartani nagy mennyiségben. A dollár elsődleges tartalékvaluta szerepét valószínűleg nem fogja veszélyeztetni, de jó esélye van arra, hogy a német márkának és az ECU-nek az elmúlt egy-másfél évtizedben kiharcolt részesedését a nemzetközi tartalékvaluták között átvegye.¹⁶

¹⁴ Az euró stabilitásával kapcsolatos kételyek számosak. Nem lehet ma megmondani, hogy e kételyek megszűnésének előhírnöke-e a neves hitelminősítő cég bejelentése, hogy tripla A minősítést fog adni az európai valutára és hogy ezt jól teszi-e (lásd: Financial Times 1996. október 19/20).

¹⁵ A közös valuta indulásának időpontjáig be kell fejeződnie az EMI felszámolásának és a KBER (vagyis az EKB-ból és a részt vevő országok nemzeti bankjaiból álló európai központi bankrendszer) létrehozásának.

¹⁶ Az IMF rendelkezésére álló adatok szerint a hivatalos nemzetközi tartalékok között az amerikai dollár részaránya 1995-ben 56,4%, a német márkáé 13,7% és az ECU-é 6,5% volt. A francia és holland valuta rendre 1,8 és 0,4%-ot tett ki. Jelentősebb nemzetközi tartalékvaluta még a japán jen, amelynek aránya 7,1% volt. IMF (1996), 164. o.

1. A GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ TÖRTÉNETE

ELŐZMÉNYEK

Az Európai Közösségek, illetve az Európai Unió története egészen a közelmúltig a gazdasági együttműködés kereteinek kialakítása és a gazdasági integráció erősítésének története.¹⁷ Annak ellenére, hogy az eredeti alapszerződések még nem tartalmazzák egy európai gazdasági és monetáris unió létrehozásának tervét, látni fogjuk, hogy valamennyi nagyobb gazdasági integrációs lépést vagy adott gazdasági válsághelyzet sikeres megoldását azonnal követi a monetáris integráció – közösségi intézmények, elsősorban a Bizottság általi – felvetése. Azt is látni fogjuk, hogy a gazdasági integráció mélyülése természetesen magával hozta a monetáris unió létrehozását is Európában.

Az Európai Közösségek 1951-es és 1957-es alapító okiratai elsődleges integrációs célként a közös piac létrehozását jelölték meg. Az 1957-es Római Szerződés szerint a „Közösség feladata: a közös piac megteremtésével, valamint a tagállamok gazdaságpolitikájának fokozatos egymáshoz közelítésével az egész Közösségben a gazdasági tevékenység harmonikus fejlődésének előmozdítása, fokozatos és kiegyensúlyozott bővítése, stabilitásának erősítése, az életszínvonal gyors ütemű emelése, valamint a Közösséghez tartozó országok szorosabb kapcsolatainak kiépítése”. Az 1957-es alapszerződés első cikkelyei egy vámunióval jóval ambiciózusabb tervet is megfogalmaznak: célul tűzik ki a négy szabadság (az áru, a szolgáltatások, a tőke és a személyek szabad áramlásának) biztosítását a Közösségen belül.

A kezdeti törvényhozói lelkesedés azonban a gyakorlatban sokáig nem terjedt túl a vámunió létrehozásán: a tagországok erőfeszítéseket csak az egymás közti áruimportra és -exportra vonatkozó vámok és mennyiségi korlátozások fokozatos feloldására és közös külső vámok meghatározására tettek. Egyrészt a tagországok nem voltak készek feladni nemzeti szuverenitásukat részlegesen sem, másrészt a közösségi intézmények hatásköre a fenti kérdésekben rendkívül korlátozott volt. Ugyanakkor érdekesség, hogy a vámunió első négyéves szakaszának megvalósításával egy időben, tehát már 1962-ben a Bizottság mégis előhozakodott egy európai gazdasági és monetáris uniós tervvel. Mivel ekkor még a bretton woods-i árfolyamrendszer hatékonyan korlátok közé szorította az európai tagországok egymással szembeni árfolyam-ingadozásait, biztosítva ezzel a közös piac működésének elengedhetetlen feltételeként számon tartott árfolyam-stabilitást, a tagországok nem látták megalapozottnak a monetáris és árfolyampolitika szupranacionális szintre

¹⁷ Csak az ezredfordulón kerültek olyan politikai kérdések is előtérbe és kaptak egyhangú támogatást, mint pl. az egységes külpolitikai fellépés vagy egy európai alkotmány elfogadása.

emelését. Ennek ellenére, az indítvány nyomán, két évvel később (1964-ben) egy új testületet hoztak létre a Közösségen belül, a Jegybank Elnökök Bizottságát, amelynek feladataként a tagországok közötti monetáris és árfolyam-politikai együttműködés kialakítását jelölték meg.

A vámunió végül az eredetileg kitűzött határidő előtt, 1968-ban valósult meg. Ezzel az időponttal talán csak véletlenül, de egybeesik, hogy a Bizottság – felismerve a bretton woods-i árfolyamrendszer '60-as évek végére kialakuló feszültségpontjait – már új európai árfolyam-egytműködés keretein dolgozott. Az 1969-ben megjelent Barre-terv nyomán hozták létre végül azt a Bizottságot, Pierre Werner, luxemburgi miniszterelnök és pénzügyminiszter vezetésével, amelynek célja egy európai gazdasági és monetáris unió részleteinek és megvalósításának kidolgozása volt.

A Werner-jelentés alapján a tagországok 1971-ben egyhangúlag jóváhagyták a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozását 1980-as határidővel. Míg azonban a Werner-jelentés három fő szakaszban képzelte el a GMU létrejöttét, a Tanács csak az első szakaszra javasolt teendők megvalósítását követelte meg, a közbelső és végső szakaszt törvényi szinten nem érintette. Az aláírók közül valószínűleg többen úgy gondolták, hogy a megvalósítás későbbi fázisaiban bármikor gátat vethetnek majd a folyamatnak, míg a terv elfogadása nem jár jelentős költségekkel.

A tagországok jegybankjai kötelezettséget vállaltak arra, hogy a Werner-terv első szakaszának indulásával egyidejűleg (1971. január 1.), egymással szembeni árfolyam-ingadozásait $\pm 0,6\%$ -os (azaz összesen $1,2\%$ -os) sávban tartják.¹⁸ Annak érdekében, hogy az árfolyamokat ebben a szűk sávban tartsák, koordinált dollárintervenciókat hajthattak végre.¹⁹ A bretton woods-i rendszer 1971. májusi válsága azonban mindjárt a kezdet kezdetén felszínre hozta a tagországok közötti érdekkülönbségeket, és nyilvánvalóvá tette, hogy milyen gyenge lábakon áll az új monetáris együttműködés. Néhány ország, közöttük Németország és Hollandia, ideiglenesen feladták a dollárral szembeni rögzítést, és valutájukat szabadon lebegtették (kilépve ezzel az európai árfolyam-egytműködésből is). A decemberi washingtoni vagy smithsoni megállapodás nemzetközi szinten kísérletet tett ugyan a bretton woods-i árfolyamrendszer kereteinek rugalmasabbá tételével a korábbi stabil árfolyamok helyreállítására, azonban a dollárral szembeni árfolyam-ingadozási sávok kiszélesítése $\pm 2,25\%$ -ra azt jelentette, hogy az európai valuták egymással szembeni árfolyama szélsőséges esetben akár 9% -kal is elmozdulhatott. Az árfolyam-ingadozási sáv kiszélesítése és a nagyobb árfolyamvolatilitás hatása pl. a Közösség mezőgazdasági politikájára új lendületet adott egy Közösségen belüli árfolyam-megállapodásnak.

¹⁸ Gros et al. (1998), 15. o.

¹⁹ Ezt megelőzően a tagországok egyénileg és kizárólag a dollárral szembeni árfolyamuk érdekében interveniáltak annak érdekében, hogy a dollárral szemben a megállapodott $\pm 0,75\%$ -os sávban maradjon. Ennek következtében a tagországok egymással szembeni árfolyam-ingadozásának mértéke ennek körülbelül a kétszerese volt, tehát megközelítőleg $\pm 1,5\%$ -os sávra korlátozódott.

1972 áprilisában Belgium, Franciaország, Németország, Olaszország, Luxemburg és Hollandia megegyezést írt alá Bázelen az úgynevezett „valutakígyó” létrehozásáról.²⁰ A megegyezés célja az egymással szembeni árfolyam-ingadozások – smithsoni egyezményből következő $\pm 4,5\%$ -os mértéknél nagyobb mértékű – mérséklése volt: az aláírók vállalták, hogy egymás valutáival szemben szűkebb, $2,25\%$ -os sávban tartják saját valutájuk árfolyamát. A szellemes „valutakígyó az alagútban”²¹ elnevezés éppen erre utal, hiszen a valutakígyóban részt vevő országok valutái a szélesebb, dollárral szemben meghatározott sávon belül (alagútban) országonként eltérő mértékben egy szűkebb sávban mozogtak (kígyóztak). Az elnevezés annak ellenére fennmaradt, hogy 1973-ban, a bretton woods-i árfolyamrendszer összeomlásával a tagországok feladták a dollárral szembeni rögzítést, és hasonlóan a kígyón kívüli valutákhoz, a részt vevő valuták árfolyama ettől kezdve a dollárral szemben is szabadon mozoghatott. A bázeli egyezmény további jelentős döntése volt, hogy a valutakígyó résztvevői csak európai valutában interveniálhattak az egymással szembeni paritások megőrzése érdekében, erősítve ezzel is a dollártól és az amerikai monetáris politikától való függetlenedést.

A valutakígyó azonban nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket: a résztvevők száma szinte hétről hétre változott²², jelentősebb országok (pl. Franciaország, Egyesült Királyság, Olaszország) is időről időre elhagyták a rendszert és a középárfolyamok is állandó kiigazításra szorultak. Nyilvánvalóvá vált, hogy rögzített árfolyamrendszer hosszabb távon csak akkor lehet működőképes, ha a résztvevők gazdasági kielégítő mértékben konvergálnak és hasonló gazdaságpolitikai elveket követnek. A Werner-terv első szakaszának 1973-as értékelésekor ezért a Bizottság elismerte, hogy az eredeti monetáris integrációs elképzelés csak részben valósult meg. A Bizottság ugyanakkor a további integráció kulcsát abban látta, hogy a közösségi intézmények gazdaságpolitikai hatáskörét kiszélesítsék. Mivel ezt a tagországok elfogadhatatlannak találták, végül nem született meg a döntés a második szakasz indulásáról. Az első komolyabb GMU-tervezet kudarcra tehát elsősorban annak köszönhető, hogy a tagországok különböző mértékű együttműködést értettek gazdasági és monetáris unió alatt. A véleménykülönbségeket csak tetézte az 1973–74-es olajválság és az arra adott eltérő nemzeti gazdaságpolitikai válaszok. Konvergencia helyett inkább divergenciáról lehetett beszélni. Bár különböző ütemben, de emelkedni kezdtek az inflációs, valamint a munkanélküliségi ráták. A következő években az európai kormányok a gazdasági helyzet megszilárdításával, nem pedig hosszú távú, intézményi reformokkal voltak elfoglalva.

²⁰ The New Palgrave (1992), 465–66. o.

²¹ „Currency snake in the tunnel”

²² Bővebben lásd: New Palgrave (1992), 465. o.

2. táblázat**A főbb makroökonómiai jellemzők alakulása (1961–1995)**

(EU12, éves százalékos változás)

		1961–73	1974–86	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GDP	1985-ös áron	4,8	2,1	2,9	4,3	3,5	2,9	1,7	1,0	-0,5	2,5	2,8
Új tartományokkal együtt									1,1	-0,4	2,6	2,9
Beruházás	folyó áron	10,2	12,5	7,1	8,8	8,6	8,4	7,2	5,3	3,1	5,2	5,7
	1985-ös áron	5,7	0,2	5,4	8,7	7,0	3,8	-0,3	-1,3	-6,5	1,5	5,0
	folyó áron	23,3	21,1	19,4	20,2	20,8	21,0	20,3	19,5	18,2	18,0	18,4
Termelés	GDP 1985-ös áron/ foglalkoztatottak száma	4,4	2,0	1,7	2,6	1,9	1,2	1,6	1,6	1,4	3,1	2,1
Munkanélküliség	a polgári szektorokban foglalkoztatottak százalékában	-	7,1	10,5	9,9	9,0	8,4	8,8	9,6	10,9	11,0	10,5

Forrás: European Commission: *European Economy, Annual Economic Report for 1995, Statistical Appendix, Table 67, 256. o., Brüsszel, 1995.*

A tagországok valutakígyóhoz, illetve árfolyam-stabilitáshoz való hozzáállása a Közöséget két nagy csoportra osztotta a '70-es évek végére. A valutakígyóban maradt országok alkották az úgynevezett német márka övezetet, amely magában foglalta Németországot, a Benelux-államokat és Dániát. Rájuk – jóllehet eltérő okokból – jellemző volt az árfolyam-stabilitás, mint gazdaságpolitikai cél kitüntetett szerepe. Velük szemben állt a valutáját szabadon lebegtető Franciaország, Olaszország, Nagy-Britannia és a valutáját az angol fonthoz rögzítő Írország. Az ő megítélésük szerint az árfolyam-ingadozások ilyen mértékű korlátozása indokolatlanul nagy terheket ró a nemzeti gazdaságpolitikára. A dezintegráció felerősödését megelőzendő olyan monetáris és árfolyam-politikai keretek kialakítása vált szükségessé, amely egyaránt elfogadható az összes tagország számára. Ennek eredményeként hozták létre az Európai Monetáris Rendszert (EMR)²³ 1979-ben, amelynek árfolyam-mechanizmusa (ERM) tulajdonképpen egy bilaterális paritásrács, ahol minden egyes résztvevő valutája $\pm 2,25\%$ -os sávon belül mozoghat az összes többi valutával szemben. A valóságban azonban a valuták nem mozoghattak szabadon ebben a 4,5%-os sávban, hiszen mindig az éppen leggyengébb valutára kellett összpontosítaniuk.

A rendszerből következően a legerősebb valutájú ország (esetünkben Németország) monetáris lépéseit kellett az ERM-tagoknak követniük, ha árfolyamaikat a sávon belül akarták tartani. Mondhatjuk, hogy az ERM valójában egy kvázi-fix árfolyamrendszerként működött, amely tulajdonképpen inflációleszorító gazdaságpolitikát kényszerített ki, „cserébe” a résztvevők részesültek a Bundesbank hitelességéből (minden előnyével és hátrányával). Bár a Bundesbank ERM-ben betöltött szerepéről meglehetősen széles körű az egyetértés, empirikus kutatások nem igazolták sem azt, hogy az ERM egy márkazóna lenne, amely-

²³ Angolul European Monetary System (EMS).

ben a Bundesbank határozza meg a monetáris politikát az országok számára, sem pedig azt a hipotézist, miszerint a többi jegybank jelentősen profitált volna ebből a „pótlólagos hitelességből”.²⁴

3. táblázat

Rövid kronológia

1957.	Római Szerződés (Belgium, Franciaország, Hollandia, Németország, Luxemburg, Olaszország).
1961. július	Írország kéri felvételét.
1961. augusztus	Egyesült Királyság és Dánia kéri felvételét.
1963.	De Gaulle megvétőzza Anglia belépését.
1966.	Anglia, Dánia és Írország felvételük újratárgyalását kéri.
1968.	Belső vámhatárok eltörlése.
1973.	Anglia (opt-out kitétel), Dánia és Írország EK-tag.
1975.	Görögország kéri felvételét.
1977. március	Portugália kéri felvételét.
1977. július	Spanyolország kéri felvételét.
1979.	Európai Monetáris Rendszer (EMR).
1981.	Görögország EK-tag.
1986. január	Spanyolország és Portugália EK-tag.
1986. február	Európai Egységokmány.
1992.	A maastrichti Egyezmény az Európai Unióról.

Az ellentétes megítélések ellenére az ERM-et egy jól működő, stabil fix árfolyamrendszerként kezdték kezelni és ezzel együtt újra előkerült a monetáris unió megvalósításának gondolata is. Az ötletet támogatta a nagyfokú kooperációkészség is az országok között, amelyet az Európai Egység Okmány (EEO) 1986-os elfogadása fémjelmez. Az EEO az 1957-es alapszerződés első komolyabb módosítása. Gazdasági oldalról legfontosabb eleme, hogy a tagországok vállalták: 1992-re létrehozzák az egységes belső piacot, amely a közös piacnál jóval mélyebb gazdasági integrációt jelent. Az EEO továbbá a korábbinál jóval szorosabb gazdaság- és monetáris politikai koordinációra kötelezte a tagországokat. Az EEO volt azonban az első olyan hivatalos dokumentum is, amely az európai integráció végső célját az Európai Unió létrehozásában jelölte meg, amelynek már egyértelműen politikai dimenziója is van.

A belső piac kiteljesítése melletti elkötelezettség újabb lendületet adott annak a közgazdasági érvelésnek, amely szerint a szorosabban integrált nemzeti gazdaságok többet profitálnak az egymás közti árfolyamok stabilitásából, mint az alkalmankénti árfolyamkiigazításokból. Az érvelés szerint az EK-tagországok nem tudják teljesen kihasználni a

²⁴ A vezető-követő (leader-follower) modellekben a vezető szereplő meghatározza a többi szereplő monetáris politikáját, de a résztvevők monetáris politikájának nincs hatása a német jegybankra. Fratianni és Von Hagen (1992), Weber (1991) és Wyplosz (1989) azt találták, hogy a politikai hatásvonalak mindkét irányban érvényesülnek, bár nem szimmetrikus a mértékük. A modell feltételezi továbbá, hogy míg a Bundesbank teljesen sterilizálja devizapiaci intervencióinak monetáris következményeit, addig a többiek ezt nem teszik meg (márpedig Mastropasqua, Micossi és Rinaldi [1993] nem találtak erre utaló jeleket). Megoszlanak a vélemények a tekintetben is, hogy az ERM-tagság árstabilitást vont-e maga után azzal, hogy megváltoztatta a bérmegeállapodások folyamatát, ezzel csökkentve a dezinflációs politika költségeit (nem találták így: DeGrauwe [1991], Gros és Thygesen [1992], egyetértenek: Giavazzi és Giovannini [1989], Artis és Nachane [1990], Revenga [1993]). Egyetértés van ugyanakkor abban, hogy csak egy hiteles márkához való rögzítés érheti el az elméleti modell alapján várt kedvező hatásokat.

belső piac nyújtotta előnyöket addig, amíg az árfolyamkockázatot, valamint a különböző nemzeti valuták használatából adódó tranzakciós költségeket ki nem küszöbölik²⁵.

A belső piac kiépítésének egyik első lépése egy 1988-as határozat volt a tőke mozgások korlátozásainak eltörléséről 1990 közepéig. Tommaso Padoa-Schioppa²⁶ hívta fel a figyelmet arra, hogy négy alapvető gazdaságpolitikai célkitűzés ellentmondásba kerül egymással: a szabadkereskedelelem, a teljes tőkemobilitás, a rögzített árfolyamok és a független nemzeti monetáris politika kizárja egymást (lehetetlen négyes). Mivel a négy célkitűzésből hármát a Közösség 1992-re teljesített, a monetáris politikai önállóság csak papíron létezhetett. Ő az inkonzisztencia, mármint az ennek ellenére nemzeti hatáskörben maradó monetáris politikák problémájának feloldását hosszú távon egy monetáris unió létrehozásában látta.

A monetáris unió mellett szóló mindkét fő érvet a kezdetektől támadták. A bírálatok szerint egyrészt nem feltétlenül szükséges az árfolyamok rögzítése ahhoz, hogy a belső piac előnyeit a résztvevők ki tudják használni. Kanada és az Egyesült Államok gazdasága meglehetősen integrált, a NAFTA-megállapodás csak szorosabbra fűzte ezt a köteléket, de ez még sem nem szükséges, sem nem elégséges ok arra, hogy a két ország rögzítse keresztárfolyamát, mi több közös valutát vezessen be. Másrészt túl nagy szerepet tulajdonítunk a tőkekorlátozásoknak akkor, ha azt gondoljuk, hogy meg tudják akadályozni a spekulatív támadások kialakulását. A '80-as évek tapasztalatai azt mutatják, hogy bár a tőkekorlátozások valószínűleg mérsékeltek a spekulatív jellegű beavatkozásokat, a válságot nem tudták megelőzni. Valószínű, hogy az Európai Monetáris Alap korlátlan hitelképessége nagyobb „segítséget” jelentett a megelőzésben, mint a tőkekorlátozások.²⁷

Az is biztos, hogy Padoa-Schioppa dilemmája nemcsak egy monetáris unió létrehozásával oldható meg.²⁸ Thygesen [1993] szerint nem ez volt a fő dilemma, hanem mind a közgazdászok, mind pedig a hivatalos szervek körében elfogadottabb volt az a hipotézis, miszerint a tőkekorlátozások feloldása lehetővé teszi az országoknak, hogy már kis kamatprémiummal is jelentős tőke mozgásokat indítsanak el – finanszírozva végső soron folyó fizetési mérleg hiányukat –, veszélyeztetve ezzel az árfolyam-stabilitást.

Egyre gyakrabban merült fel az az érv, hogy amennyiben egy ország elsődleges gazdaságpolitikai prioritása az infláció letörése, akkor a Bundesbank követése nem jelent gondot, azonban nem engedheti meg magának, ha hosszú távon más céljai vannak.²⁹ Ha már közös monetáris politikát kell követni, akkor miért a Bundesbanké legyen az, miért ne egy közösségi szintű intézményé, amely a többi ország érdekeit is figyelembe tudja és akarja venni? Ez az érvelés azt tükrözi, hogy míg a Bundesbank inflációt letörő politikája a '80-as években nagyjából megegyezett a többi ország gazdaságpolitikai prioritásaival, addig a '90-es évek elején már jelentős többletterheket rótt rájuk. A német egyesülés (költ-

²⁵ European Commission: One Market, One Money (Commission Statement, 1990).

²⁶ Padoa-Schioppa (1988).

²⁷ Kenen (1995), 10. o.

²⁸ Lásd Drifill (1988), Kenen (1988), Russo és Tullio (1988).

²⁹ Például munkahelyteremtés.

ségmentési hiány növekedése, növekvő bérek) restriktív monetáris politikát vont maga után, míg a többi országnak nem voltak ilyen jellegű problémái. A recessziós következmények meggyőzték azokat is, akik egyébként az árstabilitás mellett tették le a voksukat, hogy a Bundesbank nem képes Európa érdekeit szem előtt tartani.

4. táblázat

A legfőbb különbségek, amelyek meghatározták a két GMU-terv sikerét

1969–70. Werner-bizottság	1988–89. Delors-bizottság
<p>A fix árfolyamrendszerekbe vetett bizalom megrendülően volt, a Bretton Woods-i rendszer nem sokkal rá omlott össze. A Werner-bizottság ajánlotta sávós árfolyamrögzítés sem győzte meg a kormányzatokat arról, hogy képesek a rögzített árfolyamokat hosszú távon fenntartani.</p>	<p>Az ERM majd egy évtizedes tapasztalata, az árfolyamrögzítés többé-kevésbé sikeres módja, megerősítette azoknak a hangját, akik az árfolyam-stabilitás „véglegesítése” mellett voltak.</p>
<p>A tagországok többségében védve voltak a tőkepiacok és még nem voltak készek feloldani ezeket a tőkekorlátozásokat. Ezért a Werner-terv nem tartalmazta a tőkepiacok integrációját, mint EMU-hoz vezető szükséges lépcsőfokot.</p>	<p>A tőkemozgások korlátozásainak többségét ekkorra a tagországokban eltörölték, sőt a fennmaradó korlátok eltörlésére is volt kitűzve határidő. A Bizottság éppen a Második Banki Direktíván dolgozott, amely szintén az európai tőkepiacok egyesítését készítette elő. Ekkorra tehát a gazdasági unió nagyjából megvalósult, ezért a Delors-bizottság jobban koncentrálni (hatott) a monetáris unió megvalósíthatóságára.</p>
<p>Nem volt tisztázva a hatalom-, illetve a munkamegosztás a közösségi szintű intézmények és a tagországok között sem formális, sem informális úton. Ezért nagy ellenállást váltott ki, hogy a jelentés a nemzeti autonómia szűkítését helyezte kilátásba.</p>	<p>Természetesen folynak viták, ezek főleg a kül-, védelmi és a szociális politika területét érintik. A szubszidiaritás elve azonban széles körben elfogadott, nem írnak elő olyat központilag, amelyet alsóbb szinten hatékonyabban tudnak kezelni, ellenőrizni (ennek tudható be, hogy a Delors-jelentés nem kéri közvetlenül a fiskális politikák összehangolását).</p>
<p>A Phillips-görbe még él, a kormányok többsége még úgy érzi, választania kell az infláció és a munkanélküliség leküzdése között és a választott prioritáshoz kell igazítania monetáris és fiskális politikáját.</p>	<p>Egyetértés van abban, hogy az árstabilitás elsődleges fontosságú, ennek megfelelően kell a monetáris politikát alakítani és minél nagyobb függetlenséget adni a jegybankoknak. Ezért lehetett konszenzus a bizottságon belül a monetáris unió közös jegybankja, illetve bankrendszere kialakításáról.</p>

A DELORS-TERV ÉS A MAASTRICHTI SZERZŐDÉS

Az 1988-as Balladur-memorandum rámutatott arra, hogy egy nem fenntartható nagyságú deficit, valamint az árfolyam-stabilitás finanszírozásának lehetősége korlátozott és jelentős terhet ró az adott országra (például az érintett tagország hivatalos devizatartalékai végesek, az Európai Monetáris Alap rövid távú hiteleit pedig vissza kell fizetni). Az ERM fenntartásából adódó aszimmetrikus terhek csak a monetáris együttműködés mélyítésével oldhatók fel, hosszú távon pedig – a francia pénzügyminiszter szerint – csak egy monetáris unió létrehozása jelent megoldást. A végső lökést az 1988. júniusi csúcs adta meg,

amely megbízta Jaques Delors-t, az Európai Bizottság akkori elnökét egy bizottság felállításával, amelynek feladata a GMU megvalósítása pontos ütemtervének elkészítése volt.

A Werner-tervhez hasonlóan a Delors-jelentés is három fő tényezőt említ, amely szükséges a monetáris unió megvalósításához: a részt vevő valuták teljes konvertibilitása, a tőkekorlátozások teljes megszüntetése, vagyis a pénzügyi piacok integrációja, valamint a keresztárfolyamok visszafordíthatatlan rögzítése. A jelentés szerint az első két feltétel már teljesült, a harmadik feltétel pedig az egységes pénz bevezetését jelenti. Az egységes pénz, amely nem feltétlenül szükséges a monetáris unió létrehozásához, de bizonyos fokig megkoronázása a folyamatnak és közös, szupranacionális monetáris politika bevezetésével jár együtt. Pusztán a nemzeti monetáris politikák koordinálása nem lenne elégséges hitelességi problémák miatt. Továbbá a közös monetáris politika megfelelő intézményi háttérrel is igényel, a jelentés szerint egy új központi intézményre van szükség, amely centralizált és kollektív döntéseket hoz.

A Delors-bizottság azt az álláspontot képviselte, hogy a monetáris unió bevezetéséhez szükség van a részt vevő országok főbb makroökonómiai jellemzőinek konvergenciájára, a főbb gazdaságpolitikai lépések koordinációjára. Az úgynevezett konvergenciakritériumoknak jól mérhetőnek kell lenniük, lehetővé téve az egyes országok gazdasági teljesítményének rendszeres megfigyelését.

A Delors-jelentés szerint mindenképpen szükség van a költségvetési deficit és az államadósság korlátok közé szorítására, figyelembe véve az adott ország sajátos helyzetét. A jövő európai központi banknak függetlennek kell lennie, hogy ne legyen lehetőség a kormányok közvetlen finanszírozására. Harmadszor pedig korlátozni kell azokat a külső hitelfelvételeket, amelyek nem tagországi valutában történnek.

A tagországok a fenti ajánlásokból az első kettőt beépítették a maastrichti egyezménybe. Szintén a jelentéssel összhangban törvényerőre emelték a közös európai jegybank felállítását, amely az egyes nemzeti bankokkal alkot teljes rendszert. Az egyezmény meghatározza a monetáris unió elérésének, vagyis a közös pénz bevezetésének főbb lépéseit is a szükséges teendőkkel együtt.

A Delors-jelentéssel párhuzamosan a Közösség politikai unióvá formálása is nagy súlyt kapott. A maastrichti *Egyezmény az Európai Unióról*³⁰ az európai integráció új fejezetét nyitotta meg. A Közösséget felváltotta az Európai Unió, amely három pilléren nyugszik. A fő pillér az eredeti EK-alapszerződésekre³¹ épül, azon belül is legfőképpen az Európai Gazdasági Közösséget létrehozó római szerződésre. Az első pillér rendelkezik a belső piaci szabályozásról, a közösségi szintű politikákról és a közösségi intézményekről, így a Gazdasági és Monetáris Unióról is. A másik két pillért a közös kül- és biztonságpolitika, illetve a bel- és igazságügyi kérdések alkotják. A Maastrichti Szerződés jelentősége tehát

³⁰ A továbbiakban Maastrichti Szerződés, vagy TEU (Treaty on European Union).

³¹ Az Európai Közösségek alapszerződése a római szerződésen kívül tartalmazza az Európai Atomszövetségről szóló szerződést, és 2002 közepéig tartalmazta az Európai Szén- és Acélközösségről szóló szerződést is (amelyet 1952-ben 50 évre hoztak létre).

5. táblázat

A Monetáris Unió rövid kronológiája

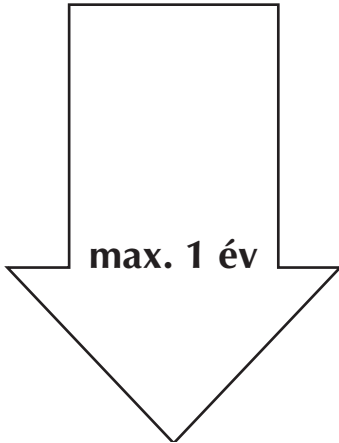
1970.	október	A Werner-bizottság (végleges) jelentése.
1971.	március	Tanácsi támogatás a Werner-terv, az 1980-ig létrehozandó Gazdasági és Monetáris Unió (EMU) részére.
1972.	március	Európai valutakígyó felállítás a bilaterális EK-árfolyamok szűk sávba terelésére.
1973.	április	European Monetary Cooperation Fund felállítás.
1978.	július	A brémai csúcs támogatja az Európai Monetáris Rendszer (EMS) létrehozását.
1979.	március	Az EMS működésének kezdete.
1986.	február	Az Európai Egységokmány aláírása a belső piac 1992-ig való megvalósításáról.
1988.	június	A hannoveri csúcs létrehozza a Delors-bizottságot.
1989.	április	Delors-bizottság jelentése.
1989.	június	A madridi csúcs az EMU első szakaszának kezdetét 1990. július 1-jére teszi.
1989.	december	A strasbourg-i csúcs kormányközi konferencia összehívását határozza el az EMU további szakaszainak kidolgozására.
1990.	október	A római csúcson (az Egyesült Királyság kivételével) a második szakasz kezdetét 1994. január 1-jére teszik.
1990.	december	Az EMU-ról és a politikai unióról szóló kormányközi konferencia kezdete.
1992.	február 7.	A maastrichti csúcs elfogadja és aláírja az Európai Unióról szóló Egyezményt.
1992.	június	Az első dán népszavazás elutasítja a Szerződést.
1992.	június	Írország ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1992.	július	Luxemburg ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1992.	július	Görögország ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1992.	szeptember	A francia népszavazás ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1992.	október	Belgium ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1992.	december	Hollandia ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1992.	december	Németország ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1993.	január	Belső Piac.
1993.	május	A második dán népszavazás ratifikálja a Maastrichti Szerződést.
1993.	november	A Maastrichti Szerződés (TEU) életbe lép.

nem korlátozódik a GMU és a szorosabb gazdaságpolitikai koordináció kérdéseire, hanem egyben az első törvényi lépés a politikai unió megvalósítása felé is.

A várakozások és elemzések az egységes belső piac jelentős növekedéséről és munkahelyteremtő hatásairól azonban igencsak optimistának bizonyultak. Az 1980-as évek, különösen annak második fele a Közösség országainak gazdaságában sikeres időszak volt. Az előrehaladás mind a gazdaság reálszférájában, mind pedig az integráció feltételeit biztosítani hivatott intézmények továbbfejlesztésében jelentősnek mutatkozott. A fejlődés lendülete azonban 1990–1991-től megtört. A termelés stagnált, a beruházások visszaestek, tovább emelkedett az addig is igen magas munkanélküliség, az összkereslet pedig csökkenő tendenciát mutatott. Az 1991–1993-as recesszió és az 1992–93-az ERM-válság megakasztotta az integrációs folyamatok lendületét.

AZ EURÓ BEVEZETÉSE

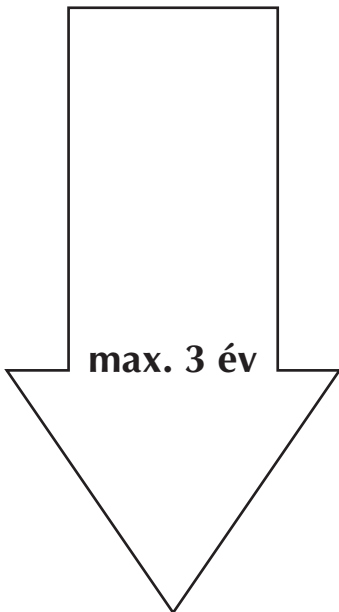
1998 eleje



1. Felkészülési fázis

- Döntés a GMU III. szakaszának kezdetéről és a részt vevő országok köréről
- Az EKB és a KBER felállítása.
- A pénzcseréhez szükséges törvényi keretek és módosítások elfogadása.
- Az euró érmék és bankjegyek nyomásának kezdete.
- Az új információs-kommunikációs kampány kezdete.
- Felkészülés a pénzcserére, különös tekintettel a pénzügyi és bankszektorra.

1999. január 1.

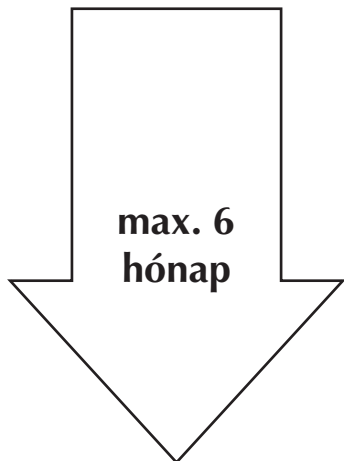


2. fázis: A GMU életbelépése és az euró megjelenése az átutalásos fizetési körben

- A részt vevő országok valutája és az euró közti átváltási árfolyamok visszafordíthatatlan rögzítése, ezzel párhuzamosan:
 - a monetáris politika delegálása az KBER-hez; a KBER ettől kezdve minden pénzügyi és devizapiaci tranzakciót euróban bonyolít le és euróra váltja át partnerei számláit.
 - A KBER bevezeti a TARGET fizetési rendszert és biztosítja az átváltást a visszafordíthatatlan konverziós rátán.
 - Új, forgatható euró államkötvények kibocsátása (a 2002. január utáni lejáratra).
- Az átutalásos fizetési kör egyéb területein a piaci szereplők döntésére van bízva az euró alkalmazása; a várakozások szerint azonban a már említett területek euróra váltása maga után fogja vonni ezeken a területeken is a közös valuta alkalmazását.

(legkésőbb) 2002. január 1.

3. fázis: A nemzeti érmék és bankjegyek euróra váltása, a pénzcseré befejezése



- 2002. január 1-jei határidővel az euró érmék és bankjegyek bevezetése.
- Pénzcseré a közületi, vállalati és háztartási szektorban.
- 2002. július 1-jei határidővel a pénzcserét minden szektorban végre kell hajtani; a nemzeti valuták véglegesen kikerülnek a kistételes (számla, bankjegy és érme) forgalomból is, de a jegybankoknál továbbra is átválthatók.

Mi történik az első fázisban?³² (1998)

A GMU III. szakaszának indulása és a részt vevő országok listájának véglegesítése között még számos intézkedésre van szükség, amelyek időigényét az EMI durván egy évre teszi. Amint kiderül a részt vevő országok köre, létrehozzák az Európai Központi Bankot³³ és a Központi Bankok Európai Rendszerét.³⁴

A közös monetáris politika intézményrendszerét és működését alapvetően a Maastrichti Szerződésben lefektetett elvek és az annak mellékleteként elfogadott alkotmány a Központi Bankok Európai Rendszeréről (KBER), illetve az Európai Központi Bankról (EKB) határozza meg.³⁵

Ebben a fázisban kell megteremteni a törvényes keretet a közös pénz kibocsátásához, és ki kell dolgozni azt szabályozási rendszert, amely a Maastrichti Szerződés által előírt III. szakasz életbelépéséhez szükséges. Míg ezek a „pótlólagos” szabályok a III. szakasz kezdetével lépnek életbe, addig a szerződés keretében előírt intézményi keretek akkor lépnek hatályba, amikor megszületik a döntés a III. szakasz kezdésének pontos dátumáról. A pénzcseréhez szükséges törvényeknek közvetlen hatásuk lesz a monetáris unión belül, hiszen ezek fogják előírni annak mikéntjét, időrendjét, a konverziós ráták rögzíté-

³² A hivatalos elnevezés az A fázis (Phase A). A magyar nyelvben azonban elterjedtebb a számok szerinti besorolás, ezért mi is ezt követjük.

³³ A továbbiakban EKB (European Central Bank).

³⁴ A továbbiakban KBER (European System of Central Banks). Az EKB/KBER működéséről bővebben lásd a 3. fejezet vonatkozó részeit.

³⁵ Bővebben lásd 3. fejezetben.

sének módját és adják meg végső soron az euró mint törvényes fizetőeszköz létjogosultságát. Ezzel párhuzamosan a részt vevő országok nemzeti törvényhozási eljárását is összhangba kell hozni a fenti előírásokkal.

Ugyanekkor a privát szférának is meg kell tennie a szükséges technikai és szervezeti kiigazításokat. A legtöbb előkészítést a bank- és pénzügyi szektor igényli a közös pénz bevezetésére. Az első fázisban terveznek egy uniósintű kampányt is a lakosság minél szélesebb körű tájékoztatására a monetáris unió bevezetéséről, egyes fázisainak tartalmáról.

A második fázis (1999–2001)

A Gazdasági és Monetáris Unió III. szakaszának első napja egyben a pénzcseré második fázisának kezdete is. A közös valuta bevezetése a tervek szerint három évet vesz igénybe. A GMU III. szakaszának kezdetén a részt vevő országok valutáinak árfolyamát visszafordíthatatlanul rögzítik a közös valutában, az euróban kifejezve. Ettől az időponttól kezdve ezek a valuták megszűnnek önálló fizetési eszközként működni, csak az euró váltópénzeként funkcionálnak tovább. Ezzel az árfolyamok helyébe a partnervaluták közötti rögzített konverziós ráták (átváltási arányok) lépnek. Azaz nem az árfolyamok egymás közötti rögzítéséről van szó, hanem azok megszűnéséről. Azaz jogilag csak az euró lesz a monetáris unió pénze, a nemzeti bankjegyek és érmék csak az euróból levezetve, mintegy az euró különböző „címelei”-ként töltenek be bizonyos pénzfunkciókat 2002. július 1-jéig.

A monetáris politika szupranacionális szintre kerül, ettől kezdve a frankfurti székhelyű KBER felelőssége alá tartozik. A monetáris unió életbelépése után a KBER minden monetáris politikai tranzakciót euróban hajt végre, ez ösztönözi fogja a piaci szereplőket – különösen a devizapiacokon – a közös valuta használatára. A TARGET fizetési rendszer³⁶ bevezetésével pedig megteremtődik az egységes pénzpiac kialakulásának egy további fontos feltétele.

A pénzpiac a második fázis kezdetével de facto euróra vált. Ettől fogva a KBER partnerei számláit euróban vezeti. Ez azt jelenti, hogy nemcsak a KBER-hez benyújtott refinanszírozási igényeket elégítik ki euróban, hanem a bankközi piacon is a közös valutát fogják használni.

A várakozások szerint a pénzügyi intézmények végrehajtják a szükséges technikai és szervezeti változtatásokat a közös pénz bevezetésének korai szakaszában. Azonban, amíg a belső elszámoló rendszerek a „rég” pénzben vezetik számláikat, szükség lesz a valuták euróra válthatóságára és viszont. Azon intézmények részére, amelyek a konverziót nem tudják maguk végrehajtani, a nemzeti jegybankok biztosítják ezt a szolgáltatást, hiszen senki sem kényszeríthető a végső határidő előtt az euró kizárólagos használatára.

³⁶ A fizetési rendszerről bővebben lásd az 5. fejezetet.

Ebben a korai szakaszban a nemzeti hatóságok széles körben ismertetik a pénzcseré lezajlásának módját a közösségi szektorban. Az új állampapír-kibocsátások címleteit például már euróban fogják meghatározni, ezzel is ösztönözve a pénzügyi piacokat a közös valuta használatára. Ez különösen vonatkozik azokra a kibocsátásokra, amelyeknek lejáratát túlnyúlik a 2002. január 1-jei határidőn. Az egyéb kibocsátások euróra való átváltása a nemzeti kormányok felelőssége és be kell fejeződnie legkésőbb a harmadik fázis végére.

A második fázisban az egyéb, itt fel nem sorolt számlapénzek konverziója még a piaci szereplők döntésére van bízva.

A harmadik fázis (2002 I. félév)

A harmadik fázis az euró bankjegyek és érmék kibocsátásával kezdődik, ami végső soron a nemzeti pénzek teljes megszűnését, a készpénzforgalomból való kikerülését jelenti. Ettől fogva a részt vevő országok különböző közszolgálati intézményei is euróban fejezik ki tranzakcióik értékét. Az euró bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszközöknek minősülnek megjelenésüktől fogva. A „régik” pénzek a megjelenéstől számított hat hónapig az euróval párhuzamosan továbbra is elfogadhatók (törvényes) fizetőeszközként.

A harmadik fázis a nemzeti valuták teljes megszűnésével ér véget, tehát mikor már nem minősülnek törvényes fizetőeszköznek sem. Ez az időpont egyben minden szektor számára a végső határidő a pénzcseré végrehajtására. Megszűnik a „konverziós szolgáltatás” a bankok részéről, az euró lesz az egyetlen törvényes fizetőeszköz. Bár a nemzeti valutákat nem fogadják el ettől fogva a pénzforgalomban, a nemzeti jegybankok továbbra is jutalékmentesen euróra váltják azokat.

A nemzeti valutákban megkötött szerződéseket 2002. július 1. után kötelezően újradenominálják euróban. A Bizottság leszögezte, hogy egyetlen szerződő fél sem módosíthatja egyoldalúan a szerződés feltételeit saját nemzeti törvényeiben az esetlegesen megfogalmazott ún. „közgazdasági feltételek” lényeges megváltozására hivatkozva.³⁷ Ez az úgynevezett „szerződések folytonosságá”-nak elve. A pénzcseré jogi kereteinek kidolgozása terén egyelőre nincs minden problémára megnyugtató megoldás.

³⁷ EC Green Paper (1995), 57. o.

2. KONVERGENCIA

ELMÉLETI ALAPOK

Az optimális valutaövezetek³⁸ elmélete az 1960-as években fejlődött ki R. A. Mundell (1961) és R. McKinnon (1963) egy-egy cikke nyomán. Mindkettőjük alapkérdése az volt, miként lehet eldönteni, hogy egy adott ország lebegő árfolyamot alkalmazzon vagy más országok valutájához kösse pénzét.

Két fő változó határozza meg egy adott földrajzi területen, hogy egy közös valuta bevezetése vagy egy lebegő árfolyamrendszer segíti elő jobban a szükséges fizetésimérleg-kigazításokat. A modell elméletileg a pénz semlegességén alapul, ezért a valutazóna működését, működésének hatékonyságát alapvetően reáltényezők jellemzik.

Az egyik meghatározó jellemző az adott földrajzi terület nagysága. Minél kisebb a régió, annál könnyebb számára a fizetési mérleg egyensúlyban tartása egy közös valuta-övezetben és annál nehezebb a régió kívüli országoktól független hatékony monetáris, illetve árfolyam-politikát folytatnia. Nagyobb valutaövezet esetén a részt vevő országok, régiók egyrészt élvezhetik a méretgazdaságosság előnyeit (pl. a kormányzati apparátus, kiadások tekintetében), másrészt a viszonylag nagy valutaövezet megszünteti a folyamatos árfolyam-változtatások szükségességét az övezeten belül. Érhetik azonban az egyes régiókat aszimmetrikus sokkok az övezeten belül, amelyek regionális szinten deficitessé teszik a fizetési mérleget. Ezt a hiányt a régió finanszírozhatja egyrészt a tőkepiacon keresztül (a szufficites régiók többletmegtakarításait kölcsönvéve). Másrészt az olyan kereskedelmi bankok szervezetén belüli tőkeáramlás révén, amelyeknek vannak fiókjai mind a szufficites, mind a deficités régiókban: ekkor a szufficites régió fiókjai több betétet gyűjtenek, mint amennyi hitelt nyújtanak, a deficités régió fiókjai pedig több hitelt nyújtanak, mint amennyi megtakarítást befogadnak. Harmadrészt pedig a deficités régió regionális bankjai felvehetnek hitelt a bankközi piacon is (ez az eset abban különbözik az előzőtől, hogy a regionális banknak nincsenek fiókjai a régió kívülről).

Az árfolyam-kiigazítás azonban szükséges lehet a „regionális fizetési mérleg pozíció”³⁹ javítása érdekében, ha a szufficites régió nem tudja piaci vagy politikai mechanizmusokon keresztül finanszírozni a deficités régiót. Az árfolyam-kiigazítással eszerint az exportot és a tőkebeáramlást ösztönözhetik a hatóságok.

³⁸ Továbbiakban OCA (= Optimum Currency Areas).

³⁹ A valutaövezeten belül a „fizetési mérleg pozíció” helyett regionális deficitről vagy regionális többletről beszélhetünk.

Az a régió, amely nem igazítja árfolyamát külső sokk hatására, többletköltségeket kell hogy viseljen. Versenyképessége csökkenhet, mert nem tud reálbér-kiigazítással javítani fizetésimerleg-pozícióján. A nem egyensúlyi árfolyam mellett torzulások alakulhatnak ki a munkaerőpiacon: pl. migráció, munkanélküliség, és eltolódhatnak a jövedelem- és vagyonarányok. Ezért úgy tűnik, minél több különböző valuta van a valutaövezeten belül, annál könnyebb ezeknek a torzulásoknak az elkerülése. Ennek ellenére az empirikus megfigyelések azt mutatják, hogy az egységes valutával rendelkező régiók nagysága az egészen kis méretűtől a kontinensnyi nagyságig változik⁴⁰. Ez a méretbeli sokféleség azt sejteti, hogy az optimális valutazonanagyságtól való eltérés költsége kisebb, mint a politikai keretek, kötöttségek megváltoztatásának, esetleges megszüntetésének költsége.

Ez utóbbi következtetést igazolja az is, hogy a másik meghatározó tényező az adott valutaövezet régiói közötti szociális és politikai egység mértéke. Ugyanis, ha a valutaunió párosul szociális és politikai unióval, akkor a fiskális, költségvetési transferek (és a migráció) enyhítik, esetleg meg is oldhatják a regionális eltéréseket és nem utolsósorban megosztják a régióspecifikus sokkok kezelésének költségeit. Ennek ellenére találunk olyan közös valutaövezetre példát, amelyben nem állítottak fel közös intézményt a fiskális politikák (részbeni) központosítására. A leghíresebb ilyen pénzügyi rendszer az aranystandard, de ez volt jellemző Belgium és Luxemburg monetáris uniójára vagy Írország és az Egyesült Királyság rögzített árfolyamrendszerére is 1979-ig, amikor is Írország belépett az ERM-be, míg az Egyesült Királyság nem.

Ahhoz, hogy egy valutaövezet tartósan működőképes maradjon, legalább két fontos feltételnek teljesülnie kell. Egyrészt mivel a résztvevők kölcsönösen és „véglegesen” rögzítették az árfolyamokat, szükség van egy közös és független monetáris politika folytatására. Különben a rögzített árfolyamrendszeren belül a többieknél nagyobb inflációs rátával rendelkező ország többletáruhoz és -szolgáltatáshoz juthat⁴¹ a többiekhez képest: a fedezetlen pénzkiramlás a többiek rovására juttat nagyobb vásárlóerőt a túlköltekező régió rezidenseinek kezébe (potyautasprobléma). Ennek megnyilvánulása a többiekre a közös valután keresztül rákényszerített inflációs nyomás az övezeten belül.⁴² Ennek következtében egyetlen olyan fix árfolyamrendszer sem fenntartható, amelyben nincsenek irányelvek, megkötések a nemzeti monetáris politikákra vonatkozóan. Napjainkban nem valószínű, hogy egy hatalommal rendelkező, független ország „önként és magától” aláveti magát olyan külső korlátozásoknak, amelyek érintik gazdaságpolitikai prioritásait. Ezért egy rögzített árfolyamrendszer bevezetésekor mindig törekedni kell politikai konszenzusra, esetleg törvényerejű előírásokra a szükséges monetáris és fiskális politikai konvergenciáról.

Másrészt a valutaövezet működőképességét veszélybe sodorhatja, ha a részt vevő országokat, régiókat aszimmetrikus sokkok érhetik. Aszimmetrikus sokkok bekövetkezése akkor valószínű, ha országok szerint, illetve regionálisan erősen differenciált a gazdasági

⁴⁰ Goodhart (1989).

⁴¹ A jövedeleminflációhoz kapcsolódó magasabb nominális jövedelem rögzített árfolyamok mellett magasabb reáljövedelmet is jelent az övezeten belül a többi régióhoz képest.

⁴² E potyautasprobléma megoldására az EU a közös jegybank intézményét kiegészíti a költségvetési fegyelem intézményesítésével (stabilitási egyezmény – lásd a fejezet későbbi szakaszában). Erre a költségvetési politika nemzeti hatáskörben hagyása miatt van szükség.

és iparágak szerkezete. Az Egyesült Államok például, mint – valóságosan működő, bár nem „ideális” – egységes valutaövezet egyes régiói között eléggé nagyok a szerkezeti különbségek ahhoz, hogy aszimmetrikus sokkok ériék a rendszert. Az USA-ban a régiók erősen specializáltak iparági szempontból⁴³, de a szimmetrikus sokkokhoz való alkalmazkodás terheit nem egyedül az ármechanizmusnak kell viselnie, mert az amerikai munkaerő nemzetközi összehasonlításban is rendkívül mobil. Egyes közgazdászok szerint a GMU működésének egyik legfontosabb akadályja éppen az, hogy az európai munkaerő sokkal inkább helyhez kötött. Akik ezzel érvelnek, gyakran szem elől tévesztik, hogy az európai ipar regionálisan sokkal kevésbé specializált. Ennek legfontosabb mérőszámai az egymás között folytatott kereskedelem termékösszetétele és az iparágon belüli munkamegosztás mértéke (szemben az ágazatok közötti munkamegosztással). Ezért az euróövezet kevésbé van kitéve aszimmetrikus sokkoknak, legalábbis a valószínűsíthető részt vevő országait tekintve.⁴⁴ Ezt a megfontolást a GMU alkotói – közöttük Lámfalussy Sándor⁴⁵ is – gyakran hangsúlyozzák a kételkedők meggyőzésére.

Egy példa lehet az aszimmetrikus sokkokra a hetvenes években bekövetkezett olajválság, amely nagyon hasonlóan érintette a legtöbb kontinentális nyugat-európai országot, de másképpen hatott az USA-ra, amely maga is jelentős olajtermelő volt. Egy ilyen sokk megrázkódtatást okozhat ezeknek az országoknak, de elvben semmi nem gátolja meg őket abban, hogy együttesen válaszoljanak rá, és egy monetáris uniót nem feltétlenül bomlasztana fel. Két vagy több gazdaság integráltsága csökkenti az aszimmetrikus sokkok valószínűségét, és még ha be is következne ilyen, a nagyfokú integráltság miatt a hatás gyorsan végiggűrűzne az egész unión belül és gyorsan szimmetrikussá válna.⁴⁶

A GMU ÉS A KONVERGENCIA

A Gazdasági és Monetáris Unióban részt vevő országok közötti konvergenciakritériumok megválasztásával, és az ezen kritériumoknak való megfelelés időpontjával kapcsolatban sok vita folyt, és folyik napjainkban is. E vitákban vízvázlató volt az 1992–1993-as EMR-válság, amely közvetlenül a Maastrichti Szerződés elfogadása után következett be. A válság a közgazdászokat és politikusokat egyaránt arra készítette, hogy újragondolják a közös valuta bevezetésével kapcsolatos stratégiájukat. Sokakon mély szkepszis lett úrrá, mások pedig a válságtól függetlenül meglévő bizalmatlanságuk igazolását látták benne.

Konvergenciavita az EMR-válság előtt

Padoa-Schioppa egy előadásában ismertette⁴⁷, hogy milyen változáson ment keresztül a Delors-bizottság tagjainak a GMU-ról való gondolkodása a működésük során. Kezdetben azt gondolták, hogy a monetáris unió egy már évtizedek óta folyamatban lévő integráció természetes és hasznos betetőzése, annak csaknem elkerülhetetlen, úgyszólván spontán

⁴³ Aglietta (1995), 11. o.

⁴⁴ Aglietta (1995), 11. o.

⁴⁵ Lásd pl. Lámfalussy (1997), 19. o.

⁴⁶ Hogeweg in: EMI (1996a), 8–9. o.

⁴⁷ Ismerteti Kenen (1995), 110. o.

eredménye. Ennek során a kiigazítható rögzített árfolyamrendszert hitelesen rögzített árfolyamok váltják fel, miközben a tőkemozgások korlátai fokozatosan eltűnnek. Ebből az elgondolásból következett a Bizottság által javasolt stratégia is, nevezetesen az árfolyam-ingadozási sávok fokozatos szűkítése addig, amíg a sáv eltűnésével a közös valutát bevezet(het)ik.

Már azonban az EMR-válság kitörése előtt kezdett megváltozni a Bizottság tagjainak gondolkodása, ami tükröződött abban is, hogy az árfolyamsávok szűkítéséről a figyelmüket a közös monetáris politika kialakítása és végrehajtása intézményrendszerének létrehozására fordították. Ez a váltás öltött testet a Maastrichti Szerződésben is, amely nem annyira az árfolyamok alakulásával, mint inkább a közös monetáris politika intézményrendszerével foglalkozik. Ezzel a monetáris politikai koordinációról a közös monetáris politikára való felkészülésre tértek át.⁴⁸ A Maastrichti Szerződés azonban nem követte az intézményi változások terén azt a fokozatosságot, amelyet a Delors-jelentés javasolt, az új pénz bevezetésekor határozottabb szakítást tartalmaz a monetáris politikai koordinációval.

A Delors-jelentésnek a KBER-re vonatkozó elképzelését politikusok és elméleti közgazdászok egyaránt széles körben elfogadták, de a konvergenciára vonatkozó javaslatait hevesen vitatták. A monetáris unió második szakaszát – az ún. konvergenciaszakaszt – többen feleslegesnek tekintették, az első szakaszt követően mindjárt a harmadik szakaszra való áttérés mellett érveltek. Álláspontjuk szerint a konvergencia a harmadik szakasz megkezdésével automatikusan megindul. A harmadik szakaszt megelőzően pedig felesleges vagy egyenesen téves azt várni, hogy a megkövetelt konvergencia létrejöjjön a monetáris és gazdaságpolitikák koordinálásával. Dornbush például 1990-ben⁴⁹ úgy vélekedett, hogy a konvergencia – amennyire az egyáltalán lehetséges – a „magországok” körében már megvalósult, nem szabad tovább várni a monetáris unió megindításával. Ez természetesen – akkori szóhasználattal – kétsébszerű Európát jelentett volna, amit Dornbush még mindig jobbnak tartott volna, mint a halogatás miatti teljes kudarcot. Mások úgy vélekedtek, hogy az összes tagország részvételével, egyszerre, előzetes konvergencia nélkül kell megindítani a harmadik szakaszt.

Voltak, akik a második szakaszt nemcsak feleslegesnek, hanem egyenesen veszélyesnek tartották: ezek közé tartozott maga az Európai Bizottság is, és ezért előnyben részesített volna egy viszonylag rövid második szakaszt. A lehetséges veszélyek között említik a Padoa-Schioppa által a gazdaságpolitika „összeegyeztethetetlen vagy lehetetlen négyesé”⁵⁰-nek nevezett célok együttes követésével való kísérletezést. Egy másik lehetséges veszélyforrásként jelölték meg, hogy egyes országok a kritériumok teljesítésére törekedve gazdasági és politikai nehézségekbe ütközhetnek. További veszélyt jelenthet, ha a részvételről való döntés, illetve a közös valuta bevezetésének időpontjához közeledve a pénzügyi piaci szereplők várakozásai eltérnek a politikusokétól, amely akár

⁴⁸ Kenen (1995), 111. o.

⁴⁹ Dornbush (1990): „Two-Track EMU Now!”, in Pohl et al., Britain and EMU, London: Centre for Economic Performance, idézi Kenen (1995) 124. o.

⁵⁰ A „lehetetlen négyes” a következő: szabadkereskedelem, szabad tőkemozgások, rögzített árfolyamok és a független monetáris politika.

valutaválság kialakulását okozhatja. Végül lehetséges veszély az is, hogy az EU-n kívülről, a tagországok politikáitól függetlenül kialakuló sokkok akadályozzák meg a konvergenciakritériumok teljesülését (pl. egy olajválsághoz hasonló esemény).

Mégis, az az álláspont kerekedett fölül, amely szerint a konvergenciára már a monetáris unió létrejötte előtt szükség van, és ez ráadásul egy időigényes folyamat. A közös valuta azt jelenti, hogy az árszínvonal-különbség az egyes régiók között nem lehet érzékelhető vagy jelentős mértékű. Ellenkező esetben ugyanis a magasabb inflációjú és/vagy munkanélküliséggel küzdő régióban ez deflációs nyomással is járhat, ami súlyosan érintheti a kibocsátást és a munkanélküliséget. A konvergencia sebessége a magánszektor alkalmazkodásának sebességétől függ, ami – legalább részben – a monetáris politika hitelességének függvénye. Ha a monetáris unió indulása előtt nem alakul ki megfelelő konvergencia, akkor ez párosulva azzal hogy a még újonnan alakult Európai Központi Banknak nem lesz olyan múltja és erre épülő hitelessége, hogy vállalhassa az egyes nem konvergáló régiókban esetlegesen kialakuló deflációs recesszió következményeit, az egész tervezet sikerét veszélybe sodorhatja. Más megfogalmazásban a kormányoknak a második szakaszban meg kell mutatniuk, hogy hajlandók és képesek az infláció elleni küzdelemre és vállalják a vele járó felelősséget. Ezzel bizonyíthatják az unió iránti elkötelezettségüket.

Az EMR-válság

Az 1992. szeptemberi EMR-válságot óriási méretű spekulációs támadás jellemezte. Ez volt az első olyan valutaválság, amelyben a dollár nem játszott jelentős szerepet. Első volt abban a tekintetben is, hogy a fedezeti stratégiákban tömegesen alkalmaztak devizaopciókat.

A válságot közvetlenül megelőzően az olasz kormány megszüntette a tőke mozgásokra vonatkozó korábbi korlátozásokat és a líra belépett a szűk, 2,25% szélességű ERM-sávba. A spekulatív befektetők ekkor az ún. konvergenciaüzletre (convergence trade) tértek át, amellyel a lírabefektetések továbbra is magas hozamát akarták kiaknázni. Arra számítottak, hogy vagy nem értékelik le a lírát a befektetés tartama alatt, vagy a sávon belüli maximális leértékelődés nem haladja meg a likvid értékpapírpiacok hozamát az adósságpiacra. Az ilyen jellegű fedezetlen líra- (és spanyol peseta-) befektetések példátlan méreteket öltöttek.

Amikor a dán népszavazás nem ratifikálta a maastrichti Egyezményt, a befektetők továbbra is realizálni akarták a magas kamathozamot, miközben meg akartak szabadulni a megnövekedett árfolyam-kockázattól. A megnövekedett árfolyam-kockázat abból fakadt, hogy a Maastrichti Szerződés ratifikálásának kudarca az ERM szétesésével fenyegetett, ami pedig a líra és más gyengébb valuták nagymértékű leértékelésével járt volna együtt. Ezért a spekulánsok líra put opciókat vettek a lírasáv felső szélének megfelelő árfolyamon. Ezek az opciók mindaddig értéktelenek („out-of-the-money”) voltak, amíg hiteles volt a sáv. A hitelesség elvesztésével azonban a líra keresztárfolyama kúszni kezdett a sáv felső szélé felé, és elérkezett az a pont, amikor a határidős líra-márka árfolyam a sávon kívülre

került. Ekkor az árfolyamkockázattal szembeni fedezeti stratégiák put opcióinak lehívása nyereségessé vált („in-the-money”), és a befektetők tömegesen gyakorolták opciós jogukat. Az opciókat kiíró (eladó) bankok a veszteségeiket dinamikus fedezeti stratégiával próbálták meg csökkenteni. Ennek keretében az azonnali piacon nagy mennyiségben adták el azt a lírát, amelyet az opció vevőitől kötelesek voltak megvásárolni.

Az adott befektetői stratégiák mellett az olasz jegybank által az árfolyam védelmében végrehajtott kamatemelés sem segített. Ahelyett, hogy a kamatemelés tőkebeáramlást váltott volna ki, segítve az árfolyam stabilizálását, csak súlyosbította a tőkekiáramlást, mivel még értékesebbé tette az opciók lehívását. Ez viszont tovább növelte az eladási nyomást az azonnali piacon, hiszen az opciókat kiíró bankok szintén tovább próbálták csökkenteni veszteségeiket.⁵¹

6. táblázat

Az EMR-válság kronológiája⁵²

1992	
Június 2.	A dán népszavazás elutasítja Maastrichtot; feszültté válik a helyzet az ERM-en belül, ami a rövid távú kamatok meredek emelkedéséhez vezet.
Június 3.	Franciaország szeptember 20-ára kiírja a népszavazást a Maastrichti Szerződésről.
Július 2.	A Fed 3%-kal csökkenti a diszkontlábát.
Július 16.	A Bundesbank 8,75%-ra emeli diszkontrátáját, a lombardhitelek kamata azonban marad 9,75%; ezzel a német és az amerikai rövid távú kamatok közti eltérés 6,75%-ra nő.
Augusztus 20.	Az angol font az ERM-sáv aljára zuhan; a dollár olyan alacsony szintre esik a német márkával szemben, amely csak ritkán tapasztalható.
Augusztus 27.	Még a rekordszintű intervenció sem tudja a fontot érezhetően elmozdítani a sáv aljáról.
Augusztus 28.	Az olasz líra kiesik sávból.
Szeptember 3.	Nagy-Britannia 14,5 milliárd értékű német márkát kölcsönöz tartalékainak növelésére; a font árfolyama 2,8 DM fölé emelkedik.
Szeptember 4.	Az olasz jegybank a hivatalos kamatlábakat jelentősen megemeli, a líra ennek ellenére a sávon kívül marad.
Szeptember 5-6.	A Közösség bathi csúcspontján Németország visszautasítja az angolok kérését a kamatlábak csökkentésére vonatkozóan, de születik egy megegyezés a meglévő ERM-paritások fenntartásának támogatásáról; a Bundesbank ígéretet tesz arra, hogy a jelenlegi körülmények között nem emeli tovább a kamatlábakat.
Szeptember 8.	A finn márkát lebegtetik; a svéd nemzeti bank a jegybanki (kiegészítő) források kamatlábát („marginal lending rate”) 75%-ra emeli.
Szept. 10–11.	A Bundesbank és az olasz jegybank intervenciói ellenére a líra továbbra is a sávon kívül marad.
Szept. 12–13.	A német és az olasz hatóságok egyeztető tárgyalásain a líra 7%-os leértékelésében és a német kamatlábak csökkentésében állapodtak meg.
Szeptember 14.	A Bundesbank a diszkontlábát 8,25%-ra, a lombardhitelek kamatlábát 9,5%-ra csökkenti; a líra a középárfolyam-kiigazítás utáni sáv tetejére kerül; az angol font erősödik.
Szeptember 15.	A líra ismét a sávon kívülre esik; az angol font és a spanyol peseta leértékelődik.
Szeptember 16.	Az angol jegybank a partnereknek nyújtott hitelek kamatlábát („minimum lending rate”) 12%-ra emeli és bejelenti, hogy ezt 15%-ra emeli másnap, szeptember 17-én. Az angol font az ERM-sávon kívülre esik a Bundesbank, az angol és a francia jegybank intervenciói ellenére. Nagy-Britannia kilép az ERM-ből és visszavonja a második kamatlábemelésre vonatkozó nyilatkozatát. A líra az intervenciók ellenére nem emelkedik; a svéd nemzeti bank a jegybanki források kamatlábát („marginal lending rate”) 500%-ra emeli.

⁵¹ Aglietta (1996), 6–7. o.

⁵² Forrás: IMF World Economic Outlook: October 1993 42–47. o. alapján összeállította Kenen (1995), 152–155. o.

Szeptember 17.	Olaszország kilép az ERM-ből; a spanyol pesetát 5%-kal leértékelik; az ír font és a dán korona a sáv aljára esik; az angol jegybank a partnereknek nyújtott hitelek kamatlábát 10%-ra csökkenti.
Szeptember 19.	Nagy-Britannia bejelenti, hogy nem lép be az ERM-be, amíg meg nem reformálják a rendszert.
Szeptember 20.	A francia népszavazás elfogadja Maastrichtot; a frank felértékelődik.
Szeptember 21.	A francia jegybank és a Bundesbank intervencióra kényszerül, mivel a frank a sáv aljára esik.
Szeptember 22.	A francia frank, a spanyol peseta és a portugál escudo továbbra is gyenge; az ír font az interveniálások ellenére sávon kívülre esik.
Szeptember 23.	A francia jegybank és a Bundesbank sávon belüli intervencióval támogatja a frankot, a francia jegybank a hivatalos kamatlábát 13%-ra emeli; Spanyolország korlátozásokat vezet be a tőke mozgásokra.
Szeptember 24.	Írország korlátozásokat vezet be a tőke mozgásokra, de az ír font továbbra is a sáv alján marad a további intervenciók ellenére.
Október 3–31.	A hivatalos kamatlábakat a legtöbb válságban érintett tagországban fokozatosan csökkentik (néhány országban novemberben is), ennek ellenére a kamatszint meghaladja a válság előtti szintet.
November 19.	A svéd koronát lebegtetik.
November 22.	A pesetát és az escudót 6%-kal leértékelik, Spanyolország visszavonja a tőkekorlátozásokat.
November 23.	A norvég, ír és spanyol jegybankok megemelik a hivatalos kamatlábakat.
December 3–28.	Továbbra is piaci nyomás alatt a francia frank, a dán korona és az ír font; a hivatalos kamatlábak csökkentése Belgiumban, Olaszországban, Hollandiában és a skandináv országokban.
December 10.	A norvég koronát lebegtetik; a Bundesbank bejelenti, hogy emeli az 1993-as M3 célkitűzését.
December 13.	Az edinburghi csúcs elfogadja gazdaságpolitikai célként a növekedést és Dániának „opt-out” lehetőségét biztosít.
December 16.	Portugália eltörli a tőke mozgásokra vonatkozó korlátozásokat.
1993	
Január 5.	A francia jegybank és a Bundesbank közös intervencióval támogatja a frankot; a francia jegybank emeli hivatalos kamatlábait.
Január 6.	Az ír jegybank a hivatalos kamatlábát 50%-ra emeli (majd tovább emeli január 8-án 100%-ra)
Január 12-26.	A hivatalos kamatlábakat jó néhány tagországban csökkentik, az angol jegybank például a partnereknek nyújtott hitelek kamatlábát („minimum lending rate”) 6%-ra csökkenti.
Január 28.	Az ír jegybank a január közepén csökkentett hivatalos kamatlábát újra 100%-ra emeli.
Január 30.	Az ír fontot 20%-kal leértékelik.
Február 1.	A dán jegybank emeli a hivatalos kamatlábát, ami 100% fölé nyomja az egynapos („overnight”) kamatlábát.
Február 4.	A Bundesbank a diszkontlábát 8,25%-ra, a lombardhitelek kamatlábát 9%-ra csökkenti (majd tovább csökkenti március 18-án a diszkontlábát 7,5%-ra).
Április 13.	Spanyolország június 7-re írja ki a népszavazást a TEU-ről, a peseta gyengül; a francia jegybank csökkenti a hivatalos kamatlábát (majd további csökkentéseket hajt végre április 19-én, május 6-án, 13-án és 25-én).
Április 22.	A Bundesbank a diszkontlábát 7,25%-ra, a lombardhitelek kamatlábát 8,5%-ra csökkenti.
Április 23.	Hat közösségi jegybank interveniál a peseta védelmében.
Május 13.	A pesetát 8%-kal, az escudót 6,5%-kal leértékelik.
Május 18.	A második dán népszavazás „opt-out” záradékkal elfogadja a Maastrichti Szerződést.
Június 14.	A francia jegybank csökkenti a hivatalos kamatlábát (majd további csökkentéseket hajt végre június 21-én és július 2-án).
Június 24.	A francia gazdasági miniszter egy francia–német csúcstalálkozót hív össze a kamatláb-csökkentések összehangolására, a német pénzügyminiszter azonban lemondja a találkozót; a német márka gyengül a főbb valutákkal, így a francia frankkal szemben is.
Július 1.	A Bundesbank a diszkontlábát 6,75%-ra, a lombardhitelek kamatlábát 8,25%-ra csökkenti.
Július 9.	A francia jegybank interveniál a frank védelmében.
Július 12.	A frank a sáv aljára esik; a német pénzügyminiszter támogatásáról biztosítja a francia jegybankot; a Bundesbank bejelenti, hogy interveniált a frank védelmében.
Július 16.	Hat közösségi jegybank interveniál a dán korona védelmében

Július 22.	A francia frank, a dán korona, a peseta és az escudo további nyomás alá kerül a Bundesbank jegybanktanács-ülési döntése körüli bizonytalanság miatt; a francia jegybank emeli a hivatalos kamatlábát; a Bundesbank interveniál a francia frank védelmében.
Július 28.	A Bundesbank csökkenti a repokamatlábát, a piaci szereplők a hivatalos kamatláb csökkentését várják a másnapi, július 29-i jegybanktanácsüléstől.
Július 29.	A Bundesbank 7,75%-ra csökkenti a lombardhítel kamatlábát, azonban változatlanul hagyja a diszkontrátát; az európai központi bankok interveniálnak a belga frank, a dán korona, a francia frank, a peseta és az escudo védelmében, ennek ellenére a sáv alján maradnak.
Július 30.	A belga frank, a dán korona és a francia frank az ERM-sávon kívülre esik.
Július 31–aug. 1.	Az EK pénzügyminiszterei és jegybankelnökei találkozója (kibővített ECOFIN) a válság kezelésére; döntés születik az eddigi 2,25%-os sávok 15%-ra történő kiszélesítéséről augusztus 2-i hatállyal.
Augusztus 9-23.	A francia jegybank ötször csökkenti egynapos (o/n) hiteleinek kamatlábát, összesen 2,25%-kal, azonban az 5–10 napos hitelekét változatlanul hagyja.
Szeptember 9.	A Bundesbank a diszkontrátát 6,25%-ra, a lombardhitelek kamatlábát 7,25%-ra csökkenti; a francia jegybank az 5–10 napos hitelek kamatlábát 10%-ról 7,75%-ra csökkenti, azonban az intervenció kamatláb 6,75% marad.

Konvergenziavita az EMR-válság után

Az 1992–1993-as EMR-válság hatására elszálltak a remények, hogy a monetáris unió megvalósítható az evolutív, csaknem spontán konvergenciafolyamattal párhuzamosan, fokozatos árfolyamsáv-szűkítéssel.

A fokozatos vagy megkoronázási stratégia az optimális valutaövezetek elméletének azon a következtetésén alapult, hogy a monetáris unió előfeltétele a reálkonvergencia, mert annak megvalósulásakor a közös „pénzfátyol” veszélytelenül „ráterülhet” az egész övezetre. *A Maastrichti Szerződés ezzel szemben számszerűen kizárólag nominális kritériumokat állapít meg, a reálkonvergencia-követelményeket csak általában határozza meg, mintegy a nominális kritériumok teljesülésének fenntarthatóságáról tájékoztató információként.* Amint az elméleti ismertetésnél láttuk, a modell csak akkor működik a kívánt módon, ha nincsenek merevségek a reálárak alakulásában. A nominális értékek pedig csak akkor közömbösek, ha a nominális árak esetén sem tapasztalhatók ármereségek. Az egyik régió magasabb inflációja – közös valuta esetén, azaz az árfolyam-kiigazítás lehetőségének megszűnése után – a versenyképesség csökkenéséhez, piacvesztéshez és a régió hosszabb távon fenntarthatatlan eladósodásához vezethet. Ezért az inflációs különbségek csökkentése elsődleges konvergenciakritérium.⁵³

Az inflációs ráták közelítése azonban nem mindig győzi meg a piacokat arról, hogy tartósan fenn is marad a konvergencia. Ha azt tapasztalják, hogy valamely gazdaság vagy gazdaságok reál értelemben nem eléggé rugalmasak, akkor arra számítanak, hogy az esetleges aszimmetrikus sokkokat nem tudják a közös valuta bevezetése után – azaz árfolyam-kiigazítás nélkül – kezelni. Az is elegendő lehet, ha a hosszabb távú alkalmazkodási képességet nem vonják kétségbe, de arra számítanak, hogy rövid távon nem képes az adott tagország/régió alkalmazkodni egy rövid távú sokkhoz.

⁵³ Aglietta (1995), 7–8. o.

A mondottak fényében a Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumai egy kompromisszum eredményének tekinthetők. A reálkonvergencia biztosítása indokolhatja a három, hosszú átmeneti szakasz előírását a monetáris integrációt megelőzően, továbbá a nem számszerűsített reálkonvergencia-kritériumok vizsgálatát (kereskedelmi és fizetési mérleg alakulása, fajlagos munkaköltség, munkatermelékenység és a reálbérek alakulása stb.). A nominális kritériumok viszont lehetővé teszik, hogy a kormányokkal szemben világos követelményeket támasszanak a konvergencia, illetve a menetrend terén, emellett a teljesítésük jól ellenőrizhető legyen a választók számára is. A másik fontos jellemzője a Maastrichti Szerződésnek az, hogy a konvergenciát nem spontán folyamatnak, hanem (legalább részben) a koordinált gazdaság- és monetáris politikák eredményének tekinti.

Egy működképes monetáris unióhoz a részt vevő országok akkor tudnak eljutni, ha a reál- és a nominális konvergencia követelménye nem mond ellent egymásnak. Az EMR-válság kitörése éppen egy ilyen konfliktusból fakadt: a szűk árfolyamsávok az adott feltételek mellett nem voltak hitelesen összeegyeztethetők a reálkonvergenciával, ezért a piacok arra számítottak, hogy a kialakult feszültségek az árfolyamok feladására kényszeríthetik a legtöbb EMR-országot, vagy magának a rendszernek a szétesését eredményezik. Ez elkerülhetetlenül valutaspekulációhoz vezetett, amelynek költségeit a monetáris hatóságok nem vállalhatták.

Az EMR-válság eredményeként jelentősen kiszélesítették a nominális árfolyamsávokat ($\pm 15\%$) és ezzel egyidejűleg a korábbinál sokkal nagyobb hangsúlyt fektettek a reálkonvergencia feltételeinek teljesülésére. Ezt a hangsúlyváltást az indokolta, hogy a reálkonvergencia időigényes, ennek kialakulásáig pedig a nominális kritériumok nagyobb rugalmasságának biztosítására van szükség.

A reál- és a pénzügyi szektor dinamikája közötti különbség a nagytömegű likvid tőkék és a liberalizált tőkepiacok korában különös körülményt igényel. A likvid tőkék könnyen kihasználják még a fundamentális, reáltényezőkkal nem magyarázható hozamkülönbségeket is, gyorsan és nagy tömegben áramolhatnak be az egyes gazdaságokba és ugyanilyen gyorsan el is hagyhatják azokat. A tőkeáramlás eltorzíthatja a célország versenyképességét, amelynek eredményeként a nominális és a reálkonvergencia elválhat egymástól, ellentétbe kerülhet egymással⁵⁴.

Noha már a Maastrichti Szerződésben is kimutatható volt a reál- és nominális konvergencia összehangolására való törekvés, a gyakorlatban a szűk sávok nem voltak hitelesen összeegyeztethetők a kialakult reáldivergenciákkal a válság előtt. Az EMR-válság legfontosabb tanulsága ennek a lehetőségnek a fokozottabb tudatosítása, ami a sávok kiszélesítésében és a reálkonvergenciára helyezett nagyobb hangsúlyban nyilvánult meg. A nominális és a reálkonvergencia közötti, egymást erősítő, nem pedig egymást kizáró kapcsolat leglényegesebb feltétele a reálárfolyam megfelelő rugalmassága, illetve a reálárfolyam és a kielégítő biztonsággal előre látható nominális árfolyam közötti egyensúly megtalálása. Ezzel biztosítható, hogy a tőke azokba az országokba/régiókba áramoljon,

⁵⁴ Aglietta (1995), 35. o.

amelyek azt legjobban igénylik, és amelyekben tőkeáramlás nélkül nem valósulhatna meg konvergencia.

A monetáris unió létrehozása eltünteti azokat a megmaradó kockázatokat is, amelyek az árfolyammozgásokból adódhatnának, és ezzel lehetővé teszi, hogy az egységes valutaövezet létrehozása melletti végső gazdasági igazolás realizálódjon: egy valutaövezeten belül a deficites régió olcsóbban és/vagy nagyobb mértékben adósodhat el, vonhat be tőkét, mint valutaunión kívül.

Ilymódon az EMR-válságot követően a konvergencia, annak tartóssága válik a központi kérdéssé, nominális és reál értelemben egyaránt. A válság megérlelte azt a politikai⁵⁵ döntést is, hogy a monetáris unió első körébe a kevésbé konvergáló országokat nem veszik be, velük az ERM egy reformált változatának keretében fognak együttműködni.

A KONVERGENCIAKRITÉRIUMOK

A Maastrichti Szerződés szerint az EMI-nek rendszeres jelentéstételi kötelezettsége van az országoknak a monetáris integráció harmadik szakaszára való felkészültségéről.⁵⁶ Ezek az ún. konvergenciajelentések⁵⁷ tartalmazzák a Szerződésben meghatározott konvergenciakritériumok⁵⁸ alakulásának elemzését, esetleges előrejelzését. A konvergenciakritériumok elemzését kiegészíti más mutatók figyelemmel kísérése: bérek, termelékenység, munkanélküliségi ráta, termelői árak, folyó fizetési mérleg, piaci integráció foka stb. vizsgálata is.

A maastrichti konvergenciakritériumok⁵⁹ a monetáris és fiskális politika alakulásának jól mérhető jellemzőit szorítják korlátok közé, hogy biztosítsák a monetáris unió hatékony működéséhez szükséges gazdasági konvergenciát a tagországok között.

Az *árstabilitás* érdekében a tagországnak fenntartható és átlagos inflációs rátával kell rendelkeznie. Átlagos abban az értelemben, hogy a monetáris unióba való belépést megelőző egy évben az inflációs ráta legfeljebb 1,5 százalékponttal múlhatja felül az EU legalacsonyabb inflációs rátát felmutató három országának számtani átlagát.

A *kormányzat pénzügyi helyzetének fenntarthatósága* érdekében el kell kerülni a túlzott⁶⁰ deficit megjelenését. A túlzott deficit megállapításában referenciaértékeként a monetáris unióba való belépést megelőző egy évben az államháztartás folyó deficitje nem haladhatja meg a GDP 3%-át, a bruttó államadósság pedig nem lehet több a GDP 60%-ánál.

⁵⁵ A közgazdászok nagy része sohasem hitt abban, hogy minden tagország egyszerre alapíthatná meg a monetáris uniót. Politikusok azonban az EMR-válság előtt tartózkodtak a többsebességes Európa emlegetésétől.

⁵⁶ TEU Protocol No. 4 Article 7.

⁵⁷ Progress Towards Convergence.

⁵⁸ A jelentésekben mind a pénzügyi, mind pedig a minőségi kritériumokról szó van. A minőségi (qualitative) kritériumok a monetáris politikai eszköztár területén való közeledést, az egységes monetáris politika megvalósítását, valamint a jegybankokra vonatkozó tagállami előírások összhangjának megteremtését szolgálják.

⁵⁹ TEU Article 109j és Protocol No. 6 Article 1–4.

⁶⁰ Nem tekinthető túlzott deficitnek, ha a deficit jelentősen csökkent vagy folyamatosan, megfelelő ütemben közelített a referenciaértékhez, illetve ha csak ideiglenesen vagy kivételesen haladja meg a referenciaértéket.

Az *árfolyamstabilitás* érdekében követelmény az ERM-tagokkal szemben, hogy árfolyamuk súlyos feszültségek nélkül a rögzített sávon⁶¹ belül maradjon, és a monetáris unióba való belépést megelőző két évben az adott ország egyoldalú kezdeményezésére ne értékelje le a többi tagország valutájával szemben megállapított hivatalos középárfolyamát.

A konvergencia fenntarthatóságát tükröző további kritérium a *hosszú távú kamatláb*⁶²-ra vonatkozik: a monetáris unióba való belépést megelőző egy évben a hosszú távú referencia-kamatláb legfeljebb 2 százalékponttal múlhatja felül az EU legalacsonyabb inflációs rátát felmutató három ország a hosszú távú kamatlábjának számtani átlagát.

7. táblázat

A maastrichti konvergenciakritériumok teljesülése (1996)

	Árstabilitás		Adósságkorlátozás		Kiadási fegyelem		Tőkepiaci stabilitás	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Referenciaérték	≤2,67	≤2,6	≤60,0	≤60,0	≤3,0	≤3,0	≤9,73	≤8,67
Teljes egészében megfelel (4)								
Luxemburg	1,9	1,3	6,0	7,8	1,5	0,9	7,6	7,0
Csaknem megfeleltek (3)								
Franciaország	1,7	2,1	52,8	56,4	-4,8	-4,0	7,5	6,6
Dánia	2,3	2,2	71,9	70,2	-1,6	-1,4	8,3	7,4
Írország	2,4	2,1	81,6	74,7	-2,0	-1,6	8,3	7,5
Hollandia	1,1	1,2	79,7	78,7	-4,0	-2,6	6,9	6,3
Még távol van a feltételektől (2)								
Egyesült Királyság	3,1	3,0	54,1	56,3	-5,8	-4,6	8,3	8,0
Németország	1,5	1,3	58,1	60,8	-3,5	-4,0	6,9	6,3
Finnország	1,0	0,9	59,2	61,3	-5,2	-3,3	8,8	7,4
Ausztria	2,0	1,7	69,0	71,7	-5,9	-4,3	7,1	6,5
Svédország	2,9	1,6	78,7	78,1	-8,1	-3,9	10,2	8,5
Belgium	1,4	1,6	133,7	130,6	-4,1	-3,3	7,5	6,7
Elmaradtak a feltételektől (0)								
Spanyolország	4,7	3,8	65,7	67,7	-6,6	-4,4	11,3	9,5
Portugália	3,8	3,0	71,7	71,1	-5,1	-4,0	11,5	9,4
Görögország	9,0	8,4	111,8	110,6	-9,1	-7,9	17,4	15,1
Olaszország	5,4	4,7	124,9	123,4	-7,1	-6,6	12,2	10,3

Forrás: EMI, *Progress Towards Convergence*, 1996. november.

Árstabilitás

Az optimális valutaövezetek elmélete szerint lényeges, hogy a zónán belül az inflációs ráták ne térjenek el jelentősen. Egyrészt jövedeleminfláció esetén jelentkezik egy „potyautas probléma”, másrészt költségoldalról csökkenti a régió jövedelmezőségét, ami regionális deficitet okoz.

⁶¹ Normal Fluctuation Margins.

⁶² A hosszú távú államkötvények, illetve más (lejárat és kockázat szempontjából) összehasonlítható állampapírok kamatlábai.

Az EMI 1996-os konvergenciajelentése szerint a három legjobban teljesítő ország Finnország (0,9%), Hollandia (1,2%) és Németország (1,3%) volt⁶³. Az inflációs rátát az „ideiglenes fogyasztóiár-index”⁶⁴ alapján számolták ki, ami kis módosításokkal alapvetően még a nemzeti árindexeken alapult. A három ország inflációs rátáinak számtani átlaga 1,1%, tehát az árstabilitási kritérium referenciaértéke 2,6% volt.

A Maastrichti Szerződés pontos szövege szerint akkor szabad mind a három legjobban teljesítő ország inflációs rátáját figyelembe venni a referenciaérték számításakor, ha nincs köztük kiugró érték. Ha ugyanis például valamelyik inflációs ráta szignifikánsan eltér a másik kettőtől, akkor csak a két hasonlóan teljesítő országot szabad alapul venni a számtani átlag számításakor. A Szerződés nem határozza meg közelebbről, mit tekint kiugró értéknek.

„The criterion on price stability...shall mean that a Member State has a price performance that is sustainable and an average rate of inflation, observed over a period of one year before the examination, that does not exceed by more than 1.5 percentage points that of, **at most**, the three best performing Member States in terms of price stability.”⁶⁵

10 tagország inflációs rátája maradt a referenciaérték alatt és bizonyult hosszú távon is fenntarthatónak. Az öt nem teljesítő ország: Portugália (+0,4%), Nagy-Britannia (+0,4%), Spanyolország (+1,2%), Olaszország (+2,1%) és Görögország (+5,8%). A Bizottság novemberben közzétett 1997. évi előrejelzése⁶⁶ szerint a referenciaérték alatt maradó jelenlegi 10 tagállamhoz Portugália, Nagy-Britannia, Spanyolország és Olaszország is csatlakozni fog, csupán Görögország marad 1997-ben nem teljesítő.

Az árstabilitási kritérium megköveteli az adott inflációs ráta hosszú távú fenntarthatóságát is, amiben a konvergenciajelentés szerint több tényező is szerepet játszhat. Egyrészt figyelembe kell venni, hogy néhány átmeneti tényező (pl. közvetett adók) hatása hogyan befolyásolta az inflációs ráta alakulását. Másodszor meg kell vizsgálni, hogy az adott inflációs ráta összhangban van-e az általános makroökonómiai teljesítménnyel (pl. a tendenciák elemzésénél figyelembe kell venni, hogy a konjunktúraciklus milyen szakaszában van az adott ország). Harmadszor pedig olyan szituációk is előfordulhatnak, mint például adósságdefláció esetén, amikor egyértelműen fenntarthatatlan az adott inflációs ráta (ilyen helyzetre utalhat pl. a csődök nagy száma, a bankpánik vagy a gyors ütemben csökkenő ingatlanárak esete).

⁶³ Árindex szeptembertől szeptemberig.

⁶⁴ Interim Indices of Consumer Prices (IICP). 1994-től ez az árindex segít kiegyenlíteni a tagországok eltérő inflációsráta-számolásából adódó különbségeket, azonban a fogyasztóiár-indexek harmonizációja csak a második lépcsővel (1997. januártól) valósul meg teljesen a harmonizált fogyasztói árindex (Harmonized Indices of Consumer Prices – HICP) bevezetésével. Bővebben lásd EMI (1996).

⁶⁵ Kiemelés a szerzőktől.

⁶⁶ Commission Autumn Forecasts 1996.

8. táblázat**Versenyképességi és termelékenységi mutató**

	Nominális fajlagos munkaköltség* (éves változás százalékban)					Termelékenység** (éves változás százalékban)				
	1992	1993	1994	1995	1996	1992	1993	1994	1995	1996
Ausztria	4,5	3,8	0,5	1,9	1,6	1,1	0,4	2,6	1,9	1,2
Belgium	3,5	3,9	0,5	1,0	0,0	2,4	0,4	3,5	1,6	1,2
Dánia	3,1	-0,7	0,0	2,6	3,1	0,7	2,3	3,6	1,0	0,6
Egyesült Királyság	3,5	1,0	0,0	1,7	2,0	2,6	2,6	3,8	1,7	1,7
Finnország	-2,1	-4,6	-2,1	2,3	1,9	3,9	5,8	4,6	2,1	1,5
Franciaország	2,8	2,9	0,2	1,2	1,6	1,6	-0,6	1,8	0,7	0,3
Görögország	11,3	10,7	12,3	11,3	8,8	-1,1	-2,1	-0,4	1,2	1,2
Hollandia	4,6	2,2	-5,6	1,2	0,0	-0,5	0,5	7,9	1,5	0,7
Írország	-5,9	0,0	-6,1	-9,3	-6,2	10,5	5,8	7,7	11,7	9,7
Luxemburg	5,5	4,6	4,0	3,1	2,6	-0,6	0,8	0,2	-0,1	0,3
Németország	6,2	3,7	-0,1	1,3	0,4	4,4	0,6	3,5	2,3	2,2
Olaszország	4,3	2,0	-1,0	2,1	5,2	2,1	2,1	3,9	3,9	0,5
Portugália	12,9	6,5	3,9	1,7	3,6	0,9	0,9	0,8	3,0	2,1
Spanyolország	6,8	3,3	1,0	2,0	3,3	2,9	3,2	2,1	0,4	0,4
Svédország	-3,3	-4,1	2,2	3,5	4,5	7,0	7,8	1,4	0,0	1,3
EU 15	4,5	2,6	0,0	1,7	2,2	2,7	1,4	3,2	2,0	1,2

* Forrás: EMI, *Progress Towards Convergence*, 1996.

** Forrás: EMI, *Progress Towards Convergence*, 1996.

A költségvetési kiadási fegyelem és az adósságkorlátozás

Mint láttuk, az optimális valutaövezetek elmélete a valutaunió hatékony működtetéséhez a gazdaságpolitikák, így a fiskális politikák összehangolását javasolja a részt vevő országok között, mivel a közös monetáris politika csak megfelelő fiskális politikai támogatással lehet hiteles.

A GDP-hez viszonyított költségvetési hiány 1995-ben csak Dániában és Írországban maradt a kritikus, 3%-os referenciaérték alatt, míg egy országban – Luxemburgban – a költségvetés szufficites volt. Az ún. túlzott deficit eljárást azonban nem szüntették meg az előző két országban, így hivatalosan csak Luxemburg teljesítette a kritériumot. A többi ország közül nyolcban csökkent a hiány mértéke 1995-ben, négyben azonban ellenkező tendenciák jelentkeztek (Németország, Spanyolország, Hollandia és Ausztria). 1996-ban az eddig is teljesítő három országhoz csatlakozott Hollandia, és az összes többi ország javulást jelzett előre, amely néhány esetben megvalósíthatónak is tűnik. Németországban a hiány növekedését várják.

Habár a hosszú távú fenntarthatóság megítélésénél – a gazdasági ciklusok alakulásának figyelembevételével – a strukturális deficit nagyságának részesedését is követni kell, a mérési problémák és az egyedi/egyszeri tételek miatt fenntartással kell kezelni. A nagyfokú bizonytalanság miatt a konvergencia megítélésénél a teljes deficit lesz a mérvadó, a tendenciák elbírálásánál azonban figyelembe vehető a strukturális hiány alakulása is.

A másik döntő tényező a tendenciák megítélésénél a kiadási és bevételi oldal változásainak vizsgálata lesz. A kiadási oldal elemzése azt mutatja, hogy elkerülhetetlen a szociális rendszerek reformja ahhoz, hogy a deficit tartósan ne haladja meg a maximális 3%-ot.

A TEU 104c. cikkelyének 3. pontja szerint, ha a hiányra vonatkozó kritériumok nem teljesülnek, akkor a Bizottságnak az okokról jelentést kell készítenie. A jelentésben külön ki kell térni arra, hogy vajon a költségvetési hiány meghaladja-e a kormányzati beruházások értékét, minden más lényeges tényező figyelembevételével. 1996-ban mindössze öt ország teljesítette ezt az előírást: Dánia, Írország, Luxemburg, Hollandia és Portugália. Jelentést kell készíteni a költségvetés helyzetéről akkor is, ha teljesülnek ugyan a kritériumok, de a Bizottság véleménye szerint felmerül a túlzott deficit kockázata.

Az államadósság-arányokat nézve 1995-ben öt ország: Németország, Franciaország, Luxemburg, Finnország és az Egyesült Királyság államadósság/GDP aránya maradt a 60%-os referenciaérték alatt. A maradék 10 ország közül Dániának és Írországnak sikerült jelentős javulást elérnie, de csökkent a deficit Belgiumban, Olaszországban és Svédországban is. Az 1996-os előrejelzések szerint ezekben az országokban folytatódik a javuló tendencia, és megindul az államadósság csökkenése Görögországban, Hollandiában és Portugáliában is. Három országban marad azonban csak a referenciaérték alatt az arány 1996-ban is: Franciaországban, Luxemburgban és az Egyesült Királyságban.

Három ország adósságaránya 1996-ban is kiugró fog maradni: Belgiumban (130,6%), Olaszországban (123,4%) és Görögországban (110,6%) a GDP/adósság arány jóval meghaladja a referenciaértéket. Míg Belgiumban jelentős csökkenést sikerült elérni az 1993-as csúcserősséghez képest, Olaszországban 1994 óta nem változott szignifikánsan az adósságállomány GDP-hez viszonyított értéke.

Fenntartható fiskális pozíció alatt sokan egy állandó GDP-hez viszonyított arányt értenek. Azonban fontos – a növekvő deficit hiányad stabilizálásán túl – idővel annak fokozatos csökkentése is, elsősorban a szociális rendszerek finanszírozásának reformjával. Belátható ugyanis, hogy csak a növekedési ütemre koncentrálnak nem oldhatók meg azok a problémák, amelyek az egészségtelenül nagy adósságállományból fakadnak (pl. növekvő adóbevételek-igény, kiszorítási hatás, a hiány refinanszírozása, a költségvetés leszűkült mozgásterére a sokkokra való reagálásban, magas kamatszint).

A Szerződés nem határoz meg határidőt a kritérium teljesítésére, hiszen a gyakorlatban – a nemzeti sajátosságok miatt – előfordulhat, hogy a tagországok nagyon eltérő ütemben érik el a referenciaértéket. Középtávon azonban a konvergenciajelentés szerint csak egy megfelelő mértékű elsődleges egyenleg biztosíthatja a költségvetés számára a manőverezési lehetőséget.

9. táblázat**Elsődleges egyenleg**

(a GDP százalékában)

	1992	1993	1994	1995	1996
Ausztria	2,4	0,2	-0,3	-1,5	0,3
Belgium	3,6	3,3	4,9	5,0	5,2
Dánia	4,0	3,9	3,6	5,0	5,0
Egyesült Királyság	-3,4	-4,9	-3,5	-2,1	-0,9
Finnország	-3,2	-3,4	-1,1	0,1	2,5
Franciaország	-0,6	-2,3	-2,0	-1,1	-0,2
Görögország	-0,6	-1,4	2,1	4,0	3,9
Hollandia	2,3	3,0	2,5	1,9	3,0
Írország	4,4	4,0	4,0	3,0	2,9
Luxemburg	1,1	2,0	3,1	1,9	1,3
Németország	0,4	-0,2	1,0	0,2	-0,2
Olaszország	1,9	2,5	1,7	4,1	4,0
Portugália	4,2	-0,1	0,0	0,5	0,9
Spanyolország	0,6	-1,6	-1,2	-1,3	1,0
Svédország	-2,4	-6,1	-4,0	-1,0	3,6
EU15	0,2	-0,8	-0,1	0,4	1,1

Forrás: EMI (1996d): *Progress Towards Convergence*, 1996.

Az elsődleges egyenleg mértéke mellett a kamatfizetési kötelezettségek eltérő mértéke is megmagyaráz bizonyos részt az adóssághányad alakulásában. A harmadik magyarázó változó a költségvetésen kívül eső tényezők alakulása (pl. a valutaárfolyam változásából adódó adósságátértékelés, a privatizációs bevételek mértéke, az adósságátvállalás a gazdaság más szektoraitól, statisztikai korrekciók).

10. táblázat**Kamatfizetések**

(a GDP százalékában)

	1992	1993	1994	1995	1996
Ausztria	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Belgium	10,8	10,8	10,1	9,1	8,5
Dánia	6,8	7,8	7,1	6,7	6,4
Egyesült Királyság	2,9	2,9	3,3	3,7	3,8
Finnország	2,6	4,6	5,1	5,4	5,9
Franciaország	3,2	3,4	3,6	3,7	3,8
Görögország	11,7	12,8	14,2	13,1	11,9
Hollandia	6,3	6,2	5,9	6,0	5,6
Írország	6,9	6,5	5,7	5,0	4,5
Luxemburg	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Németország	3,3	3,3	3,4	3,7	3,8
Olaszország	11,4	12,1	10,7	11,2	10,5
Portugália	7,8	6,8	5,8	5,6	4,9
Spanyolország	4,2	5,2	5,1	5,4	5,4
Svédország	5,4	6,2	6,8	7,1	7,5
EU 15	5,3	5,4	5,3	5,4	5,4

Forrás: EMI (1996d): *Progress Towards Convergence*, 1996.

A Stabilitási és Növekedési Egyezmény

1996. december 13–14-én a dublini csúcson elfogadták az ún. Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SNE) alapelveit. Ismeretes, hogy az SNE legfőbb szorgalmazója Németország volt, amely azzal adott nyomatókat az igényeinek, hogy azok elfogadása nélkül a német alkotmánybíróság alkotmányellenesnek nyilváníthatja az ország részvételét a valutaunióban.⁶⁷ Politikailag is csak akkor tekintették védhetőnek Németország GMU-ban való részvételét, ha a pénz stabilitását magasra értékelő német közvélemény számára intézményes és automatikus biztosítékokkal tudnak szolgálni. Az SNE egyik érdekessége volt, hogy mire annak alapelveit a dublini csúcs elé terjesztették, világossá vált, hogy Németország is könnyen a megbüntetőkhöz kerülhet.⁶⁸

Az SNE Dublinban kidolgozott három alapelve – amelynek elemeit az Európa Tanács amszterdami csúcserőkeztetén kell elfogadni – a következők:

1. Megelőzés: a multilaterális felügyelet ismételt megerősítése (TEU 103).
2. Elrettentés: felgyorsítja, kibővíti és pontosítja a túlzottdeficit-eljárást (TEU 104c).
3. Elkötelezettség: Minden részt vevő ország kifejezi politikai elkötelezettségét az európai tanácsi határozat megfelelő időben történő teljes bevezetésére.

Mindhárom pontra vonatkozóan európai tanácsi szabályozást (Council Regulation) adnak ki. Az EU álláspontja szerint az SNE elfogadása semmiben sem változtatja meg a monetáris unióra való belépés feltételeit (sem az első, sem a későbbi belépők esetében), csak pontosítja azokat.

A Stabilitási Egyezmény értelmében:

- A III. szakasz kezdetére minden országnak be kell mutatnia a költségvetési stabilitási tervét, amelynek középtávú célként közel kiegyensúlyozottnak kell lennie vagy többletet kell mutatnia. E célon kívül tartalmaznia kell az oda vezető pályát is. E rendelkezés megfelelője a monetáris uniót kívül maradó országok esetében egy javított konvergencia-program. A Tanács mindkét csoport tervezeteit figyelemmel kíséri, és a céltól való eltérés esetén ajánlásokat adhat a tagországok számára a kiigazítás érdekében. Ezek az ajánlások szolgálnának korai figyelmeztető mechanizmusként.

⁶⁷ Megemlítjük, hogy a németek mellett más tagállamok is szorgalmazták olyan intézményes megoldás elfogadását, amely a fiskális fegyelmet folyamatosan, a monetáris unióba való belépést követően is biztosítja. Az északi országok (Finnország, Dánia és Svédország) javaslata például még az eredeti németnél is szigorúbb volt, mert ők zéró vagy enyhe többletet mutató GDP-arányos strukturális költségvetési egyenleget javasoltak elfogadtatni célként, míg a németek –1%-ost. Az SNE tehát egyáltalán nem tekinthető kizárólagosan német elgondoláshoz, hiszen végül az északi országok javaslatát fogadták el. Az északiak javaslata azt tükrözte, hogy náluk a költségvetési hiány érzékenyebb a gazdaság ciklikus mozgására a költségvetésük szerkezete miatt.

⁶⁸ Az előző szakaszban a kritériumok teljesülését mutató táblázatban látható, hogy 1995-ben a költségvetési deficit 3,5%, 1996-ban 4% volt. A német kormány 1996 végén még 2,5%-os deficittel számolt, de az 1997. januári, drámai módon megnövekedett munkanélküliségi adatok ismeretében 2,9%-ra módosította. Az OECD 1997-re 3,3%-os hiányt vetít előre Németország esetében (lásd: Financial Times, 1997).

- A túlzottdeficit-eljárás hatékonyságának javítása érdekében további törvényhozások keretében egyértelművé teszik a Maastrichti Szerződés rendelkezéseit, és szigorú határidőket állapítanak meg az eljárás egyes lépései közötti időszakokra. Ezzel a túlzottdeficit-eljárás gyorsabb és kiszámíthatóbb lesz.

A három százalékos túllépő tagországok közül azok, amelyek bizonyítani tudják, hogy ennek oka valamilyen, a kormány hatókörén kívül eső ok – pl. természeti katasztrófa – vagy a GDP éves szinten legalább két százalékkal csökkent, automatikusan mentesülnek a lehetséges pénzbüntetés alól. (Az elmúlt 30 évben a 15 tagállam esetében összesen 13 alkalommal volt erre példa).

Azokban az esetekben, amikor a GDP csökkenése 0,75–2% közé esik, az EU pénzügyminiszterei – mérlegelés alapján, pl. váratlan volt-e a visszaesés – döntenek arról, hogy kiszabjanak-e pénzbüntetést.

Azoknak a túlköltekező országoknak, amelyekben a GDP visszaesése nem haladja meg a 0,75%-ot, szankciókkal kell szembesülniük. Ám – ellentétben az eredeti német javaslatokkal – még ez sem automatikus, a pénzügyminiszterek tanácsában (ECOFIN) a javaslatnak a szavazatok 2/3-os többségét kell megkapnia (TEU 104c/13).

Ha a túlzott deficit nem igazolható rendkívüli körülményekkel, és a tagállam nem tesz kiigazító lépéseket sem – legkésőbb („at most”) tíz hónappal a megfelelő adat megismerése után, akkor a büntetés először nem kamatozó letét kötelező befizetése lesz az EKB-hoz. Ha a szükséges kiigazításokat két év után sem hozzák meg, akkor a letét pénzbüntetéssé változtatható. A monetáris uniót kívüli tagországokat azonban nem illethetik pénzbéli büntetéssel.

Az SNE Dublinban elfogadott alapelveit úgy értékelték az érdekeltek, hogy a „kecske is jóllakott és a káposzta is megmaradt”. A német tárgyaló fél keresztül tudta vinni az SNE elfogadását: a nagyjából kiegyensúlyozott vagy többletet mutató középtávú költségvetési tervek készítésének előírását, teljesülésének figyelemmel kísérését. A pénzbüntetés – mint az a keretes írásból kiderül – nem automatikus: a pénzügyminiszterek diszkrecionális döntésére bízták. Továbbá tényleges, végső büntetéssé válása (2 év) túlságosan hosszúnak ítélték ahhoz, hogy közvetlen kiigazításra kényszerítsen egy kormányt. Sőt, könnyen már egy újonnan megválasztott kormányt terhelhet. A szankcióktól tartó országoknak tehát lesz módjuk a hiány okainak megmagyarázására és a büntetés elkerülésére. A franciák pedig ennek tetejében annak is örülhettek, hogy őket lehet tekinteni a végső változat megfogalmazójának és a kompromisszum létrehozójának.

Árfolyam-stabilitás

Míg az eddig tárgyalt kritériumok széles körben elfogadottak, az uralkodó elmélettel alátámaszthatók és racionális előfeltételei egy monetáris unió létrehozásának, addig az árfolyam-ingadozások korlátok közé szorítását többen megkérdőjelezték.

Kenen (1995) felteszi a kérdést, hogy miért kell korlátokat szabni a monetáris uniót megelőző időszakban az egyes árfolyamok mozgására, ha az unió létrejöttével, az egész konvergenciafolyamat végével úgyis megszűnnek ezek az árfolyamok. Másrészt az árfolyamok múltbeli alakulásából nem szabad messzemenő következtetéseket levonni, hiszen változik a környezet, változnak a kormányok és az attitűdök is. A kritérium⁶⁹ beillesztését a Maastrichti Szerződésbe az indokolhatja, hogy az országok – azzal, hogy két évig nem hajthatnak végre árfolyam-leértékelést a többi tagország valutájával szemben – bizonyíthatják, hogy képesek az aszimmetrikus sokkok kezelésére. Az árfolyamkiigazítások két évre szóló megtiltásával növelhető annak hitelessége, hogy az árfolyamrögzítés a III. szakasz elején megvalósítható.

A dublini csúcson (1996. december 13–14.) végső döntés született a GMU megvalósításának ütemtervéről – elfogadva 1999. január 1-jét a III. szakasz kezdő időpontjának –, és a közös pénz, az euró bevezetéséről. Ebből következően 1997. január 1-jétől kezdődően a GMU-tagság feltételei szerint nem szabad árfolyam-leértékelést végrehajtani.

A hosszú távú kamatok

Csakúgy, mint az árfolyam-kritériumot, a hosszú távú kamatokra vonatkozó korlátozást is sokan megkérdőjelezik. Kenen (1995) kiemeli, hogy a többi konvergenciakritériummal ellentétben a hosszú távú kamatok előretekintőek, ezért a piaci szereplők várakozásait tükrözik. A hosszú távú kamatok emelkedése például jelzést adhat arról, hogy a szereplők a rövid távú kamatok, az inflációs ráta emelkedését vagy a valuta leértékelését várják.

A hosszú távú kamatszint elsősorban az inflációs várakozásokat, a várható hosszú távú reálkamatlábát és a különböző kamatprémiumokat tükrözi. Ezért összehasonlításoknál a nominális kamatláb mellett külön vizsgálni kell a reálkamatlábát is.

A reálkamatszinteknek elméletileg a szabad áru- és tőkeáramlás révén ki kell egyenlítődniük. Ebből következően a reálkamatlábak az egyes országokban csak az eltérő kamatfelárak miatt térhetnek el. A hosszú távú kamatok esetében a kamatprémium tartalmazza a szereplők bizonytalanságát a jövőbeli inflációra vonatkozóan, a monetáris politika hitelessége mértékének megítélését és az árfolyam-várakozásokat.

A piaci szereplők fent felsorolt várakozásai a konvergenciafolyamat „ellen dolgoznak” – bár a veszélyek többségét a többi konvergenciakritérium behatárolja –, mindenképpen jó jelzés („signal”) a kormányzatok tagjai és a döntéshozók számára arról, hogy elég hiteles-e az általuk képviselt stratégia, gazdaságpolitika.

A GMU létrejöttével a piaci szereplők a hosszú távú kamatokban már nem az adott ország makroökonómiai teljesítményét fogják értékelni, azokban a valutaunió egészére vonatkozó várakozások fognak megjelenni. Ezért a hosszú távú nominális kamatszint olyan kritériumnak tekintendő, amely a várakozások konvergenciáját segíti elő.

⁶⁹ TEU Article 109j.

A referenciaérték az országokban kibocsátott 10 éves államkötvények kamatlába.⁷⁰ A referenciaérték kiszámítási alapja értelemszerűen a *három legalacsonyabb inflációjú* ország kamatlábainak (Finnország 7,4%, Hollandia 6,3%, Németország 6,3%) számtani átlaga plusz 2 százalékpont, azaz 8,7%. Megállapítható, hogy 1996-ban a kamatlábak csökkenő tendenciát mutatnak; 11 ország teljesíti a kritériumot. Spanyolország, Olaszország, Portugália és Görögország hosszú távú kamatlábai maradtak a referenciaérték felett. A nem teljesítők hozamai jelentősen meghaladják a referenciaértéket, bár a különbség kismértékben csökken.

⁷⁰ A harmonizált kamatlábak (Harmonized Interest Rates) nevük ellenére nem mindig biztosítják az összehasonlíthatóságot, mert vannak olyan országok, amelyekben nincs ilyen lejáratú kockázatmentes állampapír (pl. annak idején Görögország), vagy nincs jelentős forgalmuk, nincs likvid piacuk.

3. A KÖZÖS MONETÁRIS POLITIKA INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS ESZKÖZTÁRA

A közös monetáris politika intézményrendszerét és működését alapvetően a Maastrichti Szerződésben lefektetett elvek és az annak mellékleteként elfogadott jegybanktörvény a Központi Bankok Európai Rendszeréről (KBER), illetve az Európai Központi Bankról (EKB) határozza meg. A Szerződés előírta⁷¹ az EMI számára, hogy legkésőbb 1996. december 31-ig dolgozza ki azt a szabályozási, szervezeti és logisztikai keretet, amelyre a harmadik szakaszban a KBER-nek feladatai végrehajtásához szüksége van. E feladatnak az EMI a „The Single Monetary Policy in Stage Three” című, 1997 januárjában publikált dokumentum elkészítésével tett eleget. Az egyes részkérdésekről az idei év során további publikációkat fognak közölni. 1998 elején döntenek a részt vevő országok köréről, ezt követően kell az EKB-t megalakítani, aminek 1999. január 1-jétől minden tekintetben képessé kell válnia a közös monetáris politika bevezetésére és folytatására.

A KBER-t az Európai Központi Bank döntéshozó szervei fogják irányítani⁷², a jelenlegi nemzeti jegybankok (NJB-k) regionális fiók szerepet fognak játszani, amelyek végrehajtják a frankfurti intézmény döntéshozó szerveinek döntéseit. A nemzeti jegybankok – az EKB-hoz hasonlóan – nem függenek a közösségi hatóságoktól, saját vagy más nemzeti kormányoktól és más nemzeti hatóságoktól.⁷³ A bankjegyek kibocsátásának engedélyezése az EKB Kormányzótanácsának kizárólagos joga, de a kibocsátást az EKB és a nemzeti jegybankok is végrehajthatják.⁷⁴ Az NJB-knek fontos szerepük lesz az információk gyűjtésében, az adatszolgáltatásban és hozzájuk nyújtják be a jegybanki likviditás iránti igényüket a kereskedelmi bankok, esetleges többletlikviditásukat is náluk helyezhetik el. Ezeket továbbítják a frankfurti központi bankhoz, amely az egész euróövezetre vonatkozó információk birtokában dönt arról, hogy mennyi pótlólagos likviditást hajlandó a rendszerbe juttatni vagy onnan kivonni. A nemzeti jegybankok közvetítésével kapcsolják össze a részt vevő országok fizetési rendszereit, a nemzeti értékpapír-letéti és -elszámoló hálózatot.

A központi monetáris döntések végrehajtásában a KBER törekedni fog a decentralizálásra. Azt az elvet rögzítették, hogy a rendszer egészét érintő sokkokra az EKB fog reagálni, egy helyi sokk kezelésére pedig pontosan körülírt módon utasítja a területileg illetékes nemzeti központi bankot. Ez az elv sérülhet, ha a sokk természete olyan, hogy azonnali beavatkozást igényel és túlságosan hosszadalmas volna valamely nemzeti jegybank utasítása.

⁷¹ TEÜ, Article 109/3.

⁷² TEÜ, Article 106/3, és „Statue...”, Article 8.

⁷³ TEÜ, Article 107.

⁷⁴ TEÜ, Article 105a/1. és „Statue...”, Article 16.

1999. január 1-jétől a KBER hatáskörébe fog tartozni:⁷⁵

- a közösség közös monetáris politikájának meghatározása és bevezetése,
- az árfolyam-politika (az Ecofinnel közösen),
- a tagállamok hivatalos nemzetközi tartalékainak tartása és kezelése,
- a fizetési, pénzforgalmi rendszer akadálytalan működéskének biztosítása.

1. A KBER hozzájárul a kompetens hatóságoknak a prudenciális felügyeletre és a pénzügyi rendszer stabilitására irányuló politikájának zökkenőmentes viteléhez.

2. Az elsődleges cél – az árstabilitás – veszélyeztetése nélkül hozzá kell járulnia a közösségi gazdaságpolitika megvalósításához.

3. Az EKB illetékes minden, a hatáskörébe tartozó területet érintő ügyben hozott közösségi vagy nemzeti hatósági törvény, törvényjavaslat véleményezésében. Jogosult továbbá az illetékességi körét érintő ügyekben a közösségi és nemzeti intézményekkel a véleményét tudatni.

4. A KBER feladatainak végrehajtásához az EKB a nemzeti jegybankok segítségével jogosult statisztikai információkat kérni a nemzeti hatóságoktól éppúgy, mint a gazdasági szereplőktől. Elősegíti az adatgyűjtés és -feldolgozás harmonizációját, ami elegendhetetlen feltétele a monetáris politikai feladatai végrehajtásának.

AZ EKB ÉS A NEMZETI JEGYBANKOK FÜGGETLENSÉGE

A Maastrichti Szerződés – amit megerősít a KBER és az EKB alkotmánya is – megköveteli, hogy a tagállamok, legkésőbb az KBER létrehozásának idejére⁷⁶, nemzeti jegybank-törvényeiket hozzák összhangba a Szerződéssel. Ez nem jelenti azt, hogy harmonizálni kell a nemzeti jegybank-törvényeket, hanem csak azt, hogy a nemzeti jegybank-törvényeket és egyéb nemzeti törvényeket úgy kell kiigazítani, hogy ne legyenek az Szerződéssel összeegyeztethetetlenek.

Az EMI az idézett konvergenciajelentésben ismerteti azokat a gyakorlati kritériumokat, amelyek alapján a Maastrichti Szerződés követelményeinek teljesítését az egyes nemzeti jegybankok esetében időről időre megvizsgálják. A jelentés négy függetlenséget különböztet meg, úgymint intézményi, személyi, működési és pénzügyi függetlenséget.

⁷⁵ TEU, Article 105/2-6, 108 és Protocol 14.1.

⁷⁶ Az 1995-ös madridi csúcstalálkozón hozott döntés szerint 1998 első felére.

Az *intézményi függetlenség tekintetében* a Szerződéssel összeegyeztethetetlen, ha harmadik fél (pl. nemzeti kormány vagy parlament):

- utasításokat ad a jegybanknak vagy döntéshozó testületének,
- felfüggeszt, jóváhagy, semmisnek nyilvánít vagy későbbre halaszt egy jegybanki döntést,
- jogi alapon a jegybank döntéseit cenzúrázza,
- szavazati joggal részt vesz a jegybank döntéshozó testületében vagy
- előzetesen konzultál egy jegybanki döntésről.

A *személyi függetlenség tekintetében* a jegybankokról szóló törvényeknek biztosítaniuk kell, hogy:

- a jegybankok elnökeinek minimális hivatali ideje 5 év legyen,
- egy jegybank elnökét csak a 14.2-es cikkelyben leírt indokok alapján menthessék fel,
- a jegybank elnöke mellett a döntéshozó testületi tagok számára is ugyanolyan biztonságos hivatalviselésről kell gondoskodni,
- ne adódjék (érdek-)összeférhetetlenség a nemzeti jegybankok és az EKB döntéshozó testületi tagjainak a jegybanki feladataikkal összefüggő kötelezettségei és más irányú – a jegybanki döntéshozói tevékenységükhöz nem kapcsolódó – funkciói között.

A működési (formai) függetlenség megköveteli, hogy a nemzeti jogszabályoknak a jegybank feladataira és céljaira vonatkozó paragrafusai biztosítsák az összhangot a KBER alkotmányának 2. cikkelyében rögzített feladataival és céljaival.

A pénzügyi függetlenség azt jelenti, hogy a nemzeti jegybankok biztosítják maguknak a feladataik ellátásához szükséges pénzügyi/anyagi forrásokat. Minden olyan nemzeti törvény és jogszabály ellentétes a Maastrichti Szerződéssel és a KBER/EKB alkotmányával, amely ezt akadályozza.

A jelentés sorra veszi minden nemzeti jegybank esetében azokat a törvényi és intézményi akadályokat, amelyeket a KBER megalapításáig meg kell szüntetni. Nem volt olyan jegybank, amely a vizsgálat lezárultáig teljesen megfelelt volna a Maastrichti Szerződés előírásainak, habár egy jelentős részük az EMI által véleményezett változtatási kérelmét megfogalmazta a nemzeti hatóságok számára.

A JEGYBANKI FÜGGETLENSÉG SZÜKSÉGESSÉGE

Az árstabilitás mint elsődleges cél a Maastrichti Szerződés alkotói szerint a legjobban a központi banknak a költségvetéstől és a politikától való függetlensége biztosításával érhető el. Ezzel függ össze, hogy a monetáris politikának az árstabilitás mellett nincs foglalkoztatási célja. A függetlenség körébe tartozik az is, hogy sem az EKB, sem a KBER a közületi szektort – vagyis európai közösségi intézményeket, központi kormányzatokat és helyi önkormányzatokat vagy egyéb közintézményt, közületi törvény alá tartozó intézményt és állami, önkormányzati tulajdonú vállalkozást – nem hitelezheti, azok hitel-eszközét (pl. kötvényét) közvetlenül nem vásárolhatja meg.

Emlékezetes, hogy a második világháború után uralkodott „keynesiánus” makroökonómia azt tartotta, hogy a költségvetési hiány finanszírozásán keresztül növelhető a foglalkoztatás és a kibocsátás (Phillips-görbe: átváltás a foglalkoztatás és az infláció között). Az olyan régi alapokmánnal rendelkező monetáris hatóságok, mint a Fed (USA) a mai napig a céljai között tudja a foglalkoztatás előmozdítását. Az azonban már más kérdés, hogy mikor hogyan látták ezt előmozdíthatónak. A hetvenes évek óta az a nézet erősödik, hogy az alacsony infláció az, amely hosszabb távon is a legmagasabb foglalkoztatási szintet eredményezi. Az utóbbi néhány évben elfogadott központi banki alaptörvények ezért az árstabilitást tekintik a legfontosabb célnak, amit a függetlenség megadásával biztosítanak, és nem említik külön a foglalkoztatási célt. Megjegyezzük, hogy formális függetlenség nélkül is lehetséges az árstabilitás elérése, miként azt pl. a japán jegybank esete mutatja.

Az árstabilitás körébe tartozik az is, hogy a KBER/EKB-nek *nem lesznek* közvetlen *bankfelügyeleti* jogai és kötelezettségei. Vannak országok, amelyekben a központi banki és a bankfelügyeleti funkció intézményileg nem válik el (pl. az Egyesült Királyságban, részben az USA-ban), de az EU illetékesei úgy látták, hogy az árstabilitás jobban biztosítható, ha a bankok felügyelete szervezetileg is önálló hatósághoz tartozik.

Goodhart és Schoenmaker (1993) nemzetközi áttekintésében a vizsgált országok felénél talált intézményi elválasztást a jegybank és a bankfelügyeleti hatóság között. Az egyes nemzeti megoldások inkább történelmi, mint szigorú elvi megfontoláson alapulónak bizonyultak. A domináns tendencia azonban az intézményi elválasztás, ami inkább a strukturális változásoknak tudható be. Nevezetesen a pénzügyi liberalizálás eredményeként kevésbé világos, hogy mely „bankok” jogosultak a jegybank végső hitelezői forrásaira, és ezen intézmények körének bővülésével csökkent közöttük a szakmai szolidaritás is⁷⁷. Ezek eredményeként valószínűbb a közpénzek igénybevételének nélkülözhe-

⁷⁷ Amíg csak néhány bank volt jogosult végső hitelezés keretében jegybanki források igénybevételére, addig a közöttük lévő szolidaritás abban is megnyilvánult, hogy valamelyikük bajba kerülése esetén a többiek azonnal és önként a segítségére siettek. Ennek magyarázatához nem kell önfeláldozó magatartást tulajdonítanunk a bankoknak, hanem csak azt, hogy mindegyikük egyéni érdekében állt a rendszer integritásának megőrzése, amelynek szélsőséges esetben nem volt más módja: az egyéni reputáció nem sokat ér, ha a rendszer egésze nem működik megbízhatóan.

tetlensége pénzügyi nehézségek esetén, ezért célszerűnek találják egyre több országban közvetlenebbül politikai testületnek átadni a felügyeleti munkát.⁷⁸

Csakúgy, mint a jegybank függetlensége esetében, e téren is a Német Szövetségi Bank – Deutsche Bundesbank – volt az inspiráció forrása, hiszen Németországban önálló bankfelügyelet működik, a jegybanktól függetlenül. A Maastrichti Szerződés alkotói valószínűleg azt feltételezték, hogy ezzel a megoldással egy összeférhetlenségi probléma jobban kezelhető. Ez az összeférhetlenség olyan helyzetekben alakulhat ki, amikor a monetáris politikai megfontolások a központi bankot kamatemelésre készítenék, ám ezt makroprudenciális szempontból – ami, mint láttuk, szerepel az EKB-től elvárt egyéb felelőségi területek között – nem kockáztathatja meg, mert ezzel a bank- és pénzügyi rendszer integritását veszélyeztetné. Az efféle mérlegelés azonban a monetáris politika árstabilitás iránti elkötelezettségét tehetné kérdésessé.⁷⁹ A pénzügyi rendszer integritásának megőrzése továbbá fontos prioritása lehet a kormányoknak is, ami kiválthatja a közvetlen beavatkozásukat és monetáris kihatású lépésre kényszeríthetné a központi bankot.

Noha kifejezett felelősége a prudenciális felügyelet terén az EKB-nak nem lesz, a közösségi és nemzeti hatóságokkal konzultációt folytathat a felügyelet terjedelméről és a megvalósítás módjáról.⁸⁰ Ezért azt mondhatjuk, hogy a választott megoldás a hitelesség intézményi feltételeinek biztosítására és ennek a közvélemény számára való demonstrálására szolgál.

AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ TESTÜLETEI

Az EKB döntéshozó testülete a Kormányzótanács és az Igazgatóság.⁸¹ A Kormányzótanács az Igazgatóságból és a nemzeti jegybankok kormányzóiból áll. Az Igazgatóságnak, – amely az EKB folyó ügyeiért felelős – elnöke, elnökhelyettese és négy további tagja van. A Kormányzótanács fekteti le azokat az elveket, amelyek – a Maastrichti Szerződéssel összhangban – meghatározzák a monetáris politikát. A Kormányzótanács által megfogalmazott monetáris politikai elveket az Igazgatóság hajtja végre, aminek keretében utasítja a nemzeti jegybankokat. A Kormányzótanács jogokat delegálhat az Igazgatóságnak.⁸² Az elnök – vagy távollétében az elnökhelyettes – irányítja a Kormányzótanács és az Igazgatóság üléseit, és kifelé képviseli az EKB-t.

⁷⁸ Goodhart and Schoemaker (1993) 27–28. o.

⁷⁹ Nem feladatunk ezt a régi és eldöntetlen vitát kimerítően tárgyalni. Annyit az egyensúly érdekében megemlítünk, hogy az önálló felügyelettel szemben a jegybank bankfelügyeleti felelősége mellett érvelők főként arra mutatnak rá, hogy a prudenciális problémák kezelése szinte mindig megköveteli jegybanki források gyors és diszkrét felhasználását a likviditás fenntartása és a bankpánik megelőzése érdekében. Továbbá a likviditási problémákra utaló első jelek is a jegybanknál állnak rendelkezésre, tehát a jegybank bevonása és közreműködése elengedhetetlen. Ebben az érvrendszerben a független felügyelet csak bonyolítja a beavatkozást, nehezíti az együttműködést és súrlódásokkal jár.

⁸⁰ „Protocol No. 3; Article 25.

⁸¹ Governing Council, illetve Executive Board („Statue...” Article 9., 10. és 11.)

⁸² „Statue...” Article 12.

Az Igazgatóság tagjait kiemelkedő monetáris és bankszakemberek közül, az Európai Bizottság javaslatára, a tagállamok állam- vagy kormányfői szintjén nevezik ki. A javasolt személyekről az Európai Bizottság előzetesen konzultál az Európai Parlamenttel és a Kormányzótanáccsal. A kinevezés időtartama 8 év és nem hosszabbítható meg. Ha az Igazgatóság valamely kinevezett tagja nem felel meg többé a kinevezése feltételeinek, vagy súlyos szakmai hibát követ el, akkor az Európai Közösség Bírósága (Court of Justice) a Kormányzótanács vagy az Igazgatóság kezdeményezésére kötelező erővel nyugdíjazza. Az egyes nemzeti jegybankok elnökei – miután minden tagállam biztosította, hogy a bank alkotmánya összhangban van a Maastrichti Szerződéssel és a KBER/EKB alkotmányával – legkevesebb 5 évre kaphatják megbízatásukat.⁸³ Elmozdításuk – az Igazgatóság tagjai elmozdításának feltételeihez hasonlóan – szigorú és kivételes.

Az átmeneti és egyéb rendelkezések között az EKB alkotmánya egy harmadik döntéshozó testület létrehozását is elrendeli, az EKB Főtanácsát (General Council) amelynek tagja az EKB elnöke és elnökhelyettese, illetve valamennyi EU-tagország jegybankelnöke (azaz az euróövezeten kívüli, „out” országoké⁸⁴ is). Az Igazgatóság más tagjai is részt vehetnek a Főtanács ülésein, de nincs szavazati joguk. Az EKB elnöke – vagy távollétében az elnökhelyettes – vezeti a Főtanács üléseit. A Főtanács szerepe az EKB azon átmeneti feladatainak végrehajtásában van, amelyek abból adódnak, hogy nem minden EU tagország lép be egyszerre a monetáris unióba az 1999-es induláskor. Az „in”-ek és az „out”-ok közötti koordinációt elősegítve, a feladata tulajdonképpen a monetáris unió harmadik szakaszában az EMI⁸⁵ által végzett feladatoknak a folytatása azon országokkal, amelyek nem értek még a II. szakasz végére. Az EMI-t ugyanis a KBER/EKB indulásakor felszámolják, de feladatai az „out”-országok körében megmaradnak. A Főtanács munkájában az Európai Tanács és az Európai Bizottság egy tagja is részt vesz szavazati jog nélkül.⁸⁶

Összefoglalva a monetáris hatóságok döntéshozó testületeiről mondottakat, most is megállapítható, hogy a cél a lehető legnagyobb függetlenség biztosítása és demonstrálása volt a monetáris politika kialakításában, illetve végrehajtásában. A politikai felelősséget viselő intézmények szerepe a testületek kinevezésénél játszik döntő szerepet, ezt követően csak konzultációs joguk van az előírt intézményi kereteken belül. A kinevezések a fejlett országok nemzeti jegybankjainál megszokotthoz képest – amelyek többnyire 2–6 évig szólnak – szokatlanul hosszúak. Ezt úgy értelmezhetjük, hogy a hosszú távú stabilitás a döntő: ha egy négy évre választott politikai testület nevezi ki a vezetőket, a 8 évre szóló mandátum lejáratakor már egy másik politikai ciklus érvényesül, tehát a vezetők nem kötődnek politikai ciklusokhoz. Így a kinevezés hossza is a függetlenség biztosítékaként működik. Ugyanez elmondható az újrakinevezés tiltásáról: nem lehet

⁸³ „Statue...” Article 14., bek. 14.2.

⁸⁴ Azok a tagállamok, amelyek nem vesznek részt induláskor a monetáris unióban, mert nem teljesítették a maastrichti konvergenciakritériumokat „out”-ok, azaz külsők lesznek (a Maastrichti Szerződés szerint „members with derogation”), amelyekre nem ugyanazok a kötelezettségek és jogok vonatkoznak, mint a résztvevőkre, vagyis az „in”-ekre.

⁸⁵ Az EMI tevékenységének részletes ismertetését l. Tóth (1996).

⁸⁶ „Statue...” Article 44., 45.,46. és Iltzkovitz (1995), 5. o.

az újrakinevezés kilátásba helyezésével befolyásolni a monetáris hatóság működését.⁸⁷ A kinevezések e rendje – függetlenül attól, hogy a mellette szóló érvek alaposak vagy vitathatók – demonstrálja, hogy az intézményi függetlenség lehetséges legnagyobb mértékét biztosítják a KBER/EKB-nak.

AZ EKB MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁRA

A monetáris politikai eszköztár – mint említettük – nem egyszerűen technikai kérdés, hiszen az „in” országokban befolyásolhatja a pénzügyi közvetítés költségeit, ezen keresztül közvetlenül a pénzügyi intézmények, rajtuk keresztül pedig a gazdaság más szereplőinek nemzetközi versenyképességét. Fontos tényezője lesz annak, hogy milyen szerepet fog betölteni a monetáris unió mint nemzetközi pénzügyi központ. A monetáris politikai eszköztár részleteinek kidolgozásában, különösen pedig a róluk való döntésben, ezeket a szempontokat is nagy súllyal veszik számításba.

Természetesen az eszköztárnak elsősorban a monetáris politikai célokat kell szolgálnia, ezért a döntő szempont az lesz, hogy a lehetséges eszközök milyen kombinációját ítélik a döntéshozók a legalkalmasabbnak e célok megvalósítására. A KBER alkotmánya felsorolja a monetáris politikai eszköztár elemeit, de nyitva hagyja az alkalmazásuk részletes szabályainak meghatározását és az egyes eszközök viszonylagos súlyának, szerepének eldöntését. Ezért a részleteken és a hangsúlyokon sok múlik, amelyekről jelenleg is komoly viták folynak az egyes tagállamok szakértői és hatóságai között. A keretek kitöltése az EKB feladata. Ezt a munkát már az EKB megalakulása előtt az EMI megkezdi.

Az EMI munkatársai a monetáris eszköztárral kapcsolatos vizsgálataikat egyelőre a monetáris stratégiától függetlenül folytatják. Nem azért, mert a valóságban könnyű lenne elválasztani a céloktól az eszközöket, hanem azért, mert a stratégiáról való döntés előtt többféle kombináció alkalmazásának lehetőségeit kell megvizsgálni ahhoz, hogy tényleges lehetőséget biztosítsanak a stratégia megválasztásához. Az eszköztár meghatározásánál csakúgy, mint az intézményi keretek kialakításánál, a tagállamok meglehetősen eltérő gyakorlatából indulnak ki.

⁸⁷ Ha például két vagy három évre, ráadásul meghosszabbítható kinevezésekkel töltenék be ezeket a funkciókat, akkor olyan feltételezésekre volna lehetőség, amelyek szerint a központi banki tisztségviselők szolgáltatokat tesznek az éppen hatalmon lévő kormánynak a pozíciójuk meghosszabbításának reményében. Ilyen feltételezések igen gyakran lábra kapnak, különösen parlamenti választások vagy a banki vezetők kinevezése idején. Tekintet nélkül arra, hogy a spekulációk „történelmi távlatból” igazoltnak bizonyulnak vagy sem – ha egyáltalán bármiféle bizonyosság e téren szerezhető –, annak pusztán lehetőségét kizárni, hogy e szóbeszédnek lábrakapjanak, már a Maastrichti Szerződés alkotóinak szándékát szolgálja.

A KBER/EKB alkotmánya a monetáris politikai eszköztár következő elemeit sorolja fel:⁸⁸

1. *Nyílt piacokon műveleteket* végezhet monetáris politikai céljai érdekében. A nyílt piaci műveletek magukban foglalják az azonnali és határidős pénzügyi piaci eladásokat és vételket, értékpapír-visszavásárlási megállapodásokat, követelések és forgatható eszközök kölcsönadását és -vételét, közösségi és nem közösségi valutában, továbbá nemesfémekben.

2. *Hitelműveleteket* végezhet – megfelelő hitelfedezeti eszköz ellenében – bankokkal és más piaci szereplőkkel.

A nyílt piaci, illetve hitelműveleteik során az EKB-nak és a nemzeti jegybankoknak az EKB által kidolgozott és előre bejelentett általános elveket kell követniük.

3. *Minimális – kötelező – tartalékelőírások.*

Az EMI szakértői és természetesen a Maastrichti Szerződés megalkotói elfogadják azt a – közgazdászok körében növekvő népszerűségnek örvendő – nézetet, hogy a monetáris hatóság lehetőleg piacokonform módon végezze a monetáris politikai műveleteit.⁸⁹ Ennek megfelelően az KBER nem lesz jelen az elsődlegesállampapír-kibocsátásoknál, és – mint láttuk – nem hitelezheti a költségvetés(ek)et sem. EU szinten ezek az instrumentumok⁹⁰ már ma is csak csekély szerepet játszanak.

Az eszköztár elemei

Nyílt piaci eszközök

A legfontosabb monetáris politikai eszközök a nyílt piaci eszközök lesznek, amelyeket a) kamatlábak, b) a likviditási helyzet befolyásolására és c) a monetáris politika által kívánatosnak tartott kamatok/likviditási helyzet jelzésére fognak használni. Öt nyílt piaci eszköz alkalmazásának teremtik meg a feltételeit⁹¹:

- A legfontosabb *refinanszírozási* eszközök a (rövid lejáratú) *értékpapír-visszavásárlási megállapodások* (a magyar terminológiában aktív és passzív „repo”) lesznek: összesítve már ma is 75–80%-ra tehető ezen instrumentumok aránya a közösségi jegybankok műveleteiben. Az értékpapír-visszavásárlási megállapodások egyrészt azért számítanak leginkább piaci eszközöknek, mert csak átmeneti többletlikviditás-kibocsátást jelentenek, másrészt mert valószínűleg nincsenek – tartós – hatással a műveletben felhasznált értékpapír árfolyamára. Ezért a műveletnek ideálisan nincs sem tartós mennyiségi, sem tartós

⁸⁸ „Statue....”, Article 18–20.

⁸⁹ Az elmúlt évtizedekben e téren lezajlott változások és sok ország mai monetáris eszköztárának kimerítő ismertetését nyújtja az IMF (1994).

⁹⁰ Az EU-tagállamok jegybankjai által alkalmazott jegybanki eszközök összefoglalását lásd Aspetsberger (1996), amely megtalálható dolgozatunk Függelékében.

⁹¹ EMI (1997) 19–22. o.

árhatása. Az elgondolások szerint ez a likviditás heti gyakorisággal, kéthetes lejáráttal állna rendelkezésre a felhatalmazott intézmények számára. Technikailag a repo lehet tényleges értékpapír-visszavásárlás, a papír tulajdonjogának átengedésével és diszkont alkalmazásával vagy értékpapírral fedezett hitel, amikor a hitel határidőre történt visszafizetés esetén nem cserél gazdát a papír és kamatot kell fizetni a likviditásért.

A repónak mint legfontosabb eszköznek az alkalmazásához a jelenlegi sokszínű nemzeti gyakorlatokat *harmonizálni* kell. Noha sok tagállam az utóbbi években már kiépítette a repoeszköztárt, az ennek keretében nyújtott likviditás lejáráta, a fedezetként elfogadható papírok köre, a felszámított kamatok nagyon eltérőek. Ma például a német bank (Bundesbank) a piaconál alacsonyabb, kedvezményes⁹² kamatok mellett nyújt refinanszírozási lehetőséget a diszkontablakon keresztül. A jövőben az ilyen *preferenciák megszüntetésére törekszenek* az EU-n belül, és a támogatásoknak, illetve kedvezményeknek olyan módjait dolgozzák ki, amelyek nem torzítják az árakat (értsd kamatokat).

- Bevezetnek egy hosszabb lejáratú repolehetőséget is, havi rendszerességgel, háromhavi lejáráttal. Ezzel a ritkábban alkalmazandó eszközzel nem kívánnak jelzéseket adni a szereplőknek, ezért az EKB ár- (kamat-) elfogadó lesz.
- *Finomszabályozási* céllal is alkalmazhatják a *repo* eszközt, de emellett rendelkezésre fognak állni – kisebb súllyal – a végleges értékpapír-eladási és -vételi lehetőségek is („*outright transactions*”). Ezek abban különböznek a repótól, hogy az üzletkötéskor nem állapodnak meg a felek semmilyen tekintetben a művelet visszafordításáról. Ennek ellenére azok a jegybankok, amelyek jelenleg is alkalmazzák ezt az eszközt, általában átmeneti, finomszabályozási céllal teszik, ami előbb-utóbb a jegybank szempontjából a művelet visszafordítását fogja jelenteni.⁹³ Ennek időpontját és a partnert azonban nem rögzítik előre. A finomszabályozással a jegybankok váratlan likviditási helyzetekben a kamatmozgásokat kívánják kisímitani. A finomszabályozás végrehajtásában – az EKB Kormányzótanácsának döntése alapján – centralizált vagy decentralizált végrehajtást is választhatnak a helyzet és a probléma jellegétől függően. Formájában lehet „gyors tender” (a lehetséges partnerek szűk körével) vagy „kétoldalú tender” (egyetlen partnerrel), szintén a helyzettől függően.
- Strukturális célokból szintén alkalmazható repo és végleges értékpapírművelet, de az EKB-t felhatalmazzák saját adósságpapír kibocsátására is, noha nem lesz feltétlenül fizikai megjelenése. A leghosszabb lejárat 12 hónap lehet majd, diszkonttal bocsátják ki és szabadon forgatható lesz.
- Deviza ellenében nyújtott refinanszírozást (swap) csak finomszabályozási céllal alkalmaznak majd, széles körben forgalmazott valuták fedezete mellett. Az eszköz lényege ugyanaz, mint a repóé, csak a fedezetül szolgáló eszközben különböznek. A szabályokat külön rögzíteni fogják, amelyek megegyeznek majd a szokásos piaci gyakorlattal.

⁹² Deutsche Bundesbank (1995) 103. o.

⁹³ A Bundesbank még azokban az években is, amelyekben intenzíven használta ezt az eszközt, nem halmozott fel jelentős készletet hosszabb időre e műveletek keretében. (Deutsche Bundesbank [1995] 114–115. o.)

11. táblázat

Az Európai Központi Bankok Rendszerének tervezett monetáris politikai eszköztára

Monetáris politikai művelet	A művelet típusa		Lejárat	Gyakoriság	Eljárás
	Likviditás nyújtása	Likviditás megkötése			
Nyílt piaci műveletek					
Legfőbb refinanszírozási műveletek	Nem végleges műveletek („reverse”)	–	Két hét	Heti	Szokásos tender
Hosszabb távú refinanszírozási műveletek	Nem végleges műveletek	–	Három hó	Havi	Szokásos tender
Finomszabályozás	Nem végleges műveletek Devizaswap	Nem végleges tranzakciók Devizaswap Fix lejáratú (és kamatú) betét befogadása	Nincs szabványosítva	Nem rendszeres	Gyors tender Kétoldalú eljárások
	Végleges értékpapír-vétel	Végleges értékpapír-eladás		Nem rendszeres	Kétoldalú eljárások
Strukturális műveletek	Nem végleges műveletek	Jegybanki CD (adósságpapír) kibocsátása	Szabványos és nem szabványos	Rendszeres és nem rendszeres	Szokásos tender
	Végleges értékpapír-vétel	Végleges értékpapír-eladás		Nem rendszeres	Kétoldalú eljárások
Az KBER partnerei kezdeményezésére igénybe vehető eszközök („standing facilities”)					
Kiegészítő jegybanki hitellehetőség	Nem végleges műveletek	–	Egynapos (o/n)	A partner kívánságára rendelkezésre áll	
Betételhelyezési lehetőség	–	Betétek	Egynapos (o/n)	A partner kívánságára rendelkezésre áll	

Forrás: *The Single Monetary Policy in Stage Three. Specification of the Operational Framework, EMI (1997, január).*

Partner kezdeményezésű eszközök

Kamatfolyosó és monetáris politikai jelzések: központi banki „rendelkezésre állás” a partner kezdeményezésére.⁹⁴

A napi likviditás megkötésére, illetve kiegészítésére két eszközt alkalmaznak, rendre:

- a) napi (overnight) betételhelyezést a NJB-knél és
- b) a NJB-k marginális hitelnyújtását (overnight).

⁹⁴ Angolul „standing facilities”.

Általában egyik esetben sem alkalmaznak mennyiségi limitet, a kamatok pedig a piacon kialakultaknak felelnek majd meg. Annak ellenére, hogy decentralizáltan hajtják végre, a feltételeket és a lejáratot, az engedélyezett partnereket, a hitelnyújtásnál elfogadható papírok körét a KBER fogja meghatározni. A feltételek megváltoztatásának és a műveletek felfüggesztésének jogát az KBER fenntartja magának. A „jegybanki rendelkezésre állás” egyrészt a német lombardhitelhez hasonlóan felső korlátot jelent a kamatsávban. Az alsó korlátot a betételhelyezési lehetőség („deposit facility”) adja, amely a németeknél jelenleg alkalmazott diszkontkamatlábbhoz hasonló. Ez arra szolgál, hogy a bankközi piacon ki nem helyezhető forrásokat a jegybanknál helyezték el. Az alsó és a felső kamatkorlát által meghatározott sávon („kamatfolyosó”) belül a kamatok a fontosabb jegybankoknál ma már megszokott módon, szabadon alakulnának a bankközi piacon.

Kötelező tartalék

A KBER-nek lehetősége lesz arra, hogy a monetáris politikai céljai érdekében az Európai Unió belül bejegyzett hitelintézetek (azaz bankok) és más pénzügyi intézetek számára minimálisan kötelező tartalékok tartását írja elő az EKB-nál vagy a nemzeti bankoknál nyitott számlán. Az előírás nem teljesítése esetére az EKB büntetőkamatot, vagy ahhoz hasonló hatású, más szankciót alkalmazhat. A kötelező tartalék számításának alapjául szolgáló tételeket (a ráta vetítési alapját) és a legnagyobb megállapítható arányt (tartalékrátát) az Európai Tanács határozza meg előírt eljárás keretében.⁹⁵ A kötelező tartalék bevezetésére az EKB Kormányzótanácsa (EMI) vagy az Európai Unió Bizottsága tehet javaslatot és formailag az elfogadást követően a KBER alkotmányának kiegészítése lesz.

A kötelező tartalékok monetáris szerepének értékelésekor a következő, már kialakult és eltérő nemzeti gyakorlatokból indulnak ki. A tartalékok:

- pufferszerepet töltenek be például Németországban, mivel egy hónap átlagában kell teljesíteni, ráadásul két hét késéssel, ami időt ad az alkalmazkodáshoz a bankok számára, így a kamatváltozások nem gyakorolnak azonnali hatást a tőkepiaci kamatokra⁹⁶, és a német banknak nem kell mindennap beavatkoznia a bankközi piacon,
- szemben az Egyesült Királysággal, ahol nincs kötelező tartalék⁹⁷, ezért a rövid távú kamatváltozások hatása azonnal érződik a pénzügyi piacon, így azok volatilisabbak (változókényebbek) a németekénél, és mivel nincs a némethez hasonló technikai egyenleget meghaladó tartalékpénz, amely felhasználható lenne a bankok számára szükség esetén és nem játszanak pufferszerepet sem, ezért az angol bank naponta akár többször is belép a piacra jegybankpénztender keretében a kamatok stabilizálása érdekében,

⁹⁵ Az elfogadás módját lásd „Statute...” Article 42., és TEU Article 106(6).

⁹⁶ Deutsche Bundesbank (1995), 126. o.

⁹⁷ Hivatalosan az Egyesült Királyságban van kötelező tartalék, de a hatóságok már évtizedek óta nulla értéket állapítanak meg. Ennek jelentősége abban van, hogy egyszerűbb valamilyen pozitív értékre változtatni, ezzel tényleges követelményeket támasztani, mintha nem volna meg a jogi háttere. (A zéró tartalék és a semmiféle tartalék közötti különbségre az angol megoldásban munkatársunk, Csermely Ágnes hívta fel a figyelmünket.)

- esetenként alkalmazzák a többletlikviditás lekötése céljából⁹⁸,
- felhasználható a monetáris politika mennyiségi célkitűzéseinek eléréséhez – ha vannak ilyenek – akkor, ha a Bundesbankhoz hasonlóan a piacinál alacsonyabb kamatot fizetnek rá a jegybankok. Ekkor implicit adóként működve szolgálja a jegybanki célokat. A kötelező tartalék révén stabilabbá válik a jegybankpénz iránti kereslet, miközben az általános pénzkereslet (a nem banki szereplőké, mint a vállalatok és a lakosság) gyakran rendszeretlen lehet.⁹⁹

Nem önálló funkcióként a kötelező tartalék a jegybankok számára jövedelmet is jelent. Vizsgálatot folytatnak egy új technikával, a nulla átlagolással („zero averaging”) is. Az elgondolás lényege az, hogy egy időtartam – az ún. tartalékolási periódus – átlagában, utólag nullának kell lennie a központi banknál vezetett számlán a kereskedelmi bankok technikai egyenlegének („*working balance*”), vagyis átlagban sem nem hitelezői, sem nem adósai a központi banknak.

Ha adott perióduson belül egy-egy napon negatív volt egy bank technikai egyenlege, azt a perióduson belül egy másik napon elért pozitív egyenleggel ellensúlyozhatja. A rendszer bizonyos rugalmasságot nyújt a szereplőknek, miközben egy-egy napon a téves előrebecslés még nem jár számukra költséggel.

Az EMI-n belül három modellben gondolkodtak a tartalékokkal kapcsolatban: egy német, egy angol és egy német pluszpiaci kamatozású kötelező tartalék megoldáson. Fontolgatták továbbá azt is, hogy a ki nem használt tartalék átvihető legyen – természetesen valamilyen korlátozással – a következő tartalékolási periódusra („*carry over facility*”), de azután elvetették ezt a lehetőséget.¹⁰⁰

Az EMI közös monetáris politikával kapcsolatos legutóbbi részletes javaslata szerint¹⁰¹ a tartalékokat a NJB-nél vezetett tartalékszámákon kell majd tartani. Az eszköz hatékonyságát azzal kívánják biztosítani, hogy az intézmények és ezen intézményekre vonatkozó követelések (passzívák) széles körére vonatkozzon a követelmény, ne csak a hitelintézetekre (bankokra). Ebbe bele kívánják érteni még az olyan bankok fiókjait is, amelyek nem az euróövezetben vannak bejegyezve. A több tagállamban működő pénzintézet minden országban köteles az adott NBC-nél az előírt tartalékot megképezni az ott gyűjtött passzívái után. A ráta különbözhet a passzívák típusától, lejáratától függően és kiterjed majd a *mérlegen kívüli* tételekre is.¹⁰²

⁹⁸ Deutsche Bundesbank (1995), 125. o.

⁹⁹ Deutsche Bundesbank (1995), 125. o.

¹⁰⁰ EMI (1997), 22. o.

¹⁰¹ EMI (1997), 20–22. o. és Annex 7. 58–60. o.

¹⁰² EMI (1997), 58. o.

Az instrumentum célja hármas:

- a) pénzügyi kamatok stabilizálása,
- b) strukturális likviditási hiány előidézése vagy fokozása és
- c) esetleg a pénzágregátumok bővülésének jegybanki ellenőrzés alatt tartása.

A követelmény kiszámításánál valamilyen átlagolást fognak alkalmazni (még nem tudni, hogy zéró vagy pozitív értékűt), és egy hónapos tartási periódust állapítanak meg. Az EKB Kormányzótanácsa fog dönteni arról, hogy a NJB-k fizetnek-e majd kamatot a tartalékokra. A kötelező tartalékok alkalmazásáról 1998-ban kellett dönteni.

A műveleti partnerek köre

A KBER a tervek szerint a pénzügyintézetek egy tágabb körével fog műveleteket végezni, hasonlóan a német gyakorlathoz. Egyes jegybankok, mint például az angol, csak a bankok szűkebb körével állnak közvetlen kapcsolatban (a londoni „leszámítoló bankok”-kal), míg a kontinentális, főként német gyakorlat kevésbé exkluzív. Ez utóbbi jobban illeszkedik a szubszidiaritás KBER által követendő általános elvéhez. A kiválasztás kritériumait az EKB Kormányzótanácsa határozza meg, és minden, tartalékolásra kötelezett intézmény szóba jöhet. Ha nem alkalmazzák végül a kötelező tartalékokat, akkor más megfelelő módon meghatározzák azoknak a partnerek körét, amelyek betéteket helyezhetnek el, marginális hitelekre jogosultak, illetve partnerek lehetnek a nyílt piaci műveletekben. A felhatalmazás feltétele lesz bizonyos minimális prudenciális és működési feltételek teljesítése és az, hogy az EU harmonizált prudenciális felügyelete vagy hasonló felügyelet alá essen az intézmény.¹⁰³ A swapműveletekben olyan intézmény lehet partner, amely képes nagy valutatételeket kezelni még rendkívüli piaci helyzetekben is. Végleges műveletek esetében nem fognak különleges korlátokat alkalmazni. A „gyors” és kétoldalú tendereknél feltétel lesz az aktív pénzügyi jelenlét, esetleg a tranzakciós hatékonyság és az ajánlattételi potenciál (például tőkeerő).

Elfogadható papírok

A KBER/EKB alkotmány¹⁰⁴ megköveteli, hogy minden monetáris politikai műveletnek megfelelő értékpapír-fedezete legyen. Ez jelentheti a papír tulajdonjogának átengedését vagy zálogként való elfogadását. A jegybankkal folytatott műveletekben elfogadható papírokra („eligible papers”) az EMI szakértői első- és másodrendű (Tier I. és Tier II.) papírokat különböztetnek meg.¹⁰⁵ A papírok kibocsátója egyaránt lehet közület vagy magánintézmény.

¹⁰³ EMI (1997), 23. o.

¹⁰⁴ „Statute...”, Article 18.1

¹⁰⁵ EMI (1997), 24–26. o.

Az elsőrendű papírokat az EKB Kormányzótanácsa választja ki és az egész euróövezetre vonatkozó elfogadási feltételeket kell teljesítenie, amelyeket szintén a Kormányzótanács határoz meg. Ilyen feltételek lehetnek: az elfogadott tőzsdén való forgalmazás, likvid legyen, *euróban* legyen kibocsátva, alkalmas legyen arra, hogy műveletekben átruházzák, vagy elfogadott értéktárban legyen letétbe helyezve, vagy elszámolóházi nyilvántartásban szerepeljen. E papírok minden KBER-műveletben felhasználhatók lesznek. Az EKB nyilvános listán fogja e papírokat felsorolni.

A másodrendű papírokat a NJB-k választják ki a Kormányzótanács irányelvei alapján. Olyan papírok lehetnek ezek, amelyek az adott országban fontos szerepet játszanak a bankközi műveletekben, elfogadott tőzsdén forgalmazzák, elfogadott értéktárban helyezték el vagy elszámolóházban tartják nyilván és lehetőleg euróban áll fenn. Ha egy NJB elfogadott egy papírt az irányelvek alapján, akkor az az egész euróövezetben elfogadható, csak nevében „másodrendű” papír lesz.

A monetáris politikai műveletekben elfogadott papírok kockázatát a KBER megfelelő eszközökkel kezeli. Ilyen lehet alapletét megkövetelése a monetáris politikai művelet, illetve a papír lejáratától függően. A másodrendű papírok esetében a NJB-k további változó letéti követelményt, partnerenkénti és eszközönkénti limiteket stb. is megkövetelhetnek. Az esetleges veszteségek megosztása kapcsán gondolkodnak azon, hogy az első csoportnál az EKB megosztaná azokat a nemzeti jegybankokkal, míg a második típusún elszenvedettet nem: azt az egyes jegybankok viselnék.

12. táblázat**Az KBER-rel való műveletekben elfogadható papírok köre**

Követelmény	Elsőrendű	Másodrendű
A papír típusa	KBER adósságpapír Más forgatható kötelezettségek	Forgatható pénzügyi kötelezettségek Nem forgatható pénzügyi kötelezettségek Szabályozott piacon forgalmazott részvények
A fizetési eljárás	Központilag az NCB-nél könyvelési tételként elhelyezve vagy az EKB- elvárásokat teljesítő értéktárban	Könnyen az NCB rendelkezésére álljon, és legyen a másodrendű papírokat felsoroló listáján feltüntetve
A kibocsátó típusa	KBER Közületi szektor Magánszektor Nemzetközi és nemzetek feletti intézmények	Közületi szektor Magánszektor
Pénzügyi megbízhatóság	A kibocsátó (garanciavállaló) legyen pénzügyileg stabil („sound”)	A kibocsátó (garanciavállaló) legyen pénzügyileg stabil („sound”)
A kibocsátó területi illetékessége	EEA	Euróövezet Egyéb EEA-országbeli az EKB engedélyével elfogadható
A papír területi illetékessége	Euróövezet	Euróövezet Egyéb EEA vagy más széles körben forgalmazott valuta az EKB engedélye alapján
A kibocsátás valutája	Euró	Hazai eszközök esetén: igen Külföldi eszközök esetén: korlátozott lehet
Nemzetközi felhasználás lehetősége	Igen	

Forrás: EMI (1997), 25. o.

4. A MONETÁRIS POLITIKA MŰKÖDÉSE

A KÖZÖS MONETÁRIS POLITIKA LEHETSÉGES STRATÉGIÁI

A KBER/EKB-t megalapító dokumentumok egyértelműek abban, hogy az elsődleges monetáris politikai cél az árstabilitás biztosítása. Nem határozzák meg azonban azt, hogy ez a cél milyen monetáris stratégiával, azaz milyen monetáris politikával valósítható meg. Továbbá ugyanezek a dokumentumok más célokat és felelősségeket is megállapítanak, de mindig hozzátesszik, hogy ezek az egyéb célok kizárólag az elsődleges cél megvalósításának veszélyeztetése nélkül követendők. Szigorúan véve itt – minden valóságban létező központi bank alapidokumentumához hasonlóan – a célok között potenciális feszültség van.

A KBER esetében ilyen *feszültség* alakulhat ki az árstabilitás és általánosságban az unió gazdaságpolitikájának támogatása között. Ugyanez elmondható az árstabilitáson kívüli összes többi célra: elvben is és a gyakorlatban is elképzelhető olyan helyzet, amikor az eltérő célok egészen más politikát igényelnek. A külföldi tartalékok védelme például inflációs hatású valutaleértékelést követelhet meg. Olyan helyzetek is adódhatnak, amelyek a fizetési rendszer vagy a pénzügyi szektor integritása érdekében pótlólagos – potenciálisan inflációs hatású – likviditás kibocsátását igénylik. Továbbá – amint azy az EMR II-nél látni fogjuk, bennünket közvetlenebbül érintő módon – a közös valuta és a kívül maradó valutája közötti árfolyam fenntartása speciális hitel vagy más intervenciós likviditás nyújtását követelheti meg az „out” ország valutája védelmében.

Mindezek ellenére – eltekintve a csak az eszményekben létező tökéletes jegybanktól – a KBER alapító dokumentumai biztosítják a szükséges keretet a monetáris politika antiinflációs elkötelezettségéhez. A valóságban hasonló mértékű, sőt kevesebb formális biztosítékkal néhány jegybank jó eredményeket ért el elsődleges célja megvalósításában (például a Bundesbank).

A monetáris politika tényleges vitelében sok különbség figyelhető meg az Unión belül és kívül egyaránt. E tapasztalatok hasznos kiindulópontot jelentettek az EMI szakértői számára, de nem mind szolgálhat közvetlen modellként. Az elvben szóba jöhető öt stratégia a következő: árfolyamcél, kamatrögzítés, nominális jövedelem, monetáris aggregátum cél és közvetlen inflációs cél kitűzése. Ezek közül nem mindegyiket vizsgálták alaposan, mert nem feleltek meg a stratégiával szemben támasztott – fentebb felsorolt – általános követelményeknek vagy a harmadik szakasz indulása idejére várt körülményeknek.¹⁰⁶

¹⁰⁶ EMI (1997), 12. o.

Az EMI-ben eldöntötték, hogy nem fontolgatják az Európán kívüli megoldások közvetlen átvételét a feltételek nagy különbségei miatt. A megmaradó, Európán belüli gyakorlatok közül – a dolog természeténél fogva – a tagországok egy csoportja által követett stratégia nem jöhet szóba: nevezetesen azoknak a kis országoknak a gyakorlata, amelyek önként úgy döntöttek, hogy egyoldalúan egy másik tagállam valutájához, például a német márkához kötik saját valutájuk árfolyamát. Ezzel lemondtak a saját monetáris politika egy fontos eszközének használatáról, cserébe viszont „ingyenesen” élvezték a másik ország „hitelességi, árstabilitási” szolgálatait. Ez a stratégia csak kis nyitott országok számára járható, egy olyan ország valutájával szemben, amellyel sokrétűek a gazdasági és egyéb kapcsolataik, ezért valószínű, hogy kívülről hasonló hatások, sokkok¹⁰⁷ érik mindkét országot. Egy nagy, viszonylag zárt gazdasági és monetáris unió számára, amilyen az euróövezet, ez nem megfelelő stratégia.

Az Unión belüli nagyobb országok stratégiái két csoportba oszthatók, amelyek több vagy kevesebb módosítással elvileg átvehetőek volnának az EKB monetáris politikájaként is. Valójában erről a két lehetséges stratégiáról gondolkodtak a szakértők, és a viták – a kötelező tartalékról folyó vitával együtt – sokáig folytak.

A két, gyakorlatban szóba jövő rivális stratégia a Németországgal összekapcsolható közvetett, mennyiségi célkitűzésen keresztül folytatott monetáris politika és az Egyesült Királyságban, illetve Svédországban, Finnországban és Spanyolországban alkalmazott, közvetlen inflációs célkitűzést követő stratégia.¹⁰⁸

Megjegyezzük, hogy a mennyiségi célkitűzésen alapuló monetáris politikát sokszor összekapcsolják az USA-ban és az Egyesült Királyságban az 1978-as, második olajválságot követően alkalmazott monetarizmussal, amely szigorú formájában a nyolcvanas évek elejéig tartott. Ez a stratégia a monetarizmus elméletére hivatkozott, habár a monetarizmus legismertebb képviselője, Milton Friedman nem tekintette eszméi megvalósulásának a realizálódott gyakorlatot. A témánk szempontjából az a lényeges, hogy a hatóságok meglehetősen mereven és rövid távon is ragaszkodtak az előre bejelentett monetáris célok eléréséhez, ami az adott feltételek mellett magas reálkamatokat és a kamatok hektikus ingadozását eredményezte. Nem mérsékelte, hanem fokozta a pénzügyi bizonytalanságot. Néhány évi kísérletezés után mindkét országban feladták az explicit mennyiségi célok követését. Németország azonban rugalmasan és hosszabb távra tekintve sikeresen alkalmazta már 1975-től a mennyiségi célok követését. A sikerhez többek szerint hoz-

¹⁰⁷ Egy példa lehet az aszimmetrikus sokkokra a hetvenes években bekövetkezett olajválság: nagyon hasonlóan érte a legtöbb kontinentális nyugat-európai országot, de másképpen hatott az USA-ra, amely maga is jelentős olajtermelő volt. Egy ilyen sokk megrázkódtatást okozhat ezeknek a tagországoknak, de elvben semmi nem gátolja meg őket abban, hogy együttesen válaszoljanak rá, és egy monetáris uniót nem feltétlenül bomlasztana fel. Két vagy több gazdaság integráltsága csökkenti az aszimmetrikus sokkok valószínűségét, és még ha be is követekezne ilyen, a nagyfokú integráltság miatt a hatás gyorsan végigterjedne az egész Unión belül és valószínűleg szimmetrikussá válna. (Hogeweg in: EMI, 1996a, 8–9. o.) Ez a felfogás természetesen vitatott, e helyütt csak annak bemutatására szorítokozunk, hogy az EMI és a monetáris unió más megalkotói hogyan gondolkodnak erről a kérdéstről. Egyébként az optimális valutaövezetek elmélete szerint akkor valószínűek a „szimmetrikus sokkok”, ha az érintett régióon belül viszonylag magas az iparágon belüli („intra-industry”) munkamegosztás, ami az EU tagországaira nagyjából teljesül.

¹⁰⁸ Európán kívül közvetlen inflációs célkitűzés stratégiáját alkalmazza Új-Zéland, Kanada és Ausztrália. Bank for International Settlements (1996), 70. o.

zárjárt a pénzügyi piacok, a pénzügyi innovációk lassúbb fejlődése és az a társadalmi-konzensus-keresés, a bértárgyalások kiterjedt rendszere, amely nem hagyta magára a monetáris politikát a pénzügyi egyensúly elérésében. A lényeg az, hogy az angolszász országok monetarista kísérlete és a német gyakorlat jelentős különbségeket takar. *A továbbiakban a mennyiségi célok kapcsán mindig a német gyakorlat szerinti stratégiáról beszélünk, mert ennek van esélye arra, hogy az EKB stratégiájául válassza.*

Dönteni kell továbbá arról is, hogy a kiválasztott monetáris célkitűzéseket milyen időtávra vonatkozóan határozzák meg. Az egyes célok stabilitása változik nemcsak egyik időpont-ról a másikra, hanem attól függően is, hogy mikor mérjük. Továbbá, változik az is, hogy az adott időszakban a rövidebb vagy hosszabb periódusra megfogalmazott értékek a stabilabbak. Nem utolsósorban pedig, mint minden empirikus vizsgálat, nagyban függ az alkalmazott módszertől. Az EU-tagországokban folytatott vizsgálatok például azt mutatják, hogy újabban a közép- és hosszabb távú pénzkeresleti függvények stabilabbak, mint a rövidebb távúak.¹⁰⁹ A kamatok mozgására vonatkozó vizsgálatok ugyanezt a tendenciát jelzik: a hosszabb távú kamatok nagyobb stabilitást mutatnak a tagországokban, mint a rövid távúak.¹¹⁰

Változik ezenkívül egy-egy országon belül az egyes lehetséges célkitűzések stabilitása is. A pénzkereslet esetét véve ismét példaként, az EMI által végzett vizsgálatok szerint azokban az országokban, amelyekben nincs hivatalos monetáris célkitűzés, hanem a német márkához kötötték a valuta árfolyamát, a pénzkereslet kielégítő stabilitású, sőt a németnél is stabilabb volt.¹¹¹ A viszonylagos instabilitás két fő okaként általában a pénzhelyettesítést és a pénzügyi innovációkat jelölik meg. Ugyanis mindkét tényező a pénzkereslet, vagyis a kutatók által definiált monetáris aggregátum instabilitását, a szereplőknek az egyik aggregátumtól a másik irányába ható eszköztrendezését eredményezi, amelyet maga a monetáris politikai akció is ösztönözhet. További magyarázat lehet az is, hogy attól függően, milyen eszközök használata mellett dönt a monetáris hatóság, megváltozik a rendszer működése. Ennek az az oka, hogy a jegybank maga is fontos szereplője a monetáris és a gazdasági rendszernek. Ha kiinduló helyzetben a bank nem követ mennyiségi célt, akkor is kaphat stabil értéket, az egyéb gazdasági és monetáris feltételek eredményeként. Ha most a következő periódusban a korábbi stratégiát feladva mennyiségi célt kezd követni, akkor hatást fog gyakorolni egy olyan tényezőre, amely addig tőle függetlenül alakult. Ezzel valószínűleg megváltozik az aggregátum viselkedése olyannyira, hogy sokszor alkalmatlanná válik a monetáris célkitűzésekre.¹¹²

Az EMI minden probléma ellenére a különböző és gyakran egymásnak is ellentmondó eredmények alapján sem zárta ki a stabil pénzkereslet lehetőségét a jövőre nézve és az erre alapozandó monetáris célkitűzéseket követő stratégia alkalmazhatóságát. Elemzések szerint ugyanis az (akkor még csak feltételezett) euróövezetre vonatkozó aggregált pénz-

¹⁰⁹ EMI (1997), 13. o., EMI Money Demand in EU Countries: a Survey (1996. január 26.), 30. o.

¹¹⁰ Az EMI szakértőivel folytatott konzultáción hangzott el 1996. július 18-án, Frankfurtban.

¹¹¹ Az EMI szakértőivel folytatott konzultáción hangzott el 1996. július 18-án, Frankfurtban.

¹¹² Ezt a problémát megfogalmazójáról Goodhart-törvénynek nevezik. (Korábban az Angol Bank közgazdásza, ma az LSE kutatója.)

kereslet stabilabbnak bizonyult, mint az egyes potenciális részt vevő országok nemzeti pénzkeresletei. Veszélyt jelenthet ugyanakkor, hogy maga az euró bevezetése is olyan megrázkódtatással járhat, ami lehetetlenné teszi a pénzaggregátumok követését monetáris politikai céllal.¹¹³ Az ezzel kapcsolatos mérlegeléshez kutatók rendszerint a német újraegyesítést tekintik fogódnak: akkor – legalábbis a Bundesbank és több kutató értékelése szerint – nem okozott helyrehozhatatlan törést az M3 pályájában az egyesítési sokk. Vannak azonban ezzel ellentétes vélemények is.¹¹⁴

Arról viszont már döntés született, hogy a központi bank rövid távon nem fog monetáris báziscélt követni, hanem a rövid távú kamatokot fogja az elsődleges operacionális eszközévé tenni. Ezt azzal a szakkörökben elfogadottnak tekinthető tapasztalattal támasztják alá, hogy az előbbi stratégia a rövid távú kamatok nagyobb ingadozását vonná maga után, míg a rövid távú kamatokra irányuló akcióknál elkerülhető a hirtelen kamatingadozások.¹¹⁵

Az EKB stratégiájának kialakítását az EMI készítette elő. Ennek során a Maastrichti Szerződés az alábbi kritériumok mérlegelését írta elő számára:¹¹⁶

- *hatékonyság*: a stratégia tegye lehetővé a KBER-nek a végső célja elérését,
- *beszámoltathatóság*: olyan közbeeső célt alkalmazzon és hozzon nyilvánosságra, ami lehetővé teszi a széles közvélemény számára a KBER tevékenységének megítélését,
- *átláthatóság*: a közbeeső célok kialakítása és a stratégián alapuló döntések meghozatala egyértelmű legyen a közönség számára,
- *középtávra irányuljon*: a stratégiának középtávon kell lehetővé tennie a KBER számára a végső célja elérését, hogy meggátolja az inflációs várakozások kialakulását, egyúttal lehetővé tegye, hogy a KBER bizonyos rugalmassággal válaszolhasson a közbeeső céltól való rövid távú eltérésekre,
- *folytonosság*: építsen a nemzeti jegybankok harmadik szakaszt megelőző időszakban felhalmozott tapasztalatára,
- *legyen összhangban a KBER függetlenségével*.

¹¹³ EMI (1997), 13. o.

¹¹⁴ Lásd például Barr (1992) és Kremers and Lane (1992) vitáját.

¹¹⁵ Mondani sem kell, hogy ennek a választásnak is vannak bírálói. Egyes szakértők – miközben elfogadják azt az elemzést, hogy a monetáris báziscél követése a rövid távú kamatok nagyobb ingadozását váltaná ki – felvetették, hogy ez nem feltétlenül tekinthető hátrányosnak. Az érv az, hogy ezzel egy ár alakulása (értsd a kamatalakulás) piacibb lehet, mint a kamat manipulálásakor, ezért kevésbé torzítja a piaci információkat.

¹¹⁶ EMI (1997), 11–12. o.

MONETÁRIS CÉLAGGREGÁTUM

A monetáris célaggregátumokon alapuló közvetett monetáris politika előnyei és hátrányai egyetlen jellemzőre vezethetők vissza: arra, hogy egy közbeeső célt hirdetnek meg, a végső célra (az inflációra) vonatkozóan nincs hivatalos célkitűzés. Sikeres kivitelezéséhez technikailag legalább három feltételnek kell teljesülnie. Egyrészt a kiválasztott monetáris célaggregátum és az árszínvonal statisztikai kapcsolata legyen stabil, másodsorban a szóban forgó aggregátum jó előjelzője (leading indicator) legyen a jövőbeni árszintmozgásoknak, és nem utolsósorban a kiválasztott aggregátum értékének alakulására legyen elegendő befolyása a monetáris hatóságnak.

Hátrányok

- Feltételezi, hogy stabil a „pénzkereslet”, ugyanakkor a bevezetéskor tapasztalható esetleges stabilitás nem garancia arra, hogy az később is stabil marad. A GMU esetében maga az átállás a monetáris unióra olyan sokkot okozhat, amely felboríthatja a korábban stabil kapcsolatot.
- A pénzkereslet akár lassú eltolódásakor („drift”) is felül kell vizsgálni az eredeti célkitűzést. A gyakori eltolódások alááshatják a monetáris célkitűzésre alapozott stratégia hitelét.
- Talán a legnagyobb veszélyt az immár a tagországokban is gyorsan terjedő pénzügyi innovációk jelentik a monetáris célkitűzés megvalósítására. A GMU létrehozásával ezek még gyorsabban törhetnek utat, mert a korábban jól elhatárolható aggregátumok között elmosódottá teszik a határvonalakat. Az innovatív termékekre vonatkozó statisztikák nem épültek ki, nem is beszélve a megbízható idősorok hiányáról. Az innovációk a tagországok közül mindeddig csak az Egyesült Királyságban jártak olyan következménnyel, ami érezhető hatásával lehetetlenné teszi a monetáris célkitűzést.
- Esetenként, amikor a monetáris cél ugyan teljesül, de az inflációs cél nem, gyengülhet a bank inflációellenes elkötelezettsége, mert a maga részéről teljesítettnek tekintheti célját.
- A stratégia a célként választott monetáris aggregátum már bekövetkezett alakulásának megfigyelésén alapul, vagyis valamin, ami az adott pillanatban már a múlt, még ha igen közeli is. Mivel a monetáris politikai akciók a kívánatos hatásukat csak időbeni késéssel tudják kifejteni, ezért a hatóságok gyorsan változó, bizonytalan környezetben késésben lehetnek. Stabil környezetben ez a lehetséges hátrány nem realizálódik.

Előnyök

- A kiválasztandó monetáris stratégiával szemben támasztott követelmények közül az átláthatóság és a monetáris hatóság elszámoltathatósága követelményének eleget tesz. A széles közvélemény számára a monetáris célkitűzés és az indoklás egyszerűen elmagyarázható, teljesülése is jól követhető. Ennek nagy a jelentősége, mert a közvélemény meggyőzése jelentősen befolyásolja a monetáris politika sikerét.

- Segít a monetáris hatóságnak abban, hogy esetleges külső nyomásnak ellenálljon, mert világosabban tud a saját álláspontja mellett érvelni.
- Fontos továbbá az a tény, hogy bemutatható egy jelentős tagállam (Németország) sikeres stratégiája közvetlen folytatásaként.

KÖZVETLEN INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS

A közvetlen inflációs célkitűzés meghirdetése és követése esetében az előnyök és hátrányok abból fakadnak, hogy *nincs hivatalos közbeeső cél*. Ennek a stratégiának rövidebb a története, ezért kevesebb tapasztalat áll rendelkezésre, mint a másik esetében. A módszer lényege¹¹⁷ az, hogy nincs a monetáris politikának közbeeső célja, amelyre az akcióit irányítva közvetetten hat a végül elérni kívánt célértékre, mint a monetáris célkitűzés esetén. A figyelembe vett előrejelző indikátorok köre jóval tágabb: valójában bármilyen mutató megfelel, ha jól jelzi előre a jövőbeni áralakulást.

A hangsúly főleg az infláció kialakulásának megelőzésén van, ez indokolja a piaci – főleg pénzüpiaci – várakozások figyelemmel kísérésének talán nagyobb szerepét a monetáris politika alakításában. Az egyes országok gyakran kényszerből, a hagyományosabb, közbenső cél stratégiákkal kapcsolatos nehézségek miatt választották a közvetlen célkitűzés módszerét.

Hátrányok

- Mivel a cél közvetlenül az infláció, a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa pedig bonyolult, ráadásul vitatott még a szakértők körében is, ezért a szélesebb közvélemény számára nem átlátható a bank cselekedete és indítékai, amelyeket a csak később megfigyelhető inflációs szint érdekében tesz. Ezért nehezebb a közvélemény támogatását megnyerni a központi bank által szükségesnek tartott lépések elfogadásához a *célhoz vezető úton*.
- Mivel nem egy viszonylag egyszerű monetáris szabályon alapul, nagyobb a diszkrecionális elemek szerepe. Ez pedig kísértést jelenthet a politikai szereplők számára a monetáris hatóság befolyásolására, ez utóbbi pedig nehezebben tudna ellenállni, ha ilyen nyomás nehezedne rá, hisz a végső cél veszélyeztetése nem feltétlenül derül ki azonnal.
- Ezzel összefüggésben a központi bank mindig találhat magyarázatot arra, hogy miért lép vagy nem lép valamit, mert a bank által alkalmazott szabály nem nyilvánvaló a gazdasági szereplők számára.
- Képesnek kell lennie a banknak a jövőbeni inflációra nagyon jó előrejelzést adnia úgy, hogy a végeredménybe a saját jövőbeni lépésein kívül a szereplők válaszlépéseit is beszámítsa. Az előrejelzés esetleges pontatlansága alááshatja a bank hitelességét.

¹¹⁷ Bővebben lásd Csermely (1997). Tömör ismertetését lásd in Bank for International Settlements (1996), 62–71. o.

- Fontos lehet a végső döntés meghozatalakor az a tény, hogy nem lehet olyan egyértelműen sikeres antiinflációs gyakorlatra hivatkozni a közvetlen inflációs célkitűzést folytató országok körében, mint amilyen a monetáris célkitűzés esetében Németország.
- Felvetették, hogy az infláció csökkentésének van alsó határa: zéró közelébe vagy az alá nem süllyedhet. Ez kizárhatja a reálberek inflációs csökkentését a lehetséges kiigazítási mechanizmusok közül: a közvetlen inflációs célkitűzés¹¹⁸ esetén – lefelé merev nominálberek mellett – a reálberek nem alkalmazkodhatnak (értsd nem csökkenhetnek) azok „elínflálásá”-val. Ez az érv azonban csak akkor igaz, ha eltekintünk a termelékenység növekedésétől: ilyen esetben csökkenhet a fajlagos munkaköltség, még merev nominálberek mellett is.¹¹⁹

Előnyök

- Mivel elvben bármi lehet az infláció előrejelző indikátora, ezért egy gyorsabb változásoknak kitett, instabilabb rendszerben is rugalmasabban alkalmazható: nincs szükség a monetáris aggregátumok viselkedésének hosszú távú statisztikai idősoraira.
- A monetáris politika több csatornáját is mozgósíthatja, a többféle indikátornak megfelelően.
- A központi bank antiinflációs elkötelezettsége közvetlenebbé válik, mert nincs közbeeső cél, amire hivatkozva a végső cél teljesülése másodrendűvé válik.
- Könnyebben ellenőrizhető a széles közvélemény számára az inflációs cél teljesülése, mert közvetlenül ezt hirdetik meg. (A monetáris célkitűzésnél nincs publikus inflációs cél, csak a közbeeső monetáris célaggregátumot hirdetnek meg).

A KÖZÖS MONETÁRIS POLITIKA MŰKÖDÉSÉNEK PROBLÉMÁI

A felsorolt különbségek, előnyök és hátrányok kapcsán az EMI szakértői, közöttük az intézmény elnöke, Lámfalussy mindig hangsúlyozták¹²⁰, hogy a két stratégia nem áll olyan mereven szemben egymással, mint a fenti leíráshoz hasonló bemutatások alapján gondolni lehetne. A Bundesbank általában rugalmasan és középtávon követi a mennyiségi célját és valójában van egy kimondatlan inflációs célja, amelyet a monetáris célaggregátumok tervezésekor alapul vesz.¹²¹ Clarida és Gertler odáig megy, hogy a német monetáris cél-

¹¹⁸ Feltesszük, hogy a közvetlen inflációs célkitűzés „alacsony” inflációs szint elérésére törekszik. Logikailag természetesen lehetséges a reálberek csökkentése nominális bérmerevségek esetén is, pl. magas „inflációs cél” kitűzésével. Ekkor azonban maga az inflációs cél fogalma értelmét veszti, ezért ettől a lehetőségtől – összhangban a szakirodalommal – eltekintettünk.

¹¹⁹ Bank for International Settlements (1996), 69–70. o.

¹²⁰ Lámfalussy (1996a–d), Moutot in: EMI (1996a), 30. o., EMI (1997), 13. o.

¹²¹ Deutsche Bundesbank (1995) 80–85. o. A kiadvány vázolja a célaggregátum kialakításának lépéseit. Eszerint a bank először megállapítja a (reál) termelési potenciál növekedésének mértékét és hozzárendel egy középtávú árszint-növekedésre vonatkozó előrejelzést. A kettő összege adja a termelési potenciál növekedésének nominális értékét. A pénz forgási sebességének hosszabb távú változását az előjeltől függően – azaz gyorsulás vagy lassulás esetén – rendre levonják vagy hozzáadják az előbbi értékhez, így megkapják a termelési potenciállal konzisztens pénzállomány nagyságát. (81. o.)

aggregátumokat explicit közbeeső inflációs célkitűzésnek tekintik¹²², de a német hivatalos személyek tartózkodnak ettől. Továbbá annak ellenére, hogy a német jegybank nyilvánosan csak monetáris aggregátum követését jelentette be, aligha közömbös más olyan jelzőszámok alakulásával szemben, mint bizonyos kamatok stb. Másfelől a közvetlen inflációs célt követő jegybankok sem hagyhatják figyelmen kívül a monetáris aggregátum alakulását, noha az a stratégiában csak egy indikátor más indikátorok mellett.

Az EMI szakértői szerint ugyanezért nem lesz nagy különbség abban sem, hogy egyik vagy másik indikátor, illetve aggregátum milyen viselkedést fog mutatni a választott stratégiából következően. A monetáris célkitűzést általában nagyobb kamatingadozásokkal szokás azonosítani, de – mint már utaltunk rá – ezt inkább az angol–amerikai monetarista tapasztalatra hivatkozva lehet igazolni, a német gyakorlatra ez nem áll. Ami viszont a közvetlen inflációs célkitűzés stratégiáját illeti, elvben a kamatoknak stabilabban kellene alakulniuk, mint a monetáris célkitűzés esetében. Mégis, az Egyesült Királyságban a kamatingadozások erőteljesebbek és gyorsabban végiggyűrűznek a hosszabb távú kamatok irányába, mint Németországban.¹²³

Az egyes tagállamokra jellemző finanszírozási szerkezetek, pénzügyi piacok¹²⁴, illetve a kamattranszmissziói közötti eltérések nem pusztán az alkalmazott monetáris stratégiák különbözőségéből, hanem a bankok kockázatkezelésében és felügyeleti szabályozásában fennálló, illetve tágabban a gazdasági környezet eltéréseiből is adódnak. Másként fogalmazva, mivel az egyes országok *pénzügyi struktúrái* között nem alakult ki konvergencia, ezért a közös monetáris politika hatásmechanizmusa – a hatás kialakulásának időigénye, és a magánszektor válaszána mértéke – nagymértékben különbözhet az egyes országokban. Ennek eredményeként a közös valuta bevezetése után a választott közös monetáris politikai stratégia eltérően hathat az egyes országokban. Ennek a bonyolult kérdéskörnek az alábbiakban csak a leglényegesebb összefüggéseit tudjuk jelezni.

Az alábbiakban három témakör köré csoportosítjuk a tagállamok sajátosságainak tárgyalását a közös monetáris politika várható hatásait vizsgálva: először a pénzügyi szerkezetek és a kamattranszmisszió jellegzetességeit érintjük, majd az eltérő kockázatkezelési/szabályozási kultúrák és a monetáris politika kölcsönhatását vizsgáljuk, végül azokat az egyéb különbségeket ismertetjük, amelyeket kutatók még empirikusan kimutathatónak találtak. Mindegyik témakörben a vizsgálatok azt valószínűsítik, hogy további jelentős konvergencia nélkül egy közös monetáris politika eltérően érinti az egyes országokat, azok egyes szektorait, ami feszültségek, érdekellentétek alapja lehet.

Finanszírozási szerkezetek és kamatátvitel

Az alábbi táblázat alkalmas annak érzékeltetésére, hogy a különböző tagországokban mennyire gyors a pénzpiaci kamatok hatásának megjelenése a bankhitelek kamataiban.

¹²² Clarida, R. és Gertler, M. (1996), 4–5. o. Lásd még hasonló szellemben a két stratégia hasonlóságairól Bank for International Settlements (1996), 68–69. o.

¹²³ Bank for International Settlements (1994, 1995), Aglietta (1995), Coudert (1996).

¹²⁴ Chick (1989), Chick és Dow (1994), Aglietta, (1995), Kregel, (1993, 1995 és 1996).

Ez az összehasonlítás akkor is fontos különbségekre hívja fel a figyelmet, ha feltesszük hogy a teljes hatás végül „egy az egyhez”, minden országban. Látható, hogy a Németországgal *reál- és pénzügyi szektoraikkal egyaránt* szorosan integrált kis országokban (Belgium, Hollandia) a pénzpiaci kamatok gyorsan megjelennek a bankhitelekben. A bankkamatok alkalmazkodása gyors az Egyesült Királyságban és Spanyolországban is, noha ezek az országok csak pénzügyi szektoraikkal integráltak Németországgal, *reál-szektoraik között* jelentős az aszimmetria. Csak Franciaország és Németország esetében viszonylag lassú a bankkamatok alkalmazkodása, míg Olaszország a két csoport között helyezkedik el.

13. táblázat

A kereskedelmi bankok rövid lejáratú kamatainak a pénzpiaci kamatok 1 százalékos változására vonatkozó válasza

	Azonnali hatás	Hat hónappal később	A késés mediánértéke (hány hónapig tart a teljes hatás 50%-ának kialakulása)
Franciaország	0,31	0,43	5,6
Olaszország	0,33	0,77	2,8
Németország	0,37	0,58	4,5
Spanyolország	0,76	0,98	0,7
Hollandia	0,80	0,97	0,5
Belgium	0,85	0,91	0,5
Egyesült Királyság	0,85	1,00	0,4

Forrás: Aglietta (1995), 21. o., a *Bank for International Settlements*: „National differences in interest rate transmission”, Bazel (1994. március) alapján.

Aglietta a pénzpiaci és a bankkamatok közötti eltéréseket a külkereskedelmi áruforgalom tárgyalásánál szokásos „versenynek kitett” és „ki nem tett” áruk („tradable/non-tradable”) megkülönböztetéssel analóg módon kezeli.¹²⁵ A versenynek kitett szektorokban érvényesül az „egyetlen ár” elve, míg a versenytől megkímélt áruk esetében ez nem teljesül: ebben mutatkozik meg az adott piac integráltsága. A fentebbiekben tehát az „egyetlen ár” követelménye a gyors kamattranzmissziót mutató országokban teljesül, a többiekben – Németország, Franciaország – a monetáris hatóságoknak nagyobb a mozgástere. Ezek a különbségek a *jellemző pénzügyi szerkezetek* figyelembevételével további fontos különbségekre mutatnak rá.

¹²⁵ Aglietta (1995), 19–20. o.

14. táblázat**A hosszú lejáratú finanszírozás szerepének mutatói**

(1993 végén fennálló állományok)

	Államadósság (hosszú lejárat és fix kamatozás aránya százalékban)	Bankhitel a magánszektor számára (hosszú lejárat aránya, százalékban)	Lakossági jelzálog adósság (hosszú lejárat és fix kamatozás aránya százalékban)	Vállalati adósságok (hosszú lejárat és fix kamatozás aránya)
Németország	92	77	kb. 100	1/2
Franciaország	64	57	90	1/3
Olaszország	33	n. a.	50	1/6
Egyesült Királyság	77	24	10	1/2
Belgium	76	48	kb. 100	1/4
Hollandia	99	77	75	1/2

Forrás: Aglietta, (1995), 19. o., az érintett nemzeti jegybankok és a Bank for International Settlements becslései alapján.

A hosszú lejáratú finanszírozás arányát mutató táblázatból egyrészt látható, hogy az Egyesült Királyság lakossági jelzálogpiaca rendkívüli módon érzékeny a rövid lejáratú kamatokra a rövid lejárat és a változó kamatozás nagy aránya miatt, és kisebb mértékben a magánszektor a hosszú lejáratú bankhitelek viszonylag alacsony aránya miatt. Egy másik kiugró különbség az olasz államadósságon belül a rövid lejáratok magas aránya, ami az ország inflációs történetének öröksége. Ugyanezzel magyarázható az olasz vállalatok adósságállományában a hosszú lejárat kis aránya. Az infláció ebben az országban a vállalatok számára akkor előnyös, ha elegendő önfinanszírozásra tudnak szert tenni: ekkor ugyanis a valuta leértékelése hatásos az árversenyképességük növelése érdekében, amire erős hajlam van az olasz gazdaságban.

Németország sajátos helyzete különösen akkor ugrik ki, ha a kamattranszmisszió és a pénzügyi szerkezetek fenti két tábláját együtt tekintjük. A külföldi hatásokra Németország a legkevésbé érzékeny a lassú kamattranszmisszió miatt, és ez a hosszú lejáratú, fix kamatozású finanszírozás nagy arányával párosul. Ez nagyrészt megmagyarázhatja az inflációtól való általános német félelmet: noha rendszerint a két háborút követő inflációs tapasztalatok örökségének tekintik, a mai megtakarítóknak sokkal kézzelfoghatóbb érdekük lehet az infláció alacsonyan tartása. A finanszírozási szerkezet a táblázat országai közül Franciaországban hasonlít a leginkább a németre, de még ez az ország is árnyékként követi a német monetáris politikát, gyakorlatilag a márkához kötve a frankot.

Kölcsönhatások a kockázatkezelés és a monetáris politika között: eltérő kultúrák

Noha szinte minden tagjelölt ország pénzügyi szerkezete felmutat egyedi sajátosságokat, célunk szempontjából a továbbiakban elegendő a szakirodalomban szokásos megkülönböztetést alapul vennünk. Eszerint beszélhetünk német, illetve angolszász típusú pénzügyi struktúrákról. A EU többi tagországa valahol a két jellegzetes típus között helyezhető el,

amennyiben mindkét rendszer elemeit ötvözik. Mivel ma már szinte minden fontosabb országban a monetáris hatóság a rövid távú kamatokon keresztül fejt ki a hatását, a transzmissziós mechanizmus a jegybanki kamatlépések és a magánszektor, illetve a közületi szektor válasza kölcsönhatásának eredményeként alakul. Ezért a közös monetáris politika működése az egyes országoknak a kamatváltozásokra adott eltérő válaszai szerint más és más lehet. Ebből a szempontból most stilizált leírását¹²⁶ adjuk a piaci (ár-) kockázat kezelése két tipikus, de eltérő rendszerének, a kockázatkezelési/pénzügyi kultúrának.

Az angolszász és német pénzügyi rendszerek sajátosságainak eredete

A két pénzügyi rendszer közötti különbség eredete az 1929–1933-as válságig vezethető vissza. Ezen belül is arra, hogy a válság hatására bekövetkezett pénzügyi összeomlást más okokra vezették vissza a két országcsoportban, és ezért más-más szabályozást vezettek be a pénzügyi rendszer kockázatainak csökkentésére, a jövőbeni összeomlás megelőzésére.¹²⁷

A legjellegzetesebb *angolszász választ* az USA adta azzal, hogy a bankok piaci kockázatának csökkentése érdekében a hozamgörbe rövid és hosszú szegmense közötti működést megtiltotta: az 1933–34-es Glass–Steagall törvény értelmében szervezetileg és tulajdonilag el kellett választani a hozamgörbe rövid szegmensén működő kereskedelmi bankokat a hosszú szegmensen működni engedélyezett befektetési bankoktól.

Az angol hatóságok törvényileg nem követelték meg ezt az elválasztást – hiszen az Egyesült Királyságban a hetvenes évekig, az első EU-bankdirektíva kötelező átültetéséig – nem volt banktörvény sem, „pusztán” a Bank of England „erkölcsi ráhatása” és a hosszú brit hagyomány érte el ugyanazt a hatást, amit az USA-ban az új törvény.

Ebben a megközelítésben a szabályozás szándékai szerint a kereskedelmi bankok csak rövid távú (például 90 napos) hiteleket nyújtanak a vállalatoknak, amelyek a fixtőkeberuházásaikat hosszú távú kötelezettséget megtestesítő papírok (részvény, esetleg kötvény) kibocsátásával fedezik. A beruházás finanszírozásánál a kereskedelmi bankok csak e papírok kibocsátásáig hitelezik a vállalatokat, amelyek a papírok révén bevont tőkéből törlik a rövid távú bankhiteleiket. A kereskedelmi bankoknak továbbá nem tiltották az értékpapírok fedezete melletti hitelnyújtást. Így közvetve, egy másik csatornán keresztül is finanszírozhatták a vállalati beruházásokat: azzal, hogy a kereskedelmi bankok egynapos („call money”) hiteleket nyújtottak a befektetési bankoknak az értékpapír-portfóliójuk finanszírozásához addig, amíg azok a széles közönség felé nem tudták teríteni e papírokat. Újabban, a hetvenes–nyolcvanas évek óta pedig a vállalatok tőzsdei átvétele során a jegyzési garancia („underwriting”) keretében a befektetési bankok port-

¹²⁶ Stilizáláson itt azt értjük, hogy a téma szempontjából legfontosabb jellegzetességeket a lehető leghatározottabb kontúrokkal vázoljuk fel. Ennek érdekében többször hivatkozunk az angol mellett és helyett a karakterisztikusabb amerikai rendszerre. Ez azért nem nagy probléma, mert az amerikai fejlődés sok tekintetben csak előrevetíti a más országokban csak később érvényre jutó tendenciákat.

¹²⁷ E témát bővebben ismerteti Szalai (1994). Lásd még az ott megjelölt irodalmakat. Jelen dolgozatunkban továbbá erősen támaszkodunk Kregel (1993), (1995), illetve (1996) cikkeire is.

foliójába kerülő papírokból álló portfóliót finanszírozzák áthidaló kölcsönökkel („bridge loan”). Erre eredetileg azért volt szükség, mert a befektetési bankok a hetvenes évekig nem voltak jól ellátva tőkével: zártkörű társaságként működtek („partnership”), amelyek nem bocsátottak ki saját részvényeket. Ezért a hosszú távú vállalati értékpapírok árfolyamkockázatát nem tudták hosszú távú saját papírok kibocsátásával fedezni. A kockázatot ezért úgy csökkentették, hogy a vállalati papírokat nem tartották a portfóliójukban. A piaci kockázatot a papírok végső tartói, a háztartások viselték, de ezek a terítés miatt nem koncentráálódtak, hanem széles körben eloszlottak. Ezzel a piaci kockázat a pénzügyi szektoron kívülre került. Az egyes háztartások által viselt piaci kockázatot a befektetési bankok azzal csökkentették, hogy a papíroknak likvid másodlagos piacot teremtettek, ami lehetővé teszi portfóliójuk átrendezését, a papírok forgatását. A befektetési bankok tehát az angolszász rendszerben – a nevükkel ellentétben – eredetileg, a hetvenes–nyolcvanas évekig nem viselték a hosszú távú értékpapírok tartásából fakadó piaci kockázatot. Ilyen piaci kockázatot jelent például a monetáris politika szigorításakor a rövid távú kamatok emelkedése, és a hosszú távú papírok árfolyamának esése. Ezért az angolszász orientációban hagyományosan a pénzügyi szektor viszonylag immúnis volt a rövidtávú kamatemelkedésekből fakadó piaci kockázatokkal szemben, amit a monetáris politika aktív használata jelentett (volna – láttuk, hogy a monetáris politikák aktív használata a hetvenes évek közepére, végére tehető). A lejáratú megfelelést a kötelezettségek és az eszközök között a hozamgörbe rövid és hosszú szegmensei szerinti intézményi elválasztással, a specializált bankrendszerrel érték el.

A német rendszer ezzel szemben nem követeli meg a lejáratú megfelelés biztosításához, a piaci kockázat csökkentéséhez a hozamgörbe rövid és hosszú távú szegmensei szerinti intézményi elválasztást. Ehelyett az „univerzális bankrendszer” igényeinek megfelelő kifinomult felügyeleti szabályozás és piacikockázat-kezelés alakult ki az évtizedek során. A bonyolult szabályozási rendszer lényege a mi szempontunkból az, hogy az intézményi elválasztás helyett az integrált („univerzális”) bankok mérlegtételeire fogalmaznak meg a specializált („angolszász”) megoldással azonos hatású, részletekbe menő korlátozásokat és előírásokat. Ezen előírásokat a nagy válságot követően, az 1934-es banktörvény („Kreditwesengesetz”) tartalmazta. A német bankok egy szervezeten belül tiltják meg azt, hogy rövid lejáratú kötelezettségekkel finanszírozzanak hosszú távú, illikvid eszközöket. Az univerzális német bankok a második világháború után, az újjáépítés előrehaladásával, növekvő mértékben találták szemben magukat a lejáratú előírásoknak való megfelelés nehézségeivel. A vállalatok fokozódó mértékben igényelték a hosszú távú hiteleket a beruházások finanszírozásához, de a bankok nem tudták a vállalati papírokat a tőkepiacra elhelyezni, mert a kétszeri pénzreform – az 1930-as évek hiperinflációját követően és a második világháború után, 1948-ban az új német márka bevezetése – eredményeként megszűnt az értékpapírok másodlagos piaca.¹²⁸ Ezzel a bankok piaci kockázata veszélyesen megnövekedett, hiszen túlnyomórészt csak rövid távú bankbetétekkel finanszírozhatták volna a vállalati beruházásokat. Ilyen feltételek mellett egy esetleges

¹²⁸ Kregel (1992), 240. o. Úgyanő jegyzi meg, hogy 1974-ig a német kormány nettó hitelezője volt a magánszektornak. Ezzel magyarázható, hogy a legutóbbi néhány évig miért nem játszottak soha szerepet a Bundesbank műveletei között a nyílt piaci műveletek. A nyílt piaci műveletekhez szükséges állampapírok kibocsátását a Bundesbank kényserítette ki a kormánytól. (240. o. és 20. l. ábrajegyzet).

kamatemelkedés – például inflációs veszély esetén alkalmazott monetáris szigorítás eredményeként – a bankokat arra kényszerítette volna, hogy a tömeges betétkivonást a betéti kamatok emelésével gátolják meg. A rögzített kamatok melletti hosszú távú vállalatihitelnyújtás esetén a betétekre fizetett kamatok emelése a bankok pénzügyi helyzetét megrendítette volna. Az árfolyamkockázat csökkentése és a lejáratú követelményeknek való megfelelés érdekében a megoldást a bankok saját kötvényeinek kibocsátása jelentette. Ezzel a hosszú távú hitelek és kötelezettségek közötti lejáratú megfelelést az „univerzális” banküzemi keretek között is biztosítani tudták. Tehát a német bankok is igénybe veszik a piaci kockázat mérsékléséhez a tőkepiacot. Ebből következik, hogy az angolszász és a német piaci kockázatkezelési kultúra közötti különbségtételt a piaci versus banki ellentét párral nem lehet elég jól leírni, mert fontos vonatkozásokat ezek a megjelölések elfednek.¹²⁹ Kregel a lejáratok szerinti intézményi szegmentálás versus mérlegmegfelelés különbségtételt tartaná pontos megkülönböztetésnek.

A német rendszer sajátossága, hogy az eszközöket a bankrendszeren belül tartják, nem pedig forgatják, így a piaci kockázatok a pénzügyi szektoron belül koncentrálnak. Mivel a bankok az eszközeiket nem tekintik forgatható aktíváknak – ami a számviteli nyilvántartásban is tükröződik, amennyiben történelmi/beszerzési értéken tartják azokat nyilván, szemben az angolszász mark-to-market megközelítéssel, ami a piaci árfolyamon való napi újraértékelést jelenti –, ezért a rövid távú, átmeneti kamatingadozások kevésbé hatnak profitjukra.

Kockázatkezelés napjaink német és angolszász rendszereiben – következmények a közös monetáris politika transzmissziójára nézve

A hetvenes évek végétől és a nyolcvanas évek elejétől a pénzügyi szektor szerkezete mindkét rendszerben jelentősen módosult, ami döntően befolyásolhatja a transzmissziós mechanizmust. Az *angolszász országokban* a befektetési bankok, illetve a pénz- és tőkepiaci alapok árfolyamkockázataik fedezése céljából egyre inkább hajlanak saját részvények kibocsátására. A növekvő tőkepiacokon a háztartások egyre inkább a koncentrált *intézményi befektetők* papírjait birtokolják, nem pedig közvetlenül tartják a vállalati és más értékpapírokat.¹³⁰ A lakosság széles befektetői köre helyett a *pénzügyi szektoron belül* koncentrálnak a piaci kockázat. Ezért döntő szerepe lesz a tőkepiaci likviditás biztosításának, ami nagy tőkeerőt igényel. Fontosságban háttérbe szorul a befektetési bankok értékpapír-kereskedői és közvetítői szerepe, és előtérbe kerül a piacvezető funkció („market-making”), mert a piacikockázat-kezelés megköveteli a piaci likviditás folyamatos biztosítását, amit a piacvezetők folyamatos eladási és vételi ajánlatokkal tartanak fenn. A piacvezetés nagyfokú kockázatkezelési szakértelmet és az ennek ellenére előforduló veszteségek elviseléséhez nagy sajáttőke-erőt igényel. Ennek a követelménynek a zárt körű társaságból nyílt részvénytársasággá alakulva, külső tőkebevonással igyekeztek eleget tenni a befektetési bankok és alapok. Emellett a kereskedelmi bankok befektetési bankokat refinanszírozó szerepe is erősödik és összefonódik a tőkepiaccal. Egy

¹²⁹ Kregel (1995), 486. és 497. o.

¹³⁰ Körülbelül 50-50%-ra becslik a közvetlen háztartási és az intézményeken keresztül értékpapír-tulajdonlás megoszlását az angolszász országokban.

esetleges tőzsdei összeomlás már nem volna jól elszigetelhető a bankrendszerrel. A koncentrált piaci kockázatok által támasztott óriási kockázatkezelési igénynek új piaci technikák révén igyekeznek eleget tenni, ami a pénzügyi innovációk és a derivatív eszközök robbanásszerű fejlődését eredményezi.

Ennek eredményeként az a stabilizáló hatás, amit korábban a specializált szabályozás eredményezett, most elveszni látszik: *hiszen magukat a kockázatkezelő instrumentumokat is a piacon forgatják*. Ezért az elveszett biztonságot, amit korábban a piaci kockázatnak a háztartásokhoz való telepítése jelentett, most a kockázatmenedzsereknek kell pótolniuk. Ezek a strukturális változások nagyrészt megmagyarázhatják, hogy a „piaci orientációt” képviselő angolszász rendszerek miért reagálnak sokkal gyorsabban és érzékenyebben a kamatmozgásokra. Ha ehhez hozzávesszük azt a körülményt is, hogy az angolszász országokban a tőke- és pénzpiacoknak a gazdaság egészéhez képes játszott nagyobb szerepét nagyrészt az magyarázza, hogy a nyugdíjrendszerük a költségvetéstől független, tőkésített alapokon nyugszik, és ezek az alapok a tőkepiaci és kockázatkezelési technikák iránt óriási igényt támasztanak, akkor érthetővé válik a pénzügyi rendszer nagyobb kamaterzékenysége.

A német rendszerben az integrált („univerzális”) bankok stabilitását nagyrészt a Bundesbank tudatos politikája biztosítja, amivel mérsékelni igyekszik a rövid távú kamatmozgásokat és a tartós inflációs nyomást. Ez a politika összekapcsolódik a bankok prudenciális felügyeletének adott szabályozási kereteivel. A Bundesbank monetáris célkitűzéseken alapuló politikája eddigi sikerének két legfontosabb pillére:

- a) a bankmérlegek lejárat szerkezetének részletes szabályozása és
- b) a kötelezőtartalékráta-politika.

A Bundesbank már régóta nem likviditási, prudenciális, hanem monetáris politikai célokra rendeli alá a tartalékpolitikát.¹³¹ A kötelező tartalék akkor szolgálja a jegybank céljait, ha nem fizet rá (piaci) kamatot és a tartalék szintje meghaladja a bankok által önkéntesen is tartandó technikai egyenlegek („working balance”) szintjét. Noha a külső liberalizálás és a nemzetközi verseny miatt a német jegybank több lépésben jelentősen csökkentette a kötelezőtartalék-rátáját¹³², értékelésük szerint még mindig megtartotta a korábbi monetáris politikai szerepét.

Az *első pillér*, az alkalmazott kötelezőtartalék-előírások lehetővé teszik a Bundesbank számára két fontos cél elérését: egyrészt *stabilizálja a jegybanki likviditás iránti keresletet* azzal, hogy a bankokat ráutalttá teszi a jegybanki refinanszírozásra, ha a rendszer egészében a hitelek nagysága növekszik. Eddig a jegybankpénz iránti kereslet növekedése a bank értékelése szerint elégséges mértékben volt előre látható.¹³³ Mivel az összes pénzkeresletnek az egyik legfontosabb tényezője a bankok jegybankpénz-kereslete, a mo-

¹³¹ Deutsche Bundesbank (1995), 125–130. o.

¹³² 1995 augusztusától már a látra szóló betétek után is csak 2%-ot követelt meg. Deutsche Bundesbank (1995), 123. o.

¹³³ Deutsche Bundesbank (1995), 125. o.

netáris célkitűzések teljesítésében döntő fontossága van: lehetővé teszi, hogy az M3-at (azaz a közbenső monetáris célkitűzést) nagyjából az előre eltervezett pályán tartsák. Másrészt a kötelezőtartalék-előírások fontos szerepet játszanak a rövid távú kamatingadozások mérséklésében. Ez annak az alkalmazott technikának köszönhető, amely megengedi a tartalékszámokon levő pénzt technikai egyenlegként, átutalások teljesítésére használni. A kamatok stabilitását segíti elő az is, hogy csak egy hónap átlagában kell megfelelni az előírásoknak, ami megfelelő rugalmasságot enged a teljesítésben, hiszen a rövid távú, előre nem látható likviditási sokkokra nem kell a bankoknak napon-ta válaszolniuk. Végül a teljesítés időszaka két héttel a kiszámítás alapjául szolgáló időszak végét követően indul, ami elegendő időt ad a bankoknak arra, hogy a szükséges likviditást különböző forrásokból (elsősorban a bankközi piacról) megszerzzék. Ezzel a bankközi piacokon elkerülhetik a kamatemelkedéshez vezető feszültségeket, és szükségtelessé teszik a Bundesbank állandó közbelépését a pénzpiaci feszültségek megszűntetése érdekében.

A kereskedelmi bankoknak a kötelező tartalékon *elszenvedett* veszteségét – az elmaradt hasznot, ami nem kamatozó voltából fakad (vagyis nem számviteli, hanem pénzügyi veszteséget) – ellensúlyozta a német jegybank által nyújtott, a piaconál alacsonyabb kamatozású diszkont- és lombardhitel, illetve a kötelező tartalék technikai egyenlegként való felhasználásának lehetővé tétele.¹³⁴ A Bundesbank sikerét tehát egyrészt a kötelezőtartalék-politikának monetáris politikai eszközként való használata tette lehetővé: jól előre látható kapcsolatot teremtett a *hozamgörbe rövid szegmensén belül*, a jegybank közvetlen ellenőrzése alatt álló *jegybankpénz* és a bankok üzleti megfontolásai által meghatározott – ezért a jegybank által csak közvetve, ezen üzleti döntésekre való hatáson keresztül alakított – *M3 között*.

A *másik pillért* a kereskedelmi bankokra vonatkozó mérlegmegfelelési előírások jelentették. A rövid távú kamatok emelkedése ebben a szabályozási és kockázatkezelési keretben a rövid távú hitelek iránti kereslet csökkenését és a rövid betétek kínálatának növekedését eredményezi.

A hosszú távú bankhitelek iránti kereslet ezzel szemben megnő, amit a bankok a mérlegelőírások betartása mellett hosszú távú kötvény kibocsátásával finanszírozhatnak. Ezzel a rövid távú kamat emelkedése végiggyűrűzik a lejárat spektrumon, és biztosítja, hogy a kamatemelkedés hatására az M3 iránti kereslet csökken, miközben nő a „monetáristőkefelhalmozás”¹³⁵, az M3-nál szélesebb aggregátumokba tartozó eszközök iránti kereslet¹³⁶. *A bankmérlegekre vonatkozó, szándék szerint prudenciális célú lejárat előírások tehát megteremtik a hozamgörbe rövidebb és hosszabb lejáratú szegmense közötti kapcsot*.

¹³⁴ Deutsche Bundesbank (1995), 126. o.

¹³⁵ A Bundesbank terminológiájában a „monetary capital formation” azokat a bankok által kibocsátott értékpapír-kötelezettségeket (banki kötvényeket) jelenti, amelyek nem részei a monetáris politika által célul kitűzött „pénz”-aggregátumnak (az M3-nak); de tartós forrásnak, tőkének minősülnek, ugyanakkor – mivel a bankok bocsátották ki – a monetáris szektoron belüli tőkefelhalmozást képviselnek. Deutsche Bundesbank (1995), 174. o. (A monetáris szektor = a jegybank + bankrendszer, ami azokat az intézményeket jelenti, amelyeknek a passzívái az adott ország aktuális szabályozása szerint „pénz”-nek minősülnek. Eredetileg csak kereskedelmi bankok voltak a részei, ma már a liberalizálás következtében takarékpénztárak, építési társaságok, befektetési alapok, biztosítók stb. is ide tartoznak.)

¹³⁶ Kregel (1996), 133. o.

latot. Ezért a német jegybank pénzüpiaci akciói a komplex és kifinomult német intézményi keretek között az *elméletileg elvárt átrendeződést* váltják ki a bankok, rajtuk keresztül pedig a vállalati és lakossági ügyfelek eszközei között.¹³⁷

A fentiekben összefoglalt elemzés vezeti Kregelt arra, hogy csaknem feloldhatatlan ellentmondást lásson a monetáris politika közös vitelével kapcsolatban a GMU-n belül, ha a KBER a monetáris célkitűzés stratégiát választaná. Két nézőpontból lehet megítélni a kérdést:

1. Egyetlen másik tagországban sem mutatott hosszú távon a pénzkereslet olyan stabilitást, mint Németországban. Ha a fentebbi elemzés igaz, és a pénzkeresletnek ez a múltbeli stabilitása nagyrészt a sajátosan német monetáris kontroll, a bankfelügyeleti elvek és a piacokkázzat-kezelési technika eredménye volt, akkor a KBER csak abban az esetben remélhetné ennek a stratégiának a sikeres folytatását, ha hasonló intézményi kereteket alakítanának ki GMU-szinten. Nincs azonban jele annak, hogy közösségi szintű bankfelügyeleti szervet hoznának létre a német gyakorlat alapján vagy akár máshogyan.¹³⁸

2. A jelenlegi nemzetközi környezetben aligha volna vonzó megoldás egy ilyen mértékű szabályozási reform végrehajtása az Unió bankjai számára. Még a német bankrendszerre legjobban hasonlító osztrák, belga, holland, luxemburgi bankokra sem alkalmaztak mindeddig ilyen mérlegmegfelelési előírásokat. Esetleges bevezetések sem biztosítanák önmagában a pénzkereslet stabilitását: Belgiumban például egyáltalán nincs kötelező tartalék-előírás, és az sem valószínű, hogy az országok többsége elfogadná az adott nemzetközi versenyhelyzetben. Ezért a hozamgörbe rövid szegmensén belül nem volna biztosítva az intézményi kapcsolat a jegybankpénz és az egyéb likvid pénzaggregátumok (valamilyen „M3”) között.¹³⁹

Ennél is fontosabb azonban, hogy a német szabályozás által megtestesített megoldások *nemzetközileg elavultnak számítanak*. Amint fentebb láttuk, a modern bankok nem lejáratú megfelelés révén kezelik a piaci kockázataikat. A nemzetközi szabályozó hatóságok direktívái és ajánlásai (az Európai Bizottság, illetve a BIS Bankfelügyeleti Bizottsága) az új technikákkal összhangban lévő szabályozást fogadtak el, amelyeket a németeknek is be kell(ett) vezetniük, rendre 1996. és 1998. január 1-jétől. Ha a német – vagy esetleg, aminek nincs jele, az európai – hatóságok ezenfelül vagy ezek mellett ragaszkodnának a

¹³⁷ Megjegyzendő, hogy a standard elméletben a portfólióátrendezést rendszerint egy absztrakt pénztartó szereplő mindenféle intézmények, főként bankok nélküli környezetben hozott, egyéni optimalizáló döntéséből vezetik le.

¹³⁸ Kregel (1993) emlékeztet arra, hogy a Maastrichti Szerződés említi az KBER-rel kapcsolatban egy ilyen független intézménnyel való kooperációt, de nincsenek formális előírások a létrehozására (675. o.). A bankfelügyelet – mint látuk – nemzeti hatáskörben marad, csakúgy, mint az értékpapír- és tőzsdefelügyelet. A lényeg azonban az, hogy minden nemzeti hatóságnak az Unió bank- és értékpapír-direktíváit kell érvényesítenie. Ezek pedig nem a német bankfelügyelet mérlegekre vonatkozó lejáratú megfelelési előírásait követik.

¹³⁹ Az USA monetáris politikájával kapcsolatban nagyon hasonló gondolatot vetett Feldstein és szerzőtársa (1994). Álláspontja szerint a Fed azért nem képes nagyobb mértékben befolyásolni az M2-t, mert az évek során túl sok bankpasszívum esetében hagytak fel a kötelezőtartalék-ráta előírásával. Ennek eredményeként a kötelező tartalékolás alá eső M2-eszközök arányát már csak 20%-ra teszi. A bankok üzleti megfontolásból azokat a forrásokat részesítik előnyben, amelyekre nem vonatkoznak a tartalékolási követelmények. Ezért a Fed pénzüpiaci akciói közvetlenül befolyásolják az M1-et, de az M2-re gyakorolt hatásuk rendkívül bizonytalan. A kivételek megszüntetése nélkül nem látnak a szerzők lehetőséget mennyiségi célkitűzés követésére az USA-ban (lásd a 15. o.-t és az 1.10. pontot, 51–54. o.)

lejárati mérlegmegfelelésen alapuló korlátozásokhoz, akkor versenyhátrányba hozhatják saját bankjaikat az egyre nyitottabb piacon. Másrészt a nemzetközi verseny már eddig is kikényszerítette a kötelező tartalék rátájának csökkentését, ami a múltban a stabil német pénzkereslet másik pillérét is elmozdítja.

Napjainkban a bankok a mérlegük lejáratí megfelelése helyett minden eszköz- és forrástételüket piaci kockázati tényezők szerinti elemekre bontják fel (kamat, devizaárfolyam és -részvény és tőzsdei árucikk) és így kezelik azokat. A hosszú lejáratú, fix kamatozású kötvények például változó kamatozásúvá alakíthatók egy swap segítségével, így viselkedésük a rövid távú eszközökéhez lesz hasonló. Megfordítva, határidős ügylet keretében hosszú lejáratú eszközöket lehet előállítani. Ezek a technikák csökkentették a lejáratí megfelelésre való támaszkodás iránti igényt, és ezt a nemzetközi szabályozó hatóságok is elfogadták, előírásaikban alapul vették. A német felügyeleti gyakorlat ezzel könnyen felesleges teherre, divatjamúlt hivatali előírássá válhat. Feladása alááshatja a monetáris célkitűzés stratégiáját, ami a rivális inflációs célkitűzés stratégia esélyeit növelné.

A Bundesbank mindedig cáfolta, hogy a kockázatkezelés új módszerei, a pénzügyi innovációk a belátható jövőben komolyan veszélyeztetnék megszokott stratégiája folytatását.¹⁴⁰ Csak 1994 júliusában engedélyezte a pénzpiaci alapok működését, ami azt mutatja, hogy továbbra is ambivalens a pénzügyi innovációknak a rövid távú kamatokra gyakorolt esetleges hatásával szemben. Továbbá nemcsak az fékezi a tőkepiacok fejlődését, hogy a lakosság és a vállalatok diszkrecionális megtakarításainak döntő része a bankok közvetítésével jut el a hitelfelvevőkhöz és részvénykibocsátókhoz, hanem az is, hogy – szemben az angolszász országokkal – a nyugdíjrendszer sem tőkésített, hanem felosztó-kirovó rendszerben működik. Ez a keresleti oldalon is jelentős gátló tényező Németországban az intézményi pénzügyi befektetések piacának kialakulásával szemben.

Lehetséges azonban, hogy Otmar Issingnek, a Bundesbank kutatási osztályvezetőjének egy legutóbbi nyilatkozata már a változásokkal való szembenézés előjele.¹⁴¹ A nyilatkozatban Issing elismerte, hogy „vannak erényei” az Egyesült Királyság és a skandináv országok közvetlen inflációs célkitűzést megfogalmazó monetáris stratégiájának. Különösen figyelemre méltó, hogy ezt a KBER lehetséges stratégiájával összefüggésben nyilatkozta. E feltételezésnek azonban ellentmondani látszik egy másik fejlemény: Tietmeyer, a német jegybank elnöke bejelentette, hogy – szakítva az eddigi gyakorlattal – 1996 decemberében nem egy, hanem két évre előre állapították meg a monetáris célt. Hivatalosan azzal indokolták e változást, hogy már előre ki akarták húzni a talajt mindenféle spekuláció alól, ami egy évvel később, a közös valuta bevezetését közvetlenül megelőző időszakban bizonytalanságot okozhatna. Kommentátorok azonban a monetáris célkitűzés két évre előre való meghirdetésében azt a törekvést is kitapintani vélik, hogy az 1999-ben megalakítandó EKB-t kész helyzet elé állítsák, és az a monetáris célkitűzés stratégiáját tegye hivatalos politikává a folytonosság megőrzése érdekében.¹⁴²

¹⁴⁰ Deutsche Bundesbank (1995), 77. o.

¹⁴¹ Financial Times 1996. november 4. („Germany Crawls toward EMU”).

¹⁴² Financial Times 1996. december 20. („Germany Sets Money Targets to Help EMU”).

A közös monetáris politika differenciált hatásainak egyéb problémái

Az előző pontban említettekén túl is, lényeges különbségek tapasztalhatók az egyes tagországok pénzügyi szerkezetei között, ami valószínűsíti, hogy a KBER monetáris politikai akcióira országonként eltérően válaszolnak majd a gazdasági szereplők. Az utóbbi néhány évben több empirikus kutatás igazolta, hogy jelentős eltérések lehetnek az egyes országok között a transzmisszió hatásmechanismusában.¹⁴³ Itt csak felsorolásszerűen ismertethetjük a legfontosabb tényezőket, amelyeknek tapasztalatilag is ki tudták mutatni a hatását. Az egyes országokban eltérő a bankok gyakorlata aszerint, hogy

- mennyire elterjedt a jelzáloghitelek indexálása,
- nagy különbségek tapasztalhatók a vállalatoknak nyújtott hitelek indexálása terén,
- eltérő a kedvezményes kamatozású hitelek súlya az egyes országokban,
- a hitelhez jutás korlátai jelentősen eltérnek országonként,
- más-más követelményeket támasztanak a zálogként megkövetelt fedezettel szemben.

E különbségek hozzájárulnak ahhoz, hogy az egyes országokban a monetáris politika más-más csatornáin lehetnek hatékonyak. Emellett jelentős különbségek tapasztalhatók a monetáris politikai célú egyszeri kamatemelésnek a GDP-re gyakorolt hatása sebességében és a csökkenés mértékében. A BIS keretében folytatott kutatások azt mutatják, hogy egy százalékpontnyi kamatemelésnek a GDP-re kifejtett hatása Finnországban, Dániában és az Egyesült Királyságban zajlik le a leggyorsabban: 10–16 hónap múlva már visszatér az eredeti szintre. A GDP lassulására gyakorolt hatás viszonylag mérsékelt, az Egyesült Királyságban a legnagyobb $-0,5\%$ -kal. Tovább tart a hatása Franciaországban és Spanyolországban (több mint 20 hónap), igaz a legnagyobb csökkenés itt is mintegy $-0,5\%$ az előbbi ország esetében. Olaszországban a hatás rövid életű (10 hónap) és kismértékű visszaesést eredményez ($-0,3\%$). A legnagyobb negatív hatást Hollandia, Ausztria és különösen Németország szenvedte el (utóbbi több mint $-1,5\%$ -ot is meghaladóan) és ugyanezekben az országokban tart a legtovább is a GDP visszatérése az eredeti szintre (a 20 hónapot jóval meghaladja).¹⁴⁴

A mérések szerint a közös monetáris politikai kiigazítás Németországban a jelenlegi heterogén pénzügyi struktúrák fennmaradása esetén nagyobb reálköltséggel járna, mint az összes többi országban. Ez azt mutatja, hogy további feszültségpontok jelentkezhetnek a közös valuta bevezetését követően a részt vevő országok között, amelyek teljesen csak a reál- és a pénzügyi struktúrák hosszú időt igénylő konvergenciájával szűnnek meg, addig pedig körültekintést, gondos kezelést igényelnek.

¹⁴³ BIS (1994) és (1995), Coudert (1996).

¹⁴⁴ BIS (1994) és (1995), összefoglalja Coudert (1996), 11. o.

További figyelmet követel a tény, hogy minden konvergencia és közeledés ellenére még jelentős különbségek figyelhetők meg a tagországok között abban, hogy egy adott pillanatban a *gazdasági ciklus melyik fázisában vannak*. Eszerint szintén eltérő választ adhatnak a közös monetáris politikára és a monetáris lépés hatása is eltérő lesz az egyes országok között.

5. VALUTAPOLITIKA

ÁRFOLYAM- ÉS NEMZETKÖZITARTALÉK-POLITIKA¹⁴⁵

Egy nyitott és deregulált gazdasági rendszerben, mint amilyen az euróövezet, aligha lehet majd a monetáris politikával szemben önálló árfolyampolitikáról beszélni. Azzal, hogy a monetáris unió számára egy kiválasztott árfolyam közbeeső monetáris célként való kitűzését elvetették, az árfolyam elvben csak másodrendű szerepet játszhat: nem lehet ugyanis egyszerre két közbeeső célt követni egyetlen végcél elérése érdekében. A gyakorlatban azonban csak nagy és viszonylag zárt gazdaságok engedhetik meg maguknak, hogy huzamosabb ideig ne törődjenek az árfolyamal-akulással és csakis belső célt kövessenek. Még olyan nagy és viszonylag zárt gazdaság is, mint az USA-é, az utolsó két évtizedben egyre fokozódó figyelmet kellett fordítson valutája külső árfolyamára, pedig valutája birtokosai a legfontosabb nemzetközi tartalékesz közként tartva a dollárt, sokkal nagyobb árfolyam-ingadozásokat hajlandók (kénytelenek?) elfogadni, mint a más valutákban takarékoskodók.

A közös valutát ugyan nem fogják menedzselni más valutával szemben, de az amerikai dollárral és kisebb mértékben a japán jennel szembeni árfolyamalakulás a részt vevő országok globális versenyképessége szempontjából mérvado lesz. Nemrégiben még sokan arra számítottak, hogy ha az euró árfolyama lép a részt vevő országok valutája helyébe, akkor ez a gyengébb valuták szempontjából erősödést jelenthet – pl. az olasz líra vagy a spanyol peseta esetében –, de a német márka erejét nem fogja meghaladni. Az EMI szakértői ezzel szemben úgy vélik, hogy nem feltétlenül lesz érzékelhető különbség az euró és a német márka árfolyama között, hiszen a KBER/EKB intézményi jogi háttere szigorúan véve még a Bundesbanknál is nagyobb függetlenséget biztosít. A fő kérdés inkább a konvergenciakritériumok hiteles teljesítése és tartóssága lesz. Egyébként pedig – jegyzik meg ugyanők, némileg az előző bizakodást tükröző kijelentésükkel szemben – éppen a német vállalatok panaszkodnak sokat arra, hogy a márka jelenlegi árfolyama már csökkenti a külföldi versenyképességet.¹⁴⁶

A monetáris unió működése megköveteli, hogy a valutapiaci intervenciókat egyetlen központból irányítsák, de azt nem, hogy az EKB Kormányzótanácsa által elhatározott műveletet egyetlen és mindig ugyanazon a helyen hajtsák végre. A devizapiaci interven-

¹⁴⁵ Az európai árfolyamrendszer euró miatt módosított formájáról, az ERM II-ről a következő alfejezetben külön is szólnunk.

¹⁴⁶ Hogeweg in EMI (1996a), 12. o. Ez magyarázhatja, hogy a Bundesbank miért nem támogatja a márkát a dollárral szemben, holott a dollár 1997 januárjában már régen nem látott magasságokba szökött a márkával szemben. A márkának ezt a leértékelődését többen máris a jövőbeni közös valutával szembeni bizalmatlanság jelének tekintik.

ciókat egyaránt végrehajthatja az EKB a saját eszközeivel, de utasíthatja valamelyik nemzeti jegybankot is. A centralizáció/decentralizáció arányáról a Kormányzótanács dönt, de minden részt vevő bankot értesítenek minden intervencióról. Mindazonáltal a decentralizálás, aminek értelmében a nemzeti bankok is szerepet kapnának az intervenciók végrehajtásában, megköveteli a szükséges infrastruktúra és információs hálózat kiépítését. A részletek kidolgozása azonban még nem haladt előre olyan mértékben, mint a pénzügyi műveletekkel kapcsolatos munka.

A Maastrichti Szerződés értelmében a KBER-t el kell látni nemzetközi tartalékokkal a nemzeti jegybankok tartalékaiból. A KBER-nek átadandó tartalékokat az Egyezmény 50 milliárd ECU-ben maximálta. Amennyiben a fenti összeg kevésnek bizonyulna a valutapiaci intervenciókhoz, egyszeri lehetősége van a Kormányzótanácsnak a fenti összeget korlátozott mértékben megemelni, további emeléshez már újabb közösségi törvényre lenne szükség.¹⁴⁷ A nem központosított tartalékokat a nemzeti jegybankok elvileg saját célra felhasználhatják, de devizapiaci lépéseik árfolyamra gyakorolt hatása miatt meg kell felelniük az EKB iránymutatásainak. Az egységes pénz bevezetésével a tagországok által kibocsátott, illetve az általuk más részt vevő ország tartalékként tartott valutái elveszítik tartalék jellegüket: például a francia jegybank márkataraléka – a francia frankhoz hasonlóan – euróvá válik, ezért nem lehet a monetáris unió hivatalos tartalékának része, mert abba csak a monetáris unió kívüli országok valutája tartozhat. Az arany pénzfunkciója sem szűnik meg teljesen, mert a közös tartalék egy jelképes hányadát aranyban kell a KBER-nek beszolgáltatni.

Az Szerződés nem írja elő, hogy az euróövezet milyen árfolyampolitikát folytasson valamely nem EU-ország valutájával szemben, de nem is zárja ki ilyenfajta formális, külső árfolyam-megállapodások létrejöttét. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy ilyen esetekben a közös jegybanknak ki kell kérnie az Ecofin véleményét és beleegyezését. A KBER mindenestre rendelkezni fog olyan eszközrendszerrel, amellyel le lehet küzdeni minden szélsőséges árfolyammozgást az euró és a nem EU-valuták között.

„IN”-EK ÉS „OUT”-OK, AZ ERM II

Noha igaz az, hogy általában a nagy, egységes valutaövezetek monetáris politikája a belföldi monetáris célokra összpontosít és kevésbé érzékeny a külső árfolyam alakulására, a GMU ebben a tekintetben is egyedülálló. A Szerződés értelmében az euróövezetben részt vevő és nem részt vevő országok közti árfolyam-alakulás „közös érdek”. Ennek a követelménynek a gyakorlati lefordítása sok vitát váltott ki mind az Unión belül, mind az Unión kívül.

A Szerződés kimondja, hogy az Egyesült Királyság és Dánia kivételével (akik „opt-out” jogot kaptak a monetáris integráció lépéseire) minden tagállam, amelyik teljesíti a konvergenciakritériumokat, automatikusan és kötelező módon tagja lesz a monetáris uniónak. Azok az országok, amelyek nem teljesítik a feltételeket, „out”-ok maradnak (derogá-

¹⁴⁷ EMI (1997), 27. o.

cióval rendelkező, nem részt vevő tagok).¹⁴⁸ Ezen országok esetében két évente – de az érintett ország kérésére akár gyakrabban is – a harmadik szakasz indulásakor alkalmazott eljáráshoz hasonlóan – felülvizsgálják a konvergenciakritériumok teljesülését egy ún. konvergenciajelentésben.¹⁴⁹

A Szerződés szerint mind a részt vevő, mind a nem részt vevő országok gazdaságpolitikája közös érdek, azt koordinálniuk kell.¹⁵⁰ Ennek keretében részt vesznek az egyes tagországok és az egész unió *gazdaságpolitikája* főbb elveinek *kidolgozásában*, az ezek *értékeléséhez* szükséges információk cseréjében, az egyes tagországok gazdaságpolitikáinak kölcsönösségen alapuló értékelésében, az egyes országok gazdaságpolitikáinak uniós szintű konzisztenciájának biztosításában. Minősített többségi döntés alapján fogalmazzák meg a szükséges tagországi szintű gazdaságpolitikai ajánlásokat, ha pedig szükségesnek látják, akkor ezeket az ajánlásokat nyilvánosságra is hozzák.¹⁵¹ A nem részt vevő tagországoknak továbbá egy nemzeti *konvergenciaprogramot* is be kell mutatniuk és folytatniuk.¹⁵²

A gazdasági unióban való részvétel magában foglalja a költségvetési fegyelem kialakítását és tartós fenntartását. Egyik tagállam sem számíthat a másik vagy a KBER mentőakciójára¹⁵³, ha arra a költségvetési fegyelem elmulasztása miatt lenne szüksége: pl. a költségvetés, az állami vállalatok és más közületi intézmények stb. jegybanki finanszírozása tehát tilos a nem részt vevő országokban is.

Mint minden tagországnak, a nem részt vevő kormányoknak is tartózkodniuk kell a „túlzott” költségvetési deficittől¹⁵⁴, de – szemben az euróvezetben részt vevő országokkal – az ő esetükben pénzben nem szankcionálhatja az Ecofin az esetleges túllépést.

A tagországok nem alkalmazhatnak korlátozásokat a tőke mozgásokkal szemben, nemcsak egymás között, hanem harmadik országokkal szemben sem. Ha a tőke mozgás a tőkepiacokat veszélyezteti, akkor az Európai Bizottság a Monetáris Bizottsággal (1999-től Gazdasági és Pénzügyi Bizottsággal) folytatott konzultációt követően védőintézkedések meghozását engedélyezheti, amelynek részleteit a Bizottság határozza meg.¹⁵⁵ Ugyanakkor az „out” országok pénzügyi segítségre számíthatnak, ha a hatókörükön kívüleső okokból erre rászorulnak (például természeti katasztrófa esetén).¹⁵⁶ Pénzügyi segítségre – például hitelre – számíthatnak fizetésimérleg-nehézség esetén is.¹⁵⁷

¹⁴⁸ Magyarország esetében abból indulhatunk ki, hogy belépésünk esetén először „out” ország leszünk, hiszen a kritériumok teljesítése nem lehetséges a harmadik szakasz indulásáig és a formális eljárások sem folytathatók le a hátralévő időben ahhoz, hogy mindjárt euróvezet-tagok lehessünk. A továbbiakban feltesszük, hogy Magyarország be akar majd lépni az EU-ba és a GMU-ba, de ez nem egyszerre fog bekövetkezni. Továbbá lesz egy legközelebbi szakasz, amíg nem leszünk tagok sem, de már működik a GMU: ez a jelenlegi társult státusunkat jelenti. Mindkét szakaszban jelentős hatással lehet ránk a monetáris unió léte és működése.

¹⁴⁹ TEU Article 109k/2.

¹⁵⁰ TEU Article 103.

¹⁵¹ TEU Article 103, 2–5. bek., 211–212. o.

¹⁵² Ilzkovitz (1995), 4. o.

¹⁵³ Ez az úgynevezett „no bail-out provision”, TEU 104, 104a–b.

¹⁵⁴ TEU Article 104c.

¹⁵⁵ TEU Article 73.

¹⁵⁶ TEU Article 103a.

¹⁵⁷ TEU Article 109h–i.

A kívül maradó tagország érdekeit az Ecofin elnöke képviseli – szavazati jog nélkül – az EKB Kormányzótanácsában a monetáris politika kialakításakor. A kívül maradó országok részt vesznek továbbá teljes jogú tagként a – megszűnő Monetáris Bizottság helyébe lépő – Gazdasági és Pénzügyi Bizottságban, amely folyamatosan figyelemmel kíséri a tagországok gazdasági és pénzügyi helyzetét, valamint a tagországok fizetési rendszerének működését.¹⁵⁸

Az euróövezetben nem részt vevő tagország monetáris politikája is szorosan kapcsolódik a monetáris unióhoz. Ez intézményileg úgy jelenik meg, hogy a központi bank formálisan tagja lesz a KBER-nek, bár nem kell utasításokat elfogadnia az EKB Kormányzótanácsától. A nem részt vevő tagország jegybankelnöke – mint minden EU-tagország jegybankelnöke – pedig tagja lesz az EKB Főtanácsának.¹⁵⁹ Az EKB-t informálnia kell minden olyan tervezett törvényről, amely annak hatáskörébe tartozik.¹⁶⁰ Amennyiben az EKB bankfelügyeleti jogokat kapna, akkor a Szerződés értelmében a kívül maradó tagországokban is elláthatja ezt a feladatát.¹⁶¹ Amint a KBER/EKB döntéshozó szerveinek ismertetésekor leírtuk, a Főtanács azokat a feladatokat látja el, amelyek a kinti országoknak a részt vevő országokkal való konvergenciáját és végül belépésük előkészítését segíti elő. Ennek keretében véleményezhetik a monetáris unió politikáját, és dolgozzák ki az euró és az „out” országok közötti árfolyam-mechanizmust (ERM II).¹⁶²

A nem részt vevő országok jegybankja megtarthatja saját monetáris politikai eszköztárát és nemzetközi tartalékait. Azonban a jegybanknak ezekben az országokban is függetlennek kell lennie és elsődleges célként az árstabilitás fenntartását kell megjelölnie; továbbá olyan politikát kell folytatnia, amely nem veszélyezteti ennek az elsődleges célnak a teljesítését. A monetáris unióból való kimaradás egyik legfontosabb következménye, hogy az „out” ország autonóm eszközként megtarthatja az árfolyampolitikát. Ez csökkenti az alkalmazkodás feszültségeit olyan esetekben, amikor a költségvetési kiigazítás – amit a fizetési mérleg romlása követelne meg – túlzott társadalmi terhekkel járna. Ugyanakkor ez az autonómia nem lesz teljes, mert a Szerződés előírja¹⁶³, hogy az euró és a többi tagország valutája közötti árfolyam-megállapodás elveit együttesen kell kidolgozni és azok végrehajtását közösen kell elősegíteniük. A dublini csúcs döntésének értelmében kétoldalúan meghatároznak egy középárfolyamot, amely körül (maximum $\pm 15\%$) széles sávban, mozoghat a nem részt vevő valuta az euróval szemben. Minden kívül maradó ország számára a maximális ($\pm 15\%$ -os) sávon belül egyéni sávot állapítanak meg. Az EKB és a tagországok fenntartják a jogot a sávon belüli intervencióra és megtartják a korábbi ERM-ből a rövid lejáratú¹⁶⁴ finanszírozási lehetőséget, habár kissé módosítva.¹⁶⁵

¹⁵⁸ TEU Article 109. 2. bek. és 109c. 4. bek.

¹⁵⁹ „Statute...”, Article 45.

¹⁶⁰ TEU Article 105. 4. bek.

¹⁶¹ TEU Article 105. 6. bek.

¹⁶² Ilzkovitz (1995), 6. o.

¹⁶³ TEU Article 109m.

¹⁶⁴ „Very short-term financing facility” – finanszírozási lehetőség egy tagország számára a partner jegybanktól, ha valutája árfolyamát a saját tartalékaival már nem tudja védeni.

¹⁶⁵ A kezdeti 2,5–3,5 hónapi lejárat kétszer három hónapra meghosszabbítható a hitel nyújtó jegybank beleegyezésével, bizonyos felső összeghatár betartásával.

Mivel egy nem részt vevő ország csak akkor csatlakozhat a monetáris unióhoz, ha két éven át úgynevezett normál ingadozási sávon belül tartotta valutája árfolyamát az ERM-ben anélkül, hogy leértékelésre kényszerült volna, a korábbi árfolyamrendszer módosítására van szükség. A részvétel az ERM II-ben is önkéntes marad, de a megfelelő szintű konvergenciát elért országtól elvárják, hogy belépjen az ERM II-be.

Az árfolyamrendszernek *kettős követelménynek* kell eleget tennie: egyrészt elő kell segítenie a tagország konvergenciáját az *euróövezettel*, másrészt eléggé rugalmasnak kell lennie ahhoz, hogy szükség esetén és még időben árfolyam-kiigazításra adjon lehetőséget. Van olyan javaslat is, hogy a kiigazítás számára rendelkezésre álló sáv szélesség dinamikus legyen: a rendszer indulásakor legyen tágabb, majd a tagország konvergenciájának előrehaladtával és a GMU-belépés idejének közeledtével a sáv fokozatosan szűkülne.

Jelenleg vita van azok között, akik közvetlen inflációs célt követve az árfolyamot „mellékterméknek” tekintik, és azok között, akik közvetlen árfolyam-politikát folytatnának az „out”-okkal szemben. Az elhatározott – és fentebb a KBER/EKB-nél ismertetett – intézményi keretek:

1. biztosítják, hogy az árfolyamcél nem veszélyeztetheti a végső célt, az inflációs célkitűzést,
2. a korlátlan EKB-támogatás valamely „out” valuta árfolyamának védelme érdekében még a sáv széleken sem automatikus (biztonsági záradék van beépítve a beavatkozás felfüggesztésére, amennyiben az elsődleges cél veszélyeztetve van),
3. a rugalmasságot azzal biztosítják, hogy széles ingadozási sávot szabnak meg az „out”-oknak,
4. az „out” ország valutája árfolyamának kiigazítását az EKB is kezdeményezheti majd,
5. nem utolsósorban, *az árfolyam-kiigazítást csak támogató eszköznek tekintik: nem helyettesíti a megfelelő gazdaságpolitikai, monetáris és fiskális kiigazítást.*¹⁶⁶

A tagországoknak nem kell közös árfolyam-politikát folytatniuk az euróval szemben (nincs „valutarács” – azaz „grid”)¹⁶⁷ felismerve, hogy eltérő mértékű és ütemű lesz a konvergenciájuk és különböző a makrogazdasági helyzetük.¹⁶⁸ Ez viszont az egymás közötti árfolyamaik bizonytalanságával járhat. Ilyen esetben számolni kell azzal, hogy az egymás közötti kereskedelmük jövedelmezősége és ezért annak orientációja nagyban függeni fog az árfolyamrendszer működésétől, a szükségessé váló kiigazításoktól. Az „out” országok egymás között, saját elhatározásból megállapíthatnak valamilyen árfolyamsávot a túlzott ingadozások kivédésére.

¹⁶⁶ EMI (1997), 27. o.

¹⁶⁷ Az új árfolyamrendszert szellemes elnevezéssel a kerékpár kerekéhez hasonlítják: „hubs and spokes”, azaz kerékagyként felfogva az adott ország valutáját, bilaterális kapcsolatokon keresztül (küllőszerűen) jönnek létre a kereszt-árfolyamok.

¹⁶⁸ EMI (1997), 27. o.

Az árfolyamok bizonytalansága az „out” országok kamatfeláraiban fog tükröződni, ami szintén befolyásolni fogja versenyképességüket egy egyébként teljesen nyitott piacgazdaságban, beleértve a tőkepiacokat is. Ez új helyzet lesz minden volt szocialista ország esetében, amivel meg kell tanulniuk élni. Nyitott tőkepiacok jelenlétében a monetáris politikai eszközök alkalmazásánál figyelemmel kell lenni a piacok várható reakcióira, nehogy súlyosbítsák a monetáris akció következményeit.

Az árfolyam-politika autonómiájának csökkenése azt jelenti, hogy a makroökonómiai politikának – elsősorban a költségvetési politikának – stabilitásra kell irányulnia. Ennek az az oka, hogy ha a laza makroökonómiai politika miatt a külső versenyképesség csökken, nem fog automatikusan rendelkezésre állni az árfolyam-politika a korrekció végrehajtásához, és veszélybe kerülhet a fizetési mérleg fenntarthatósága.

Összefoglalva, az EU-tagság az euróövezetben részt vevő országgként az árfolyam-politika autonómiájának csorbulásával jár, a konvergenciához nyújtott segítségért cserében. Azt, hogy egy ország veszteség- és nyereségmérlege hogyan alakul, az fogja megszabni, hogy milyen gyorsan tanul meg az új feltételek mellett gazdaságpolitikát folytatni. A külsők valutájára fizetendő árfolyam-kockázati prémium nagy ár lehet majd, ami kellő ösztönzést adhat a lehető leggyorsabb teljes csatlakozáshoz.

A FIZETÉSI RENDSZER

Az EMI szakértői – a TEU szellemében – a fizetési rendszer kérdését nem egyszerű technikai problémának tekintik, hanem a monetáris politika végrehajtásához nélkülözhetetlen feltételnek. A monetáris eszköztár részleteinek felsorolása mellett ezért az EMI dublini csúcsra készített dokumentuma¹⁶⁹ külön fejezetet szentelt a témának.

A tervezett rendszer neve TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer), amely a jelenlegi világtendenciáknak megfelelően valós idejű, bruttó elszámolású elven fog működni. Minden részt vevő országnak rendelkeznie kell saját RTGS-rendszerrel (Real Time Gross Settlement System, magyar rövidítése VIBER),¹⁷⁰ amelyeket a – jegybankok között kiépítendő – „interlinking rendszer” köt majd össze. Ezeknek a komponenseknek az összehangolt együttesét nevezik TARGET-nek. A TARGET részrendszerét képező nemzeti RTGS-rendszerekben a nemzeti valuta denominációját átmenetileg, 2002-ig – az érintett ország döntése szerint – továbbra is használni lehet. A bankok számláit és a tranzakciókat nemzeti valutában is denominálhatják. Két nemzeti VIBER között azonban csak euróban denominált fizetések történhetnek. A kétfajta denomináció használatának zavartalanságát a jegybankoknak kell biztosítaniuk. A nem részt vevő országok nem lesznek automatikusan tagjai a TARGET-nek, de kapcsolódhatnak ahhoz.¹⁷¹ Minden kívülről kap-

¹⁶⁹ EMI (1997), 34–43. o.

¹⁷⁰ A valós idejű bruttó elszámolási rendszert (az angol RTGS magyar rövidítése VIBER) a jegybankok működtetik, és amint a neve is mutatja, valós idejű, végleges („finality”) kiegyenlítést tesz lehetővé a jegybankoknál vezetett számlákon. A rendszer a kereskedelmi bankok számára áll rendelkezésre és nagymértékben csökkenti az esetleges nem teljesítésből eredő kockázatokat.

¹⁷¹ A GMU létrejötte előtt nem lehetett tudni biztosan, hogy kik lesznek majdan tagok, ezért minden EU-tagországnak fel kell készülnie a TARGET-tagságra. Valószínűleg nem EU-tagországok is kapcsolódhatnak majd a rendszerhez.

csatlódó ország esetében az egyes jegybankoknál a kereskedelmi bankoknak két számlacsoportot kell majd fenntartaniuk: egyet euróban, egyet pedig saját nemzeti valutájukban.¹⁷² A csatlakozás előnye az lehet számukra, hogy az euróövezet és az „out”-ok közötti fizetési forgalom lebonyolításához a kereskedelmi bankoknak immár nem szükséges több nemzeti valutában, minden tagország egy-egy kereskedelmi bankjánál számlát vezetniük és azok mindegyikén egyenlegeket fenntartaniuk, azaz nem kell igénybe venniük levelező banki („corresponding banking”) partnert. Ez jelentős likviditási- és tranzakciósköltség-megtakarítást jelent és csökkenti a levelező banki szolgáltatás iránti keresletet. A nem részt vevő országokat azért kapcsolták be a rendszer kidolgozásába és működésébe, mert 1998 előtt nem volt biztos, hogy kik lesznek végül GMU-tagok.

A TARGET biztosítja, hogy a részt vevő országok esetében a belföldre és a másik országba euróban teljesített fizetések ugyanannyi időt vegyenek majd igénybe. Ez a feltétel nélkülözhetetlen ahhoz, hogy 1. az EKB a monetáris akciót hatékonyan hajthassa végre, és 2. az euróövezet valóban monetáris unióként működjön, vagyis közömbös legyen a fizetés szempontjából, hogy hova teljesítik.

Az EKB monetáris politikai műveleteit kizárólag a TARGET-en keresztül fogja lebonyolítani, ezért azoknak az intézményeknek, amelyek az EKB-vel fizetési kapcsolatba lépnek (azaz a „műveleti partnerek”-nek, a bankoknak), a TARGET-et kell használniuk. Ezenkívül azonban nincs kényszer a használatára: elképzelhető, hogy párhuzamosan, más magánsektor által szervezett fizetési rendszerek is működni fognak a nagytételes forgalomban.¹⁷³ A kis összegű fizetések elszámolásforgalmának megszervezését a KBER a GMU indulásakor teljes mértékben a magánszektorra bízta.

A nemzeti VIBER-rendszereket a közös monetáris politika folytatása érdekében minimális szinten harmonizálni kell a harmadik szakasz indulásának időpontjára. *A harmonizálás három területet érint:* a napon belüli likviditást vagy hitelnyújtást, a nyitva tartási időt és az árpolitikát.¹⁷⁴

A VIBER-rendszerek közös jellemzője – amilyen a TARGET is –, hogy megnöveli a napon belüli („intra-day”) hitelek iránti igényt, amelynek kockázatát a rendszer értékpapírfedezet megkövetelésével kezeli. Az országon belüli fizetéssel ellentétben a TARGET-en keresztül megvalósuló határon túli – értsd az euróövezeten belüli – fizetések két nemzeti bankot igényelnek. Ennek ellenére egyik banknak sem kell fizetési kockázattal számolnia, mert a fizetési rendelkezést küldő nemzeti bank csak akkor kezdeményezi a tranzakciót a fogadó nemzeti banknál, ha ő maga már visszafordíthatatlanul megkapta az összeget. Ezért a fizetési kockázat a nemzeti bankok között esik annak ellenére, hogy a részt vevő jegybankok között a napon belüli elszámolási egyenleg bármekkora hitelt mutathat az egyik fél szempontjából.

¹⁷² EMI (1996b), 61–63. o.

¹⁷³ EMI (1996b), 62–63. o.

¹⁷⁴ EMI (1997), 37. o.

Az *euróövezeten belül* a napon belüli („intra-day”) hitelek nyújtása elvben – adott ország jogi szabályozásától függően – többféle technikával történhet: lombardírozással vagy pedig napon belüli repóval. Az *euróövezeten kívüli jegybankokkal* való kapcsolatról vita folyt Németország és Franciaország, illetve az „out” országok (főként az Egyesült Királyság) hatóságai és érdekelt bankjai között arról, hogy vajon az „out” országok is jogosultak-e a részt vevő országokkal azonos feltételek mellett napon belüli hitelre a TARGET-rendszeren belül. A tét az, hogy az Egyesült Királyság (jegybankja) esetleges „out” országgként csak drágábban kapcsolódhatna a TARGET-hez és ezzel hátrányba kerülnének a bankjai és más deviza-, illetve tőkepiaci szereplői az összes, eurót is tartalmazó tranzakcióban. A német és francia álláspont szerint azonban a közös monetáris politika vitelét tenné lehetetlenné, ha ugyanolyan feltétellel nem részt vevő ország jegybankja és kereskedelmi bankjai is hozzájutnának a napon belüli likviditáshoz, mert a közös monetáris politika azonos kamatszintet követel meg az egész euróövezeten belül. Egy nem részt vevő ország esetében nem volna biztosítva az azonos kamatszint, ha a napon belüli hitelek egynapos (O/N) hitelekkel alakulhatnának.¹⁷⁵ Az EMI számára az a fő dilemma, hogy ha engedélyezik a napon belüli hiteleket az *euróövezeten kívüli* jegybankok és kereskedelmi bankok számára, akkor milyen technikákkal lehet meggátolni a napon belüli hitelek egynapos hitellé való átalakulását.

A fizetési rendszer munkanapját a korábbi leghosszabb nemzeti munkaidővel azonosnak tervezik. Ha nem harmonizálnák a zárási időpontokat, akkor a fizetési rendszerbeli kockázatok a legtovább nyitva tartó fizetési rendszerben koncentrálnának. Az árpolitikának a költségek megtérülésén túl, elő kell segítenie az egyes partnerek egyenlő kezelésének és a piacok tényleges integrációjának megvalósulását is.

Ezek összegzése után az alábbi követelményeket támasztja a harmadik szakasz fizetési rendszereivel szemben:

1. biztosítsa a kapcsolatot a KBER és a műveleti partnerek széles köre között,
2. tegye lehetővé hitelpapírok széles körének kezelését,
3. biztosítsa, hogy az EKB-val való műveletekben elfogadható papírok határokon túlnyúló monetáris politikai műveletekben is rendelkezésre álljanak,
4. biztosítson gyors, akadálymentes és megbízható tranzakciókat.

Mivel a fizetési forgalom igen nagy tömegben igényel értékpapír-fedezetet, ez gondokat okozhat azokban a részt vevő országokban, amelyekben az értékpapírpiacon fejlettsége ma még nem biztosítja a fizetési rendszer által igényelt mennyiségű hitelfedezeti eszközt. Országonként változik továbbá a bankközi fizetési rendszer és az értékpapír-forgalom összekapcsolódásának módja. Az euróövezetben a fizetési forgalom értékpapír-fedezeti igénye miatt ennek az összekapcsolódásnak megbízhatónak kell lennie. Az EMI már

¹⁷⁵ EMI (1997).

1995-ben megvizsgálta a tagországok meglévő megoldásait, illetve a határokon túlnyúló tranzakciók lebonyolításának módját.

Annak érdekében tehát, hogy a napközi hitelfelvételi lehetőséghez a kereskedelmi bankok az euróövezet bármely országában meglévő értékpapír-fedezetük felajánlásával hozzájussanak, az értékpapír-elszámolási rendszereket is harmonizálni kell. Két modellt dolgoztak ki: a levelező banki, illetve a garantáló banki modellt. Mindkét modell mögött az a feltevés húzódik meg, hogy a kereskedelmi bank a székhelye szerinti jegybanknál vezet számlát, és ettől a jegybanktól vesz fel hitelt.

1. A levelező banki modellben a külföldi jegybank a belföldi részére értékpapír számlát vezet, a kereskedelmi bank pedig erre a számlára utalja át a lekötni szándékozott értékpapírt. A belföldi jegybank a külföldi jegybank jóváírási értesítése alapján nyújt hitelt a fedezetre.

2. A garantáló banki modellben a külföldi jegybank feladata a biztosítéku szolgáló értékpapír fedezeti értékének megállapítása, és a kereskedelmi bank kérésére – a nemzeti elszámolóházban javára zárolt értékpapírok fedezete mellett – garancia kibocsátása a belföldi jegybank számára, amely garancia a napközi hitel fedezete.

A nemzeti rendszerek összekapcsolását biztosító „interlinking”-ben a kommunikációs szolgáltatás nyújtására a S.W.I.F.T. a legesélyesebb. A végső döntést 1997 közepén hozták meg pályázat útján, majd az elkészült interlinking rendszert és az RTGS-ek kapcsolódását egy éven át fogják tesztelni, és újabb hat hónapig szimulációnak vetik alá. A harmadik szakasz kezdetére, az euró bevezetésének második fázisára (azaz 1999. január elsejére) működőképesnek kell lennie.¹⁷⁶

¹⁷⁶ EMI (1997), 35–36. o.

FÜGGELÉK¹⁷⁷

Függelék 1. táblázat

Nyílt piaci műveletek típusai

	Végleges értékpapír - tranzakciók (outright)	Értékpapír- visszavásárlási megállapodások (repurchase agreement)	Deviza- visszavásárlási megállapodás (swap)	Rövid lejáratú jegybanki hiteleszközök kibocsátása	Rögzített lejáratú betétek elfogadása és fedezet nélkül nyújtott hitelek
Belgium	x	x	x		x
Dánia		x ¹	x	x	
Németország		x	x	x	
Görögország		x	x		x
Spanyolország		x	x		
Franciaország	x	x			
Írország		x	x		x
Olaszország	x	x	x		
Hollandia		x	x	x	x ²
Ausztria		x	x	x	
Portugália		x	x	x	
Finnország	x	x	x	x	x
Svédország		x			x
Egyesült Királyság	x	x		x	

Forrás: *Aspetsberger (1996), 11. o.*

¹ Beleértve a központi bank által kibocsátott letéti jegy (CD) vásárlását is.

² A holland jegybank az egynapos pénzek piacán (call money market) értékpapír-fedezet mellett végez tranzakciókat.

¹⁷⁷ A táblázatok adatai az 1995 márciusának megfelelő helyzetet tükrözik.

Függelék 2. táblázat

Végleges tranzakciók

	Típus	Gyakoriság	Lejárat	Elfogadható eszközök	Allokáció és jogosultság	Partnerek
Belgium	vétel és eladás	F	1–3 hónap hátralévő lejárat	kincstárjegy	kétoldalú	Li ¹
Dánia						
Németország						
Görögország						
Spanyolország						
Franciaország	vétel és eladás	F	két vagy három évig	kincstárjegy	kétoldalú	Ci ²
Írország						
Olaszország	vétel és eladás	F	minden lejárat	ki nem nyomtatott állampapír vagy államilag garantált papír	kétoldalú	Ci+
	vétel és eladás	minden 14 (átlagban)	3-6 hó hátralévő lejárat	kincstárjegy	I(A)	Li ³
Hollandia						
Ausztria						
Portugália						
Finnország	vétel és eladás	F	1 hó (3 hó)	központi bankkületési jegy (és kincstárjegy)	kétoldalú	Li ⁴
Svédország						
Egyesült Királyság	vétel	naponta legfeljebb 3-szor/F	négy lejáratú sáv 1–91 nap között (leggyakrabban 1–33 nap)	kincstárjegy és elfogadható bankváltók	I(A)	Li ⁵

Forrás: Aspetsberger (1996), 12. o.

Gyakoriság:

R rendszeres művelet

F finomhangolási céllal

Partnerek:

Ci (többé-kevésbé) hitelintézetek

Ci+ szélesebb partnerkör

Li kevés (limitált) számú partner

Allokáció módja:

I(A) kamattender (amerikai)

I(H) kamattender (holland)

V mennyiségi tender

¹ Elsődleges állampapír-forgalmazók, alkalmilag a Leszámítoló és Garancia Intézet (RGI) ügynöki eljárása keretében.

² A legtöbb esetben azonban kevés számú partnerrel.

³ Elsődleges forgalmazók a kincstárjegyek kihelyezett állomásokkal működő számítógépes piacokon.

⁴ A bankközi pénzpiacon piacvezetőként működő és bizonyos többletkritériumokat teljesítő bankok.

⁵ A pénzpiaci tranzakciókban partner bankok (diszkontházak), néha a klíringbankok is használják.

Függelék 3. táblázat

Nem végleges (visszavásárlással összekötött) tranzakciók

	Típus	Gyakoriság	Lejárat	Elfogadható eszköz	Allokáció és jogosultság	Partnerek
Belgium	repó	heti/R	(általában) 1 hét	kereskedelmi váltó	V, I(A) is lehetséges	Ci
	értékpapírral fedezett hitel	heti/R	(általában) 1 hét	állampapír	V, I(A) is lehetséges	Ci
	repó (fordított repó)	naponta/F	(általában) 3 nap	állampapír	V, I(A) is lehetséges	Li ¹
Dánia	repó	Heti/R	14 nap	belföldi állampapír	meghatározott kamatláb	Ci ²
	vásárlás, repó ³	F	hátralévő lejárat (legfeljebb 14 nap)	jegybanki letéti jegy	meghatározott kamatláb	Ci ⁴
Németország	repó	heti/R	14 nap	értékpapírok tág köre ⁵	I(A) vagy V ⁶	Ci ⁷
	repó	F	1 vagy több nap	értékpapírok tág köre ⁸	I(A) vagy V ⁹	Ci ¹⁰
Görögország	repó, fordított repó	F	1-6 hónap	kincstárjegy, ill. kötvény	I(A)	Ci
Spanyolország	repó	megközelítőleg minden 10 napban/R	(megközelítőleg) minden 10 napban (a kötelező tartalék periódusához kötve)	jegybanki letéti jegyek és ki nem nyomtatott állampapírok	I(A)	Ci ¹¹
	repó, fordított repó	naponta/F	1 nap	ki nem nyomtatott állampapírok, jegybanki letéti jegyek	I(A)	Li ¹²
Franciaország	repó	kéthetente/R	1 hét	értékpapírok tág köre (mobilizált bankhitelek is) ¹³	I(H)	Ci ¹⁴
	értékpapír-fedezet melletti hitel és kölcsön	F	1 nap	értékpapírok tág köre (mobilizált bankhitelek is) ¹⁵	a piaci hiánytól/többlettől függően	Ci ¹⁶
	repó	F	1 nap vagy hosszabb lejárat	kincstárjegy	a piaci hiánytól/többlettől függően	Ci ¹⁷
Írország	repó	naponta/F	1 nap vagy 1 hét (1 hónap)	állampapírok	I(H) vagy kétoldalú ¹⁸	Ci
	típus	gyakoriság	Lejárat	elfogadható eszköz	allokáció és jogosultság	partnerek
Olaszország	repó	minden 4 nap (átlagban)	legfeljebb 1 hónap	ki nem nyomtatott állampapír vagy államilag garantált értékpapírok	I(A)	Ci+ ¹⁹

Függelék 3. táblázat

Nem végleges (visszavásárlással összekötött) tranzakciók

Hollandia	értékpapírral fedezett hitelek	minden 4 napban (átlag)/R	2-8 nap	eszközök tág köre ²⁰	V	Ci ²¹
Ausztria	repó, fordított repó	F	1 hét	értékpapírok tág köre ²²	I(A), V is lehetséges	Ci ²³
Portugália	repó, (fordított repó)	hetente/R	(kb.) 1 hét (a kötelező tartalékolás hosszának megfelelő)	állam- és jegybank-papírok	I(A)	Ci+ ²⁴
	repó	F	a tartalék fenntartás periódusán belül	állam- és jegybank-papírok	I(A)	Ci+ ²⁵
Finnország	repó	alkalmilag	1 hónap	értékpapírok tág köre ²⁶	(rendszerint) V, I(A) is lehetséges	Li ²⁷
Svédország	(passzív) repó	heti/R ²⁸	2 hét	a (gyakorlatban) rövid lejáratú jegybanki papírok ²⁹	V vagy I(A)	Li ³⁰
Egyesült Királyság	repó (és értékpapírral fedezett hitellehetőség)	havonta kétszer/R	2/3 és 4/5 hét	állampapírok (az értékpapírral fedezett hitelekhez speciális promissory note-ok)	V	Ci ³¹
	repó	F	2–3 hét	Kincstárjegyek és elfogadható bankváltók	I(A)	Li ³²

Forrás: Aspetsberger (1996), 13-14. o.

Gyakoriság:

R rendszeres művelet

F finomhangolási céllal

Partnerek:

Ci (többé-kevésbé) hitelintézetek

Ci+ szélesebb partnerekör

Li kevés (limitált) számú partner

Allokáció módja:

I(A) kamattender (amerikai)

I(H) kamattender (holland)

V mennyiségi tender

¹ Elsődleges állampapírforgalmazók.

² Bankok.

³ Olyan napokon, amelyeket kivételes mértékű likviditási többlet jellemez, a jegybank finanszírozási céllal rendkívüli jegybanki letétijegy-eladási ajánlatot tehet.

⁴ Bankok.

⁵ Közületi értékpapírok és bizonyos más, a Jegybanktanács által jóváhagyott értékpapírok.

⁶ Rendszerint változó kamatozású tendert választanak.

⁷ Hitelintézetek, amelyekre kötelezőtartalék-előírások vonatkoznak.

⁸ Közületi értékpapírok és bizonyos más, a Jegybanktanács által jóváhagyott értékpapírok.

⁹ Rendszerint fix kamatozású tendert választanak.

¹⁰ Csak a pénzpiacon aktív bankok vesznek részt.

¹¹ Hitelintézetek, amelyekre kötelezőtartalék-előírások vonatkoznak.

¹² Az állampapírok piacán piacvezetők (jelenleg 12 intézmény).

¹³ Tartalmazza a kincstárjegyeket, kereskedelmi papírokat (CP) és a vállalatoknak nyújtott mobilizált hiteleket, kedvezményes jegybanki hitelminősítéssel.

¹⁴ A nagyobb nyílt piaci ügynök egyikén keresztül („open market operator” – OPM).

¹⁵ Tartalmazza a kincstárjegyeket, kereskedelmi papírokat (CP) és a vállalatoknak nyújtott mobilizált hiteleket, kedvezményes jegybanki hitelminősítéssel.

¹⁶ A legtöbb esetben azonban csak korlátozott számú partnerrel (gyakran OPM státusú bankokkal).

¹⁷ A legtöbb esetben azonban csak korlátozott számú partnerrel (gyakran OPM státusú bankokkal).

¹⁸ A likviditáshiány mértékétől függően.

¹⁹ Azokat a nem bankokat tartalmazza, akik elsődleges forgalmazók a kincstárjegyek kihe-lyezett terminálos kereskedelmében.

²⁰ Tartalmazza – egyebek mellett – a közületi és jegybanki papírokat, bizonyos jó minőségű magánpapírokat és a pénzügyi készpénztartalékok összegét.

²¹ Minden hitelintézet, amely részt vesz a kvóta sémában (= jegybanki rendelkezésre állás).

²² Közületi papírok és bizonyos egyéb, az Igazgatótanács által engedélyezett papírok.

²³ Minden, a rendelkezésre állásra jogosult bank.

²⁴ Minden pénzügyi intézmény, amelyre vonatkoznak a kötelezőtartalék-előírások.

²⁵ Minden pénzügyi intézmény, amelyre vonatkoznak a kötelezőtartalék-előírások.

²⁶ Tartalmazza az államkötvényeket, kincstárjegyeket, jegybanki és banki letéti jegyeket.

²⁷ Azok a bankok, amelyek a bankközi pénzügyi piacon piacvezetők és bizonyos egyéb kritériumoknak is megfelelnek.

²⁸ Repoműveletek finomhangolásra is használhatók a heti műveletek közötti időtartam alatt. Ennek ellenére a rövid távú betétekkel végzett műveleteket használják a leggyakrabban finomhangolásra.

²⁹ Potenciálisan számos jegybanki, közületi és jelzálogbanki papír.

³⁰ Elsődleges állampapír-forgalmazók.

³¹ Bankok, leszámítolóházak, építési társaságok és elsődleges állampapír-forgalmazók.

³² Leszámítolóházak.

Függelék 4. táblázat

Devizafedezet mellett nyújtott refinanszírozás (deviza swap)

	Gyakoriság	Lejárat	Elfogadható deviza	Allokáció módja	Partnerek
Belgium	F	(rendszerint) 1 héttől 1 hóig	USD, DM	kétoldalú	Li ¹
Dánia	kivételesen/F	(rendszerint) 2 hét	USD vagy meghatározott kamattal	kétoldalú	Li ²
Németország ³	Ritkán/F	1 vagy több nap	USD	Kétoldalú	Ci ⁴
Görögország	F	1–3 hónap	USD, DM	I(A) vagy meghatározott kamat	Ci
Spanyolország	szórványosan	1 naptól 1 évig	DM, USD (általában)	kétoldalú	Ci ⁵
Franciaország					
Írország	alkalmilag/F	1 hét (1 nap, 1 hónap)	USD, GBP	kétoldalú	Ci
Olaszország	havonta háromszor	1 hó (DM mellett), 3 hó (USD mellett)	USD, DM	I(A)	Ci+ ⁶
Hollandia	ritkán/F	–	USD, DM	kétoldalú	Ci
Ausztria	F	1 hét	DM	meghatározott kamatláb mellett	Ci ⁷
Portugália	alkalmilag/F	1 hó	USD	kétoldalú	Li
Finnország	F	1–6 hó	USD	kétoldalú	Li ⁸
Svédország	potenciális alkalmazás/F	– ⁹	USD		Li ¹⁰
Egyesült Királyság					

Forrás: Aspetsberger (1996), 15. o.

Gyakoriság:

- R rendszeres művelet
F finomhangolási céllal

Partnerek:

- Ci (többé-kevésbé) hitelintézetek
Ci+ szélesebb partnerekör
Li kevés (limitált) számú partner

Allokáció módja:

I(A) kamattender (amerikai)

I(H) kamattender (holland)

V mennyiségi tender

¹ A swappiacon legaktívabb bankok.

² A devizapiacokon aktív bankok.

³ A likviditás rövid távú megkötésére is alkalmazhat a Bundesbank devizatranzakciót visszavásárlási megállapodás keretében. Ez azt jelenti, hogy korlátozott időtartamra átruházza a bankokra azt a jogot, hogy külföldi eszközök birtoklását visszaszerezzék (ritkán használatos).

⁴ Csak a deviza- és pénzüpiacokon aktív bankok kis csoportja vehet részt.

⁵ Kereskedelmi bankok.

⁶ Bankok és értékpapírházak.

⁷ Minden bank, amely jogosult a jegybanki hitellehetőség (standing facility) igénybevételére.

⁸ Saját számlára dolgozó piacvezetők („locals”) a finn márka piacán.

⁹ Nem határozható meg.

¹⁰ Elsődleges forgalmazók a svéd devizapiacokon.

Függelék 5. táblázat

Rövid lejáratú jegybanki adósságpapír kibocsátása

	Gyakoriság	Lejárat	Az eszközök típusa	Allokáció módja	Partner
Belgium					
Dánia	hetente/R ¹	14 nap	jegybanki letéti jegy	meghatározott kamatláb	Ci ²
Németország	F	1–3 nap	kincstárjegy ³	meghatározott kamatláb	Ci
Cörögország					
Spanyolország					
Franciaország					
Írország					
Olaszország					
Hollandia	havonta/R	6 hó	jegybanki letéti jegy	I(H)	Ci+ ⁴
Ausztria	ritkán használt/F	változó ⁵	jegybanki letéti jegy	V vagy I ⁶	Ci ⁷
Portugália	F	(legtöbbször) 4 hét	jegybanki letéti jegy	I(A)	Ci+ ⁸
Finnország	hetente többször/R	1 hó	jegybanki letéti jegy	(rendszerint) V, I(A) is lehetséges ⁹	Li ¹⁰
Svédország ¹¹					
Egyesült Királyság	(„kincstárjegy”) hetente/R	(rendszerint) 91 nap	kincstárjegy	I(A)	„bárki” ¹²
	(„kincstárjegy”) F	kevesebb mint 1 hét	kincstárjegy	I(A)	Li ¹³

Forrás: Aspetsberger (1996), 16. o.

Gyakoriság:

R rendszeres művelet

F finomhangolási céllal

Partnerek:

Ci (többé-kevésbé) hitelintézetek

Ci+ szélesebb partnerkör

Li kevés (limitált) számú partner

Allokáció módja:

I(A) kamattender (amerikai)

I(H) kamattender (holland)

V mennyiségi tender

¹ Különösen nagy likviditási többletet mutató napokon a jegybank rendkívüli letétijegy-eladási ajánlatokkal élhet finomszabályozási céllal.

² Bankok.

³ Gyakorlati szempontból ez jegybanki papír, a kincstárjegy nevet csak történeti okokból használják.

⁴ Beleértve a külföldi jegybankokat is.

⁵ Az Igazgatóság által megszabott módon.

⁶ Az Igazgatóság által megszabott módon.

⁷ Minden olyan bank, amely jegybanki hitellehetőségre (standing facility) jogosult.

⁸ Minden pénzüintézet, amelyre a kötelezőtartalék-képzési előírások vonatkoznak, befektetési, illetve nyugdíjalapok.

⁹ 1994. december 9. óta a finn jegybank főleg mennyiségi tendert alkalmazott, de kamattenderek is lehetségesek.

¹⁰ A bankközi pénzpiacon piacvezető bankok, amelyek bizonyos egyéb feltételeknek is eleget tesznek.

¹¹ Fordított visszavásárlási megállapodások a gyakorlatban a rövid lejáratú jegybanki értékpapírokon alapulnak (lásd a „Nem végleges...” táblát).

¹² Egyáltalán nincsenek korlátozások.

¹³ Leszámítolóházak és klíringbankok.

Függelék 6. táblázat

Rögzített lejáratú betét gyűjtés és értékpapírfedezet nélküli hitelműveletek

	Típus	Gyakoriság	Lejárat	Allokáció módja	Partnerek
Belgium	intervenció a bankközi pénzpiacon (hitel és kölcsön)	F	(rendszerint) 1 nap	kétoldalú	Li ¹
Dánia					
Németország					
Görögország	betétek és hitelek	naponta/R	1 nap, 1 hó	meghatározott és F kamatokkal	Ci
Spanyolország					
Franciaország					
Írország	betétgyűjtés	naponta/F	1 nap vagy 1 hét	I(H) vagy kétoldalú ²	Ci
Olaszország					
Hollandia	intervenció az egynapos (call money) pénzpiacon ³	F	(rendszerint) 1 nap	meghatározott kamatokkal	Li ⁴
Ausztria					
Portugália					
Finnország	betét és hitel	F	1–14 nap	V, I(A)	Lj ⁵
Svédország	betét és hitel	F	1–7 nap	kétoldalú	Li ⁶
Egyesült Királyság					

Forrás: Aspetsberger (1996), 17. o.

Gyakoriság:

R rendszeres művelet

F finomhangolási céllal

Partnerek

Ci (többé-kevésbé) hitelintézetek

Ci+ szélesebb partnerkör

Li kevés (limitált) számú partner

Allokáció módja:

I(A) kamattender (amerikai)

I(H) kamattender (holland)

V mennyiségi tender

¹ Elsődleges állampapír-forgalmazók.

² A likviditási többlet nagyságától függ.

³ A holland jegybank az egynapos pénzpiacon értékpapír fedezete mellett végez tranzakciókat.

⁴ Az egyik nagyobb bank.

⁵ A bankközi pénzpiacon piacvezetőként működő bankok, amelyek bizonyos egyéb feltételeknek is megfelelnek.

⁶ Elsődleges állampapír-forgalmazók.

IRODALOM

Aglietta, M. (1995): *The Transition to EMU: Structural and Strategic Aspects*, Federal Reserve Bank of New York Research Paper, No. 9511.

Aglietta, M. (1996): *Financial Market Failures and System Risks*, CEPII Working Paper Series No 96-01.

Aglietta, M. (1994): *The International Monetary System: in Search of New Principles*, CEPII, No. 94-11, Paris.

Alexander, W., E., Baliño, T. J. T. and Enoch, Ch. (1994): *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, SM/94/270, November. A tanulmány rövid ismertetését lásd a szerzők tollából: „Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy”, Finance and Development, 1996. március

Artis, M. J. és Nachane, D. (1990): „Wages and Prices in Europe: A Test of the German Leadership Thesis”, *Weltwirtschaftliches Archiv* 126.

Aspetsberger, A. (1996): *Open market operations in EU countries*, Staff Paper, No. 3, 1996. május.

Bank of England, (1996a): *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro*, Issue No. 2, 1996. szeptember

Bank of England, (1996b): „Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro”, in: *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1996. november.

Bank for International Settlements (1994): *National Differences in Interest Rate Transmission*, Bázél, 1994. március

Bank for International Settlements (1995): *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Bázél.

Bank for International Settlements (1996): *66th Annual Report*, Bázél, 1996. június

Beke, Burián , Boytha, Dienes Oehm, Király és Martonyi (1994): *Az Európai Közösség kereskedelmi joga*, ELTE ÁJTK, Budapest.

Chick, V. (1989): *The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy*, University College London Discussion Paper, No. 89-03.

Chick, V. and Dow, S. (1994): *Competition and the Future of the European Banking System*, University College London Discussion Paper, No. 89-03.

Clarida, R. and Gertler, M. (1996): *How the Bundesbank Conducts Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, No. 5581., 1996. május

Commission of the European Communities (1990): *Economic and Monetary Union*, Luxemburg: Office for Official Publications of the European Communities.

Committee for the study of economic and monetary union (1989): *Report on economic and monetary union in the European Community*, Luxemburg: Office for Official Publications of the European Communities („Delors Report”).

Coudert, V. (1996): „La transmission de la politique monétaire dans les pays européens. La lettre du CEPIL”, in: *Problèmes économiques*, No. 2.481. 1996. augusztus, 9–12.o.

Csermely Ágnes (1997): *Monetáris politika inflációs célkitűzés esetén*, MNB Füzetek 1997/1.

Daviddi, R. and Ilzkovitz, F. (1996): *The Eastern Enlargement of the European Union: Major Challenges for Policies and Institutions of Central and East European Countries*. Paper prepared for the 11th Annual Congress of the European Economic Association, Istanbul, 1996. augusztus 21–24.

Deutsche Bundesbank (1995): *The Monetary Policy of the Deutsche Bundesbank*, Frankfurt/Main, 1995. október

De Grauwe, P. (1991): „Is the European Monetary System a DM-Zone?”, in Steinherr és Weiserbs (ed) (1991): *Evolution of the International and Regional Monetary Systems*, New York: St. Martin's.

De Grauwe, P. (1996): „Monetary Union and Convergence Economics”, *European Economic Review*, 40, 1091–1101. o.

Dublin European Council (1996a), *Presidency Conclusions*, 1996. december 13–14.

EC (1992): *Treaty on European Union* („Maastricht Treaty” vagy TEU), Official Journal, c 191, 1992. június 29.

EC (1995): *Green Paper on the Practical Arrangements for the Introduction of the Single Currency*, Commission of the European Communities, Brüsszel, 1995.

EC (1996a): *Proposal for a Council Regulation on some provisions relating to the introduction of the euro*, (I) December 12–13.

EC (1996b): *Proposal for a Council Regulation on some provisions relating to the introduction of the euro*, (II) December 12–13.

Eichengreen, B. (1993): „European Monetary Unification,” *Journal of Economic Literature*, vol. XXXI, 1993. szeptember, 1321–1357. o.

European Monetary Institute (1995): *The Changeover to the Single Currency*, EMI, Frankfurt/Main.

European Monetary Institute (1996a): *The European Economic and Monetary Union*. Seminar material for senior central bank officials of potential EU Member State, the seminar held in Frankfurt/Main in February, printed version in August 1996.

European Monetary Institute (1996b): *Annual Report for the year 1995*, EMI, Frankfurt/Main, 1996. április.

European Monetary Institute (1996c): *The European Economic and Monetary Union*. Seminar for senior central bank officials of potential EU Member States, held in Frankfurt/Main on 13th February 1996.

European Monetary Institute (1996d): *Progress Towards Convergence*, European Monetary Institute, Frankfurt/Main, 1996. november.

European Monetary Institute (1997): *The Single Monetary Policy in Stage Three*. Specification of the operational framework. EMI, 1997. január.

„European Monetary Union: The Problems of the Transition to a Single Currency”, (1996): *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Special Issue, 1996. március.

Feldstein, M. and Sock, J. M.: „The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP”, in: Mankiw, N. G. (1994) (ed): *Monetary Policy*, National Bureau of Economic Research, Studies in Business Cycles, no. 29, University of Chicago Press, Chicago. 7–62. o.

Financial Times (1997): „Kohlywobbles”, 1997. február 8–9., 24. o.

Frankel, J. és Phillips, S. (1992): „The European Monetary System: Credible at last?”, in *Oxford Economic Paper*, 1992. október, 259–284. o.

Fratianni, M. és von Hagen, J. (1992): *The European Monetary System and European Monetary Union*, Boulder: Westview.

Giavazzi, F. és Giovannini, A. (1989): *Limiting Exchange Rate Flexibility*, Cambridge, MIT Press.

Goodhart, Ch. és Schoenmaker, D. (1993): *Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies*, LSE Financial Markets Group, Special Paper No. 52.

Goodhart, Ch. (1996): „European Monetary Integration”, in *European Economic Review* 40, 1083–1090. o.

Gros, D. és Thygesen, N. (1992): *European Monetary Integration*, New York: St. Martin's

Gros, D. (1995): *The „Ins” and the „Outs”* (kézirat).

Gros, D. (1996): *Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects*, Centre for European Policy Studies, CEPS Paper No, 65.

Huertas, Th. F. (1996): „The Euro: Economic Effects and Legal Challenges”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 1996. február, 53–55. o.

Ilzkovitz, F.(1995): *Challenges for the Monetary and Exchange Rate Policies of Central and Eastern European Acceding Countries: An EU Perspective*, (written version of a lecture held at the Conference: „Central and Eastern Europe: Directing Monetary Policy Towards European Union Integration” organised by Oesterreichische Nationalbank and the Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Bécs, november 27–28.

International Monetary Fund, (1996): *Annual Report*, IMF Washington D.C.

Issig, O. (1996): „Germany crawls towards EMU”, *Financial Times* 1996. nov. 4.

Karamouzis, N. V. (1987): „Lessons from the European Monetary System”, in *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, 1987. augusztus 15., BPO.

Kenen, P. B. (1995): *Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht*, Cambridge University Press, Cambridge.

Kregel, J. A. (1993): „Bank Supervision: The Real Hurdle to European Monetary Union”, in *Journal of Economic Issues*, vol. XXVII, No. 2., 1993. június, 667–676. o.

Kregel, J. A. (1995): „Market Forms and Financial Performance”, *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena*, vol. 24, no. 3, 485-504. o.

Kregel, J. A. (1996): „Consideration of Some Problems Arising in the Transition to the Third Stage of EMU”, in „European Monetary Union: The Problems of the Transition to a Single Currency”, (1996): *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Special Issue, 1996. március, 121-135. o.

Kole, L. S. és Meade, E. E. (1995): „German Monetary Targeting: A Retrospective View”, *Federal Reserve Bulletin*, 1995. október, 917–931. o.

Lámfalussy, A. (1996a): *Monetary and Exchange Rate Policy Co-operation between the Euro Area and Other EU Countries*, oral report to the informal ECOFIN Council in Verona on 12th–13th April, 1996.

Lámfalussy, A. (1996b): *Towards the Single Currency: The Role of the European Monetary Institute*, speech made at Vienna Joint EMI/OeNB Conference „Die Zukunft unseres Geldes”, 21st, May 1996.

Lámfalussy, A. (1996c): „ERMII”, *Central Banking*, Autumn, 63–67. o.

Lámfalussy, A. (1996d): *Progress towards convergence in the European Union*, speech made at meeting to the 150th Anniversary of the Bank of Portugal in Lisbon on 19/11/96.

Lámfalussy, A. (1997): „The Market Needs A Single Currency”, *Newsweek*, 1997. febr. 3., 19. o.

Mastropasqua, C., Micossi, S. és Rinalda, R. (1988): „Intervention, Sterilization and Monetary Policy in European Monetary System Currencies, 1979-87”, in Goldstein et al. (1988): *Policy Issues in the Evolving International Monetary System*, Cambridge University Press.

McKinnon, R. (1963): „Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review Issue* 53, p. 717–725.

Mundell, R. (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review Issue* 51, p. 657–664. o.

Newman, P., Milgate, M. and Eatwell, J. (ed.) (1992): *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, The Macmillan Press Limited, London and Basingstoke.

Padoa-Schioppa, T. (1988): „The European Monetary System: A Long term View”, in Giavazzi, Micossi és Miller (ed) (1988): *The European Monetary System*, Cambridge University Press.

Persson, T. and Tabellini, G. (1995): *Monetary Cohabitation in Europe*, (kézirat).

Portes, R. (1996): „The Ins and Outs of EMU”, *European Economic Perspectives*, Special Issue, CEPRE, London, June 1996, 1. o.

Revinga, A. (1993): *Credibility and Inflation Persistence in the European Monetary System*, Working Paper 9321, Madrid, Banco de Espana.

Spaventa, L. (1996): „Out in the Cold?”, in *European Economic Perspectives*, Special Issue, CEPRE, London, June, p. 2-5, lásd a cikk bővebb változatát in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1996, „Out in the Cold?” p. 137-59. o.

Szalai Zoltán (1994): „A fejlett országok pénzügyi rendszereinek fejlődési irányzatai”, in: *Bankszemle*, 7. és 8. sz. (I-II. rész).

Tóth G. László (1996): „Az Európai Monetáris Intézet tevékenysége”, *Bankszemle* 7–8. szám, 1–18.o.

Weber, A. A. (1991): „EMU and Asymmetries and Adjustment Problems in the EMS”, in „The Economics of EMU”, *European Economy*, Special Edition 1.

Wyplosz, C. (1989): „Asymmetry in the EMS: Intentional or Systemic?”, in *European Economic Review* No. 33.

Gazdasági és Monetáris Unió
MNB Műhelytanulmányok 12.

Nyomda: D-Plus
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

