ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 39

Az eurórendszer monetáris stratégiája – a stabilitásorientáltság

NÉMET ATTILA[1]

Az eurórendszer kialakulása

Az eurórendszer kialakulásának végigkövetése érdekében tulajdonképpen a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) kialakulásának a lépéseit kell megvizsgálni. A GMU egyedülálló vállalkozásnak számít, ami egy kontinensnyi területet, több mint 20 különböző országot egyesít egyetlen pénznem és közös monetáris politika alatt. Az új közös valuta bevezetése és a monetáris politikára vonatkozó egységesítő törekvések egy új szervezeti struktúrát is feltételezett, illetve feltételezte az Európai Közösség tagállamai központi bankjainak szoros együttműködését, a Központi Bankok Európai Rendszerének kialakítását, illetve az Európai Központi Bank létrehozatalát, mint a monetáris politika fő megvalósítóját.

Az 1950-es években írták alá a Római Szerződéseket (névlegesen az Európai Gazdasági Közösséget létrehozó szerződésre, illetve az Európai Atomenergiai Közösséget létrehozó szerződésre gondolunk, amelyek 1958-ban léptek érvénybe, illetve az 1952-ben hatályba lépő Európai Szén és Acél Közössége szerződés), amelyek alapjául szolgálnak a mai értelemben vett Európai Uniónak. Ebben az időszakban a közös pénzügyi rendszer gondolata még nem kristályosodik ki a Közösséget létrehozó országok között, a Gazdasági Közösség legfőképp a vámunió, illetve a közös mezőgazdasági piac létrehozására koncentrált, és nem tartotta fontosnak a monetáris uniót is, annál is inkább, mert ebben az időszakban a tagállamok a Bretton Woods-i rendszerhez tartoztak. A rendszer abban az időben még egy elfogadható és jól működő rendszer volt, a nemzeti valuták átváltási rendszere rögzített volt és könnyen alkalmazható.

Az első közös valutára vonatkozó próbálkozások már 1962-ben megjelentek, amikor az Európai Bizottság egy memorandumban hangot adott annak az óhajának, hogy a vámunió mellett egy tényleges gazdasági unió is valósuljon meg, ez a memorandum az 1962. október 24-i Marjolin-memorandum. A Bretton Woods-i rendszer jó működése miatt azonban nem lett ennek a memorandumnak más eredménye, mint az, hogy 1964-ben létrejött a tagállamok központi bankjaink elnökeit tömörítő bizottság, a *Committe of Governors*, aminek a feladata a monetáris politika kialakítása volt.

[1] Babeș–Bolyai Tudományegyetem, Közgazdaság és Gazdálkodástudományi Kar, vállalati pénzügyek mesterképzés.

ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 40

A Bretton Woods-i rendszer azonban az 1960-as évek végére a gyengeség jeleit kezdte mutatni, köszönhetően az USA fizetésimérleg-politikájának, és ennek következtében egyre nyilvánvalóbbá kezdett válni e rendszer tarthatatlansága. Ez a nehézség az EGK országaiban is jelentősen megmutatkozott, nőttek a tagállamok közti ár- és költségkülönbségek, árfolyam- és fizetésimérleg-válságok alakultak ki, veszélyeztetve magát az addig jól működő vámuniót, illetve a mezőgazdasági termékek közös piacát.

Ilyen körülmények között 1969-ben az Európai Bizottság közös önálló monetáris rendszerről szóló tervet terjesztett a Közösség elé (Barré-terv), aminek értelmében a hágai találkozón az állam- és kormányfők a Minisztertanácsot azzal a feladattal bízták meg, hogy készítsen egy tervet a Gazdasági és Monetáris Unió szakaszos megvalósítását illetően. A szakértőcsapat élére Pierre Werner került, Luxemburg akkori miniszterelnöke, róla nevezték el azt a jelentést is, ami 1970-ben jelent meg és a GMU létrehozását javasolta több szakaszban 1980-ig.

Ennek értelmében 1971-ben a tagállamok megállapodtak a GMU létrehozásában, megállapították a közösségi valuták közti ingadozási sávot, az ún. „valuta-kígyót". A '70-es évek nehezebb gazdasági helyzete miatt az integráció vesztett a lendületéből.

1979 a következő fontos dátum, ugyanis ekkor alakul meg az Európai Monetáris Rendszer (EMS), melynek legfontosabb újítása a valuta-kígyóval szemben, hogy lehetőséget adott a nemzeti valuták egyetlen árfolyamrendszerben való kezelésére. Az EMS célja a belső és külső monetáris stabilitás előmozdítása volt, így szerepet kapott a monetáris és gazdaságpolitika szabályozásában is, mivel ezek voltak az árfolyam-stabilitás elérésének eszközei is. Az EMS keretein belül 1978-ban bevezetésre került az ECU is, a közös elszámolási egység, de ez nem érte el az elvárt eredményeket, gyakorlatban csak korlátozott szerepet játszott.

1986 februárjában aláírják az Egységes Európai Okmányt, ami 1987. január 1-től lép érvénybe, és ez jelenti a modern Európai Unió megalakulásának kezdetét. A közösség ebben az okmányban alapvető célkitűzésének fogadja el az egységes közös piac megteremtését.

A közös piac erősíti a tagok közötti gazdasági integrációt, és egy jól működő közös piac elengedhetetlen eszköze egy közös valuta. Ennek értelmében az EGK 12 tagállama 1988-ban úgy dönt, hogy újrakezdik a GMU szakaszos megvalósítását. Jaques Delors kapja a feladatot a GMU megvalósítási szakaszai konkrét lépéseinek a kidolgozására. A bizottságban rajta kívül még helyet kapott Lámfalussy Sándor, a Nemzetközi Fizetések Bankja vezérigazgatója, Niels Thygesen közgazdaság-tudományi professzor Koppenhágából, Miguel Boyer, a Banco Exterior de Espana elnöke és Frans Adriessen, az Európai Bizottság tagja.

A bizottság 1989. április 17-én kiadott zárójelentésében, a Delors-jelentésben arra

ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 41

tesznek javaslatot, hogy a GMU megvalósítását három különálló, de egymásra épülő szakaszban végezzék el. Annak érdekében, hogy a jelentésben leírt javaslatok életbe léptethetőek legyenek, új szervezeti struktúrák felépítésére volt szükség. Ezen új struktúra megvalósítása érdekében 1990-ben kormányközi konferenciát hívnak össze, aminek eredményeként 1992. február 7-én aláírják a maastrichti szerződést, amely létrehozza az Európai Uniót és módosítja az EGK-et létrehozó szerződést. A Szerződés értelmében az EGK az Európai Közösség (EK) nevet veszi fel, ugyanakkor létrejön a Központi Bankok Európai Rendszere (KBER), illetve az Európai Központi Bank (EKB) is.

A GMU első szakasza: 1990. július 1-től eltörölik a tagállamok közti tőkeáramlás korlátait, és a tagállamok nemzeti bankjainak kormányzóiból álló bizottság feladatkörébe kerül a közös monetáris politikával kapcsolatos tárgyalások folytatása, illetve a különböző stratégiák összehangolása az árstabilitás elérésének céljából. Továbbá feladatuk volt a GMU harmadik szakaszának az előkészítése is.

A GMU második szakasza 1991. január 1-jén kezdődik, amikor létrehozzák az EMI-t, az Európai Monetáris Intézetet, ami tk. egy ideiglenes szervezet, és arra hivatott, hogy a harmadik szakasz, a közös valuta bevezetését előkészítse, a monetáris és árfolyam-politika viszont még nem kerül bele a feladatkörébe, ez továbbra is a tagállamok feladata marad. Megszűnik a központi bankok elnökeiből alkotott bizottság, azonban ezek az elnökök helyet kapnak az EMI Tanácsában.

A GMU harmadik szakasza 1999. január 1-jén kezdődik, első szakaszban visszavonhatatlanul rögzítik a monetáris unióban részt vevő 11 ország valutáját, a monetáris politika irányítását az EKB veszi át.

2002-ben az euró mint törvényes fizetőeszköz bevezetése a készpénzcserével fejeződött be, január 1-jén forgalomba hozták az euró bankjegyeket és érméket, és február 1-től kezdődően megszűnnek a régi nemzeti valuták törvényes fizetőeszközként működni, így ettől a naptól az euróövezetben az euró lesz az egyetlen törvényes fizetési eszköz.

Az eurórendszer monetáris politikája

Az eurórendszer az EKB-ből és a jelenleg eurót bevezetett 12 tagállam nemzeti bankjaiból áll. Az EKB-t 1998-ben hozták létre az EMI utódjaként. Székhelye Frankfurtban található. Az EKB létrehozásával ez az intézmény lett az euróövezet monetáris politikáért felelős intézménye, az eurót bevezető tagállamok így gyakorlatilag feladták monetáris szuverenitásukat. Továbbá meg kell említeni azt is, hogy az EKB a KBER-nek a központi intézménye, a KBER összes intézkedését jogilag az EKB végzi el, ugyanis a KBER-nek nincs különálló jogi személyisége. A KBER-nek az irányítását az EKB döntéshozó testületei végzik, nevezetesen a monetáris politika kialakítása az EKB Kormányzótanácsának a feladata, míg

ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 42

a monetáris politika végrehajtásáért az EKB Igazgatótanácsa a felelős.

Az eurórendszer célkitűzése a Szerződés 105. cikkelye alapján az árstabilitás fenntartása, továbbá ezen cél sérülése nélkül az eurórendszer támogatja az EK általános gazdaságpolitikáját, a szabad versenyen alapuló nyitott piacgazdaság elvét figyelembe véve segít az erőforrások hatékony elosztásában.

A KBER-nek, illetve az EKB-nak a legfőbb feladatait az alapítási okmányból olvashatjuk ki. Az alapítási okirat az EK szerződésének 105. cikkelye alapján határozza meg a KBER célkitűzéseit, illetve feladatait. Az alapokmányának 3. cikkelye szerint a KBER feladatai:

– a Közösség monetáris politikájának a meghatározása és végrehajtása,
– devizaműveletek végzése,
– a tagállamok hivatalos devizatartalékainak tartása és kezelése,
– a fizetési rendszerek zavartalan működésének előmozdítása.

A monetáris politikai feladatok elérésében az EKB-nak különböző eszközök állnak a rendelkezésére, éspedig nyílt piaci műveleteket hajt végre, jegybanki rendelkezésre állást biztosít, illetve a hitelintézeteknek az EKB-nél vezetett számlájukra kötelező tartalék képzését írja elő.

A továbbiakban vizsgáljuk meg röviden, mit is jelentenek tulajdonképpen ezek az eszközök.

1. Nyílt piaci műveletek. Ezen műveletek végrehajtására 5 eszköz áll az EKB rendelkezésére, éspedig a penziós ügyletek, a végleges adásvételi ügyletek, kötvénykibocsátás, devizaswapok, lekötött betétek gyűjtése. A műveleteket az EKB kezdeményezi, ő határozza meg a felhasznált eszközök típusát és a végrehajtás szabályait is. Az EKB dönthet rendszeres likviditásbővítő penziós ügyletek felhasználásáról, amikor irányadó refinanszírozási műveletet végez, illetve felhasználhat penziós ügyleteket hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekhez, amikor nem akar irányadó információkat közölni a piaccal.

Az EKB végezhet finomhangoló műveleteket is, amikor a piac likviditási helyzetét akarja kezelni, illetve a kamatlábakat alakítani.

Az EKB végezhet továbbá strukturális műveleteket, amelyek segítségével az EKB a pénzügyi szektorral szembeni strukturális pozícióit akarja kiigazítani.

2. Jegybanki rendelkezésre állás. A jegybanki rendelkezésre állás az egynapos (O/N) likviditás bővítésére vagy szűkítésére szolgál, jelzi az aktuális monetáris politika általános irányvonalát, meghatározza az egynapos (O/N) kamatlábat.

3. Kötelező tartalékok. A hitelintézetek tartalékképzési kötelezettsége, amit a mérlegtételeik arányában állapítanak meg. A tartalékképzési követelmény a hitelintézetek átlagos napi tartalékállománya alapján történik, a tartalék után pedig az irányadó refinanszírozási kamatláb alapján kell kamatot fizetni.

ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 43

Az árstabilitás mint a monetáris politika alapvető célkitűzése

Amint azt már az előbbiekben is említettem, a KBER és az EKB alapvető, alapszabályzatban is megjelenő célkitűzése az árstabilitás fenntartása, ezzel elősegítve a tagállamok gazdasági stabilitását és fejlődését.

Nagyon indokolt, hogy ez legyen az EKB központi feladata, ugyanis ha az EKB a Közösség monetáris politikájáért felelős intézmény, akkor neki biztosítani kell az árstabilitást, ugyanis bizonyított tény, hogy a monetáris politika ezen stabilitás biztosításával járul hozzá a gazdasági növekedéshez, és ez az az eszköz, ami az állampolgárokat a számukra legérezhetőbb módon befolyásolni képes. Ugyanis az árakkal és azok növekedésével szembesülnek a leghamarabb a fogyasztók, ez azonnal és elrejthetetlen módon hat rájuk. Ha az árak stabilak, akkor a fogyasztók nyugodtabban néznek a jövő felé és könnyebb a tervezés, biztosabban elő lehet jelezni a különböző folyamatok kimenetelét. Ennek viszont az lehet az eredménye, hogy megnő a befektetési kedv, ugyanis csökken a befektetések kockázata, ami működő tőkét von be a gazdaságba, gazdasági növekedést generál.

Maga a monetáris politika is csak az árakra képes direkt hatást kifejteni, ezért természetes, hogy az egységes monetáris politika alapjául éppen az árstabilitás biztosítása szolgáljon.

A továbbiakban nézzük meg, melyek az árstabilitás konkrét előnyei:

a) Az árstabilitás csökkenti az általános árszint alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot, javítva ezáltal a relatív árak átláthatóságát. Ez alatt azt kell érteni, hogy a stabil árak mellett a fogyasztó jobban tudja azonosítani a folyamatokat, könnyebben képes felismerni, hogy egy termék árának növekedése épp az infláció miatt történt-e vagy sem. Ugyanis ekkor ismeretes az infláció szintje, és beazonosítható, hogy a termék reál ára, más termékekhez viszonyított ára változott-e vagy sem. Ha ezt a fogyasztó képes felismerni, akkor könnyebben tud befektetési döntéseket hozni, ugyanis tisztában van azzal, hogy melyik termék drágult csak az inflációs trendet követve, és melyiknek változott a reál ára is. Ennek a felismerésnek köszönhetően hatékonyabb lesz az erőforrás-elosztás a gazdaságban.

b) Az árstabilitás csökkenti a kamatokban az inflációs kockázati felárat. Ez azért történik így, mert ha a hitelezők biztosak abban, hogy az árak a jövőben sem változnak, eltekintenek az inflációs kockázati felártól, amellyel a hosszabb futamidejű hitelek infláció miatti veszteségeiket akarják kompenzálni, ami kedvezően hat a tőkepiacok forrásallokációs hatékonyságára. A hatékony forrásallokáció viszont kedvez a beruházásoknak, amelyek munkahelyteremtéssel járnak és nagyobb gazdasági jóléthez vezetnek.

c) Az árstabilitás feleslegessé teszi a fedezeti ügyleteket. Stabil és fenntartott árszint mellett ugyanis a befektetők nem fognak fedezeti ügyleteket kötni, hogy ezekkel fedezzék

ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 44

az infláció, illetve a defláció hatásait (ilyen fedezeti ügyletek lehetnek például az árváltozásokhoz kapcsolt indexálások). Ezen fedezeti ügyletek veszteség elkerülése érdekében kiválóak, ugyanakkor felesleges pénzeszközöket vonnak el a termelési folyamatoktól. Ha ezek mértéke csökken, akkor annak az lesz az eredménye, hogy gazdasági növekedés következik be.

d) A stabil árak enyhítik az adórendszer és a társadalombiztosítási rendszer torzító hatását. Az adó- és a társadalombiztosítási rendszerek néha a gazdaságot torzító ösztönzők kialakulásához vezetnek. Az infláció és a defláció pedig csak súlyosbítják ezeket, ugyanis ezek a rendszerek nem úgy vannak felépítve, hogy figyelembe tudják venni az inflációs hatásokat és ezek alapján legyenek kijavítva. Például ha egy munkás bérét meg akarják emelni az inflációs hatás kiküszöbölése végett, elképzelhető, hogy ezzel a magasabb fizetéssel egy másik adózási kategóriába kerülhet, bár meglehet, hogy a reálbére nem változik. Az ilyen és ehhez hasonló nem kívánt hatásokat képes kiküszöbölni a stabil árszint.

e) A stabil árszint növeli a készpénztartás előnyeit. Az inflációt fel lehet fogni úgy, mint a készpénztartásra kivetett adót, mert a készpénztulajdonosok azzal szembesülnek, hogy egyre kevesebbet ér a készpénzben tartott vagyonuk. Ennek az lesz a következménye, hogy egyre kevesebb vagyont fognak készpénzben tartani, csökken a készpénzigény. Ez pedig azt fogja jelenteni, hogy nőnek a banki tranzakciós költségek, ugyanis ha egyre kevesebb pénzt tartanak a háztartások, illetve a befektetők maguknál, annál többször kell majd a bankba menni, ami tranzakciós költségeket feltételez. Ha stabil az árszint, alacsony az infláció, akkor ennek a veszélye kevésbé áll fenn.

f) Az árstabilitás megakadályozza a vagyon és a jövedelmek nem szándékolt elosztását. Ez arra utal, hogy magas infláció, illetve defláció mellett a hitelfelvevők, illetve a hiteladók kerülnek előnyös helyzetbe. Például ha magas az infláció, akkor a hitelezők rossz helyzetbe kerülnek, ugyanis a hitelbe kiadott összeg az infláció miatt reálértékben csökkent, és már nem képesek ugyanannyi árut venni rajta, mint azelőtt. Defláció esetén pedig a munkavállalók kerülnek jobb pozícióba, ugyanis az előre megtárgyalt bérek reálértékben többet fognak érni, a vállalat egy idő után nem lesz képes kifizetni tartozásait és csődbe is mehet, amit maga a társadalom is megérezhet. Az ilyenfajta veszélyeknek leginkább kitett kategóriák a társadalom legszegényebb rétegei, ugyanis ők nem képesek védekezni a kellemetlen hatások ellen. Ha ezek viszont nem következnek be az árszint stabilitása miatt, akkor ez a társadalmi jólétet tudja elősegíteni.

g) Az árstabilitás a pénzügyi stabilitáshoz is hozzájárul. Az inflációs trend hirtelen változása, implicite az eszközállomány értékében bekövetkező hirtelen változás veszélybe sodorhatja egy bank mérlegének az egyensúlyát, veszélyeztetve ezzel az egész bankot és

ujforum_61.qxp 2/26/2007 1:00 PM Page 45

annak működését. Extrém esetben egy ilyen változás a bank csődjéhez is vezethet, ami pedig láncreakciót képes elindítani, és alapjaiban megrengeti az egész bankrendszert.

Az előbbiekben tehát láttuk, hogy milyen hatásai lehetnek az egész gazdaságra egy inflációs vagy deflációs helyzetnek, ami eltér az elvárt szinttől. Ezért fontos tehát a stabilitás fenntartása, hogy ezzel is elő lehessen segíteni a kedvező gazdasági eseményeket és a gazdasági növekedést. A központi bankok általában és az EKB is, megtartva ezt a stabilitást, elősegíti az átfogó gazdasági célok megvalósítását. Egy stabilitásorientált monetáris politika elősegíti a gazdasági stabilitás megteremtését, és ebben a stabil környezetben könnyebb a gazdaságpolitikának a különböző céljait elérni.

Mivel a monetáris politikának nincs nagy mozgástere a gazdasági növekedés elérésében, ez a gazdaságpolitika más részeinek a feladata, a monetáris politika a stabil környezetet kell megteremtse ahhoz, hogy ezek a célkitűzések végrehajthatóak legyenek.

Az EK szerződése alapvető célkitűzésként ugyan az árstabilitást tűzi ki a KBER számára, de konkrétan nincs számszerűsítve, hogy mit is ért árstabilitás alatt. Az EKB ezért 1998 októberében számszerű meghatározást adott az árstabilitás fogalmára, és ez része lett az EKB monetáris politikai stratégiájának is.

1998-ban az EKB Kormányzó Tanácsa kimondta, hogy árstabilitásról akkor beszélhetünk, ha az euróövezet harmonizált fogyasztói árindexe (HCPI) 2% alatti növekedést ér el, kiegészítve továbbá azzal, hogy ezt az árstabilitást középtávon fent kell tartani.

A monetáris stratégiáról továbbá elmondható, hogy a stabilitást az EKB középtávon a legkedvezőbb szinten tartja, a döntéshozatalra a következetesség és a rendszeresség jellemző, ami elősegíti a várakozások beteljesülésének nagyobb esélyét, növelve az EKB hitelességét is. 2003-ban ezt a stratégiát felülvizsgálták, megerősítették és pontosították, és egy kétpilléres rendszert fogadtak el az árstabilitás követésére. Az első pillér a közgazdasági elemzést jelenti, amely során az árakat mint rövid- és középtávon meghatározó tényezőket elemzik, a gazdasági reálfolyamatokra és a pénzügyi helyzetre összpontosítva. A második pillér pedig a monetáris elemzés, amely során a közgazdasági elemzésből származó eredmények elemzése történik közép- és hosszú távra.

Irodalomjegyzék

Dieter Gerdesmeier: *Az árstabilitás. Miért fontos számodra is?* EKB kiadvány, 2005.
Hanspeter K. Sheller: *Az Európai Központi Bank. Története, szerepe, feladatai.* EKB kiadvány, 2004.
Európai Központi Bank, Eurórendszer, Központi Bankok Európai Rendszere. EKB kiadvány, 2006.
A monetáris politika végrehajtása az euroövezetben. 2006. szeptember. Az eurórendszer monetáris politikai eszközeinek és eljárásainak általános dokumentációja. EKB kiadvány, 2006.
Intézményi rendelkezések. A KBER és az EKB alapokmánya. Eljárási szabályzatok. EKB kiadvány, 2004.